



SUSTAINABLE PENSION
INVESTMENTS LAB



Langetermijn- beleggen

Hoe mandaten hiervoor in te richten

25 minuten

Gemiddelde
leestijd



**Sustainable Pension
Investments Lab**

Kennispaper 5

December 2018

Inhoud

Samenvatting

p.3 »

Inleiding

p.5 »

Wat is langetermijnbeleggen?

p.8 »

Waarom langetermijnbeleggen?

p.11 »

Lange termijn in de beleidsvisie

p.14 »

Welke stappen zijn nu te zetten?

p.34 »

Samenvatting

Pensioenfondsen hebben verplichtingen op de lange termijn. Daarmee is het mogelijk het beleggingsbeleid een langetermijnhorizon te geven. Een langetermijnbelegging is een belegging waarmee een pensioenfonds premies incasseert die passen bij de langetermijnverplichtingen van het pensioenfonds. Langetermijngedrag van de entiteiten waarin zij belegt wordt daardoor gestimuleerd.

Dit vraagt een langere duur en andere inrichting van de mandaten die pensioenfondsen uitgeven, waardoor:

- zowel expliciete selectiekosten afnemen (er wordt minder van mandaat gewisseld) als impliciete kosten afnemen (het fonds kan relatief meer tijd en middelen steken in de monitoring, en zo beter in control zijn);
- ruimte en verantwoordelijkheid ontstaat om onder andere ESG-factoren en SDG-impact in het mandaat op te nemen.

Om langetermijnbeleggen, en daarmee duurzaam beleggen, invulling te geven is een heroverweging nodig van de bestaande afspraken tussen pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders. Dit kan van invloed zijn op waarin wordt belegd en hoe. Dat zal ook zijn uitwerking hebben op mandatering en bijvoorbeeld de benchmark die daarbij wordt gekozen.

Langetermijndenken is mogelijk voor elk pensioenfondsbestuur. Het past binnen het reguliere selectie- en monitoringproces en binnen de huidige reguleringskaders. Het vergt:

- stilstaan bij de belangrijke beleggingsaannames, vooraf bedenken waar en hoe het selectie en monitoringproces de lange termijn positief of negatief beïnvloedt, en
- vooraf afspreken wat er anders of explicieter moet in het opstellen van het mandaat en de monitoring en evaluatie ervan.

Pensioenfondsen die succesvol langetermijnbeleggen beginnen met de **waarom-vraag**. Hun beleggingsovertuigingen zetten de deur voor langetermijnbeleggen open, daarna volgen de reguliere stappen in het uitbestedingsproces.

Belangrijk daarbij is dat de rapportages zodanig zijn ontworpen dat je het over de **juiste onderwerpen** hebt. Begin met de kwaliteit van de portefeuille en niet met het rendement van afgelopen maand. Neem in de rapportages standaard de beoogde horizon van de strategie op.

Zorg ervoor dat de manager de **horizon** benut. Vraag aan de manager hoe hij dit optimaal wil benutten, en welke ESG thema's extra opgepakt zouden worden met deze horizon.

Wees duidelijk over de rol van de **benchmark**. Is dit de basis voor een goed gesprek, wordt juist expliciet gestuurd op het verschil tussen benchmark en realisatie, of ziet het fonds een andere rol? Speelt bijvoorbeeld een absolute return een belangrijkere rol?

Benoem **risicomaatstaven** die ertoe doen. Bijvoorbeeld, zijn de bedrijven in de portefeuille nog even stabiel? Hoe zit het met oplopende schuldenratio's? En hoe belangrijk is de tracking error?

En tot slot, maak een **duidelijk onderscheid** tussen monitoring en evaluatie en handel daarnaar.

Inleiding

Langetermijnbeleggen gaat over het oogsten van langetermijnrisico- en rendementsbronnen. Pensioenfondsen zijn bij uitstek beleggers met een langetermijnhorizon; verplichtingen lopen door tot aan het eind van de eeuw. Vrijwel alle Nederlandse pensioenfondsen hebben langetermijndenken en duurzaamheid dan ook een onderdeel gemaakt van hun beleggings-overtuigingen.

Juist in tijden van relatief lage beleggingsrendementen is het oogsten van langetermijnrendementspremies essentieel. Zeker sinds 2008 staat de rol en de langetermijnhorizon van financiële markten ter discussie. Beleggers zouden ondernemingen aanzetten tot een te grote focus op de korte termijn. Een Britse commissie onder leiding van John Kay concludeerde dat kortetermijngeneigdheid een probleem is dat veroorzaakt wordt door een gebrek aan vertrouwen en perverse prikkels vanuit de investeringsketen¹.

¹ The Kay review of UK equity markets and long-term decision making. Final Report, July 2012

De expertgroep die de Europese Commissie over duurzame financiering adviseert concludeerde dat *“the relatively long-term investment horizon of end-beneficiaries with long-term liabilities (pension fund beneficiaries, household savers, sovereign wealth funds, etc.) is not reflected across the investment and lending chain, due to principal-agent concerns, as well as inadequate performance metrics and incentives”*².

Internationaal hebben grote pensioenfondsen en vermogensbeheerders zich verenigd om het kapitaal meer op de lange termijn te richten in het platform *“Focusing Capital on the Long Term”*. Daaronder ook enkele grote Nederlandse partijen, die stellen: *“aandeelhouders en ondernemingen zitten in een vicieuze kortetermijncirkel en rennen van kwartaal naar kwartaal”*³.

² HLEG Interim Report, 13 Juli 2017, p. 19, https://ec.europa.eu/info/publications/170713-sustainable-finance-report_en

³ Andringa, M. et al. (2015). Kortetermijnwinst of langetermijnwaardecreatie? Beleggen met focus op de lange termijn, VBA Journaal

Zes en tachtig procent

86% van de CFO's geeft aan dat het financiële rendement van hun bedrijf hoger zou zijn als ze zich meer op de lange termijn zouden kunnen richten.

Deze aandacht heeft nog niet het gewenste resultaat, getuige het feit dat tachtig procent van de CFO's aangaf te zullen bezuinigen op onderzoek en investeringen, reclame en onderhoud als dat nodig is om aan de kortetermijnwinstverwachtingen te voldoen. Meer dan de helft van de CFO's gaf aan dit ook te doen als dit ten koste gaat van langetermijnwaardecreatie. 86% gaf aan dat het financieel rendement van hun bedrijf hoger zou zijn als ze zich meer op de lange termijn zouden kunnen richten. Een ontwikkeling die sinds de crisis van 2008 in hun beleving enkel erger is geworden⁴.

Om langetermijnbeleggen, en daarmee duurzaam beleggen, invulling te geven is een heroverweging nodig van de bestaande afspraken tussen pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders. Dit kan van invloed zijn op waarin wordt belegd en hoe. Dat zal ook zijn uitwerking hebben op mandatering en bijvoorbeeld de benchmark die daarbij wordt gekozen.

Doel van dit paper is om beslissers in pensioenfondsbesturen en bestuursbureaus een concreet handelingsperspectief te bieden. Daarbij bouwen wij onder andere voort op de beleidscyclus van DNB, het 'Model Mandate Initiative' van het International Corporate Governance Network (ICGN), en initiatieven als Focusing Capital on the Long Term (FCLT).

Dit paper beantwoordt achtereenvolgens de vragen:

- 1.** Wat is langetermijnbeleggen?
- 2.** Waarom is het belangrijk voor mijn pensioenfonds?
- 3.** Hoe past duurzaamheid en langetermijnbeleggen in de beleidscyclus van mijn pensioenfonds?
- 4.** Welke stappen kan ik met mijn pensioenfonds nu zetten?

Het langetermijnbeleggingsbeleid van één pensioenfonds, het spoorwegpensioenfonds (SPF), gebruiken wij ter illustratie van hoe een langetermijnbeleggingsbeleid integraal kan worden toegepast.

⁴ Graham, J. R., C. R. Harvey en S. Rajagopal (2005) The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics*; Barton, D. en M. Wiseman (2014) Focusing capital on the long term, *Harvard Business Review*; Haldane, A.G. en R. Davies (2011) The Short Long. Bank of England, Speech at 29th SUERF Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?, Brussels.

1. Wat is langetermijnbeleggen?

Langetermijnbeleggen gaat over het oogsten van langetermijnrisico- en -rendementsbronnen. Beleggingen worden niet gekozen en aangehouden in de verwachting daar op de korte termijn een bovengemiddeld rendement mee te behalen, maar in de verwachting dat dit op de lange termijn wel het geval is.

Daartoe stimuleert de beleggingsstijl het langetermijngedrag van de entiteiten waarin zij belegt. Daarbij is het goed een onderscheid te maken tussen de *holding period*⁶ van een belegging en de horizon.

Langetermijnbeleggen kan vervolgens op verschillende manieren worden uitgewerkt. Een aandelenpositie kan op verschillende manieren aangehouden worden: door een (beperkt) aantal aandelen te kopen en die voor deze hele periode vast te houden, maar bijvoorbeeld ook met een indexfonds waar de onderliggende aandelen een keer per jaar worden gewijzigd. De *holding period* is dan korter, maar de tijdshorizon waarmee wordt belegd niet. Een bestuur kan dus een langetermijnhorizon hebben maar dit invullen met aandelen met een korte *holding period*. Anderzijds kan een indexbelegger zonder een visie op het langetermijnpotentieel van een individuele onderneming, toevallig

⁶ Een geaccepteerde Nederlandse vertaling van *holding period* is niet voorhanden, behouden “vasthoudperiode”.

(namelijk bepaald door de indexsamensteller) langetermijnaandehouder van die onderneming zijn (de zogenoemde 'ijzeren voorraad' van een indexbelegger). Verder is het ook niet zo dat langetermijnbeleggen om actief beheer vraagt. Een actieve aandelenbelegger is eveneens niet noodzakelijkerwijs een langetermijnbelegger en kan zijn belegging op de korte termijn weer van de hand doen (binnen bijvoorbeeld een kwartaal of een jaar) als zijn koersrendement behaald is.

Of je actief of passief belegt zegt dus niet per se iets over het langetermijnkarakter daarvan. Het gaat om het effect van je beleggingen. Het gaat er dus om, zowel voor een actieve als een passieve beleggingsstijl, hoe je je gedrag als belegger inregelt, daarvan bewust bent en prikkels organiseert.

Een tweede onderscheid moet gemaakt worden voor liquide en illiquide beleggingen. Bij liquide beleggingen, zoals het bovenstaande voorbeeld, kan het fonds een duidelijk andere keuze maken tussen de *holding period* en horizon. Bij illiquide beleggingen is dat anders; een infrastructuurmandaat wordt al snel afgesloten voor 10 tot 15 jaar met als doel extra beleggingsopbrengsten te behalen door de vergoeding voor de illiquiditeit. Het bestuur kan hier niet een andere horizon hebben dan de *holding period*.

Of je actief of passief belegt zegt niet per se iets over het langetermijnkarakter daarvan.

In de praktijk hebben duurzaamheid en langetermijnbeleggen veel met elkaar te maken.

Een derde onderscheid is dat een langetermijnhorizon niet gelijkgesteld kan worden aan duurzaam beleggen, de toepassing van ESG ('environmental, social en governance') factoren. Zo zijn 15-jaars staatsleningen duidelijk lange termijn maar zullen niet als duurzame beleggingen worden gezien. Anderzijds kan een onderliggend aandeel als Unilever een duidelijk positieve duurzaamheidsimpact hebben, maar als aandeelhouder kan het pensioenfonds hier met een kortere horizon in zitten.

Toch hebben in de praktijk duurzaamheid en langetermijnbeleggen veel met elkaar te maken. Bedrijven die vooroplopen met duurzaamheid kunnen op korte termijn soms slechter presteren maar op lange termijn doen ze het vaak beter en hebben in ieder geval een beter risicoprofiel⁷. Daarom, en omdat de verwachting is dat de energie- en circulaire transitie de komende jaren de economie ingrijpend zullen veranderen, worden duurzaamheidsprestaties van bedrijven door vermogensbeheerders steeds meer in hun analyses en waarderingen meegenomen. Om die betere financiële prestaties te oogsten is dus wel vaak een wat langere beleggingshorizon vereist.

⁷ Zie Demmers, M., 2017, The Financial return of Responsible Investing, Sustainable Pension Investments Lab, <https://spilplatform.com/publicaties/the-financial-return-responsible-investing/>

2. Waarom langetermijnbeleggen?

Pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers vanwege hun verplichtingen van 50 jaar of zelfs langer. Voor pensioenfondsen is die lange termijn zowel een natuurlijk voordeel ten opzichte van andere financiële instellingen als ook een bittere noodzaak.

Juist in tijden van relatief lage beleggingsrendementen is het oogsten van langetermijnrendementspremies essentieel, een beperkt extra rendement kan het verschil maken tussen korten of indexeren. Door hun lange verplichtingen kunnen pensioenfondsen meer illiquide beleggingen vasthouden. Dat biedt de kans om een illiquiditeitspremie te incasseren en zo een hoger rendement te behalen.

Een recent inzicht is dat het gebruik van ESG-data in de investeringsbeslissing op zijn minst de risico's van de belegging kan verminderen. Bijvoorbeeld, een bedrijf dat aanzienlijke investeringen moet doen om CO₂-emissies te reduceren zal hiervoor op korte termijn kosten moeten maken, met een lange termijn onzekere, maar verwacht positieve uitkomst. Als het bedrijf aandeelhouders heeft met een kortetermijnhorizon, zal bewust (door druk van de aandeelhouders)

of onbewust (in de perceptie van de bedrijfsleiding, of door vergelijking met andere bedrijven) de nadruk worden gelegd op stabiele kasstromen op de korte termijn. De koersontwikkeling op korte termijn krijgt zo voorrang op economische waardecreatie op de lange termijn.

Markten zijn ook niet zodanig efficiënt dat de som van kortetermijnresultaten gelijk is aan de mogelijke langetermijnresultaten. Door een overmatige focus op de korte termijn blijven kansen liggen op extra opbrengsten die in de lange termijn liggen en die maar weinig beleggers kunnen oogsten. Denk aan investeringen in fundamentele innovaties die naast een hoge economische waarde ook een lange investeringsperiode kennen.

⁸ Zie van de Kieft, R., 2017, De impact van klimaatverandering op pensioenbeleggingen, Sustainable Pension Investments Lab, kennispaper 2, <https://spilplatform.com/publicaties/spil-kennispaper-de-impact-van-klimaatverandering/>

⁹ Zie Busse, J. A., Goyal, A., & Wahal, S. (2010). Performance and persistence in institutional investment management. *The Journal of Finance*, 65(2), 765–790. Zie ook voor een verklaring van de tegenvallende performance van actieve mandaten Charles Ellis, (2014). *The rise and fall of performance investing*. CFA Institute, 70(4), 14–23.

Door het benutten van ESG-data, en de betere score op deze dimensie die daarmee samenhangt, is het ook mogelijk meer positieve maatschappelijke impact van de beleggingen te behalen, via bijvoorbeeld een focus op de Sustainable Development Goals (SDGs). Iets dat veel deelnemers van pensioenfondsen, naast het behalen van financieel rendement, ook waarderen. Andersom: een pensioen in een wereld met desastreuze klimaatverandering, migratiestromen of voedselschaarste is feitelijk minder waard⁸.

Een minder zichtbare, maar zeker zo belangrijke, factor is dat een goed vormgegeven langetermijnbeleggingsbeleid ook een meer langetermijngerichte relatie met de vermogensbeheerder vereist. Dat biedt ruimte voor kostenbesparingen en vergroot het aantal beleggingsstrategieën dat voor een pensioenfonds kan worden ingezet.

Zo blijken er hoge kosten te zitten aan het wisselen van vermogensbeheerder. Een bekend onderzoek naar Amerikaanse institutionele beleggers⁹ laat zien dat nieuwe externe beheerders vaak worden ingehuurd

nadat deze een periode van hoge positieve toegevoegde waarde (de 'outperformance' ten opzichte van de benchmark), hebben laten zien. Deze outperformance verdwijnt echter nadat de nieuwe externe beheerder is ingehuurd; de beheerder die ontslagen is, laat op zijn beurt juist weer extra performance zien. De onderzoekers schatten in dat de gemiste opbrengsten door ontslag en selectie, boetes en transitie samen voor een beleggingsmandaat kunnen oplopen tot 5 tot 10% rendement. Doordat selectie- en monitoringprocessen steeds meer gestandaardiseerde vergelijkingen en ranglijsten opleveren bestaat het risico van "performance chasing" en "action bias": omdat een commissie of bestuur een evaluatieproces heeft en uitvoert zal zij eerder besluiten tot wisseling van een mandaat, anders komt het misschien niet besluitvaardig over.

Niet alleen de selectiekosten nemen af als het mandaat een langere horizon krijgt. Een langdurigere relatie met de vermogensbeheerder biedt het pensioenfondsbestuur en pensioenbureau ook de mogelijkheid om minder de focus te leggen op de standaard monitoring afspraken en meer tijd en middelen te steken in een relatie waarbij het bestuur eerder gevoed wordt over nieuwe ontwikkelingen die relevant zijn maar niet 1-2-3 binnen de informatieverplichtingen van een *Service Level Agreement* of contract passen¹⁰.

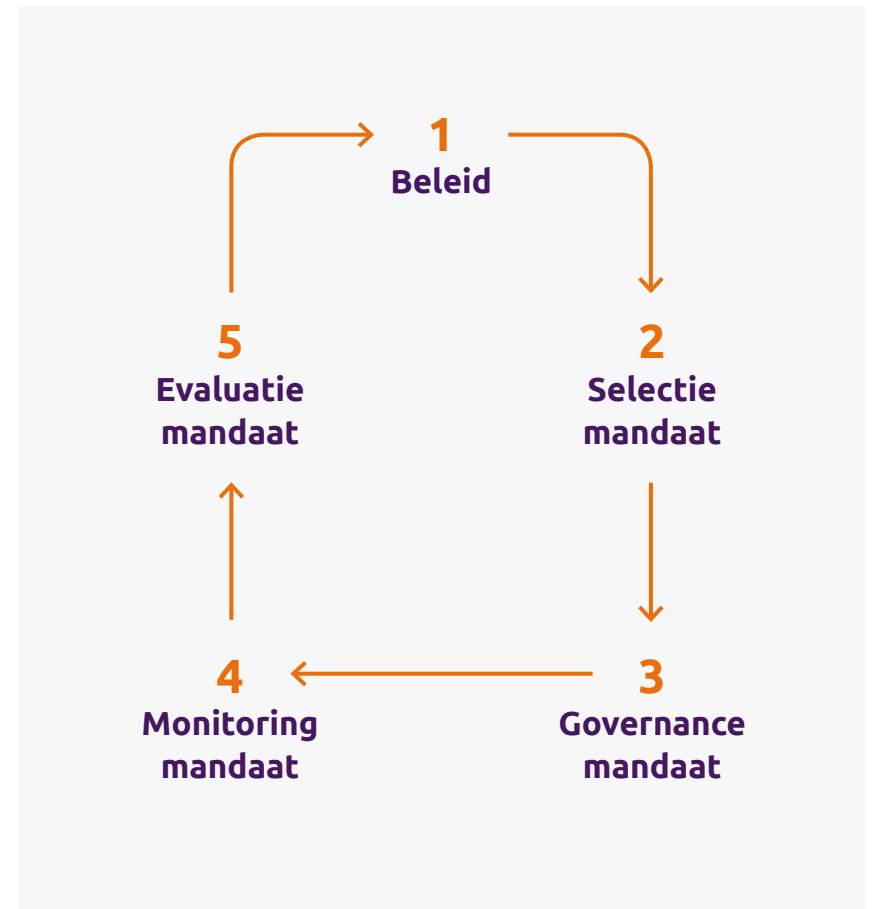
De gemiste opbrengsten door ontslag en selectie, boetes en transitie kunnen samen voor een beleggingsmandaat oplopen tot 5 tot 10% rendement.

¹⁰ Dit wordt bij een aantal pensioenfondsen als "verhoogde zorgplicht" gekarakteriseerd, zie bijvoorbeeld Slager (2013).

3. Lange termijn in de beleidsvisie

Elke belegging die een pensioenfonds doet en ieder mandaat dat een bestuur vergeeft moet aan dezelfde kwaliteitseisen en processtappen voldoen. Voor langetermijnmandaten is dit niet anders.

Beleid, selectie, governance, monitoring en evaluatie vormen de belangrijke stappen in het beleggingsproces. Aan de hand van dit proces beschrijven we of, en zo ja welke, aanpassingen of keuzes moeten plaatsvinden ten behoeve van langetermijnbeleggingsresultaten. In kaders geven we per stap voorbeelden van pensioenfondsen.



STAP 1 **Beleid**

Pensioenfondsen die succesvol langetermijnbeleggen beginnen met de *waarom*-vraag. Hun beleggingsovertuigingen zetten de deur voor langetermijnbeleggen open, daarna volgen de reguliere stappen in het uitbestedingsproces.

Het bestuur stelt haar beleggingsovertuigingen vast. Welke uitgangspunten vindt zij belangrijk bij de opzet en inrichting van de beleggingen? Dit kader is leidend voor alle daaropvolgende keuzes. Voor langetermijnbeleggen is het essentieel dat langetermijnbeleggingen onderdeel zijn van haar beleggingsovertuigingen. Het bestuur dient het *waarom* van langetermijnbeleggen te doorgronden en een expliciete beleggingsovertuiging op langetermijnbeleggen te delen.

Voor een pensioenfondsbestuur zijn de volgende uitspraken van belang om stelling in te nemen:

Langetermijnverplichtingen

Als pensioenfonds hebben we langetermijnverplichtingen. Dat biedt de mogelijkheid risicopremies te realiseren die uitsluitend op lange termijn kunnen worden geïncasseerd.

Focus op risicopremies

Wij richten ons op de volgende risicopremies, welke uitsluitend met een langetermijnhorizon kunnen worden geïncasseerd:

Risicopremies van bestaande markten

Te denken valt aan aandelenrisicopremies, bedrijfsobligatie-risicopremies of de risicopremie die uit de termijnstructuur van vastrentende waarden volgt. Een duidelijk voorbeeld is ook de illiquiditeitspremie van non-listed assets. Daarnaast kan ook worden beargumenteerd dat voor het binnenhalen van de meeste factorpremies een langere termijn horizon nodig is.

Risicopremies van markten die incompleet zijn of in opkomst zijn

Deze risicopremies zijn vaak een combinatie van individuele markten/beleggingen die we al kennen. De combinatie is echter nieuw. De premie is aannemelijk, maar er is nog geen overmatig bewijs voor, anders was het een bestaande markt waar iedereen al in belegde. Een voorbeeld is zorg-vastgoed. Deels zijn dit bekende

vastgoedkarakteristieken, deels zijn dit bekende leningkarakteristieken in de zorgsector. Het enige wat nieuw is, is dat beide gecombineerd worden.

Risicopremies die we nog niet kennen

Nieuwe markten die nog niet bestonden, met nieuwe kenmerken, zoals ooit opkomende markten, structured credit of grondstoffen.

Duurzame en ESG beleggingen

Duurzame en ESG beleggingen vallen geregeld onder risicopremies van markten die incompleet zijn, in opkomst, of die we nog niet (volledig) kennen.

Belang bij langetermijnwaardecreatie en betrokken aandeelhouderschap

Als langetermijnbelegger heb je belang bij langetermijnwaardecreatie en betrokken aandeelhouderschap. Daarbij helpen we de bedrijven waar we in investeren zich meer op duurzaamheid te richten. We gaan ervan uit dat hiermee ook sprake zal zijn van betere performance op termijn.

VOORBEELDEN

Investment beliefs en uitgangspunten over lange termijn

Pensioenfonds Vervoer

"Diegenen die nog pensioen opbouwen bij Pensioenfonds Vervoer zijn gemiddeld jong. Dat betekent dat we het kapitaal een lange tijd kunnen beleggen voor we het uitkeren. Wie kan beleggen voor de lange termijn, heeft meer beleggingsmogelijkheden en meer kans op een goed rendement. Hierdoor kunnen we het bedrag dat op het UPO staat, met grotere zekerheid, ook daadwerkelijk uitkeren. 100% zekerheid kunnen we helaas niet bieden. Maar we gebruiken onze kracht als langetermijnbelegger maximaal."

PFZW Beleggingsbeleid 2020

"PFZW wordt geleidelijk meer een langetermijnbelegger die eigen bewuste keuzes maakt en minder een belegger die zich laat leiden door benchmarks." ... "Om de pensioenambitie te realiseren, nu en in de toekomst, moeten we zorgvuldig omgaan met de op lange termijn schaarse ingrediënten van rendement, zoals grondstoffen, kapitaal en mensen. ... We geven hiermee in de breedte van de portefeuille invulling aan ons geloof dat duurzame, houdbare wereld noodzakelijk is om op lange termijn voldoende rendement te kunnen genereren en dat rekening houden met duurzaamheidsaspecten op lange termijn loont."

Spoorwegpensioenfonds (SPF)

SPF heeft langetermijnbeleggen vastgelegd in haar beleggingsbeginselen: vijf van haar 10 beleggingsbeginselen gaan in op de lange termijn. De volgende drie beleggingsbeginselen illustreren het langetermijndenken goed:

BELEGGINGSBEGINSEL #1

Er bestaat een premie voor illiquiditeit en voor beleggen op lange termijn.

Onderbouwing door het bestuur

- SPF is een langetermijnbelegger en is daarom in staat extra bronnen van rendement te benutten die andere beleggers moeilijker kunnen realiseren.
- Deze bronnen maken het mogelijk een premie te genereren door te beleggen in illiquiditeit; door een niet-cyclisch beleggingsbeleid te volgen en door het vasthouden van beleggingen voor een lange termijn.
- De mate waarin het fonds illiquide kan beleggen wordt bepaald door de structuur van de verplichtingen.

Dit betekent of is de basis voor...

- Benut illiquiditeit door te beleggen in illiquide categorieën zoals vastgoed, hypotheke en private equity fondsen.
- Benut beleggen op lange termijn door de portefeuille te herbalanceren op basis van bandbreedtes. Hiermee worden relatief hogere gewaardeerde beleggingen verkocht en relatief lagere gewaardeerde beleggingen gekocht.
- We accepteren daarmee dat er kortetermijn-schommelingen zijn in de dekkingsgraad.

BELEGGINGSBEGINSEL #2***Waarderingen keren terug naar hun langetermijngemiddelde.***

De economie en financiële markten volgen langetermijntrends en middellange-/kortetermijncycli. Trendbreuken komen voor, maar zijn zeldzaam. Reële groei, winsten en waarderingen-/risicopremies fluctueren rond deze trends en tenderen richting langetermijngemiddelden. Geloof in trends en langetermijngemiddelde waarderingen helpt in de focus op de lange termijn en voorkomt paniekreacties op de korte termijn.

BELEGGINGSBEGINSEL #3***Duurzaam en verantwoord beleggen
kàn, zonder dat het ten koste gaat
van het rendementrisicoprofiel van
de portefeuille.***

Onderbouwing door het bestuur

- SPF heeft als belegger een grotere impact en verantwoordelijkheid dan alleen een goed rendement-risico te realiseren voor haar deelnemers.
- Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) voegt waarde toe doordat het een kader schept waarmee beleggingsthema's worden geïdentificeerd die lange termijn zijn en daarmee goed passen bij de beleggings-horizon van SPF.
- MVB helpt ons om beleggingsthema's te identificeren ten aanzien van lange termijn neer-waartse risico's. Het geeft ons de mogelijkheid deze risico's te mitigeren en te investeren ten behoeve van een duurzame en stabiele wereld.

Dit betekent of is de basis voor...

- Het maatschappelijk verantwoord beleggen beleid van SPF wordt vormgegeven vanuit aandeelhouder-schap en risicomanagement, onder andere door het voeren van een dialoog en het stemmen op aandeel-houdersvergaderingen.
- We motiveren aan de deelnemers hoe onze keuzes om duurzaam en verantwoord te beleggen aansluiten bij de voorkeuren van de deelnemers en de ambitie van SPF. Ook leggen wij uit hoe duurzaam en verantwoord beleggen integraal wordt mee-genomen in het beleggingsproces.”

In haar beleggingsbeginsel over risicomanagement meldt SPF nog het volgende: “Het fonds neemt in de afweging tussen kortetermijn- en langetermijnrisico's steeds de evenwichtige belangenbehartiging van alle stakeholders in ogenschouw. Deze expliciete afwegingen dragen bij aan een robuust beleggingsbeleid.”

STAP 2 Vormgeving mandaat en selectie vermogensbeheerder

Vervolgens kan het kader van het mandaat worden vormgegeven waarmee een vermogensbeheerder geselecteerd kan worden. Deze stap bestaat uit een investment case en beleggingskader.

De investment case beschrijft “waarom” een bepaalde beleggingscategorie in de portefeuille moet worden opgenomen:

- Welke risicopremie verwacht het fonds te verdienen over welke termijn? Wanneer zal de risicopremie naar verwachting wel of niet materialiseren?
- Welke onderbouwing is hiervoor, is er veel onderzoek naar gedaan, of is dit beperkt?
- Wat zijn andere bestuurlijke afwegingen die benoemd moeten worden bij deze beleggingscategorie?
- Is de beleggingscategorie consistent met de door het fonds vastgestelde beleggingsovertuigingen?

Als bijvoorbeeld de investment case voor een strategische aandelenportefeuille wordt ontwikkeld, zal met de investment case de vraag worden beantwoord of de ontwikkeling van zo'n portefeuille, net als andere aandelenbeleggingen, een vergelijkbare positieve aandelenrisicopremie verdient. Hier is veel onderzoek naar gedaan. Duidelijk wordt in zo'n investment case ook, omdat de aandelen voor lange tijd worden aangehouden, dat de portefeuille van elke benchmark zal afwijken. Echter, als deze beleggingscategorie in samenhang met de totale portefeuille wordt gezien, kunnen de voordelen (lage kosten, verwachte positieve risicopremie, betere samenhang met verplichtingen)

gunstiger uitvallen dan eventuele nadelen (de tracking error). Tenslotte spreekt de investment case zich uit over welke horizon het bestuur moet denken. Een langetermijn-, waardegedreven strategie kan niet over een kortere periode dan 10 tot 15 jaar plaatsvinden.

De investment case geeft een globaal beeld, de kaderstelling omschrijft vervolgens het concrete kader voor de selectie van een vermogensbeheerder en mandaat. De kaders die gesteld worden zijn onder andere doelstelling (inclusief geest/intentie), benchmark, beleggingsrestricties en beleggingsvorm die het beste vorm geeft aan het mandaat (intern beheerd mandaat, extern beheerd mandaat, participatie, etc.).

Daarna kan de daadwerkelijke selectie en vormgeving van een langetermijnmandaat plaatsvinden. Daarbij is van belang:

- Kies de goede criteria om de kans dat op lange termijn de beloften worden nagekomen zo groot mogelijk te krijgen. Een pensioenfondsbestuur wil vooraf comfort hebben over de langetermijngericht-

Een langetermijn-, waardegedreven strategie kan niet over een kortere periode dan 10 tot 15 jaar plaatsvinden.

Tien
tot
vijftien
jaar

Het verhaal van de vermogensbeheerder kan perfect zijn; de setting waarin zij opereert hoeft dat niet te zijn.

heid van de vermogensbeheerder. Naast de langetermijnmandaten heeft de vermogensbeheerder wellicht allerlei andere mandaten of producten lopen en heeft zij doelstellingen met betrekking tot winstgevendheid, omzetgroei of solvabiliteit.

Deze kunnen het beoogde langetermijnbeleid door kruisen. Hoe kijk je daar als fonds tegenaan?

Welke (gedeelde) criteria en uitgangspunten zijn van belang? Het verhaal van de vermogensbeheerder kan perfect zijn; de setting waarin zij opereert hoeft dat niet te zijn.

- Werk uit hoe je de samenwerkingsrelatie vorm wilt geven, wat betekent dat voor het selectieproces? Moet de looptijd van het mandaat bijvoorbeeld gelijk zijn aan de looptijd van het contract met de

vermogensbeheerder? Dit hoeft niet het geval te zijn; het fonds zou de vermogensbeheerder op een gegeven moment kunnen ontslaan en andere herbenoemen, maar de portefeuille gelijk kunnen houden. Dit zou impliceren dat het in de samenwerkingsrelatie om zowel mandaat als de vermogensbeheerder gaat; wees hiervan bewust.

- Hoe geeft de manager zijn engagementbeleid vorm, hoe oefent hij invloed uit en hoe integreert hij ESG en langetermijnoverwegingen?
- Wat is de rendements-/risico-eis die je wilt ontwikkelen? Is dat een absoluut rendement? Is er een benchmark bij te zoeken, of zijn meerdere benchmarks van toepassing?

VOORBEELD

Hoe kan een meer langetermijnooriëntatie worden verkregen in de vormgeving van mandaten?

Oplossing 1: “Funnel for performance”

Beoordeel de performance van de fund manager niet op een periode van een jaar, zelfs niet op drie jaar, maar bijvoorbeeld op vijf of zeven jaar en leg dit ook vast. Dit kan door de fund manager een langjarige performancedoelstelling mee te geven. Hierin opgenomen zijn jaarlijkse grenzen voor de maximale afwijkingen van de gemiddelde performance van het mandaat t.o.v. de langetermijnperformancedoelstelling.

Als het mandaat pas kort loopt mag de afwijking van de gemiddelde performance groter zijn. Naarmate het mandaat langer loopt wordt deze steeds kleiner. In geval van performance fees, werk met uitgestelde fees in plaats van claw-back constructies. Dit voorkomt dat de fund manager gericht is op het behalen van korte-, in plaats van, langetermijnperformance.

Oplossing 2: Strategische Aandelenportefeuille SPF Beheer

Een interessant voorbeeld zijn de langetermijnmandaten van spoorwegpensioenfonds (SPF) en SPOV aan SPF Beheer, de zogenoemde “Strategische Aandelenportefeuille (SAP)”. SAP werd gelanceerd in 2010, en is ongeveer 55% van de totale aandelenportefeuille.

De aanleiding was de realisatie na de financiële crisis van 2008 dat je relatieve performance nog zo goed kan zijn maar dat je daar niet veel aan hebt als je absoluut veel geld verliest. Het pensioenfondsbestuur wenste een aandelenmandaat vorm te geven dat een absoluut rendement zou halen op langere termijn. In de vormgeving van het mandaat werd gaandeweg verantwoord beleggen betrokken omdat bleek dat dat goed bij die aanpak paste. Het doel was een rendement te behalen dat bestond uit de 10-jaars swaprente plus een aandelenrisicopremie van 3%; kortom (reguliere) benchmark-agnostisch.

Het pensioenfondsbestuur ontwikkelde samen met SPF Beheer de SAP. Hiervoor werd een horizon van zeven jaar vastgelegd voor de evaluatie. De portefeuille werd bottom-up samengesteld uit stabiele bedrijven in termen van omzet, winst en dividend. Er worden drie regio's (VS, Europa, overige ontwikkelde markten) onderscheiden maar geen vooraf opgelegde regio-gewichten, met een redelijke spreiding over sectoren.

Het betreft een geconcentreerde portefeuille van 60-80 namen. De SAP heeft geen tracking error-limiet meegekregen. Wel is er sprake van een impliciete tracking error, omdat de totale aandelenportefeuille een tracking error-limiet heeft. Dit laat zien dat het pensioenfondsbestuur integraal stuurt op de gehele portefeuille én op lange termijn (zie stap 4 en 5).

STAP 3 Governance Mandaat

Mandaten operationaliseren het beleggingsproces. De vermogensbeheerder is opdrachtnemer. Voor hem is het mandaat een concrete uitvoeringsopdracht die gerealiseerd moet worden.

Bij het opstellen van het mandaat zijn de volgende onderdelen van belang die de langetermijnfocus positief kunnen beïnvloeden:

- Expliciete afspraken om vooraf te bespreken wat de looptijd is die past bij het rendements- en risico-profiel.
- Explicitering van de performance fees. Als uitgangspunt: beloon een manager niet voor markteffecten, beloon de manager voor inspanningen boven verwachtingen.
 - Voor bekende strategieën en bekende risicopremies: vaste beloningen en vergoedingen.
 - Alleen voor onbekendere strategieën en nieuw te ontwikkelen risicopremies, omdat er meer sprake is van onzekerheid, kunnen variabelere vormen worden overwogen.

- Maak het mandaat concreet afgebakend, maar niet zo rigide dat bij wijzigingen in de financiële markten het mandaat opnieuw moet worden opgesteld.
- De manier waarop ESG factoren integraal onderdeel zijn van het beleggingsproces van de vermogensbeheerder, waaronder besluitvorming en rapportages.
- Een check of het mandaat een consistente doorvertaling is van, of past binnen de beleggings-overtuigingen van het fonds.
- Metrics voor monitoring en evaluatie: benchmark, evaluatiehorizon, evaluatiemethode, wanneer van monitoring naar evaluatie.

De benchmark verdient speciale aandacht bij de governance van het mandaat.

- Bij de investment case is al eerder op hoofdlijnen vastgelegd wat een goede benchmark is voor het mandaat, maar even belangrijk is – en dit wordt vaak overgeslagen – dat vooraf helder wordt afgesproken wat de rol van de benchmark is in de monitoring en evaluatie van het mandaat. De benchmark moet vooral – vanuit een principaal agent problematiek – inzicht geven of de manager zich voldoende en op de juiste manier inspant. Accepteer verder dat er meerdere benchmarks kunnen zijn voor een mandaat: meerdere benchmarks voor verschillende doelen.
- Benchmarking vergelijkt het mandaat met andere mandaten om op die manier van elkaar te leren. Het doel van benchmarking zou niet het afrekenen van de individuele manager moeten zijn, maar het verbeteren van de prestaties van het pensioenfonds. Een ander doel is de transparantie die men biedt aan de deelnemers van het fonds.

- De benchmark moet de vraag beantwoorden: wat is de systematische rendement/risico beloning die ik als fonds met een vergelijkbare belegging zou krijgen?
- De benchmark moet goed doordacht worden om discrepanties te vermijden. Dit gebeurt als je bv. 'passief, tenzij...' opschrijft en vervolgens aangeeft dat je een betrokken langetermijnbelegger met *buy-and-hold* wil zijn. Je zou ook kunnen opschrijven dat goede bedrijven (die je aanhoudt op lange termijn) de beste basis zijn voor een goed langetermijnrendement. De afwijking van een benchmark, zoals de tracking error op middellange termijn, is dan een logische consequentie. De indeling in actief of passief wordt vervolgens niet zo relevant.

VOORBEELD

Governance mandaat SPF

Voor SAP is een 7-jaars horizon vastgelegd. Ook de benchmark en tracking error zijn op totaal portefeuille-niveau helder gedefinieerd (zie stap 4). Het mandaat is samen met de beheerder ontwikkeld en opgesteld. Eenmaal per jaar geven de SAP portefeuillemanagers een toelichting op de portefeuille en ontwikkelingen in de beleggingscommissievergadering van het pensioenfondsbestuur. Eenmaal per jaar vindt een evaluatiemoment in het pensioenfondsbestuur plaats en ontvangt het bestuur kwartaalrapportages van de SAP. Nieuwe bestuursleden binnen het pensioenfondsbestuur worden actief meegenomen in de karakteristieken en doelstellingen van de SAP, onder andere met besprekingen met de portefeuillemanagers op de (beleggings)'vloer'.

STAP 4 Monitoring

Hoe langer de beleggingsketen, des te lastiger het is om langetermijnbeleggen consistent door te voeren. Des te verder de uiteindelijke belegging af staat van het pensioenfonds bestuur, des te groter het risico dat gedrag en prikkels in de schakels meer kortetermijnhandelen stimuleren. Het start bij het pensioenfondsbestuur.

Om daadwerkelijk langetermijnbeleggen door te voeren is het essentieel dat het bestuur van het pensioenfonds dit doorleeft. Het bestuur moet continu scherp voor ogen hebben en houden welke langetermijnresultaten het wil bereiken en hoe het zal handelen bij tussentijdse resultaten. Idealiter heeft het bestuur vooraf doorleefd hoe ze met tussentijdse resultaten in specifieke mandaten *wil* omgaan. Hoe benchmarks in te zetten en te gebruiken dient nadrukkelijk onderdeel te zijn van het bestuurlijke proces en kader. Rust en vertrouwen

zijn sleutelwoorden in de governancerelatie. Voor een langetermijnmandaat zal het pensioenfonds met de externe dienstverlener vooraf het volgende moeten afspreken:

- Er moet duidelijkheid zijn over de horizon. Het is belangrijk dat in de rapportage voor de monitoring vooraf wordt opgenomen welke horizon van toepassing is. Is dit een beleggingsstijl die voor ten minste 5, 10 of 15 jaar beoordeeld moet worden? En als de

horizon 10 jaar is, dan zou het bestuur kunnen overwegen om op te nemen na hoeveel jaar data een voorspellende waarde heeft. In dit voorbeeld, een beleggingsstijl zou pas na 30 kwartaalwaarnemingen helderheid kunnen geven of de stijl de gewenste rendement/risicoprofiel oplevert. Dit opnemen voorkomt dat het bestuur beslissingen neemt op korte termijn en ruis voor informatie verwisselt.

Naast duidelijkheid over de horizon moet er ook duidelijkheid zijn over de gedragsmatige risico's die bij een bestuur over de horizon kunnen spelen. Als na de start eerst fors negatief wordt gepresteerd om uiteindelijk positief over de horizon uit te komen, dan wordt dit heel anders beleefd dan een positieve start die uiteindelijk over de horizon negatief uitpakt. Hoe ga je daar mee om? Wat moet je vooral niet doen? Dit kan onderdeel zijn van een pre-mortem.

Horizon benoemen in het strategisch beleggingsplan

Belangrijk is om de horizon van elke allocatie goed te benoemen in het strategisch beleggingsplan. Dan kun je vervolgens mandaten daar op vormgeven.

Denk bijvoorbeeld aan:

- Aandelenrisicopremie: 6-8 jaar, wat kan oplopen afhankelijk van de beleggingsstijl,
- Credit risicopremie 5-7 jaar,
- Illiquideitspremie onroerend-goed 8-10 jaar,
- Illiquideitspremie private equity 15+ jaar en beleggen door de cyclus heen, omdat ieder jaar een deel gealloceerd wordt.
- Frontiermarkt 25 jaar?

- Een goede verhouding tussen kwalitatieve en kwantitatieve factoren. Kwantitatieve getallen vormen in de monitoring een belangrijk onderdeel. Maar hoe worden kwalitatieve factoren opgenomen? Beleggingsrendement, risico en kosten zijn de meest toegepaste maatstaven, binnen een raamwerk wat organisatie, team, proces en performance systematisch evalueert¹¹. Cash flows, earnings growth, dividenden en intrinsieke waarden (bijvoorbeeld duurzaamheidsdoelen) zijn maatstaven die beter passen bij langetermijnbeleggen.
- Frequentie van monitoring doet er niet zo toe, zolang maar helder is wat valt onder de monitoring en evaluatie. Welke monitoringsstijl kiest het bestuur? Van tevoren moet worden afgesproken hoe de monitoring plaatsvindt. Kiest het bestuur voor monitoring by exception? Als het bestuur een tracking error van

¹¹ Bastiaan de Kreij. 2018, Welke criteria hanteer ik als bestuurder voor de evaluatie van de uitvoerder en/of externe manager en op basis waarvan besluit ik afscheid te nemen? In Slager et al. (ed), Beheren van Pensioenvermogen, 2018.

¹² Vuistregel uit de statistiek: bij een vergelijkbare kansverdeling zal een uitkomst 7 van de 10 keer (68%) tussen plus en minus een keer de standaarddeviatie liggen, en 19 van de 20 keer (95%) tussen plus en minus twee keer de standaarddeviatie.

2% ten opzichte van de benchmark afspreekt, dan zijn alle resultaten tussen +4% en -4% ten opzichte van de benchmark niet noemenswaardig om te bespreken¹². Dit is immers de consequentie van een tracking error. Het bestuur of commissie wenst alleen resultaten te bespreken als de performance afwijking statistisch significant is, of als er na een langere periode sprake is van persistentie in out- en underperformance.

Het bestuur of commissie wenst alleen resultaten te bespreken als de performance afwijking statistisch significant is, of als er na een langere periode sprake is van persistentie in out- en underperformance.

STAP 5 Evaluatie

Wanneer ga je over van monitoring naar evaluatie?
En hoe voorkom je dat monitoring in de praktijk eerder evaluatie is dan monitoring? Het is voor langetermijnbeleggen belangrijk deze begrippen en elementen van de beleidscyclus goed uit elkaar te houden.

Voor veel besturen blijft het belangrijkste criterium in de evaluatie de performancecijfers of korte termijn, ook al bevatten die meer ruis dan informatie. Betere conclusies kunnen worden getrokken indien de performance vanuit meerdere invalshoeken wordt bekeken, en duidelijk is waardoor die tot stand is gekomen¹³.

Aandachtspunten bij een evaluatie

- Spreek vooraf af wat geëvalueerd wordt. Is het de investment case? Is het beleggingskader of mandaat aan de orde? Of is het de performance van de vermogensbeheerder? Dit zijn verschillende onderwerpen met verschillende evaluatievragen.
- Beoordeel een langetermijnmandaat over de juiste termijn en op de juiste manier. De Kreij¹⁴ betoogt dat bij een passieve strategie een periode van een jaar al inzicht kan geven. Maar een minder liquide strategie heeft een veel langere periode nodig.

¹³ Zie Bastiaan de Kreij (2018).

¹⁴ Zie Bastiaan de Kreij (2018).

- Spreek van tevoren af dat het aanhouden van het mandaat in principe de uitkomst moet zijn. Voorkom daarmee action bias van het bestuur of de beleggingscommissie, het jaarlijks willen afrekenen.
- Vermijd preventable surprises en maak dit onderdeel van je evaluatie. Voordat het bestuur ja zegt is een pre-mortem op zijn plaats. Eind jaren '90 werden vastgoedbeleggingen, hedgefondsen en private equity in de portefeuilles opgenomen, met als expliciete onderbouwing dat er een langetermijn-risicopremie te verdienen was die voor andere beleggers niet beschikbaar was. Veel fondsen bouwden vervolgens binnen 10 jaar deze beleggingen af. Om dit te voorkomen, bespreekt het bestuur vooraf wanneer de belegging of het mandaat "onder druk" kan komen te staan. Wordt de keuze sterk gepropageerd door enkele bestuursleden of het gehele bestuur? Wat als het bestuur in 5 jaar geheel vernieuwd zou zijn, zou deze belegging met een frisse blik nog steeds als een zinnige keuze worden gezien?

VOORBEELD

SPF

De evaluatie vindt plaats op basis van de lange termijn absolute benchmark, het doelrendement (10-jaars swap-rente plus 3% aandelenrisicopremie), en een relatieve benchmark (MSCI Quality Developed Markets). Over de cyclus van SAP heeft tweemaal een formele evaluatie plaatsgevonden (over een looptijd van 11 jaar). Vooruitkijkend zal iedere 3 jaar een evaluatie plaatsvinden. De evaluatie is zowel operationeel als resultaatgericht.

4. Welke stappen kan ik met mijn pensioenfonds nu zetten?

1 Kom tot een volledig gedragen visie en leg deze vast in de beleggingsovertuigingen. Bij twijfel van enkele bestuurders heb je als fonds een wankel basis. Ontwikkel bijvoorbeeld een langetermijnbeleggen “bestuurscheck” om te bepalen of de bestuurders in staat zijn lange termijn te beleggen. Indien deze bestuurscheck leidt tot een negatieve afweging, dan moeten de bestuurders het eerst nog meer doorleven of accepteren dat ze het niet gaan doen.

2 Zorg ervoor dat nieuwe bestuurders de uitgangspunten, beleggingsovertuigingen en aanpak met betrekking tot langetermijnbeleggen onderschrijven voordat ze worden aangenomen of benoemd.

3 Bespreek met elkaar welke consequenties de nieuwe langetermijnbeleggingsovertuigingen voor het beleid moeten hebben.

4 Ontwerp rapportages zodanig dat je het over de juiste onderwerpen hebt. Begin met de kwaliteit van de portefeuille en niet met het rendement van de afgelopen maand. Neem in de rapportages de beoogde horizon van de strategie standaard op.

5 Zorg ervoor dat de manager de langetermijnhorizon benut. Vraag aan de manager hoe hij dit wil doen, en welke ESG thema's extra opgepakt worden.

Maak een duidelijk onderscheid tussen monitoring en evaluatie en handel daarnaar.

6 Wees duidelijk over de rol van de benchmark. Is dit de basis voor een goed gesprek, wordt juist expliciet gestuurd op het verschil tussen benchmark en realisatie, of ziet het fonds een andere rol?

7 Benoem aan de hand van het mandaat risicomaatstaven die ertoe doen. Bijvoorbeeld, zijn de bedrijven in de portefeuille nog even stabiel? Hoe zit het met oplopende schuldenratio's? Spreek uit wat de risicomaatstaven nu echt inhouden, en welke er toe doen. Wat moeten we verwachten bij een tracking error?

8 Maak een duidelijk onderscheid tussen monitoring en evaluatie en handel daarnaar.

9 Organiseer een pre-mortem: houdt beleid nog stand met nieuwe bestuurders met dadendrang? Idee zou kunnen zijn voor een simulatiespel waarbij mensen ervaren dat je zes rondes negatief resultaat realiseert met het mandaat om in de zevende ronde goed uit te komen of precies andersom waarbij het bestuur de druk van toezichthouder en deelnemers voelt bij tegenvallende resultaten.

Colofon

SPIL

Het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) bestaat uit een tiental bestuurders en experts op het terrein van pensioenen en beleggingen die veel waarde hechten aan duurzaamheid. Op persoonlijke titel ontwikkelen zij ideeën voor een verdere verduurzaming van de belegging van de Nederlandse pensioengelden en gaan hierover in gesprek met de sector en betrokkenen.

www.spilplatform.com

Kennispapers

Op voor Nederlandse pensioenfondsbestuurders relevante onderwerpen brengt SPIL een serie bondige praktijkgerichte kennispapers uit. Dit vijfde kennispaper is geschreven door de werkgroepleden Alfred Slager (voorzitter), Marcel Jeucken, Rens van Tilburg en Leen Meijaard. Zij danken de leden van SPIL, Lars Dijkstra, Jan Bertus Molenkamp, Justus Halewijn en Loek Sibbing voor hun commentaar.

Deze paper is te downloaden van www.spilplatform.com/publicaties.

SPIL kennispapers zijn opgesteld met bijdragen van de SPIL-leden. Dat betekent echter niet dat alle SPIL-leden noodzakelijkerwijze alles onderschrijven wat in de papers staat.

SPIL

SUSTAINABLE PENSION
INVESTMENTS LAB