

Blijven we ons gedragen als **lemmingen**?

Beleggers worden regelmatig met lemmingen vergeleken. Grote woelmuizen die zich bij een onduidelijke hindernis massaal in de afgrond werpen. Maar wat als de hindernissen duidelijk zijn, wat dan te doen? Met een te lage rente, te hoge aandelenwaardering en te grote afhankelijkheid van centrale bankiers staan beleggers voor een grote uitdaging: doen wat goed is vanuit de fiduciaire zorgplicht, en het risico lopen van de groep lemmingen weg te breken? Deze uitdaging blijkt moeilijker dan gedacht, maar de belegger kan met enkele eenvoudige ingrepen de weg naar de afgrond vermijden.

Auteurs
Jan Bertus Molenkamp (r),
Alfred Slager (l)

Lemmingen

Het aantal lemmingen schommelt erg, vooral onder invloed van het aantal roofdieren. Hermelijnen vinden lemmingen bijvoorbeeld niet te versmaden. Het ene jaar kan het zo slecht met de lemmingen gesteld zijn dat ze gevaarlijk dicht in de buurt van uitsterven komen, om de jaren daarna weer zo in aantal te groeien dat er sprake is van overbevolking. Grote aantallen lemmingen gaan in dat geval op trektocht, op zoek naar nieuwe leefgebieden. En op die trektochten stuiten ze regelmatig op obstakels. Ze

komen bijvoorbeeld weleens een rivier tegen, een berg of een afgrond. En bij hun pogingen zulke obstakels te overwinnen, sneuvelen dan vele lemmingen. Dit noemen we in andere woorden lemmingen- of kuddegedrag.

Echter, niet alles is wat het lijkt – een mooi verhaal wordt soms eerder geloofd dan de feiten. Waar komt de mythe van de lemmingen vandaan? De lemmingmythe is hardnekkig. Eeuwen geleden gingen al verhalen rond over deze knaagdieren. Zo zouden



ze volgens Scandinavische overlevering spontaan uit de lucht komen vallen. Dat de mythe ook vandaag de dag nog altijd leeft, is voor een groot deel te wijten aan Disney. Volgens het natuurwetenschapsblad *Quest*² bracht filmmaker Disney in 1958 de Oscarwinnende natuurdocumentaire “White Wilderness” uit. Spraakmakend is de scène uit deze film waarin massa’s lemmingen uit vrije wil van een klif springen, in een poging om de poolzee over te zwemmen, hun dood tegemoet. Later zou blijken dat de documentairemakers de waarheid naar hun hand hadden gezet. Om te beginnen was deze lemmingsuicide gefilmd in Canada. De lemmingen die daar van nature leven, staan in tegenstelling tot Scandinavische lemmingen helemaal niet bekend om hun massale trektochten. Een saillant detail is echter dat de lemmingen in de film niet uit zichzelf naar beneden waren gesprongen. Ze bleken door de filmmakers over het randje te zijn geduwd, want dat leverde betere beelden op. Dit is een typisch voorbeeld van een ‘behavioral bias’: mensen hebben een voorliefde voor een goed oorzaak-gevolg verhaal boven de objectieve maar saaier feiten.

“Gegeven de huidige inzichten kan ik wel stellen dat er sprake was van groepsdenken en kuddegedrag”

Markten zijn ook erg aan schommelingen onderhevig. Gegeven de huidige marktbevingen is het niet moeilijk om de volgende crisis te voorspellen. De Europese Centrale Bank helpt hier aan mee: de rentes worden naar nul procent bijgesteld door het op grote schaal inkopen van staatsobligaties. Beleggers hebben vervolgens hun toevlucht gezocht in de aandelenmarkten, en toen dat niet voldoende bleek in de “search for yield”, op indrukwekkende schaal illiquide beleggingen opgekocht. Het resultaat is dat beleggers nu met lage verwachte risicopremies moeten werken, voor sommige categorieën is deze zelfs nul. Immers, waar moet een belegger heen met zijn geld als je geen rente meer krijgt? Er komt weer een moment waarop we met elkaar ontwaken en beseffen dat zowel obligaties, alsook de aandelen vele malen te duur zijn.

Met andere woorden: de rente zal op enig moment weer stijgen, en illiquide beleggingen zullen op een gegeven moment hard dalen. Dat zal een schok teweegbrengen op de (aandelen)markten. Een aanvullende voorspelling is ook niet lastig om te maken. De centrale banken zullen op een gegeven moment waarschijnlijk beleidsaanpassingen doorvoeren. Geschiedenis leert dat dit eerder schoksgewijs dan geleidelijk gaat; beleggers moeten in zeer

korte tijd, en op een pijnlijke manier, hun portefeuilles en verwachtingen aanpassen.

Dit roept een eenvoudige vraag op: als de bovenstaande schokken aannemelijk zijn, wat zouden redenen voor bestuurders zijn om hier misschien wel bewust van te zijn, maar er in het beleid geen rekening mee te houden? Dit artikel werkt deze vraag verder uit. Om te beginnen wordt de “impact” van de schokken verder uitgewerkt door de horizon naar 2025 te verschuiven, en terug te blikken op de effecten hiervan. We beargumenteren dat de grootte en impact, meer dan in het verleden op minder begrip van deelnemers zal stuiten, omdat de verwachtingen over de fiduciaire verantwoordelijkheid structureel aan het veranderen zijn. Beslissers kunnen de toekomstige schokken niet beïnvloeden, maar wel de impact van toekomstige schokken op hun eigen beleggingsorganisatie beïnvloeden; de zogenaamde “Circle of Influence” van managementgoeroe Steven Covey. Dit artikel sluit daarom af met vier oplossingsrichtingen die binnen handbereik van bestuurders liggen om zo het lemminggedrag en andere ongewenste gedragingen tegen te gaan.

De parlementaire enquête naar het pensioendebacke in 2025

Als deze aanpassingen te schoksgewijs plaatsvinden, zullen ze vragen oproepen bij deelnemers en politici. De vragen die dan worden gesteld zijn vilein in hun eenvoud: kunt u als belegger of fiduciair uitleggen waarom uw pensioenfonds nog obligaties in portefeuille had terwijl u daar geen vergoeding voor kreeg? Iedereen kon toch aan zien komen dat de rente een keer omhoog zou gaan? Kunt u uitleggen waarom u in aandelen belegde terwijl iedereen kon zien dat die veel te duur waren? Het vergt weinig fantasie om de contouren van de volgende parlementaire enquête te schetsen. Deze gaat niet over banken dit keer maar over pensioenfondsen en hoe onverantwoordelijk die hebben gehandeld. Zie kader 1.

Wat kunnen we hiervan leren? Enerzijds gaat deze enquête over de beleggingsinhoudelijke kant. De vragen die gesteld kunnen worden zijn op te splitsen in vragen naar de in verwachting nominale verliezen en vragen naar de in verwachting reële verliezen (koopkracht). Daarnaast kan geleerd worden van de continue verandering in beoordelingscriteria gebaseerd op maatschappelijke tendensen. Beiden zullen we hier achtereenvolgens bespreken.

Kun je gegarandeerd (nominaal) verlies bij aankoop van beleggingen uitleggen?

Is het over tien jaar uit te leggen aan deelnemers, dat (een deel van) hun verplichtingen zijn ingekocht tegen een *nominale* rente van kleiner dan nul? Dit terwijl de rente dan op drie procent staat en vrijwel elke econoom je, met de kennis van achteruitkijken, kan uitleggen dat de situatie in het tweede decennium van de 21^e eeuw duidelijk uitzonderlijk was en dat dit soort situaties zich nooit over een lange

Vraag 32 "Geachte directeur van de DNB, is het waar dat u als instelling de pensioenfondsen heeft gedwongen tot het inkopen van beschermingsconstructies en obligaties tegen die onwaarschijnlijk lage rentes in de jaren 2010-2020?"

Antwoord: Het enige dat wij hebben gedaan is er op wijzen dat als pensioenfondsen bepaalde beloften aan hun deelnemers deden, dat ze die dan ook konden financieren. En dat betekende dat ze in kas moeten hebben, wat ze in de toekomst uit moeten betalen.

Vraag 33 "Dat is toch een zeer kortzichtige aanpak als je niet precies weet hoe de toekomst er uitziet?"

Antwoord: Pensioenfondsen mochten best afwijken in hun beleid, als ze dat maar duidelijk konden uitleggen. Ik moet echter bekennen dat vrijwel alle pensioenfondsen hetzelfde beleid hebben aangehouden. Gegeven de huidige inzichten kan ik wel stellen dat er sprake was van groepsdenken en kuddegedrag.

periode kunnen voordoen. En dat ieder weldenkend mens dat ook toen wel had kunnen bedenken...

Deze voortschrijdende kennis staat dan ook nog los van de massale waardevernietiging, die de pensioenfondsbalansen zullen meemaken. Iedereen herinnert zich nog de uitspraak van het ABP "Het ABP is nog nooit zo rijk geweest".³ Nu, als de rente van één naar drie procentpunt stijgt over de hele curve, met een duratie van de verplichtingen van het pensioenfonds van twintig jaar, dan zijn deze verplichtingen ruim 40% in waarde gedaald, maar ook de beleggingen die daar tegenover staan. Als men uitgaat van zo'n 1.250 miljard euro (bron: DNB, juni 2015) zou van het totale Nederlandse pensioenvermogen grofweg 300 miljard verdamp't kunnen zijn onder aanname van een renteafdekking van 60%.⁴ Renteafdekking matigt de invloed op de dekkingsgraad van een pensioenfonds. Als een pensioenfonds niet voor 100% is afgedekt voor renterisico en de rente stijgt dan zal de dekkingsgraad zelfs omhoog gaan. Dit is echter een doekje voor het bloeden: in reële termen gaat een fonds ruim achteruit in de verwachte pensioenbetalingen.

Kun je gegarandeerd koopkrachtverlies bij aankoop van beleggingen uitleggen?

Is het uit te leggen aan deelnemers over tien jaar, dat hun verplichtingen zijn ingekocht tegen een negatieve *reële* rente? Dit betekent dat de inflatie niet goedge maakt kan worden en je dus per definitie minder koopkracht hebt aan het einde. Oftewel: is uitgelegd aan de deelnemers in die tijd (lees 2016) dat ze nu al gegarandeerd een lagere levensstandaard inkopen en dat vanwege de lange looptijd dit niet gaat om enkele procenten minder koopkracht, maar om tientallen procenten minder koopkracht.

Om dit nog even met cijfers te duiden. Stel dat de duratie van verplichtingen van een pensioenfonds 20 jaar is en dat is ingekocht tegen negatieve reële rente van -0,5 procent. Over 10 jaar veronderstellen we een reële rente van 1%. Dan betekent dit een opportunity loss van 30% reële koopkracht.

Er valt het nodige af te dingen op deze berekeningen op de achterkant van een envelop, maar de keuzes en orde van grootte van mogelijke verliezen is aannemelijk. Kortom, deze enquête is verre van

ondenkbeeldig. Een belegger of fiduciair wordt geacht om met portefeuilleconstructie een zo robuust mogelijke, gespreide portefeuille op te stellen, in het belang van haar deelnemers, en tegen lage acceptabele kosten. De verantwoordelijkheden en toetsing betreffen vooral processtappen: de fiduciair kan niet worden afgerekend op de feitelijke uitkomst, wel op het proces.

Schuivende panelen

De vraag is echter of de fiduciair op het proces blijft worden beoordeeld. Momenteel vinden drie veranderingen plaats die het waarschijnlijk maken dat de uitkomst bepalender wordt, en daarmee verklaart waarom het lemminggedrag eerder geïnstitutionaliseerd dan tegengegaan wordt.

De denkfout die echter snel gemaakt is dat we door goede governance onzekerheid kunnen managen

De eerste verandering is de structureel toenemende risicoaversie van deelnemers. De beleggingen zijn in de afgelopen decennia enorm in waarde toegenomen, maar daarmee ook de mate van risicoaversie. Enerzijds komt dit door het absolute vermogens-effect. Niet alleen pensioenvermogen is toegenomen, ook de andere besparingen van huishoudens, en de waarde van huizenbezit. In landen waar er sprake is van inkomens- en vermogensontwikkeling neemt de tolerantie voor neerwaartse schokken af en daarmee de risicoaversie toe. Het is logisch dat dit met enige vertraging in portefeuillebeleid verwerkt wordt.⁵ Met andere woorden: een belegger zal altijd te risicovol beleggen in de ogen van de deelnemers en daarmee de maatschappij, hoe goed zijn risicoborging ook is.

Ten tweede wordt kennis van het proces belangrijker gevonden dan kennis van de financiële markt.

Er is een bovenmatig sterke nadruk op governance. Frijns benadrukt dit in een analyse 5 jaar na het verschijnen van het rapport met zijn naam, waarin het falende risicomangement en governance van de pensioenbeleggers wordt geanalyseerd. In 2010 werden de volgende problemen geconstateerd: de risk appetite van veel fondsen leek op elkaar en was niet afgestemd op de samenstelling en wensen van de deelnemer, pensioenbestuurders leken vooral georiënteerd op het aansturen van de beleggingen en niet het aansturen van de balans, en pensioenbestuurders leken (on)bewust keuzes te maken over alternatieve beleggingen of actief management die sterker door de belangen van de vermogensbeheerder gedreven leken dan door de belangen van het pensioenfonds.⁶ Anno 2015 valt vast te stellen dat de aansturing, de “governance” in de ogen van het publiek het meest zichtbare element, alle aandacht krijgt. Hierachter zit een macro “belief” dat door politiek en toezichthouders gedeeld wordt, maar zelden wordt uitgesproken: als het (beslissings)proces maar goed ingericht is, dan maakt het feitelijk niet uit welke beleggingskeuze er gemaakt wordt. Een goed proces is bepalender voor een goed resultaat dan een goede beleggingsvisie. Dit hangt ook samen met het eerste punt van risicoaversie. De denkfout die echter snel wordt gemaakt is dat we door goede governance onzekerheid kunnen managen. Het zou weleens precies andersom kunnen zijn zoals econoom Bookstaber⁷ heeft aangegeven: als je kijkt welk dier overleeft over de afgelopen miljoenen jaren dan kom je uit bij de kakkerlak, misschien niet verheffend, maar wel leerzaam. Dit beestje heeft een zeer simpel risicomangementsysteem: zodra iets op hem afkomt gaat hij er vandoor. Meer niet. Denk eens na over de snelheid van deze ‘governance’ versus de huidige situatie voor pensioenbeleggers. Zie kader 2.

Kader 2 Goede governance is niet gelijk aan veel governance

Afgelopen jaren zijn meerdere governancemaatregelen genomen. Te denken valt aan inspraak van gepensioneerden, verantwoordingsorgaan, visitatiecommissies, deelnemersraad of de instelling van Raden van Toezicht. De vraag is of dit altijd leidt tot een betere governance, en nog belangrijker, een beter rendement en een robuustere, toekomstbestendige organisatie. Onderzoek hiernaar heeft niet plaatsgevonden. Hieronder wordt in de grafiek stilistisch weergegeven

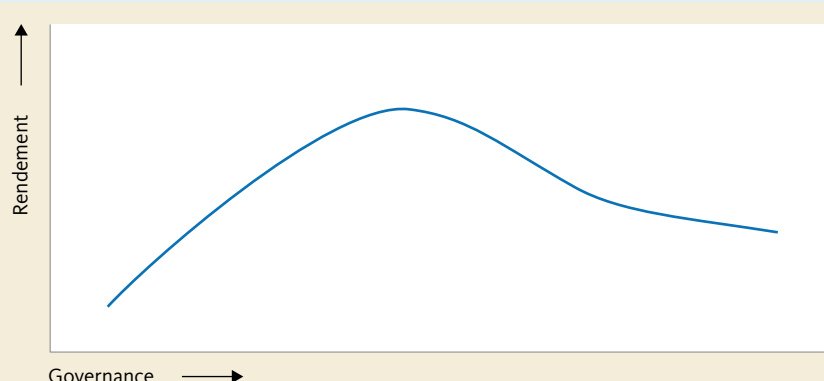
Ten derde vindt een verschuiving plaats en wordt de fiduciaire verantwoordelijkheid steeds meer met terugwerkende kracht bekeken. Als de publiciteit rondom toezichthouders en Raden van Advies goed wordt geanalyseerd, dan lijken beslissers steeds minder aangesproken te worden of ze het proces ex-ante goed hebben ingericht, maar steeds meer of het ex-post de meest acceptabele keuze was, gezien het resultaat. Dat maakt het voor de beslisser steeds lastiger om een goede afweging te maken. De onderstaande tabel, overgenomen uit Mauboussin⁸ geeft het probleem aan:

	Goed resultaat	Slecht resultaat
Goed idee	Succes vieren!	Risico dat de fiduciair het idee in de verantwoording “externaliseert”, door externe tegenvallers aan te wijzen.
Slecht idee	Risico dat de fiduciair het slechte idee “internaliseert”; met terugwerkende kracht was het slechte idee nog niet zo slecht.	Terecht dat het slecht uitpakt.

Een beslisser zal, met deze keuzematrix in gedachte, de afweging maken wat bepalend is voor een goed resultaat. Vanuit die optiek zijn slechte ideeën ook aannemelijk om toe te passen. Dit verklaart waarom bestuurders in seminars kunnen ageren tegen het renteafdeckingsbeleid in het algemeen, maar het wel toepassen op hun eigen fonds.

dat er een verband bestaat tussen governance en rendement. Als er geen/nauwelijks governance is, is het risico op een ongeluk behoorlijk; dit leidt tot een lager rendement. Als er heel veel aan governance gedaan wordt, gaan de kosten van governance steeds hoger worden, zonder dat de effectiviteit van de governance toeneemt. Het streven is om een goede balans in de (hoeveelheid) governance aan te brengen zodat governance effectief wordt.

Figuur 1 Rendement op governance (bron: Kempen Capital Management)



Gedrag als belangrijke variabele

Eigenlijk vallen heel veel van onze acties terug te voeren op een aantal menselijke gedragingen. Deze gedragingen houden ons af van met een ‘koel hoofd’ beleggen. Er wordt vaak gesproken van de zeven (hoofd)zonden van beleggers. Zonder ze allemaal in extenso te bespreken zullen we er een paar uitlechten waar we wel degelijk mee te maken hebben.

Angst en hebzucht zijn altijd de krachten waar je rekening mee dient te houden. Het eerste leidt tot het nemen van te weinig risico op momenten dat dat niet hoeft. Hebzucht is typisch een karakterisering van de laatste fase in opgaande markten waarbij iedereen nog even de laatste basispunten wil binnentikken.

Kuddegedrag (‘lemmingen’) is alomtegenwoordig. Dit heeft diepe wortels en zoals Keynes het al eens heeft geformuleerd: ‘Worldly wisdom teaches it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally’⁹. De moderne vertaling van deze uitspraak is ‘Management At Risk’: als je niet meegaat in dit gedrag dan is er een gerede kans dat je het niet overleeft als manager. In de huidige context gaat het over de ‘search for yield’ waarin iedereen dezelfde kant opgaat.

Dit zou je nog kunnen verbinden met de zonde van kortzichtigheid: we zijn geneigd een zwaarder gewicht toe te kennen aan de korte horizon dan aan de lange horizon.

Ook zelfoverschatting is een van de hoofdzondes. In de huidige context zou dit overeen kunnen komen met een te groot geloof in de werking van governance en een te groot geloof in de werking van wiskundige modellen.

Ongeduld is eveneens een zonde en zou teruggevonden kunnen worden in de ‘beleggingsdwang’ die pensioenfondsen kennen. “De ALM studie/het beleid schrijft voor dat we 30% aandelen moeten hebben.” Ja, maar wat als aandelen naar verwachting niet genoeg opbrengen versus het risico wat je daar mee loopt, wat één van de uitgangspunten was van de analyse die achter het beleid zit?

Praktische oplossingsrichtingen

De dilemma’s voor bestuurders en pensioenbeleggers vaststellen is relatief makkelijk, het benoemen van oplossingsrichtingen is echter moeilijker. We doen toch een poging en benoemen er vier.

Oplossingsrichting 1. Beslissingsraamwerk tegen kortzichtigheid

Dit artikel betoogde aan het begin dat aannames over het beleggingsraamwerk uit het lood geslagen zijn. Maar wat is dan het anker waar je je aan vast moet houden in deze tijd? Uiteindelijk is de enige verstandige manier om gedisciplineerd naar verwachte rendementen op een langere horizon te blijven kijken. Je moet hier niet op willen handelen bij elke verandering van een procentpunt in de

risicopremie, maar dit gebruiken om extreme situaties op het spoor te komen. Oftewel ruis van signaal blijven onderscheiden.

Gedisciplineerd verwachte risicopremies analyseren en hier een beslissingsraamwerk op bouwen is een aanpak. Het woord risicopremie zegt het al: het is een premie voor de risico’s die je loopt. Het is niet voldoende dat een risicopremie groter is dan 0. De Sharpe ratio van een aandelenbelegging met een risicopremie van 1% versus een obligatie met een rente van 0,5% is niet gunstig. Je zult een minimale extra vergoeding moeten eisen voor het risico wat je loopt (*hurdle rate*). De aanpak om hier mee om te gaan is simpel maar wellicht niet eenvoudig: blijf altijd de analyses maken en betrek daarbij zowel rendement als risico en wees gedisciplineerd in de afwegingen.

Oplossingsrichting 2: Een rem op leverage en daarmee hebzucht

In de meeste crises speelt leverage een grote rol.¹⁰ Nu is deze leverage bij pensioenfondsen vaak te vinden in de matchingportefeuille waarin gewerkt wordt met swaps. Voor deze swaps moet onderpand geleverd kunnen worden. Als de rente omlaag gaat moet de tegenpartij (bank) aan het pensioenfonds obligaties leveren. Als we niet voldoende buffer hiervoor hebben aangelegd (voldoende staatsobligaties van hoge kwaliteit in de portefeuille gegeven de hoeveelheid swaps) is het mogelijk dat andere onderdelen van de portefeuille omgezet moeten worden in staatsobligaties. Dit kan betekenen dat er aandelen verkocht moeten worden om uiteindelijk het onderpand te leveren; vele andere categorieën zijn niet liquide genoeg om op korte termijn om te zetten in staatsobligaties. Dit scenario lijkt zeer op de financiële crisis van 2008-9 waarin aandelen verkocht moesten worden om de valutahedges te financieren.

Wat is het anker waar je je aan vast moet houden in deze tijd?

Veel pensioenfondsen hebben het hele fonds in principe als onderpand gegeven voor de swaps die ze aangaan. Bij een rentehedge met swaps of repo’s kun je werken met maatwerkfondsen waarin je een extra schil introduceert die je kan beschermen tegen een aantal rentescenario’s. Het fondsvermogen is niet langer geheel onderpand; extra onderpand wordt bij sterke lange rentebewegingen (rente omhoog) gevraagd en deze kun je wel of niet storten. Dit is een bescherming tegen extreme scenario’s die goed te operationaliseren is.

De les is überhaupt om de gevoeligheid van het pensioenfonds voor rentestijgingen (zowel kort als

lang) goed in de gaten te houden. Bepaal wat je minimaal wenst aan te kunnen. Stel dat je met je pensioenfonds slechts 1% rentestijging aan kan voordat je beleggingen moet verkopen om te voldoen aan de onderpandverplichtingen dan zou het advies zijn om hier wat aan te doen.

Oplossingsrichting 3. Illiquide beleggingen als nieuw kuddegedrag temperen

Illiquide beleggingen: in het laatste jaar voor de crisis in 2008 is een record instroom in illiquide beleggingen geweest. Op de top is hier ingestapt tegen, op dat moment nog positief lijkende yields. De waardering in de eerste jaren na een crisis zijn nog redelijk, maar het is aannemelijk dat in de jaren daarna weer negatieve(re) aanpassingen plaatsvinden. Dit proces is net voor een aantal illiquide categorieën zo'n beetje afgerond. Nu staan we weer aan de vooravond van zo'n periode van grote instroom in illiquidere beleggingen. Voorbeelden zijn dat er recordbedragen klaar staan om in private equity geïnvesteerd te worden; Amerikaanse Endowments die veel ervaring in deze categorie hebben zijn nu actief bezig om hun wegingen te verlagen (lees; er worden even geen nieuwe commitments gedaan; bestaande programma's worden gehouden en kunnen hun rendement nog steeds opleveren).

We weten dat er veel regulering is bijgekomen die de liquiditeit in het systeem niet ten goede komt. Denk bijvoorbeeld aan de geringere capaciteit van banken en verzekeraars om risico's te absorberen. Zodra markten gaan draaien dan zal het erg hard kunnen gaan; maar waarschijnlijk wel onder zeer lage liquiditeit. De grote vraag is natuurlijk hoe je hier mee om moet gaan of zelfs gedwongen wordt hiermee om te gaan.

Praktisch betekent dit dat er limieten moeten worden gesteld aan de hoeveelheid illiquiditeit in de portefeuille, met daarnaast minimale eisen ten aanzien van het rendement dat je extra wilt halen boven liquide categorieën.

Oplossingsrichting 4. Inertie in besluitvorming voorkomen en angst geen kans geven

We zijn van nature enorm geneigd tot inertie, niet handelen als de situatie niet helemaal zeker is. Een voorbeeld: een pensioenfonds hanteert een staffel om het matchingspercentage mogelijk aan te passen

als de rente onder 1% komt. Op het moment dat de rente daaronder schiet vindt er veel discussie plaats, en besluit het bestuur uiteindelijk om niets te doen. Het is echter niet scherp waarom niet.

Door de afspraak iets anders te maken namelijk "het pensioenbestuur dient een beslissing te nemen en zal goed moeten motiveren waarom zij het matchingspercentage niet aanpast", krijg je een heel andere dynamiek waarbij je zeer goed moet motiveren waarom je iets niet doet. Dit helpt om de discussie scherp te krijgen zonder dat dit noodzakelijkerwijze tot ja of nee dwingt en hiermee wordt inertie tegengegaan.

Conclusie

Laten we niet met elkaar zeggen dat het gemakkelijk is om gegeven de huidige situatie precies te zien wat je moet doen. Dat zou overigens ook zelfoverschatting zijn, één van de hoofdzonden in beleggingen. Vanuit een niet ondenkbare toekomstige situatie bezien, observeren we meerdere uitdagingen, zowel in het governance denken als in het gedrag van ons als (pensioen) beleggers. Zijn de toekomstige problemen allemaal onvermijdbaar? Een deel zullen we niet kunnen vermijden, maar wat we kunnen doen is een scherp oog houden voor de manier waarop onze beslissingen worden beïnvloed door ons gedrag. De oplossing die wij zien is om de governance zodanig in te richten dat rekening gehouden wordt met ons gedrag. Overigens betekent dit niet een governance model waarbij allerlei lijstjes worden afgevinkt, maar een kader waarbinnen gezond nadenken wordt bevorderd omdat de geschiedenis zich nu eenmaal niet herhaalt. Of, zoals Mark Twain volgens de overlevering zei: "History doesn't repeat itself but it does rhyme". Naast een aantal observaties hebben we ook een aantal praktische suggesties gedaan voor het omgaan met de huidige vraagstukken van lage rente en risicopremies. Als we kunnen bijdragen aan een beleggingsproces met degelijke afwegingen en meer rekening houden met onze eigen menselijke natuur, neemt het risico weer wat af dat we met z'n allen als lemmingen in de afgrond springen. De enige echt benadeelde is dan de filmregisseur die zijn thema voor een nieuwe Oscarwinnende film over lemmingen niet kan gebruiken. Hiermee valt dan te leven. ■

Noten

- 1 De auteurs schrijven op persoonlijke titel. Jan Bertus Molenkamp is hoofd klantoplossingen bij Kempen Capital Management en Alfred Slager is hoogleraar bij TIAS School for Business and Society en bestuurder bij pensioenfonds SPH.
- 2 Berry Overvelde, 20 juni 2013, "Lemmingen plegen massaal zelfmoord – Fabeltjeskrant", Quest.nl, <http://www.quest.nl/artikel/lemmingen-plegen-massaal-zelfmoord-fabeltjeskrant>

- 3 O.a. in interview met Joop van Lunteren en Xander den Uyl, Binnenlandsbestuur.nl, 1 oktober 2010.
- 4 Pensioenfondsen zijn gemiddeld niet voor 100% afgedekt. De afdekking per pensioenfonds is heel verschillend.
- 5 Slovic, 1993, geciteerd in Kramer, R. M. (1999). Trust and Distrust in Organizations: Emerging Perspectives, Enduring Questions. Annual Review of Psychology, 50(1), 569-598.
- 6 Commissie Frijns, Pensioen: "Onzekere zekerheid" Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer; Een analyse van het

- beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen, 19 januari 2010
- 7 Uit R. Bookstaber, "A demon of our own design", John Wiley & Sons, 2007
- 8 Mauboussin, M. J. (2008). More than you know. Columbia University Press.
- 9 Keynes, J.M. 1936, The General Theory of Employment, Interest and Money, Book 4, Chapter 12, Section 5, p. 158
- 10 Zie bijvoorbeeld Friedmand, J. (ed), 2011, What Caused the Financial Crisis, University of Pennsylvania Press.