

**Guus Boender en John van Markwijk**

# Actief beheer, of droomdenken?

TEKST Guus Boender en  
John van Markwijk, Ortec  
FOTOGRAFIE Geoffrey Tolaro

*Actieve managers die de benchmark trachten te verslaan kosten veel en leveren uiteindelijk per saldo niets op: Je bent met z'n allen de markt en uiteindelijk kun je daar niet aan ontsnappen. Moeten pensioenfondsen dan maar helemaal afzien van actief beleid? Guus Boender en John van Markwijk betogen van niet.*

**A**ctief beleid dat gericht is op het verslaan van benchmarks levert wereldwijd geen cent op, terwijl juist deze beleggers beloningen incasseren waar het beloningspakket van menig CEO bij in het niet valt. Het PGGM heeft de durf gehad actief beleid te beperken tot asset-categorieën zoals onroerend goed en private equity, en te stoppen met het actief beleid dat gericht is op het op korte termijn verslaan van 'benchmarks'. Hoe kan deze strategiewijziging worden geduid? En, als dit kortetermijn actief beheer niet loont, waar moeten pensioenfondsen dan het benodigde rendement vandaan halen?

Voor pensioenfondsen geldt dat 100 basispunten extra beleggingsrendement het pensioensysteem circa 30 procent goedkoper maakt. Juist omdat pensioenfondsen een zeer lange beleggingshorizon

hebben, is rendement op de ingelegde premies dus van cruciaal belang. Sommige wetenschappers vinden dat pensioenfondsen alleen moeten beleggen in staatsleningen. Het extra rendement van andere beleggingen valt volgens hun modellen precies weg tegen het extra risico. Onze mening is: Door risicovol te beleggen kunnen pensioenfondsen structureel ruim 2 procent meer rendement maken, zodat risicoloos beleggen het pensioensysteem ruwweg twee keer zo duur zou maken. Cruciaal hierbij is dat het beleid van pensioenfondsen zodanig moet zijn vastgesteld dat deze risico's verantwoord kunnen worden opgevangen, en daar hebben zij een heel arsenaal van beleidsinstrumenten voor ter beschikking. Ook Greenspan wijdt in zijn recente boek een passage aan dit cruciale probleem. Hij stelt simpelweg dat de modellen die pen-

sioenfondsen in de hoek drukken om uitsluitend in staatspapier te beleggen niet deugen. Sinds de kredietcrisis weten we weer dat modellen de werkelijkheid inderdaad flink geweld kunnen aandoen.

Hoe moeten pensioenfondsen dan voldoende rendementen maken om bij verantwoorde premies en bij (wettelijk) gemaximeerde risico's adequate pensioenen te waarborgen? Hierbij maken we onderscheid tussen het vaststellen van de strategische asset mix, en in welke mate deze mix passief of actief wordt geïmplementeerd. De strategische mix is de verdeling over obligaties enerzijds, en hoger renderende maar risicovollere categorieën zoals aandelen en onroerend goed anderzijds. Deze mix wordt zodanig gekozen dat bij respectering van de maximale risico's het pensioenresultaat wordt geoptimaliseerd.



Guus Boender en John van Markwijk, Ortec



Daarna komt de keuze om de mix passief of actief te beheren. In geval van passief "kijkt men niet meer naar de investering om". Marktwikkelingen bepalen dan het resultaat zonder enige invloed van beleggers. In het jargon noemt men dit bèta-rendement. Voor categorieën zoals private equity en direct vastgoed is dit niet mogelijk, maar voor een wereldwijd gespreide aandelenindex is dit een praktische en goedkope optie.

Daarnaast kan men profiteren van de kennis en inzicht van beleggers om een beter resultaat te halen dan wat de markt automatisch genereert. Dit heet 'alpha' of, in goed Nederlands, alfarendement. Er zijn diverse bronnen van alfarendement. Het op korte termijn verslaan van benchmarks levert structureel alleen een geldstroom op naar de actieve beheerders, en deze kosten kunnen hoog zijn. In geval van hedgefondsen is 200 basispunten per jaar, met 20 procent winstdeling voor de hedgefondsmanager, geen uitzondering. Pensioenfondsen accepteren dit blijkbaar vanuit de gedachte dat zij structureel de beleggers weten te kiezen die na aftrek van de niet geringe kosten alsnog winstgevend zijn in een zero-sum game exclusief kosten. Je bent met z'n allen de markt en uiteindelijk kun je daar niet aan ontsnappen. Het bedroevende resultaat is in de literatuur breed gedocumenteerd, zoals

bijvoorbeeld door Bogle in de laatste *Journal of Portfolio Management* die dit aan de kaak stelt in een artikel met de veelzeggende titel 'a question so important that it should be hard to think about anything else'. Een belangrijke achtergrond hiervan is dat veel actief beheerd vermogen modelmatig en kwantitatief wordt beheerd. Veelal gaan kwantitatieve beleggers met een duidelijke trend mee, wat in een jaar met een duidelijke trendbreuk als 2007 tot grote teleurstellingen heeft geleid.

Moet actief beleid bij pensioenfondsen daarmee helemaal op de schop? Wij denken van niet. Ten eerste geldt dat een aantal beleggingscategorieën, zoals private equity en direct onroerend goed, sowieso actief beheerd moet worden. Daarnaast geldt dat men in plaats van 'veel handelen op een korte horizon', door Aad Jacobs ooit gekarakteriseerd als 'de wereld gaat aan vlijt ten onder', juist voor het alternatief kan opteren van een aantal bedrijven waarin men voor de toekomst gelooft en 'weinig handelen op een lange horizon'. Dit zouden we de Warren Buffett strategie kunnen noemen. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het aandeel ABN-Amro. De koers van dit aandeel bleef jarenlang liggen. Voor beleggers die op korte termijn worden afgerekend was het geen optie om jaren geduld te hebben tot dit aandeel linksom of rechtsom zou appreciëren. In zijn beroemde lezing voor het

jaarcongres van het CFA in 2005 pleitte Bernstein er daarom ook voor dat beleggers niet op kwartaal- of jaarbasis worden afgerekend, maar ten minste op een vijf-jaars termijn. Dit sluit bij uitstek aan bij het DNA van pensioenfondsen! Een gemiddeld pensioenfonds doet zijn uitkeringen gemiddeld namelijk pas over 15 à 20 jaar. Ook het FTK geeft hier de ruimte voor: Bij dekkingstekort hebben fondsen namelijk drie jaar tijd voor herstel – en dat is op de beleggingsmarkten al heel wat – en bij reservetekort gelden nog veel langere hersteltermijnen. Pensioenfondsen hebben dus wettelijk voldoende ruimte om het beleggingsbeleid op de lange termijn te richten. Het belangrijkste is dat men zich dit realiseert, en hier ook naar durft te handelen.

De tweede bron van extra rendement betreft het vroeg herkennen van nieuwe markten, zoals enkele Nederlandse fondsen deden die tot de eersten behoorden die belegden in commodities en private equity. Ook hier laat de literatuur zien dat innovatie loont. Kern is dus dat pensioenfondsen eerst een passende strategische asset mix kiezen, en bij een actieve implementatie afzien van duur droomdenken, alleen op dat stukje waarde toevoegen waar zij een unieke prestatie kunnen realiseren en juist gebruik maken van hun sterkste eigenschappen: fiduciair beheer voor de (latere) gepensioneerden, en een objectieve lange termijn. ■