

'Kwaliteit bestuur bepaalt kwaliteit beleggingsbeleid'

9 juli 2019 Frank van Alphen • Interview • Pensioen Pro

Als pensioenbestuurders zich nog meer richten op de lange termijn kunnen ze 0,5% hoger rendement boeken. 'Ze moeten zich niet laten gek maken door de waan van de dag', aldus Alfred Slager en Jaap van Dam.

Kees Koedijk, Alfred Slager en Jaap van Dam hebben samen het boek *Achieving Investment Excellence* geschreven. Ze leggen daarin het verband tussen governance en beleggen. 'De kwaliteit van het bestuur bepaalt op langere termijn in hoge mate de kwaliteit van de beleggingsuitkomsten is onze ervaring' Slager, hoogleraar pension fund management, en Van Dam, directeur strategisch beleggingsadvies bij PGGM, vertellen over het onlangs gepubliceerde boek. Om inzichten te verzamelen, spraken de auteurs met bestuurders van grote fondsen over de hele wereld.

Waar komt de claim vandaan dat het rendement een half procent hoger kan zijn?

Van Dam: 'We vroegen aan bestuurders en beleggers hoeveel ze denken dat ze meer kunnen verdienen met beleggen als ze zaken nog beter aanpakken. Die halve procent is een gemiddelde. Er was een Britse bestuurder die er achter was gekomen dat de kosten 1,7% per jaar waren. Die verwacht het rendement met zeker een procent te kunnen verhogen.'

Wat weerhoudt die pensioenbestuurder dat hogere rendement te behalen?

Slager: 'Bestuurders weten dat ze moeten beleggen voor de lange termijn, maar het is moeilijk dat doel onder alle omstandigheden vast te houden. Als het spannend wordt, is er veel druk om in te grijpen terwijl dat juist averechts werkt.'

Wat is daar een voorbeeld van?

Van Dam: 'Dat kan gebeuren bij herbalanceren. Als bestuurder moet je de gekozen mix vasthouden. Dat betekent dat je aandelen moet kopen als de koersen dalen en verkopen als ze stijgen. Dat is soms lastig uit te leggen als de koersen dalen.'

Tijdens de financiële crisis hebben veel Nederlandse fondsen zich aan dit devies gehouden. Is het nodig deze les opnieuw onder de aandacht te brengen?

Van Dam: 'Juist nu. Er is sinds de crisis een hele nieuwe generatie bestuurders aangetreden. Ook die moeten vertrouwd raken met deze inzichten.'

Op welke manier kan een bestuur zorgen dat ze stevig in hun schoenen staan, als de druk om noodloos te handelen toeneemt?

Slager: 'Bestuurders moeten hun uitgangspunten echt met elkaar doorspreken en doorleven wat de gevolgen zijn als bijvoorbeeld de koersen dalen. Alleen de beleggingsuitgangspunten opschrijven, is niet voldoende. Besturen doen er verstandig aan te bedenken hoe ze nieuwe bestuurders meenemen in hun gedachtegoed. Als nieuwe bestuurder stap je in een rijdende trein. Die nieuwkomer is niet betrokken geweest bij de totstandkoming van het beleid, de uitvoering of de manier waarop het beleggingsproces is georganiseerd.'

Uiteindelijk moet de vermogensbeheerder het beleggingsbeleid uitvoeren. Hoe houdt het bestuur grip op dit soort uitvoerders?

Van Dam: 'Als een bestuur de uitgangspunten helder voor ogen heeft, wordt het makkelijker zaken te delegeren. Je moet voorkomen dat bestuurders zich te veel bezighouden met details. Het bos is belangrijker dan de bomen.'

Slager: 'Zodra een bestuurder voor een vergadering 500 pagina's aan stukken moet lezen, is er iets niet in orde. Ik hanteer de vuistregel dertig pagina's is voldoende voor een uur vergaderen.'

Jullie hameren op de lange termijn, maar in de beleggingssector is het gebruikelijk vermogensbeheerders na drie jaar de maat te nemen. Als ze na drie jaar achterblijven bij de benchmark worden ze vaak vervangen. Wat is het nadeel van afrekenen na drie jaar?

Slager: 'Het nadeel is dat veel strategieën een langere periode nodig hebben om hun meerwaarde te bewijzen. Dit is geen geheim, en goed onderbouwd. Je loopt het risico dat je afscheid neemt op het verkeerde moment. Dat dit in de praktijk gebeurt is wetenschappelijk goed gedocumenteerd. Bovendien brengt het wisselen van manager veel kosten met zich mee. Dit is een manier vermijdbare fouten te voorkomen.'

Van Dam: 'Een periode van drie jaar past niet bij een lange-termijnbelegger. Een fonds dat kiest voor een bepaalde beleggingsstrategie moet vijf tot zeven jaar nemen om die te beoordelen.'

Gaan pensioenfondsen dat ook doen?

Slager: 'Bestuurders willen de mogelijkheid behouden een manager weg te sturen. Ze zullen dus niet snel de

termijn van beoordelen in de overeenkomst verlengen. Wel kunnen ze die langere periode als uitgangspunt nemen en een ander gesprek voeren met hun managers. Laat die manager maar uitleggen waarom zijn beleggingsstrategie nog steeds relevant is en waarde toevoegt. Dan heb je een ander gesprek dan wanneer je gaat discussiëren over een tiende verschil met de benchmark.'

De grootste pensioenuitvoerders in Nederland zijn in handen van pensioenfondsen. Jullie zeggen verder dat de Nederlandse pensioensector voorop loopt. Is dat te danken aan dat model?

Van Dam: 'Dat model is niet typisch Nederlands. Ook in het Verenigd Koninkrijk en Canada heb je grote uitvoerders zonder winstoogmerk die gelieerd zijn aan pensioenfondsen. Dat model heeft als voordeel dat er van nature een lange-termijnrelatie is. De uitvoerder staat dichtbij en denkt mee met de pensioenfondsen. Dat is vooral belangrijk als nog niet duidelijk is waar een fonds zich op moet voorbereiden.'

Slager: 'Een mogelijk nadeel is dat fonds en uitvoerder te dicht tegen elkaar aankruipen. Dan wordt het moeilijk de rollen goed te scheiden, en daar kan gedoe van komen. Verder moet het bestuur blijven monitoren of de uitvoerder wel een goede kwaliteit biedt in vergelijking met andere partijen. Dat kan bijvoorbeeld een onafhankelijke partij beoordelen.'

Van Dam: Het draait uiteindelijk niet om het governance-model. De kwaliteit van het bestuur geeft de doorslag.'

Hoe herken je een slecht bestuur?

Slager: 'Signalen te over. Onduidelijkheid over de rol van het bestuur is een signaal. Net als bestuurders die bijzaken niet van hoofdzaken kunnen scheiden. Daarnaast is het ook een teken als één bestuurder erg dominant is.'

Jullie hebben een aantal cases in het boek opgenomen. Het enige Nederlandse fonds is PFZW. Hebben jullie zaken in het buitenland gezien waar Nederlandse bestuurders hun voordeel mee kunnen doen?

Slager: 'Bij het Canadese fonds Ontario Teachers Fund zagen we een sterk bestuur. Sterk in de zin dat er veel verschillende competenties waren. Dat leidt ertoe dat het bestuur hele duidelijke opdrachten kan geven aan de vermogensbeheerders.'

Van Dam: 'Het fonds uit Nieuw-Zeeland had samen met de uitvoerder de risico's en kansen van de klimaatverandering diepgaand doorgesproken. Daardoor spreken ze nu dezelfde taal over dat onderwerp en hebben ze een benchmark ontwikkeld die minder gevoelig is opwarming van de aarde.'

Wat is de reactie van bestuurders op dit boek?

Slager: 'Florent Vlak, de voorzitter van de beleggingscommissie van Pensioenfondsen Zorg en Welzijn, zei dat het hem een hoop tijd had bespaard als hij dit boek had gehad toen hij begon als bestuurder. Het is niet

een puur beleggingsboek. Het legt de verbinding tussen governance en beleggen.'

'We krijgen de meeste reactie op het hoofdstuk over besluitvorming. Dit gaat vooral over de manier waarop je als bestuur tot goede besluitvorming kunt komen. Daarin staat hoe je zorgt dat je onder druk toch goede besluiten kunt nemen. We behandelen daar bijvoorbeeld een aantal gedragsvalkuilen die een goede besluitvorming in de weg kan staan.'

Van Dam: 'Action bias, de neiging om besluiten te willen nemen, is er daar één van. Vaak is het je onthouden van een besluit verstandiger.'

Hoe stuur je op een verstandige manier op lagere kosten?

Van Dam: 'We zien lage kosten niet als doel op zich. Kosten moeten altijd een middel tot een helder geformuleerd doel zijn. Je moet ten eerste een goed beeld hebben van alle kosten die je op je hals haalt in de uitvoering van je beleid. Daarin zitten goed zichtbare kosten, maar ook minder zichtbare. Bijvoorbeeld de kosten van het traag implementeren van je beleidsbesluiten, de lekverliezen die je maakt door te vaak van manager te wisselen.'

Slager: 'In ons boek redeneren we vanuit het strategisch plan. Het klinkt raar, maar we beschouwen alle kosten van implementatie in principe als vermijdbaar. Vervolgens kun je als fonds zorgvuldig redeneren waar en hoe je die kosten gaat inzetten om tot het beoogde resultaat te komen.'

Hoe staan jullie in het debat actief versus passief beleggen?

Slager: 'Je moet een scherp antwoord hebben op de vraag over de kosten van een actieve strategie. Wat maakt dat die kosten worden goed gemaakt door het extra rendement dat er onder de streep overblijft. Is daar een onderbouwing van? Wat is nodig om de actieve strategie tot een succes te maken? En gaat het bestuur dat dan ook mogelijk maken?'

Van Dam: 'Grote delen van de beleggingsindustrie zijn erop gericht om ons te doen geloven dat juist hun actieve product de felbegeerde outperformance zal halen. De gemiddelde uitkomsten over vele pensioenfondsen heen zijn ontvullend. Je moet je dus afvragen hoe je dit succesvol gaat organiseren terwijl het de gemiddelde collega niet lukt. Dat vergt veel van bestuur en uitvoerder. Tegelijkertijd: wie excellentie nastreeft wil juist per definitie niet gemiddeld zijn.'