

Toepassing langetermijnbeleggen: eenvoudiger dan het lijkt?

Nederlandse pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers met verplichtingen die reiken tot aan soms wel het eind van deze eeuw. Veel fondsen geloven ook dat hun lange adem hen in staat stelt hogere rendementen te behalen dan beleggers met een kortere horizon en dat, zeker op de langere termijn, sociale, milieu- en governanceprestaties (ESG) zich ook financieel uitbetalen. Maar wat voor pensioenfondsen natuurlijk lijkt, is dat niet voor de financiële markten waar zij zich op begeven en de vermogensbeheerders die het pensioengeld beheren.

Dat achter mooie kortetermijnrendementen grote risico's schuil kunnen gaan, is een van de lessen van de crisis van 2008. Sindsdien zien we een herwaardering van langetermijnbeleggen en is een wereldwijde zoektocht gestart naar manieren om dat handen en voeten te geven. Maar wat is langetermijnbeleggen, wat zijn de voordelen en hoe ziet een langetermijnmandaat eruit? Is het echt een andere vorm van beleggen, of wordt van een pensioenfondsbestuurder of uitvoerder vooral ander gedrag gevraagd? Dat zijn de vragen waar het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) samen met pensioenfondsbestuurders een antwoord op probeert te vinden.

Sinds 2008 staat de rol van financiële markten volop ter discussie. Aandeelhouders zouden bedrijven aanzetten tot een te grote focus op de korte termijn



Alfred Slager, Marcel Jeucken en Rens van Tilburg

Prof. dr. A.M.H. Slager RBA is bestuurder bij Pensioenfonds voor de Huisartsen (SPH) en hoogleraar aan de TIAS School for Business and Society; dr. M.H.A. Jeucken is directeur Sustainability in Finance; drs. R. van Tilburg is directeur van het Sustainable Finance Lab aan de Universiteit Utrecht. De auteurs zijn allen verbonden aan het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL)

Dit artikel presenteert de eerste bevindingen. We starten met een bespreking van het probleem: is de huidige beleggingshorizon echt te kort? En wat is langetermijnbeleggen eigenlijk en wat heeft dat met ESG en duurzaamheid te maken? Wat kan een meer op de lange termijn gerichte belegging pensioenfondsen opleveren, zowel financieel als maatschappelijk? Vervolgens kijken we naar de beleidscyclus van pensioenfondsen en bespreken we welke veranderingen nodig zijn om de Nederlandse pensioengelden meer op de lange termijn te beleggen.

■ HET MAATSCHAPPELIJKE PROBLEEM VAN KORTETERMIJNDENKEN

Sinds 2008 staat de rol van financiële markten volop ter discussie. Aandeelhouders zouden bedrijven aanzetten tot een te grote focus op de korte termijn. Dat het kortetermijndenken van financiële markten een probleem is, concludeerde in 2012 de Britse overheidscommissie onder leiding van John Kay. Deze schreef dit toe aan een gebrek aan vertrouwen en aan perverse prikkels door de investeringsketen.¹ Grote pensioenfondsen en vermogensbeheerders zetten zich onder de noemer *Focusing Capital on the Long Term* ervoor in om de beleggingen en investeringen meer op de lange termijn te richten. In 2015 stelden ze: 'Aandeelhouders en ondernemingen zitten in een vicieuze kortetermijn-cirkel en rennen van kwartaal naar kwartaal.'²

Deze aandacht heeft nog niet het gewenste resultaat, getuige het feit dat tachtig procent van de cfo's van beursgenoteerde ondernemingen aangaf te bezuinigen op onderzoek en investeringen, reclame en onderhoud, als dat nodig is om aan de winstverwachtingen te voldoen. Meer dan de helft doet dat ook als dit ten koste gaat van de waardecreatie op de lange termijn; 86% stelt dat het financieel rendement 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 geworden.³

■ WAT IS LANGETERMIJNBELEGGEN?

Langetermijnbeleggen gaat over het oogsten van lange termijn risico- en rendementsbronnen. Beleggingen worden niet gekozen en aangehouden in de verwachting daar op de korte termijn een bovengemiddeld ren-

dement mee te behalen, maar in de verwachting dat dit op de lange termijn wel het geval is. Illiquide beleggingen zijn per definitie op de lange termijn gericht. Een infrastructuurmandaat wordt al snel afgesloten voor 10-15 jaar. Ook een pensioenfonds dat voor een deel in aandelen of andere zakelijke waarden belegt, moet een langetermijnhorizon hebben. Wil het bestuur immers worden gecompenseerd voor het te nemen beleggingsrisico, dan zal het ten minste een horizon van 15 jaar of langer aanhouden.

Vervolgens kan het deze aandelenallocatie op verschillende manieren invullen. Dat kan door een (beperkt) aantal aandelen te kopen, die voor deze hele periode vast te houden en hierbij een actieve, betrokken aandeelhoudersrol te spelen, waarbij het uitgangspunt is dat een goed geleide, stabiele onderneming op termijn ook meer aandeelhoudersrendement genereert. Een pensioenfonds kan ook de aandelen op lange termijn passief aanhouden, met een indexfonds waarvan de onderliggende aandelen een keer per jaar worden gewijzigd. Zo kan een indexbelegger zonder een visie op het langetermijnpotentieel van een individuele onderneming, wel over een zeer lange termijn toevallig – namelijk bepaald door de indexsamensteller – aandeelhouder van die onderneming zijn. Dit wordt de ‘ijzeren voorraad’ van een indexbelegger genoemd.

Maar ook passieve beleggingsstijlen waarbij het overgrote deel van de aandelen lang wordt vastgehouden, kunnen toch het langetermijngedrag van de ondernemingen hinderen. Bijvoorbeeld omdat de ondernemingsbestuurders de loyaliteit van deze passieve beleggers zien als een ‘toevallige’ loyaliteit. Een loyaliteit die als sneeuw voor de zon verdwijnt zodra er een indexwijziging is of wanneer bepaalde actoren – bijvoorbeeld een overnemende onderneming of een activistisch hedgefonds – een strategie hebben die weliswaar op de korte termijn koerswinst oplevert maar op de lange termijn geen waardecreatie voor de (belanghebbende van de) onderneming.

Niet per se duurzaam beleggen

Langetermijnbeleggen gaat dus om hoe je je gedrag als belegger inregelt en prikkels organiseert, waarbij je je bewust bent van het effect daarvan op ondernemingen. Dat is belangrijk voor zowel een actieve als een passieve beleggingsstijl en heeft betrekking op zowel de matchings- als de rendementsportefeuille. Een langetermijnhorizon kan echter niet worden gelijkgesteld aan duurzaam beleggen, aan de toepassing van ESG-factoren. Zo zijn 15-jaars staatsleningen duidelijk lange termijn, maar ze zullen niet als ESG-beleggingen worden gezien. Anderzijds kan een onderliggend aandeel als Unilever een duidelijk ESG-beleid hebben en om die reden zijn gekocht, maar als aandeelhouder kan het pensioenfonds hier met een kortere horizon in zitten als het beoogde winstdoel eenmaal is behaald.

Toch hebben in de praktijk duurzaamheid en langetermijnbeleggen veel met elkaar te maken. Bedrijven die vooroplopen met duurzaamheid kunnen op korte termijn wellicht slechter presteren, maar op lange

termijn zullen ze naar verwachting vaak beter presteren. In ieder geval hebben ze nu al een beter risicoprofiel.⁴ Daarom, en omdat duurzaamheidstrends als de energietransitie en de circulaire economie de komende jaren de bedrijfsresultaten ingrijpend kunnen veranderen, worden ESG-prestaties van bedrijven door vermogensbeheerders steeds meer in hun

Pensioenfondsen kunnen dankzij de lange termijn extra opbrengsten realiseren die maar voor weinig andere beleggers zijn weggelegd

analyses meegenomen vanwege hun voorspellende waarde over financiële prestaties. Om die betere financiële prestaties te incasseren is dus veelal wel een wat langere beleggingshorizon vereist. Langetermijnbeleggen is zo toch een voorwaarde voor duurzaam beleggen.

■ VOORDELEN VAN LANGETERMIJNBELEGGEN VOOR PENSIOENFONDSEN

Pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers, vanwege hun verplichtingen van 50 jaar of langer. Zij dienen beleggingsresultaten te genereren om aan de pensioenverplichtingen over die lange termijn te kunnen voldoen. Voor hen is die lange termijn zowel een natuurlijk voordeel ten opzichte van andere financiële instellingen, alsook een bittere noodzaak, juist in het huidige economische klimaat van lage rendementsverwachtingen, waar een beperkt extra rendement al snel het verschil kan maken tussen korten of indexeren. Door hun langlopende verplichtingen kunnen pensioenfondsen langer illiquide beleggingen vasthouden. Dat biedt de kans om een illiquiditeitspremie te incasseren.

Pensioenfondsen kunnen dankzij die lange termijn extra opbrengsten realiseren die maar voor weinig andere beleggers zijn weggelegd. Denk aan investeringen in fundamentele innovaties die naast een hoge economische waarde ook een lange investeringsperi-

- 1 The Kay review of UK equity markets and long-term decision making. Final Report, July 2012.
- 2 M. Andringa et al, Kortetermijnwinst of langetermijnwaardecreatie? Beleggen met focus op de lange termijn, VBA Journaal, nr. 123, najaar 2015, p. 19-23.
- 3 Zie J.R. Graham, C.R. Harvey en S. Rajagopal, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, Journal of Accounting and Economics, 2005, 40, 3-73 en D. Barton en M. Wiseman, Focusing capital on the long term, Harvard Business Review, 2014, 92(1/2), 44-51.
- 4 Zie SPIL, De financiële prestaties van verantwoord beleggen, <https://spilplatform.com/publicaties/the-financial-return/>, 2017.

Beleggingsovertuiging Pensioenfondsvervoer

‘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. (...) we gebruiken onze kracht als langetermijnbelegger maximaal.’

ode kennen. Door het benutten van ESG-data, en de betere score op deze dimensie die daarmee samenhangt, is ook meer positieve maatschappelijke impact van de beleggingen te creëren, zoals op de Sustainable Development Goals (SDGs). Iets dat veel deelnemers los van het financieel rendement ook waarde-

Een minder zichtbare, maar zeker zo belangrijke factor is dat een goed vormgegeven langetermijnbeleggingsbeleid ruimte biedt voor kostenbesparingen. Zo blijken er hoge kosten te zitten aan het wisselen van vermogensbeheerder. Onderzoek onder Amerikaanse institutionele beleggers tussen 1994 en 2003 laat bijvoorbeeld zien dat nieuwe externe beheerders vaak worden ingehuurd nadat ze 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 is ontslagen, laat op zijn beurt juist weer extra performance zien. De onderzoekers schatten in dat de gemiste opbrengsten door ontslag en selectie, boetes en transitie kunnen oplopen tot 5 à 10% rendement.⁵

■ DE BELEIDSCYCLUS VAN DE LANGETERMIJN-BELEGGER

Langetermijnbeleggen past dus bij een pensioenfonds, voegt waarde toe voor deelnemer en economie, en biedt kansen voor duurzaamheid. Langetermijnfondsen en -handelen is mogelijk voor elk pensioenfondsbestuur. Het past binnen het reguliere selectie- en monitoringproces. Wel vergt het stilstaan bij de belangrijke aannames, 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 de evaluatie daarvan. Besturen die succesvol doen aan langetermijnbeleggen beginnen dus met het ‘waarom’. Hun *investment beliefs* zetten de deur voor langetermijnbeleggen open, daarna volgen de ‘reguliere stappen’. Dan blijkt dat langetermijnbeleggen vooral ook de kunst is van het ‘niet doen’. We bespreken hier achtereenvolgens de stappen die het beleggingsproces vormgeven: beleid, selectie, governance, monitoring en evaluatie.

Stap 1. Beleid

Langetermijnbeleggen begint met een heldere en breed gedeelde visie en beleid van het bestuur. Lan-

getermijnbeleggingen moeten onderdeel zijn van de *investment beliefs* of beleggingsovertuigingen. Langetermijnbeleggen is geen losstaande beleggingsstijl, maar een integrale visie op de portefeuilleconstructie. Het bestuur dient het waarom van langetermijnbeleggen te doorgronden. De volgende uitspraken en vragen kunnen een pensioenfondsbestuur helpen om een belief te bepalen over de rol van lange termijn voor het eigen beleggingsbeleid:

- Onze langetermijnverplichtingen stellen ons in staat om rendement te halen uit bestaande markten. Te denken valt aan aandelenrisicopremies, bedrijfsobligatierisicopremies en de risicopremie die uit de termijnstructuur van vastrentende waarden volgt. Een duidelijk voorbeeld is ook de illiquiditeitspremie van private beleggingen.
- Onze langetermijnverplichtingen stellen ons in staat om rendement te halen uit risicopremies van markten die incompleet of in opkomst zijn. Denk aan nieuwe combinaties van markten/beleggingen die we al kennen. Een voorbeeld is zorgvastgoed. Deels zijn dit bekende vastgoedkarakteristieken, en deels bekende leningkarakteristieken in de zorgsector. Nieuw is dat beide worden gecombineerd. Ook duurzame en ESG-beleggingen vallen over het algemeen onder risicopremies van markten die incompleet zijn, in opkomst, of die we nog niet kennen.
- Een pensioenfonds is een *asset owner*. Hoe geef je daar invulling aan? Kies je voor *active stewardship*, het zijn van een betrokken eigenaar van een bedrijf? Investeren in kennis van de onderliggende beleggingen betekent effectievere betrokkenheid en aandeelhouderschap, maar loont (alleen) als het fonds dan ook een langere horizon kiest om de beleggingen aan te houden.

Langetermijnbeleggen begint met een heldere en breed gedeelde visie en beleid van het bestuur

Stap 2. Selectie en vormgeving

De volgende stap is de selectie van een vermogensbeheerder en de vormgeving van het mandaat. Dit start met een heldere kaderstelling die past binnen de beleggingsbeginselen van stap 1. De kaders die worden gesteld zijn onder andere doelstelling (inclusief geest/intentie), benchmark, beleggingsrestricties en beleggingsvorm die het beste vorm geeft aan het mandaat (intern of extern beheerd mandaat, participatie, etc.). Hoe je langetermijnbeleggen wilt vormgeven, dient hier expliciet onderdeel van te zijn. In de uiteindelijke selectie van een manager en de vormgeving van het mandaat – of de kaders van een fonds – dienen al deze elementen terug te komen. Voor langetermijnbeleggen zijn drie aanvullende elementen van belang: de soort relatie die je wilt opbouwen met je vermogensbeheerder, de invulling van actief ste-

wardship, de beloningsstructuur van de portefeuillemanager en het mandaat, zoals rendementseis, termijn, benchmark en het voorkomen van perverse kortetermijnprikkels.

Langetermijnbeleggen zet de deur open voor een meer duurzame relatie met de vermogensbeheerder. Dat biedt voordelen, in de vorm van lagere kosten en hogere rendementen door nieuwe beleggingsmogelijkheden. Maar er komen ook nieuwe risico's om de hoek kijken: hoe kom je van elkaar af als het toch mis gaat? Hierover moeten duidelijke afspraken worden

Langetermijnbeleggen zet de deur open voor een meer duurzame relatie met de vermogensbeheerder

gemaakt. Ook passen hier andere prestatie maatstaven bij; simpelweg verlangen dat op de korte termijn 'de markt' wordt verslagen is niet meer voldoende.

Stap 3. Governance: rol en keuze benchmark

Mandaten operationaliseren het beleggingsproces. Bij het opstellen van het mandaat zijn onder andere de volgende onderdelen van belang die de langetermijnfocus positief kunnen beïnvloeden:

- expliciete afspraken over wat de looptijd is, passend bij het vereiste rendement-risicoprofiel;
- explicitering van *performance fees* (bijvoorbeeld alleen variabele performance fees bij onbekendere strategieën en nieuw te ontwikkelen risicopremies);
- de wijze waarop ESG wordt geïntegreerd en hoe het mandaat past bij de beleggingsbeginselen.

Een belangrijk aandachtspunt is de keuze van een goede benchmark, maar even belangrijk – en dit wordt vaak overgeslagen – is dat vooraf helder wordt afgesproken wat de rol van de benchmark is in de monitoring en evaluatie van het mandaat. De ene langetermijnbelegger doet dat met een index, de ander met een geconcentreerde portfolio. De benchmark kan dit ook reflecteren.

Ook kan de portefeuille van zijn eigen benchmark afwijken en daardoor misschien minder interessant lijken, maar kan ze als onderdeel van de totale balans juist waarde toevoegen. Wat is dan doorslaggevend: de benchmark op individueel niveau, of die op totaal niveau? Met andere woorden, het bestuur moet zich vooraf uitspreken over hoe en wanneer het iets vindt van de verschillen tussen portefeuille en benchmark. Dat schept rust en consistentie.

De benchmark wordt pas een probleem als de toepassing van je investment beliefs niet goed is doorzacht. Als je bijvoorbeeld 'passief, tenzij' opschrijft, en dan verderop dat je een betrokken langetermijnbelegger met *buy-and-hold* wilt zijn, gaat het niet goed. Schrijf je daarentegen op dat als vertrekpunt

geldt dat goede bedrijven die je aanhoudt op lange termijn de beste basis zijn voor een goed langetermijnrendement, dan is afwijking van een benchmark – zoals de *tracking error* op middellange termijn – een logische consequentie en is actief/passief daarmee niet zo relevant meer.

Stap 4. Monitoring

Voor een langetermijnmandaat moet er duidelijkheid zijn over de horizon. Fondsen werken met voortschrijdende gemiddelden of vergelijken de resultaten met die van andere fondsen. We pleiten ervoor dat in de rapportage van de monitoring elke keer wordt opgenomen welke horizon van toepassing is: is dit een beleggingsstijl die voor ten minste 5, 10 of 15 jaar moet worden beoordeeld? En als de horizon 10 jaar is, zou het bestuur kunnen overwegen om vooraf uit te spreken na hoeveel jaar data een voorspellende waarde heeft. Een beleggingsstijl zou pas na 30 kwartalen waarnemingen helderheid kunnen geven of de stijl het gewenste rendement-risicoprofiel oplevert. Dit voorkomt dat het bestuur beslissingen neemt op de korte termijn en ruis aanziet voor informatie.

Belangrijk is ook een goede verhouding tussen kwalitatieve en kwantitatieve factoren. Enerzijds vormen kwantitatieve gegevens in de monitoring een belangrijk onderdeel, maar kwalitatieve factoren horen er ook bij: die zeggen iets over het karakter van het langetermijnmandaat, zoals duurzaamheidsdoelen of indicatoren met betrekking tot de kwaliteit van de onderliggende investeringen, zoals kasstromen en winstgroei.

Tot slot is ook de monitoringstijl van het bestuur van belang. Van tevoren moet worden afgesproken hoe de monitoring plaatsvindt. Is dat *monitoring by exception*, dan wenst het bestuur of de beleggingscommissie alleen resultaten te bespreken als de performanceafwijking statistisch significant is, of wanneer na lange-

De langetermijnmandaten van pensioenfondsen SPF aan SPF Beheer

De uitvoering van de zogenoemde Strategische Aandelenportefeuille (SAP) is in 2010 door SPF Beheer gestart. Het bestuur van pensioenfondsen SPF wenste een aandelenmandaat vorm te geven dat een absoluut rendement zou halen op de langere termijn. Het doel is een rendement gelijk aan de 10-jaars swaprente plus een aandelenrisicopremie van 3%. De portefeuille werd bottom-up samengesteld uit stabiele bedrijven in termen van omzet, winst en dividend. Het betreft een geconcentreerde portefeuille van 60 tot 80 namen. De SAP heeft geen tracking error limiet meegekregen. De totale aandelenportefeuille heeft die wel. Dit laat zien dat het pensioenfondsenbestuur integraal stuurt op de gehele portefeuille en op lange termijn.

5 Zie J.A. Busse, A. Goyal en S. Wahal, Performance and persistence in institutional investment management, *The Journal of Finance*, 2010, 65(2), 765-790.

Voor een langetermijnmandaat moet er duidelijkheid zijn over de horizon

re tijd sprake is van structurele *out- en underperformance*. Als het bestuur duidelijk heeft benoemd hoe het wil monitoren, doet de frequentie van monitoring er niet zo toe, zolang maar helder is wat onder de monitoring en evaluatie valt. Liever één keer per jaar uitgebreid stilstaan, dan elke maand vijf minuten uit de heup schieten.

Stap 5. Evaluatie

Eerder spraken we al over de te hanteren maatstaf voor succes, de benchmark. De valkuil is dat met de vermogensbeheerder ook de langetermijnstrategie sneuvelt bij een tijdelijke *underperformance*. Bestuurders van een pensioenfonds met een langetermijnvisie moeten op de handen kunnen zitten. Maar wanneer ga je dan wel de samenwerking evalueren? En hoe doe je dat? Wees helder over wanneer je overgaat van monitoring naar evaluatie. Leg hiervoor van tevoren een gestructureerd besluitvormingsproces vast. Trek daarbij uit elkaar of de beleggingsstrategie nog van toepassing is en of de huidige uitvoerder daar nog de juiste voor is.

Maak een evaluatie ook niet vrijblijvend. 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. Gebruik een evaluatie ook als een moment om het draagvlak te (her)bevestigen.

■ MEER DENKEN DAN DOEN

Langetermijnbeleggen is iets waar de meeste pensioenfondsbestuurders in Nederland in geloven. Of ze het ook doen, is een tweede. Onze conclusie: het is goed mogelijk, het voegt waarde toe. Het vergt op een paar punten wel ander gedrag. Langetermijnbeleggen is uiteindelijk ook de kunst van het niet doen: niet te snel gaan bijsturen, niet te snel handelen, niet te snel van uitvoerder wisselen. Dit op een verantwoorde wijze doen vereist een grondige voorbereiding: het nodige denkwerk en een diepgaand gesprek binnen het pensioenfondsbestuur over zin en onzin van langetermijnbeleggen en wat dit betekent. Wat voor uitvoerder heb je daarvoor nodig? Hoe geef je de relatie daarmee vorm? Waar reken je deze op af en wanneer? De uitdaging voor veel pensioenfondsbestuurders is om langetermijnbeleggen via de bovenstaande stappen pragmatisch en duurzaam in te richten, en vervolgens (niet te veel) te doen. ●