

LANGETERMIJNBELEGGEN: BETER VOOR PENSIOENFONDS ÉN MAATSCHAPPIJ

Door Jaap van Dam

Ondernemingen en economieën presteren minder dan zij zouden kunnen. Dit heeft gevolgen voor de hoogte en de stabiliteit van rendementen van pensioenfondsen. Er is een groeiende beweging die dit probeert te veranderen.

PROBLEEM: WE HOUDEN ELKAAR IN EEN KORTETERMIJN-HOUDGREEP

De afgelopen jaren is de horizon waarop beleggers hun beslissingen baseren voortdurend korter geworden. Volgens McKinsey daalde de afgelopen veertig jaar de gemiddelde periode dat een aandeel in de portefeuille zit van 4,8 naar 1,6 jaar. Het management van beursondernemingen klaagt dat de enorme aandacht van analisten en beleggers voor de cijfers van het komende kwartaal ervoor zorgt dat zij minder investeren dan goed zou zijn voor maximale waardecreatie op de lange termijn. Volgens McKinsey investeren middelgrote, niet-beursgenoteerde ondernemingen jaarlijks 9,8% van hun activa terwijl vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen maar 2,2% investeren.

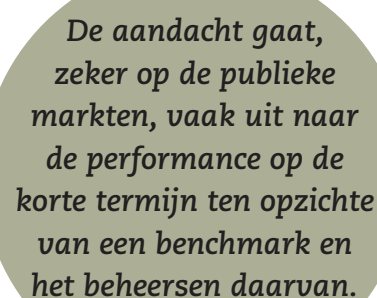
Hoewel pensioenfondsen bij uitstek langetermijnbeleggers kunnen zijn, doen ze mee aan deze kortetermijndans: de aandacht gaat, zeker op de publieke markten, vaak uit naar de performance op de korte termijn ten opzichte van een benchmark en het beheersen daarvan.

Als een interne of externe manager meer dan een jaar of twee 'underperformance' laat zien, moet je van goeden huize komen om hem niet te ontslaan. Twee jaar is niet echt een periode waarin er tijd is om de blik te richten op de

strategische waardecreatie die er plaatsvindt in de onderliggende ondernemingen.

Voor pensioenfondsen heeft passief of bijna passief beleggen de afgelopen decennia bewezen dat het een goed, eenvoudig en betrouwbaar recept is om het marktrendement te oogsten. Toch draagt ook passief beleggen in de marktindex bij aan het kortetermijnbeleggen: door het vertrouwen dat de onzichtbare hand van de markt zorgt voor de juiste prijs. En zo voor een optimale inzet van het geïnvesteerde kapitaal op de lange termijn.

Als veel beleggers vertrouwen op die onzichtbare hand, wie zorgt dan voor de efficiënte inzet van schaars kapitaal op de lange termijn? In zekere zin zijn we collectieve 'free riders', in het Vlaams mooi 'vrijbuiters' genoemd: we rekenen erop dat de rendementen op de aandelenmarkten 'vanzelf' tot stand komen. We gebruiken de snelweg die de aandelenmarkt vormt naar believen, maar vragen ons niet af wie het onderhoud uitvoert. Vervolgens zijn we verbaasd dat er grote gaten in de weg blijken te zitten in de vorm van financiële crises of slecht bestuurde ondernemingen. Het gedachtegoed van de efficiënte markten, zoals bijvoorbeeld geformuleerd door Eugene Fama, geeft theoretische rugdekking aan dit gedrag.



De aandacht gaat, zeker op de publieke markten, vaak uit naar de performance op de korte termijn ten opzichte van een benchmark en het beheersen daarvan.

Tussen vraag en aanbod van kapitaal gaat er dus iets niet goed. En er is meer: veel ondernemingen produceren bijvoorbeeld als bijeffect van hun activiteiten relatief veel CO₂. Op korte termijn leidt dat misschien tot winstmaximalisatie, op de lange termijn maakt het dat zij - en wij - zowel maatschappelijk als economisch een probleem zullen krijgen.

Ook van de Grote Financiële Crisis zou je tot op zekere hoogte kunnen zeggen dat een van de oorzaken was dat er een collectief geloof was dat de markt zichzelf gezond maakt: 'Sit back, relax and enjoy the flight'.

LANGETERMIJNBELEGGEN

Het bovenstaande ongemak wordt wereldwijd steeds breder ervaren.

Pensioenfondsen, vermogensbeheerders en ondernemingen hebben de overtuiging dat ze beter kunnen dan zij nu doen, en dat dat zowel voor hun deelnemer als voor de maatschappij meerwaarde heeft.

Er is een snel groeiende groep beleggers die zich bezighoudt met langetermijnbeleggen. Internationaal is dit bijvoorbeeld FCLT, 'Focusing Capital on the Long-Term'. Dit is een samenwerkingsverband tussen pensioenfondsen, ondernemingen, vermogensbeheerders en consultants. PGGM is lid, net als een aantal andere pensioenbeleggers wereldwijd. FCLT ontwikkelt gereedschappen en benaderingen die institutionele beleggers en het management van ondernemingen ondersteunen bij waardecreatie op de lange termijn.

In Nederland staat het onderwerp expliciet op de agenda van het CIO-overleg, waarin de CIO's van 15

*Pensioenfondsen,
vermogensbeheerders
en ondernemingen hebben
de overtuiging dat ze
beter kunnen dan
zij nu doen.*

pensioenfondsen en uitvoerders samenkomen. Op een recente bijeenkomst van Kempen Capital Management stond FCLT centraal. Een zaal vol mensen uit de Nederlandse pensioensector was enthousiast - en hier en daar ook sceptisch - over langetermijnbeleggen.

In de praktijk betekent langetermijn-

beleggen verschillende dingen voor verschillende mensen. Maar wat is het nu precies? Veel mensen hebben hierover geschreven (aan het eind van het artikel geef ik een lijstje). Hieronder formuleer ik de ingrediënten die naar mijn idee de kern vormen van waar het bij langetermijnbeleggen om draait:

- 1 Waarde:** de prijs (wat ik nu betaal op de markt) en de waarde van een belegging zijn niet altijd gelijk. 'Duur' en 'goedkoop' bestaan dus. Duur en goedkoop bestaan niet in de efficiënte-markthypothese.
- 2 Fundamenteel denken:** op de lange termijn bepaalt de waarde die een onderneming of belegging creëert ook de marktprijs. Je moet dus begrijpen hoe die waardecreatie tot stand komt.
- 3 Focus:** op grond van deze kennis wil je in sommige ondernemingen graag investeren, en in veel andere niet. Logischerwijs beleg je dus in veel

Foto: Archief PGGM



Jaap van Dam

minder ondernemingen dan in de hele markt en breng je focus aan in je portefeuille. Ook dit is weer een grote afwijking van het efficiënte-marktdenken.

- 4 **Geduld:** investeren in een onderneming doe je voor de lange termijn omdat je verwacht dat jouw kapitaal daar effectief wordt ingezet en leidt tot goede rendementen op de lange termijn. Je hebt geduld.
- 5 **Betrokkenheid:** logischerwijs stel je je op als eigenaar. Je bent betrokken en zorgt dat de onderneming goed bestuurd wordt, een beter rendement oplevert en haar risico's goed beheerst.
- 6 **Benchmark:** zo'n aanpak vraagt om een kader waarin een benchmark een hele andere betekenis krijgt en een andere rol speelt dan op dit moment het geval is.
- 7 **Breed rendementsbegrip:** het rendementsbegrip omvat meer dan alleen het financiële rendement. Belangrijk is ook de vraag: levert deze onderneming op de lange termijn welvaartswinst op (een bijdrage aan houdbare groei) of zijn er grote negatieve bijeffecten (CO₂-uitstoot)?

BIJZONDERE ROL VOOR PENSIOENFONDSEN

Met het groeiende bewustzijn dat pensioenkapitaal bij uitstek een langetermijnfunctie kan vervullen, staan we voor de vraag hoe we onszelf ontworstelen aan de greep die de efficiënte-markttheorie heeft op ons denken en handelen. Ik zie de efficiënte-markthypothese als een

Hoe ontworstelen we onszelf aan de greep die de efficiënte-markttheorie heeft op ons denken en handelen?

belangrijk onderdeel van een groter geheel. Het grotere geheel houdt zich bezig met de vraag hoe je schaars kapitaal succesvol kunt alloceren op de lange termijn, in een wereld die hooguit beperkt aan de veronderstellingen van de huidige theorie voldoet. De huidige theorie zou daarmee een belangrijke kamer in een groter huis worden.

Dit legt een bijzondere verantwoordelijkheid en kans bij de asset owner, zoals bijvoorbeeld het pensioenfonds. Hij heeft potentieel de horizon, de kennis en de schaal om wezenlijk impact te hebben op de allocatie van kapitaal en de resultaten daarvan in de vorm van rendement en welvaart.

Voor het invullen daarvan is het van belang om het bredere rendementsbegrip voor jezelf te formuleren en operationeel te maken. Hoe verwerf ik de competenties en hoe schep ik de context om succesvol op de lange termijn te opereren? Wil ik ook maatschappelijke opbrengsten oogsten met mijn belegging? Wil ik de sturende kracht van geld inzetten om bijvoorbeeld de verduurzaming van Nederland en de wereld te stimuleren? En voor welk deel van het fonds dat ik beheer?

Het voordeel van een breder perspectief is het zicht dat we krijgen op de waardecreatie die we als institutionele beleggers gezamenlijk kunnen bereiken. Meer langetermijnprykkels van beleggers zal ondernemingen aanzetten tot meer langetermijngedrag bij het aanwenden van het kapitaal: er ontstaat meer waardecreatie en een som die groter is dan de (geïnvesteerde) delen.

TOT SLOT

De komende jaren zullen FCLT en Nederlandse partijen het gedachtegoed van het langetermijnbeleggen verder uitwerken en er – waarschijnlijk eerst op beperkte schaal – concrete invulling aan geven. Ook is het belangrijk dat er een theorie ontstaat die laat zien dat langetermijnbeleggen een goed te onderbouwen stap is voor langetermijn asset owners zoals pensioenfondsen.

Het zou mij niet verbazen als daar ooit een Nobelprijs mee te winnen valt! Het belangrijkste om van denken naar doen te komen, is de wil en de overtuiging dat er iets te halen valt, zowel voor fonds als voor maatschappij. «

- De huidige beleggingspraktijk wordt gekenmerkt door kortetermijngedrag.
- Het geloof is dat de onzichtbare hand van de markt ervoor zorgt dat kapitaal zo wordt geïnvesteerd dat het leidt tot maximale waardecreatie op lange termijn.
- Dat gedrag maakt ons tot 'free riders' van de kapitaalmarkt.
- Er is een groeiende beweging die probeert om langetermijnbeleggen te definiëren en te stimuleren.
- Op een aantal punten is langetermijnbeleggen wezenlijk anders dan de huidige beleggingstheorie en -praktijk. Langetermijnbeleggen leidt tot fundamenteel denken en tot meer gefocuste portefeuilles.
- Pensioenfondsen hebben bij uitstek de schaal, de kennis en de horizon om langetermijnbeleggen in de praktijk te kunnen brengen.

Literatuur:

- Andrew Ang & Knut Kjaer: 'Investing for the Long Run', 2011
- Rafaele Della Croce, Fiona Stewart & Juan Yermo: 'Promoting longer-term investment by institutional investors: selected issues and policies', op OECD.ORG, 2011
- FCLT: 'Investing for the future: a long-term portfolio guide' op FCLT.ORG, 2015
- John Kay. 'Other People's Money', Profile Books, 2015
- John Maynard Keynes, 'The General Theory of Employment, Interest and Money', hoofdstuk 12, 1936.