

# Kortetermijnwinst of langetermijnwaardecreatie?

## Beleggen met focus op de lange termijn

Zowel beursgenoteerde ondernemingen als beleggers (institutionele beleggers en vermogensbeheerders) hebben de afgelopen decennia de aandacht verlegd van de lange termijn om zich te richten op steeds kortere termijnen. In de woorden van Tom Sweet, CFO van Dell, is de aandacht “gericht op negentig dagen, op het halen van de doelstelling van de winst per aandeel”.<sup>2</sup> Dit is mede ingegeven door het gebruik van kortetermijnbenchmarks en kortetermijnbeloningsstructuren. De *Financial Times* definieert deze ‘short-termism’ als “an excessive focus on short-term results at the expense of long-term interests”.<sup>3</sup> Deze zienswijze belemmert de mogelijkheden van beursgenoteerde bedrijven om te innoveren, te investeren en te groeien.

Beursgenoteerde ondernemingen staan onder steeds grotere druk om op korte termijn resultaten te laten zien. Deze druk komt van twee kanten: zowel van de eigen directies en commissarissen, die een kortetermijnvisie hanteren, als vanuit de financiële markten. Zo voelt 84% van de CEO's van beursgenoteerde ondernemingen wereldwijd de druk om binnen twee jaar financiële targets te halen.<sup>4</sup> Daarnaast blijkt dat 78% van de CEO's investeringen uitstelt onder druk van de aandeelhouders.<sup>5</sup> Op korte termijn kan de investering immers nadelig uitpakken voor de kwartaalcijfers. Dit leidt ertoe dat de onderneming minder oog heeft voor investeringen voor de lange termijn en de kansen die deze bieden om waarde te creëren. Uit onderzoek blijkt dat kleine en middelgrote Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven in de periode 2002-2011 slechts 2,2% van hun vermogen investeerden terwijl ditzelfde percentage bij hun niet-beursgenoteerde tegenhangers 9,4% bedroeg.<sup>6</sup> Dit ‘onder-investeren’ is nadelig voor de onderneming zelf, leidt tot lager langetermijnrendement voor beleggers en tot lagere macro-economische groei.

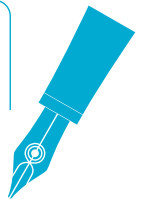
### Terug naar de lange termijn

Niet alleen ondernemingen zijn zich meer gaan richten op kortetermijn doelstellingen. Dezelfde ontwikkelingen hebben we gezien in de

#### Auteurs:<sup>1</sup>

Marcel Andringa  
PME  
Ronald Balk  
BNG Vermogensbeheer  
Erik Jan van Bergen  
ACTIAM  
Gerald Cartigny  
MN  
Harold Clijisen  
Timeos  
Lars Dijkstra  
Kempen Capital Management  
Inge van den Doel  
PMT

Justus van Halewijn  
SPF Beheer  
Rogier Krens  
Achmea  
Eloy Lindeijer  
PGGM  
Martin Sanders  
Univest Company  
Hans Stoter  
NN Investment Partners  
Roelie van Wijk  
TKP Investments  
Ronald van Dijk  
APG



beleggingsindustrie. Sinds de crisis van 2008 groeit de roep om de focus weer meer op de lange termijn te richten. Diverse internationale organisaties bogen zich over het thema: het World Economic Forum bracht in 2011 het rapport *The Future of Long-term Investing* uit, waarin aanbevelingen werden gedaan voor zowel beleggers als toezichhouders om belemmeringen weg te nemen voor langetermijninvesteringen en de positieve impact van een langetermijnbeleggingsstrategie te vergroten.<sup>7</sup> In 2013 kwam het IMF-rapport *Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges*<sup>8</sup> uit, dat het procyclische gedrag van grote institutionele beleggers en de redenen voor dit gedrag in de crisis onderzocht. Conclusie van dit rapport is dat ‘*behaving in a manner consistent with long-term investing would lead to better long-term, risk-adjusted returns and, importantly, could lessen the potential adverse effects of the procyclical investment behavior of institutional investors on global financial stability*’.

Eveneens in 2013 ontstond Focusing Capital on the Long Term (FCLT), een initiatief van Dominic Barton, CEO van McKinsey en Mark Wiseman, CEO van de Canada Pension Plan Investment Board. Inmiddels hebben meer dan 100 pensioenfondsen, vermogensbeheerders én bedrijven zich daarbij aangesloten. De gezamenlijke missie is om

de focus op de lange termijn bij beleggers en ondernemingen te bevorderen en de dialoog tussen deze partijen te verbeteren.<sup>9</sup>

### Gedragsverandering van drie actoren

Op een openbare aandelenmarkt is beleggen in beursgenoteerde ondernemingen een zaak van drie partijen: om te beginnen de ondernemingen waarin belegd wordt, met andere woorden de assets zelf. Om de blik weer te kunnen richten op een horizon die verder gaat dan een, twee of drie jaar hebben zij een verandering nodig vanuit de andere twee partijen. Dit zijn de vermogensbeheerders (e.g. asset managers) die de beleggingen uitvoeren, en de asset owners, de pensioenfondsen, verzekeraars of particulieren, voor wie de beleggingen uitgevoerd worden. In het vervolg van dit artikel zullen we voor het gemak spreken over pensioenfondsen.

Figuur 1



Deze drie actoren zijn zich de afgelopen decennia steeds meer gaan richten op kortetermijnwinsten. Pensioenfondsen staan onder druk van dalende dekkingsgraden, peer pressure en regelgeving. Zo zijn Nederlandse pensioenfondsen verplicht de asset mix en de dekkingsgraad per maand aan De Nederlandsche Bank te rapporteren. Hiermee blijft de kortetermijnfocus intact. De dalende dekkingsgraden hebben veelal geleid tot het reduceren van risico en sturing op kortetermijnbenchmarks. Mede hierdoor kijken veel vermogensbeheerders niet

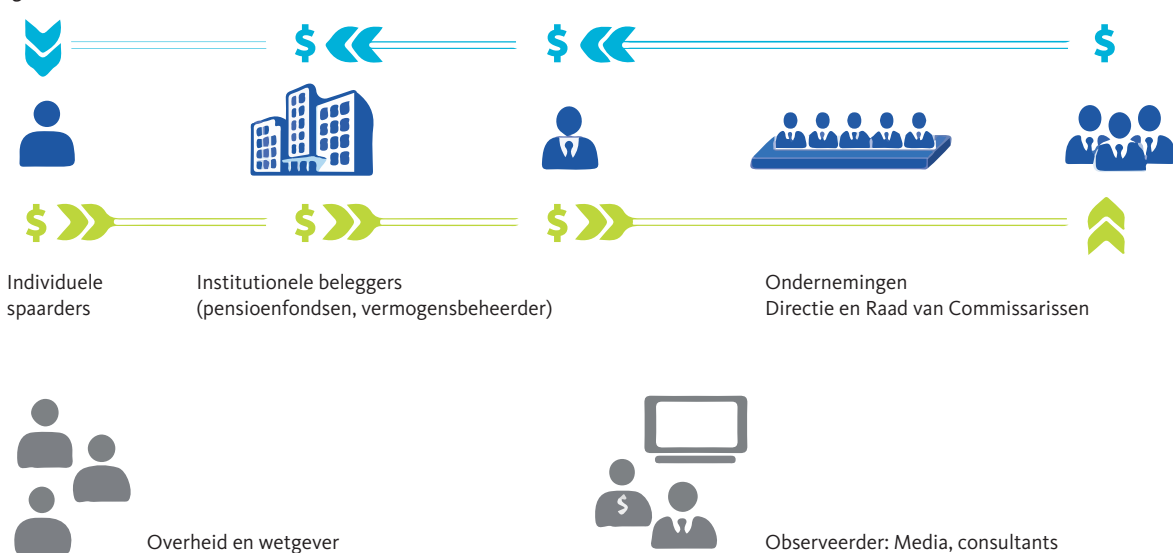
verder dan een horizon van drie jaar om hun benchmarks te verslaan. Aandeelhouders en ondernemingen zijn in een vicieuze kortetermijnkring geraakt en rennen van kwartaal naar kwartaal. Naast bovengenoemde drie actoren dienen ook wetgevers en toezichthouders hun denken en handelen meer te richten op de lange termijn. Hoe zou een gedragsverandering bewerkstelligd kunnen worden?

### Aandeelhouders en ondernemingen zitten in een vicieuze kortetermijnkring en rennen van kwartaal naar kwartaal

Essentiële voorwaarde voor een succesvolle gedragsaanpassing is meer alignment of interest, ofwel gelijkschakeling van belangen tussen de drie actoren pensioenfondsen, vermogensbeheerder en onderneming. Zij moeten alle drie hun focus op de lange termijn richten, en hier naar handelen. Dit gaat niet vanzelf. Als bijvoorbeeld een pensioenfondsen zijn vermogensbeheerder afrekenen op de korte termijn, dan komt de vermogensbeheerder met een langetermijnhorizon in de problemen omdat deze niet altijd op korte termijn resultaat kan laten zien. Alleen als deze gelijkschakeling van belangen door alle drie actoren gedragen en vastgelegd wordt, is een gedragsverandering mogelijk die leidt tot een hernieuwde focus op de lange termijn.

De focus op korte termijn wordt gevoed door de behoeftes van de betrokken actoren. De behoefte om te presteren en hiervoor beloond te worden: zowel mensen als organisaties zijn op zoek naar controle, zekerheid en waardering. Dit betekent dat

Figuur 2



we niet automatisch zoeken naar de beste oplossing (e.g. de langetermijnoplossing), maar dat we kiezen voor de vertrouwde en zekere route; de korte termijn. Blijkbaar worden zowel ondernemingen als beleggers momenteel meer ‘beloond’ voor het behalen van kortetermijnresultaten. De vraag is hoe we gezamenlijk naar een ander optimum kunnen komen. Een belangrijke voorwaarde hiervoor is dat de ‘beloning’ voor alle partijen meer gestructureerd moet zijn op lange termijn. De uitdaging ligt in het aantonen van de daadwerkelijke langetermijnwaardecreeatie. Hier moet meer en beter onderzoek naar worden gedaan.<sup>10</sup> Dit kan onder meer bereikt worden doordat vermogensbeheerders en pensioenfondsen nationaal en internationaal de kennis over specifieke cases met elkaar delen. Daarnaast moet de perceptie over beloning veranderen: het gaat niet alleen over geld maar ook over je nalatenschap op deze wereld.

## *De perceptie over beloning verandert: het gaat niet alleen over geld maar ook over je nalatenschap op deze wereld*

Hoe gaan we een gedragsverandering realiseren? Dit begint bij het minimaliseren van belangentegenstellingen (zie figuur 3). De oplossing ligt onder andere in de formulering van de juiste beleggingsovertuigingen (investment beliefs). In het vervolg van dit artikel beschrijven wij hoe een langetermijnsamenwerking tussen pensioenfondsen en vermogensbeheerders eruit zou kunnen zien.

### **Wat gebeurt er in Nederland?**

Sinds 2013 komt een groep van ruim 15 Chief Investment Officers van zowel pensioenfondsen als vermogensbeheerders een aantal maal per jaar bij elkaar om gedachten uit te wisselen die zowel ondernemingen als beleggers moeten stimuleren om daadwerkelijk meer op de lange termijn en meer verantwoord te beleggen. Onlangs hebben wij een gezamenlijk ambitiestatement opgesteld dat als leidraad kan dienen om daadwerkelijk tot een

langetermijnbeleggingshorizon te komen ten aanzien van beursgenoteerde aandelen. In het vervolg van dit artikel zullen wij de hoofdlijnen van ons ambitiestatement uiteenzetten. Centraal daarin staan heldere beleggingsovertuigingen, een herbezinning op risicomanagement en benchmarks, kwalitatieve rapportages en een nieuwe visie op fees.

### **Gezamenlijk investment beliefs formuleren en governance vastleggen**

Als eerste stap stellen wij voor dat pensioenfondsen en vermogensbeheerder intensief met elkaar de intentie van de beleggingsovereenkomst bespreken. Wat verstaat het pensioenfonds precies onder lange termijn? Hoe wil het pensioenfonds waarde creëren?

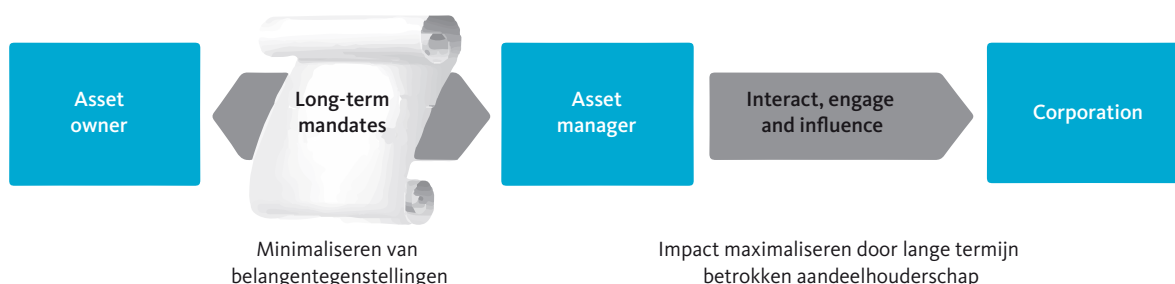
Dit zal per pensioenfonds verschillen en hangt onder meer samen met de samenstelling en groei van de verplichtingen en de beleggingsstijl.

Algemeen aanvaard en onderschreven is dat de langetermijnverantwoordelijkheid van het fonds ertoe leidt dat het zich rekenschap geeft van de effecten op mens en milieu: verantwoord beleggen. De intentie om te beleggen met een lange horizon moet vervolgens vertaald worden in duidelijke beleggingsovertuigingen. In feite gaat het om een soort grondwet; vaststaande principes die door meerdere generaties bestuurders gedragen worden en dus niet bij de eerste de beste tegenwind ter discussie komen te staan. Vervolgens legt het pensioenfonds deze vast in een beleggingsmandaat met de vermogensbeheerder. De lange termijn doelstellingen en de governance worden daarin helder vastgelegd.

### **Herbezinning op risicomanagement en benchmarks**

Het meten van de resultaten in termen van rendement en risico moet vervolgens in lijn worden gebracht met de langetermijnfilosofie. Een bezinning op het nut en de noodzaak van de huidige benchmarks is daarom logisch. Benchmarks kunnen een zinnig en noodzakelijk meetinstrument zijn voor een pensioenfonds om inzicht te krijgen in de dekking van de verplichtingen en de toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder. Benchmarks kunnen echter ook een onzinnig of knellend effect hebben. Het blind volgen van een benchmark kan bijvoorbeeld resulteren in destabiliserende effecten van (marktgewogen) indexbeleggen en in perverse prikkels in beloningsbeleid. Inmiddels is er veel

Figuur 3



(FCLT, Long-Term Portfolio Guide, March 2015)

academisch onderzoek gedaan rond behavioural finance waarin onder andere deze valkuilen uitgebreid zijn beschreven. De langetermijnfilosofie vereist een andere manier om de prestaties van een beleggingsportefeuille te meten, niet alleen met de (externe) traditionele marktwaarde gewogen indices als benchmark, maar vooral gericht op de langetermijnverplichtingen van een pensioenfonds. Zo zou bijvoorbeeld gedacht kunnen worden aan een langetermijndoelstelling en benchmark die is gebaseerd op de 20-jaarsswap rente + 3% (de aandelenrisicopremie). Uiteindelijk ligt een combinatie van benchmarks waarschijnlijk het meest voor de hand. De kern is dat de vermogensbeheerder de afgesproken strategie goed uitvoert. Dit is vooral een kwalitatieve beoordeling. De kwantitatieve beoordeling van de prestaties dient op de langere termijn (bijvoorbeeld 5-10 jaar) plaats te vinden. Op korte termijn gaat het dus meer om het proces, op lange termijn om de resultaten.

De huidige risicomangementssystemen kunnen een belemmering vormen voor een langetermijnhorizon aangezien deze gebaseerd zijn op traditionele kortetermijnrisico-indicatoren. Daarom moeten naast de traditionele statistische risico-indicatoren zoals volatiliteit, standaarddeviatie of tracking error ook meer langetermijnrisico-indicatoren worden toegepast. Ze zeggen uiteindelijk slechts in beperkte mate iets over de risico's van de beleggingen op de lange termijn. Te denken valt aan meer deterministische scenario-analyses die het risico van het niet halen van de langetermijndoelstelling in beeld brengen.

## *Het blind volgen van een benchmark kan resulteren in destabiliserende effecten van (marktgewogen) indexbeleggen*

Er zijn goede afspraken nodig tussen de vermogensbeheerder, het pensioenfonds en de toezichhouders over de ruimte voor onzekerheid en de manier om tussentijds vertrouwen en steun te creëren om deze uitdaging aan te gaan. Uiteindelijk zal het in dit stadium neerkomen op het accepteren van een bepaalde mate van onzekerheid en vervolgens vaststellen hoe zo goed mogelijk met deze onzekerheid om te gaan.

### **Rapportages: van kwantitatief naar kwalitatief**

De onzekerheid op de korte termijn resulteert in de wens tot aangepaste rapportages. Naast de frequente kwantitatieve rapportages kunnen meer kwalitatief gerichte lange termijn rapportages bijdragen aan een andere manier van denken bij het pensioenfonds, de vermogensbeheerder, de onderneming en de toezichhouder. Pensioenfondsen

hebben te maken met financiële verplichtingen die een termijn kennen van tot 30 à 40 jaar. Dan heeft het weinig zin om als vermogensbeheerder dagelijks, wekelijks of zelfs maandelijks te rapporteren over de ontwikkelingen van de beleggingsportefeuille. De klant die een lange termijn horizon hanteert, hoeft niet ongerust te raken door tijdelijke schommelingen. Dit is een essentieel onderdeel van de investment beliefs die vermogensbeheerder en klant delen en vastleggen.

De relatie tussen pensioenfonds, vermogensbeheerder en onderneming is bij een langetermijninvestering veel belangrijker geworden, en beleggers willen meer dan alleen financiële verslaggeving. Zij hebben behoefte aan een integraal rapport waarin de strategie, governance, performance en vooruitzichten van een onderneming op samenhangende wijze worden beschreven. Dit heeft consequenties voor de wijze van rapporteren. Naast de traditionele maandelijks rapportages op basis van marktwaarde en beurskoersen is een meer op de lange termijn gerichte kwalitatieve rapportage over de intrinsieke waardeontwikkeling van de ondernemingen in portefeuille belangrijk. Te denken valt aan de ontwikkeling door de tijd van de intrinsieke waarde, het rendement op het eigen vermogen, de turnover in het personeel etc. Daarnaast wordt de transparantie met alle betrokken stakeholders vergroot door meer aandacht te geven aan de ESG (Environment, Social, Governance) data van bedrijven waarin belegd wordt. Heeft een van de ondernemingen in de portefeuille veel geïnvesteerd in de vermindering van schadelijke uitstoot of in de opslag van CO<sub>2</sub>? Of is er een aanzienlijke verbetering doorgevoerd in de arbeidsrechten van werknemers? Is er een ingrijpende wijziging geweest in de directie van een onderneming vanwege een governance-kwestie? Geeft het beloningsbeleid wel de juiste prikkels? De onderneming dient aan te tonen op welke wijze zij waarde creëert; waarde voor de belanghebbenden in de onderneming en waarde voor een duurzame ontwikkeling van de samenleving. Integraal rapporteren beantwoordt deze toegenomen informatiebehoefte door de ESG-activiteiten van een onderneming te koppelen aan de strategie en visie van de onderneming.

Rapportages over het transactievolume in de portefeuille en de daarmee gemaakte transactiekosten wordt ook gekoppeld aan de intentie te opereren als langetermijnbelegger. Deze intentie komt tot uitdrukking in portefeuilles met een relatief lage omloopsnelheid. De vermogensbeheerder moet ingaan op de reden voor een hoge turnover, mocht hier sprake van zijn. De lage omloopsnelheid leidt tot lagere kosten. Deze leiden weer tot een grotere kans op outperformance van de portefeuille.

### **Een nieuwe visie op fees**

Goede afspraken over het mandaat en de fees zijn een belangrijke component van een goede alignment of interest. Het gaat enerzijds om de prikkels tussen de vermogensbeheerder en het pensioen-



fonds als klant. Een voorbeeld hiervan is een vermogensbeheerder die in zijn eigen beleggingsfondsen belegt en daarmee zijn alignment met klanten toont. Anderzijds is het ook van belang hoe de vermogensbeheerder zelf met zijn beloningsstructuur omgaat: belooft hij zijn fondsbeheerders voor het beleggen met een langetermijnhorizon, of rekent hij zijn mensen af op kortetermijnresultaten? De incentivestructuren moeten aanzetten tot een structurele gedragsverandering. Er moeten geen verkeerde financiële prikkels zijn voor de vermogensbeheerder qua omvang van beheerd vermogen, turnover en met het vermogensbeheer verwante diensten.

## *Er is concrete actie nodig, gericht op het maximaliseren van de impact op ondernemingen door lange termijn betrokken aandeelhouderschap*

We willen een interne cultuur en gedrag creëren met focus op de lange termijn. Dit moet onder andere tot uiting komen in het beloningsbeleid. Net als bij het vastleggen van de beleggingsovertuigingen geldt hier dat maatwerk geboden is. Er kan meer rekening gehouden worden met de tijdshorizon als management fee bepalende factor. Concreet gezegd: hoe langer een mandaat loopt, hoe lager de fee die de klant betaalt, met een staffel naar looptijd. Ook een eventuele performance fee kan afhankelijk worden gemaakt van de prestaties op de lange termijn. Zo kunnen klant en vermogensbeheerder een lage basisfee afspreken, gekoppeld aan een

performance fee die pas wordt afgerekend aan het einde van de looptijd (bijvoorbeeld na zeven jaar).

### **Commitment aan langetermijnwaardcreatie**

Een lange termijnbeleggingshorizon is geen directe garantie voor kwaliteit en stabiliteit. Wij zijn er echter van overtuigd dat een langetermijnfocus kan bijdragen aan een betere alignment of interest tussen de alle betrokken partijen in de beleggingsketen. Het gevolg van de korte termijn focus is dat bedrijven te veel nadruk leggen op de kortetermijnwinstgevendheid, wat schijnzekerheid biedt. Het leidt ertoe dat zij minder investeren en op de lange termijn juist minder presteren. Dit kost zowel het pensioenfonds als de maatschappij rendement en economische groei. Beleggen met een langetermijnhorizon verdiept de kwalitatieve kennis over ondernemingen en beperkt daarmee risico's.

Aandelenportefeuilles worden simpeler en transparanter. Een meer verantwoord beleggingsbeleid is het gevolg. De betrokkenheid van pensioenfondsbestuur en deelnemers bij de ondernemingen in portefeuille zal toenemen. De kapitaalallocatie van ondernemingen zal mede door toegenomen betrokkenheid van langetermijnaandeelhouders verbeteren. Vermogensbeheerders, pensioenfonds, en ondernemingen zijn er daarom bij gebaat hun onderlinge dialoog structureel te verbeteren. Wij roepen alle betrokken partijen op om de (inter)nationale dialoog over dit onderwerp te intensiveren. Ook politiek, consultants, toezichthouders en media hebben hierin een rol. De dialoog dient omgezet te worden in concrete actie gericht op het *minimaliseren* van belangentegenstellingen tussen pensioenfonds en vermogensbeheerders, en het *maximaliseren* van de impact op ondernemingen door lange termijn betrokken aandeelhouderschap. Wij committeren ons de komende jaren hieraan door in onze eigen organisaties concrete stappen te zetten die hieraan bijdragen. Met gebundelde krachten vergroten we de kans op succes. ■

#### Noten

- 1 De auteurs onderschrijven gezamenlijk dit artikel en vertegenwoordigen daarmee een bredere groep CIO's die onlangs een gezamenlijk ambitiestatement hebben opgesteld ten aanzien van lange termijn beleggen.
- 2 'CFO Dell: 'Zonder beursnotering kijken we nu vijf jaar vooruit'', Het Financieele Dagblad, 30 juli 2015
- 3 Lexicon.ft.com
- 4 CPPIB McKinsey Focusing Capital on the Long Term survey 2014
- 5 CPPIB McKinsey Focusing Capital on the Long Term survey 2014
- 6 Bron: *Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms*, Asker, Farre-Mensa, Ljungqvist
- 7 *The Future of Long-term Investing*, World Economic Forum, 2011.
- 8 Michael G. Papaioannou, Joonkyu Park, Jukka Pihlman, and Han van der Hoorn, *Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges*, September 2013
- 9 Zie [www.FCLT.org](http://www.FCLT.org)
- 10 Voorbeelden van interessante studies over de impact van materiele duurzaamheidsissues op de lange termijn financiële performance van ondernemingen: "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality", Mozaffar Khan, George Serafeim, and Aaron Yoon, Harvard Business School, Maart 2015; en "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance", Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, and George Serafeim, Harvard Business School, November 2011.