

Van Droom naar Daad: Het vormgeven van lange termijn geconcentreerde portefeuilles

SPIL kennisupdate

Marcel Jeucken, Gerdie Knijp, Alfred Slager
Juni 2023

Speed reading

Er is niets wat pensioenfondsen er van hoeft te weerhouden om te bewegen naar meer lange termijn geconcentreerde portefeuilles.

Dat vereist vooral een andere manier van denken. Pensioenfondsen kunnen hierin van elkaar leren.

Deze kennisupdate is gebaseerd op een werksessie met pensioenbestuurders en beleggers op 31 mei 2023.

Steeds meer pensioenbeleggers ontwikkelen meer geconcentreerde portefeuilles met een lange termijn focus, of zijn daarin geïnteresseerd. De ambitie van deze beleggers is om door lange termijn waardecreatie een goed pensioenrendement te behalen en bij te dragen aan een betere wereld. Maar wat op papier een logische aanpak lijkt, is in de praktijk vaak weerbarstig. Hoe dit concreet te maken?

Inleiding

Tijdens een werksessie op 31 mei 2023 gingen pensioenbestuurders en beleggers op een praktische manier aan de slag met deze vraag. De discussie werd gevoed aan de hand van vragen als: “wat zijn de belangrijkste uitgangspunten”, “hoe vindt portefeuilleconstructie concreet plaats”, “hoe integreer je duurzaamheidsdoelen”, “wat is effectieve monitoring en rapportage” en “hoe voorkom je papierwerk”. Maar ook: “hoe blijf je een lange termijn belegger?”

Opvallend is dat in het nadenken over een dergelijke portefeuille pensioenfondsbesturen zichzelf belemmeringen opleggen. Waarom zouden we dit eigenlijk moeten doen, kunnen we de bestaande portefeuille niet wat aanpassen in plaats van te herontwerpen? Een veelbelovende werkvorm is daarom om een ander vertrekpunt te kiezen, namelijk vanuit een idee dat het fonds een geconcentreerde lange termijn aandelenportefeuille wenst te implementeren.

Conclusie

Er is niets wat pensioenfondsen er van hoeft te weerhouden om de beweging naar meer lange termijn geconcentreerde portefeuilles in te zetten. De instrumenten en technieken zijn bekend, beschikbaar en goed toepasbaar. Het vereist vooral een net iets andere manier van denken. De beleggingsovertuigingen, het selectieproces en de evaluatie zullen op een andere manier vormgegeven moeten worden. Het is een leerproces, waarbij soms meerdere iteraties nodig zijn. En dat maakt het juist ook uitdagend en interessant. Pensioenfondsen kunnen hierin ook van elkaar leren.

Het ontwerp, de implementatie en de monitoring - terugkoppeling uit de werksessie

Wat wil je ermee bereiken? Een gesprek over de strategie en de beliefs

- Een pensioenfonds heeft langetermijnverplichtingen. Dat biedt de mogelijkheid risicopremies te realiseren die uitsluitend op de lange termijn kunnen worden geïncasseerd. Beleggingen in maatschappelijke transitie bieden bij uitstek risicopremies die nog niet (volledig) bekend zijn en met een lange termijn aanpak te incasseren zijn.
- De invulling van de fiduciaire plicht voor pensioenfondsen wordt wellicht in de toekomst breder dan nu, dus ook richting deelnemers is er een verantwoordelijkheid om niet alleen financieel rendement na te streven maar ook bij te dragen aan een leefbare planeet. Deze ontwikkeling is onontkoombaar.
- Als bestuur doe je jezelf een plezier door duidelijk te zijn. Uitspraken als “bijdragen aan een betere of leefbare wereld” passen goed in een missie maar geven bestuur, fiduciair of de uiteindelijke belegger geen handvatten om praktisch mee te werken. Concretere invullingen kunnen zijn: “we willen als pensioenfonds transitie faciliteren”, “we nemen verantwoordelijkheid voor wat er in onze portefeuille gebeurt”, “we willen meer grip op onze portefeuille hebben” en/of “we willen lange termijn risico’s vermijden”. Desgewenst geef je ook thematische voorkeuren mee, bijvoorbeeld gericht op de grote transitievragen. Wat de invulling ook is, het moet er één zijn waarmee je bij de uitwerking goed kan benoemen wat je anders wil doen, wat je wil bereiken en vervolgens hoe je daarover verantwoording aflegt en communiceert.
- Wees ook helder wat je beoogt met de rendementsdoelstelling. Vage doelen stellen belangrijke discussies die toch eens gevoerd moeten worden alleen maar uit. Een hoger rendement dan de benchmark, een vergelijkbaar of minimaal hetzelfde rendement als de benchmark? Een meer absolute rendementsdoelstelling of een combinatie van absolute en relatieve rendementsdoelstellingen? Rendement voor of na kosten, met hetzelfde, hoger of lager risicoprofiel, en over welke periode? Een absolute rendementsdoelstelling voor de langjarige evaluatie is meer passend, waarbij periodiek ook op meer relatieve maatstaven monitoring kan plaatsvinden.

Hoe krijgt de beleggingsstrategie vorm en wat is dan de achterliggende beleggingsvisie?

- De beleggingsvisie van een geconcentreerde portefeuille kan beschreven worden als een aanpak waarbij langetermijn waardecreatie en '*know what you own*' centraal staan. Een '*buy-and-hold*' aanpak past daarbij. Door bewust te selecteren en als lange termijn, betrokken aandeelhouder te opereren, houd je bedrijven langer in de portefeuille. Door te weten waarin je belegt en actief je rol in te vullen als betrokken aandeelhouder zouden de beleggingsrisico's over de lange termijn lager moeten zijn.
- De achterliggende visie zou ook (of aanvullend) kunnen zijn dat bedrijven die wendbaar zijn voor de duurzaamheidstransitie, en daar een positieve invloed op hebben, bedrijven zijn die op lange termijn de meeste waarde creëren voor hun stakeholders. Een portefeuille kan opgebouwd worden uit bedrijven die de transitie al gemaakt hebben en goed gepositioneerd zijn of uit bedrijven die de ambitie hebben de transitie te maken en met een betrokken aandeelhouder daartoe geholpen kunnen worden.
- Ook al is de portefeuille geconcentreerd(er), diversificatie blijft een cruciale rol spelen in de opbouw ervan. Transities zijn onzeker en grijpen op nog onbekende manieren op elkaar in. Diversificatie tussen en binnen transities is en blijft daarom belangrijk. Een goede spreiding over de gehele economie blijft belangrijk.

Hoe kan de implementatie vormgegeven worden?

- Selectie van aandelen zijn niet meer *óf bottom-up, óf top-down*. Voor de selectie van de aandelen is de *bottom-up* kwalitatieve aanpak een goede aanpak, maar de huidige data en financiële indicatoren vangen niet alle relevante informatie. Het (*top-down*) ontwikkelen van een visie op transities en andere structurele trends die daar invloed op hebben, of door geraakt worden, is noodzakelijk.
- In de toekomst kan dit meer kwantitatief en mogelijk *top-down* onderbouwd worden zodra de data beschikbaar is. Evalueer die selectiecriteria regelmatig.
- Hoe zorg je voor objectief risicomanagement? Ook bij geconcentreerder portefeuilles moet je wel eens afscheid nemen van bepaalde bedrijven in de portefeuille. Maatstaven zijn daarnaast nodig om zowel de financiële als maatschappelijke doelstellingen te meten, monitoren en rapporteren.
- In de sector bestaat de neiging een brede index als de MSCI All World te pakken, deze als een vorm van ultieme objectieve waarheid te zien en die op een paar

kleine onderdelen aan te passen. Dat is een gemiste kans. Stel een portefeuille op die zo gespreid is dat er een hoge mate van comfort is dat het een vergelijkbare aandelenrisicopremie oplevert. Stel daarbij concentratielimieten in voor individuele aandelen, stijl, regio's en sectoren. Overweeg daarbij traditionele en nieuwe maatstaven.

- Het kan ook interessant zijn om specifiek beleggingen in kleinere en middelgrote bedrijven te onderzoeken. Juist omdat met deze beleggingen meer impact bereikt kan worden en transities kunnen worden versneld.
- Het zelf samenstellen van een portefeuille die afwijkt van een brede index is geen actieve keuze, het is eigenlijk een veel betere invulling van het '*prudent person*' principe om een portefeuille goed te spreiden. Passief beleggen, of het gebruik van een bekende index heeft allerlei ongewenste actieve keuzes. Tientallen procenten van een Amerikaanse marktgewogen portefeuille zitten in maar vier aandelen, wat eigenlijk als een veel actievere keuze gezien kan worden dan een goed gespreide portefeuille op basis van eigen criteria. Dat is pas actief. Het zelf samenstellen van een portefeuille zou eigenlijk het vertrekpunt en de meetlat moeten zijn.
- Geen van de aanwezigen schrok van een samenstelling van 70-80 aandelen voor de gehele aandelenportefeuille. Het is onderbouwd in de beleggingsliteratuur dat dat voor voldoende spreiding zorgt, aangenomen dat onderliggend goed rekening is gehouden met randvoorwaarden als bijvoorbeeld concentratie. Je moet een bestuur en deelnemers laten wennen aan de andere aanpak en implementatie. Je kan veel tijd in de voorbereiding steken, en dan de gehele portefeuille anders inrichten. Alternatieven die besproken zijn liggen vooral in de sfeer van '*core-satellite*'. Dus een kern portefeuille ('*core*'), die dicht bij de indexsamenstelling ligt met een lage tracking error. De kernportefeuille volgt de belangrijkste landen/sectorenwelingen, maar de keuze van aandelen daarbinnen voldoen al aan een aantal duurzaamheidscriteria van het fonds. Zo kunnen vooral bedrijven gekozen worden om negatieve ESG impact te verminderen. Daarnaast zou een kleinere, maar geconcentreerdere portefeuille kunnen bestaan die vooral gekozen is om impact te realiseren. De geconcentreerdere portefeuille ('*satellite*') kan een vergelijkbaar rendement realiseren, maar met andere tussentijdse uitslagen. Het bestuur moet in deze visie de portefeuilles niet los op zich monitoren en evalueren, maar in samenhang.
- Wordt de implementatie intern of extern uitgevoerd? Indien dat mogelijk is wordt de voorkeur aan intern gegeven, dan kan je je eigen beleggingsfilosofie

hanteren. Extern is ook een mogelijkheid maar dan moet de filosofie wel vergelijkbaar zijn. En engagement moet dan door dezelfde partij gedaan worden als waar beleggingsselectie plaatsvindt. Samenwerking tussen fondsen kan ook een optie zijn; in de ontwikkeling of vormgeving van een dergelijke portefeuille en meetinstrumenten, of zelfs in gezamenlijke analyses naar ondernemingen.

Hoe de monitoring vorm te geven en hoe te evalueren?

- De monitoring vereist continue analyse. Monitoring kan ook uitgevoerd worden met nieuwe meetmethoden. De verwachting is dat we met steeds meer data steeds gedetailleerder kunnen monitoren. Zo kan er gekeken worden naar absolute risicopremie en turnover limieten. Het toetsen op het proces (waren afwijkingen in aanpak en uitkomst gepland of te verwachten?) is daarbij belangrijker dan op de uitkomsten.
- Naast de meer standaard *metrics* zou er ook gekeken moeten worden naar *real world metrics* om impact te berekenen, bijvoorbeeld CO2 voetafdruk of waterbesparing. En vooraf bespreken op welke manier, en welk gewicht deze *real world metrics* in de monitoring krijgen. Zijn ze even belangrijk als de andere, hoe moeten ze worden gewogen, geven ze aanleiding tot bijsturing?
- De evaluatie zal meer lange termijn worden. Een horizon van 7 tot 10 jaar werd genoemd. In de evaluatie is het belangrijk om een aantal casussen te bespreken. En om te bespreken hoe de kaderstelling is en of dat aanpassingen behoeft.
- Voor de onboarding van nieuwe bestuurders is het belangrijk dat het verhaal klopt en consistent is. Bestuurders moeten meegenomen worden in de visie en zich daar in kunnen vinden. Dit kan meegenomen worden in het profiel voor een nieuwe bestuurder.
- Criteria voor monitoring en evaluatie zijn verschillend van opzet. Maak niet van iedere tussentijdse monitoring een evaluatie.
- Een pre-mortem analyse is eveneens belangrijk. Elementen kunnen zijn:
 - Moeten we niet juist ook bestuurders of adviseurs selecteren die kritisch zijn om een tunnelvisie te voorkomen?
 - De uitlegbaarheid richting de deelnemers, ook als de resultaten tegenvallen. En wat als de voorkeuren van de deelnemers (regelmatig) veranderen?
 - Verlies van focus van de beheerder, wat als de beheerder iets anders doen of wordt overgenomen?
 - Achterblijvend rendement, tot hoever reikt het geduld, ook al is de horizon 10 jaar of langer

Samenvattende punten

- Vanuit een beleggingsoptiek is de transformatie naar lange termijn, geconcentreerde portefeuilles goed te doen. Middelen, instrumenten, portefeuilletechnieken daartoe zijn bekend bij beleggers en goed doorontwikkeld. Je moet er als bestuur wel goed voor gaan zitten om je beleggingsproces op meerdere plekken anders in te richten, maar bovenal eigenaarschap tonen voor de beleggingsvisie en de samenstelling van het beleggingsuniversum. En geduld tonen bij de tussentijdse resultaten.
- Blijf als bestuur niet te lang te hangen in het “waarom”, maar heb het vooral over het “hoe” en maak het tastbaar. Bespreek concreet wat de beleggingsstrategie is, hoe de portefeuille samengesteld wordt, welke rapportages nodig zijn en hoe je evalueert.
- Let erop dat je de probleemstelling concreet definieert en toets daarop. Welk probleem willen we oplossen met een meer geconcentreerde portefeuille? En bereiken we dat doel ook? Door het gesprek eerst te richten op het “hoe” en de strategie en aanpak concreet te maken kom je er wellicht achter dat de beleggingsstrategie of beleggingsovertuigingen op onderdelen aangepast moet worden. Maak zo als bestuur/beleggingsorganisatie een aantal iteratieslagen met elkaar door.
- Probeer los te denken van dagelijkse context. Als je de discussie begint met: “alle mandaten hebben een tracking error dus deze moet er ook één hebben”, komt de discussie niet verder. Bepaal eerst wat je wilt bereiken, hoe je er op kan sturen en zoek daar dan de juiste instrumenten en *metrics* bij.
- Zorg ervoor dat het verhaal staat als een huis, vanaf beliefs, strategie, portefeuille tot aan verantwoording en evaluatie. Het grootste risico is misschien wel de nieuwe bestuurder of lid van verantwoordingsorgaan over 2-3 jaar, die de ontwikkeling niet heeft meegemaakt, puur naar de tussentijdse resultaten kijkt en daar kritisch op is. Trek daarom monitoring en evaluatie uit elkaar en zorg voor permanente educatie en betrokkenheid op zo’n portefeuille.
- Heldere communicatie vooraf over wat deelnemers kunnen verwachten maakt verantwoording achteraf makkelijker. Als een pensioenfonds een strategie heeft die impact nastreeft door bedrijven te stimuleren te verduurzamen, dan is het niet raar dat de portefeuille bestaat uit bedrijven met lagere duurzaamheids- en ESG scores waar veel te winnen valt. Maar dit vergt wel een lange adem, roept vragen bij deelnemers op waarom een duurzaam pensioenfonds dan toch niet

belegt in de duurzaamste bedrijven, en soms lukt het niet om daadwerkelijke verandering te realiseren. Bovendien kan een geconcentreerde portefeuille best een vergelijkbaar risico/rendement halen, maar er zullen ook bepaalde perioden zijn waar dit afwijkt. Verras deelnemers er niet mee.

- Overeenstemming tussen pensioenfonds en uitvoering is belangrijk. Hoe vind je de juiste implementatievorm (intern beheer, extern beheer, samenwerking)? Niet alles is volledig in regels vast te leggen, omdat de data vaak nog niet volledig zijn en soms zijn kwalitatieve afwegingen nodig. Juist daarom is de keuze voor een partij of combinatie van partijen die je filosofie als fonds onderschrijft extra belangrijk, en misschien wel doorslaggevend voor lange termijn succes. Pas dus je selectieproces van vermogensbeheer hierop aan. Zorg daarbij ook voor de juiste prikkels. Als je als fonds een duale doelstelling hebt op financieel en maatschappelijk resultaat, dan dienen de afspraken en afstemming in de uitbesteding deze duale doelstelling goed te weerspiegelen.

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

Kennisupdates

Op voor Nederlandse pensioenfondsbestuurders relevante onderwerpen brengt SPIL regelmatig korte kennisupdates uit. Deze paper is te downloaden van www.spilplatform.com/publicaties. SPIL Kennisupdates zijn opgesteld met bijdragen van de SPIL-leden. Dat betekent echter niet dat alle SPIL-leden noodzakelijkerwijze alles onderschrijven wat in de updates staat.