

Investment beliefs één van de eerste stappen in het beleggingsgebied

Auteurs
Dick Veldman (r) en
Rob Kamphuis (l)

Inleiding

Het nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK) is 1 januari jongstleden in werking getreden voor Nederlandse pensioenfondsen. Een belangrijke verandering in de nieuwe regelgeving is de vaststelling van de risicohouding door de sociale partners. Hoewel dit in eerste instantie lijkt op een aanvullende restrictie vanuit de regelgever, moet dit worden gezien als een nadere omschrijving van het beleggingsmandaat aan het bestuur van een pensioenfonds. Deze duidelijkheid helpt het bestuur bij het nemen van beleggingsbeslissingen voor haar stakeholders en het afleggen van verantwoording. Stakeholders kunnen de genomen beslissingen vervolgens toetsen aan het door henzelf gegeven mandaat. Deze aanpak borgt de beslissingscyclus van beleid maken – implementeren – monitoren – evalueren.

Risicohouding is een belangrijk kader, maar niet het enige kader, dat moet worden vastgelegd bij het beheer van een beleggingsportefeuille. De invulling van een beleggingsportefeuille kent meer dimensies dan alleen de afweging tussen rendement en risico op de korte en langere termijn. De manier waarop

het bestuur sturing kan geven aan voorkeuren en bezwaren bij het beheer van haar beleggingsportefeuille is via goed doordachte en helder geformuleerde investment beliefs (beleggingsovertuigingen). In dit artikel gaan wij in op de rol die investment beliefs spelen in het beleggingsproces, de voorwaarden waaraan effectieve investment beliefs moeten voldoen en waarom wij van mening zijn, dat zij een cruciale rol in de beleggingscyclus hebben.

Risicohouding is een belangrijk kader, maar niet het enige kader, dat moet worden vastgelegd

Wat zijn investment beliefs?

Investment beliefs zijn veronderstellingen aangaande de wijze waarop financiële markten, in de



ogen van een belegger, functioneren en de wijze waarop een belegger denkt waarde te kunnen toevoegen (of te voorkomen dat er waarde wordt vernietigd). Met betrekking tot investment beliefs onderscheiden wij vijf deelgebieden, te weten missie en doelstelling, governance (eigen organisatie), financiële markten (ofwel beta), implementatie (ofwel alpha) en maatschappelijk verantwoord beleggen. Tabel 1 geeft een nadere omschrijving van de belangrijkste elementen die aan de orde komen bij de verschillende deelgebieden.

Investment beliefs in de praktijk

Veel fondsen hebben altijd impliciete investment beliefs gehanteerd (“daar doen wij niet aan” of “daar geloven wij niet in”) welke veelal pas recentelijk zijn geformaliseerd in de officiële fondsdocumenten. Dit proces van formalisering is door sommige fondsen als een invulexercitie doorlopen. Deze fondsen hebben “standaard” investment beliefs opgenomen of gekeken in het lijstje van investment beliefs van andere fondsen. Hoewel sommige investment beliefs generiek toepasbaar zijn (bijvoorbeeld “wij beleggen alleen in instrumenten die wij begrijpen”) zijn andere beliefs veel meer fondsspecifiek en moeten deze worden gebaseerd op aspecten waar het fonds in gelooft (bijvoorbeeld “actief beheer voegt waarde toe”) of de eigenschappen van het fonds.

Veel fondsen hebben “standaard” investment beliefs opgenomen of gekeken in het lijstje van investment beliefs van andere fondsen

Een ander probleem met het formuleren van investment beliefs is dat zij niet altijd concreet kunnen worden gemaakt. Hoe abstracter de beliefs zijn geformuleerd, hoe groter de kans is, dat deze verschillend worden geïnterpreteerd door de stakeholders van het fonds. Dit is een potentiële bron van discussie niet alleen tussen opdrachtgever en opdrachtnemer, maar ook binnen de organisatie van de opdrachtnemer.

Tenslotte willen wij hier nog vermelden dat standaard investment beliefs onvoldoende inspelen op de sterke en zwakke punten van fondsen. Hierdoor wordt een sub-optimaal resultaat behaald waardoor fondsen onnodig hoge kansen lopen dat de doelstellingen niet worden behaald en daarmee de missie in gevaar wordt gebracht.

Tabel 1 Onderwerpen en vragen investment beliefs per deelgebied van de beleggingscyclus

Deelgebied	Onderwerpen en vragen die door investment beliefs moeten worden ingevuld
Missie & Doelstellingen	Ook wel de filosofie van een fonds genoemd Wat is succes voor het fonds? Wat is de risicohouding van het fonds?
Eigen organisatie	De kenmerken van de eigen organisatie t.o.v. de uit te voeren activiteiten Welke middelen worden ingezet en welke processen worden in de besluitvorming gebruikt om de missie te realiseren?
Financiële markten (ofwel beta)	De werking van financiële markten Wat is de visie ten aanzien van prijsvorming van beleggingscategorieën in absolute en relatieve zin en hoe eventueel gebruik te maken van mogelijke (tijdelijke) prijsafwijkingen?
Implementatie (ofwel alpha)	Is er een toegevoegde waarde van actief beheer ten opzichte van passief beheer, rekeninghoudend met alle kosten? Is het fonds in staat om consistent en efficiënt de toegevoegde waarde, vanuit bijvoorbeeld actief beheer, complexiteit of illiquiditeit, te realiseren?
Maatschappelijk verantwoord beleggen	Wat is het doel van maatschappelijk verantwoord beleggen? Wat is het ambitieniveau?

Wat zijn goede investment beliefs?

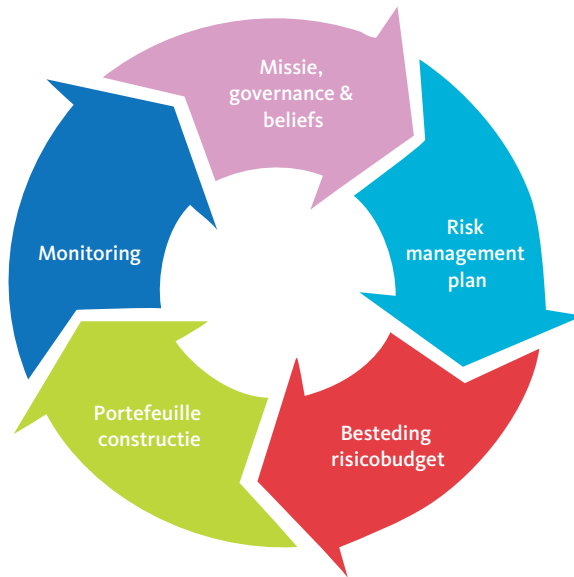
Investment beliefs dienen als basis voor het strategische beleggings- en risicomanagementbeleid, bieden een raamwerk voor het beoordelen van nieuwe beleggingsmogelijkheden, voorkomen ad-hoc beleid, dragen bij aan het gelijkschakelen van belangen tussen beleidsbepalers en uitvoerders en in ultimo forma worden onderdeel van het dna van een beleggingsorganisatie als geheel.

Gegeven dit grote belang dienen investment beliefs accuraat, goed onderbouwd en helder te worden vastgelegd. Investment beliefs kunnen op hun effectiviteit worden getoetst aan drie (‘triple A’) criteria:

- **Accuracy** – Investment beliefs beogen de beleggingsomgeving zo nauwkeurig mogelijk te omschrijven realiserende dat het gaat om waarschijnlijkheden en niet zekerheden
- **Alignment** – Investment beliefs worden gedeeld en door iedereen toegepast. Gemeenschappelijk gedragen investment beliefs vergroten de kans dat zij succesvol worden toegepast.
- **Actionability** – Alle teamleden verwerken de investment beliefs in hun dagelijkse praktijk. Dit vergt een proces van inbedding van de investment beliefs in strategieën, beleid en besluitvorming.

Wanneer aan al deze voorwaarden is voldaan spreken wij van effectieve investment beliefs. Het formuleren van investment beliefs betreft geen eenmalige exercitie; het is belangrijk, dat er periodiek naar bevestiging en toetsing van de bestaande investment beliefs wordt gezocht.

Figuur 1 De Beleggingscyclus



De rol van Investment Beliefs in de beleggingscyclus

In figuur 1 wordt de door Towers Watson gehanteerde beleggingscyclus getoond. De cyclus start bij de missie welke in de volgende stappen wordt vertaald naar een beleggingsportefeuille en eindigt in de monitoring en evaluatiefase. Dit artikel beoogt niet een uitgebreide beschrijving van de cyclus als geheel te geven, maar wel de wijze waarop investment beliefs ons inziens in alle stappen dienen terug te komen.

Doorlopende evaluatie

Zoals in de laatste fase van de beleggingscyclus is verwoord is het toetsen van de investment beliefs een belangrijke terugkerende activiteit. Gelden de eerder gekozen uitgangspunten nog steeds of zijn er argumenten voor een heroverweging van bepaalde uitgangspunten? Worden de aandelenmarkten bijvoorbeeld nog immer als efficiënt beoordeeld en is om die reden een traditionele op marktkapitalisatie-gewogen indexbenadering blijvend opportuun? Natuurlijk is het niet de bedoeling om voortdurend de geldende investment beliefs ter discussie te stellen, maar een driejaarlijkse review cyclus, als onderdeel van bijvoorbeeld een ALM-studie, achten wij gepast. Het is hierbij overigens niet de verwachting dat de investment beliefs voortdurend worden bijgesteld.

Natuurlijk is het niet de bedoeling om voortdurend de geldende investment beliefs ter discussie te stellen, maar een driejaarlijkse review cyclus, als onderdeel van bijvoorbeeld een ALM-studie, achten wij gepast

Naast het feit dat investment beliefs soms moeten worden aangepast, heeft een fonds ook vaak te maken met conflicterende investment beliefs. Een fonds kiest bijvoorbeeld voor een uitgebreid ESG-beleid, maar wordt daardoor ‘gedwongen’ te beleggen in een niet-standaard beleggingsproduct met een relatief hoge vergoedingsstructuur. Deze hoge kosten kunnen in strijd zijn met de wens van het fonds om een zo laag mogelijke kostenstructuur na te streven. Ook kan de invulling van deze ‘unieke’ portefeuille zorgen voor additionele complexiteit, die op grond van de investment beliefs inzake governance, ongewenst is. In het kader van delegatie van de beleggingstaak door het bestuur aan bijvoorbeeld een interne beleggingsafdeling zijn dit bij uitstek onderwerpen die terug naar de bestuurstaafel zouden moeten. Het bestuur moet tenslotte een uitspraak doen over welke investment belief het zwaarst weegt en wat het beste voor het fonds is.

Aanpak

Het voorgaande ging in op wat investment beliefs zijn, het belang van investment beliefs en aan welke criteria een investment belief moet voldoen ten-einde effectief te zijn. Tevens is de koppeling gemaakt tussen investment beliefs en de

Tabel 2 De rol van investment beliefs in de verschillende stappen van het beleggingsproces

Stap	Rol van investment beliefs
Missie, governance & beliefs	Vaststellen van de investment beliefs
Risk Management Plan	Welke risico's zijn voor het fonds belangrijk en welke niet? Wat is het risicobudget? Wat te doen als de uitkomsten veel beter of veel slechter zijn dan verwacht?
Besteding risicobudget	Welke risico's worden beloofd en welke niet? Hoe wordt daar op ingespeeld?
Portefeuilleconstructie	<p>Toepassing van investment beliefs als:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Beliefs inzake het afdekken van rente- en valutarisico • Beliefs inzake diversificatie over risicobronnen <p>Implementatiefase</p> <p>Toepassing van investment beliefs als:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Beliefs inzake vorm van implementatie (bulk beta, smart beta, alpha) • Beliefs inzake herbalanceringsbeleid (denk aan mechanisch herbalanceren versus Tactische Asset Allocatie) • Beliefs inzake Securities Lending • Beliefs inzake kosten • Beliefs inzake ESG
Monitoring & Evaluatie	In deze fase worden zowel de resultaten als de processen gemonitord, als ook geëvalueerd. Hebben de markten zich gedragen in lijn met de investment beliefs? Indien ja, dan versterkt dit een belief. Indien de markt zich structureel anders heeft gedragen dan verwacht, dan zou dit tot een review van de investment belief moeten leiden.

beleggingscyclus. In deze paragraaf willen wij dit proces inzichtelijker maken door per fase van de beleggingscyclus aan te geven welke processen en keuzes voorliggen bij de toepassing van een specifiek investment belief. Als voorbeeld hebben wij de populaire “Passief, tenzij ...” investment belief genomen. Het is niet onze bedoeling om in dit artikel in te gaan op de gedetailleerde totstandkoming, onderbouwing en evaluatie van deze investment belief, maar we willen in dit artikel aantonen dat een investment belief van belang is en een wezenlijke rol speelt in de gehele beleggingscyclus.

Fase 1: Missie, Governance en Beliefs

In deze fase worden de investment beliefs opgesteld en vinden de fundamentele discussies plaats over welke investment beliefs gedeeld worden en hoe deze moeten worden vastgelegd. De “Passief, tenzij ...” belief komt vaak voort uit scepsis ten aanzien van of negatieve ervaringen met actief beheer. De belief begint nu met de stelling dat er geen toegevoegde waarde is in het actief beheren c.q. het proberen te verslaan van de markt (met andere woorden de markt wordt dan als efficiënt beoordeeld) tenzij het tegengestelde aangetoond kan worden. Het is dan aan de beleggingscommissie of een ander gremium om aan te tonen dat er mogelijk wel toegevoegde waarde gerealiseerd kan worden vooraleer een keuze voor actief beheer gemaakt kan worden. Dus dat er partijen zijn die deze toegevoegde waarde structureel kunnen realiseren, én dat het fonds in staat is om deze partijen te identificeren, in te huren en te monitoren voor een zodanige prijs dat de netto opbrengsten positief zijn ten opzichte van de index. Belangrijk is dat het begrip netto niet alleen rekening houdt met de directe beheervergoeding die betaald moet worden maar ook alle andere kosten. Veel van deze andere kosten hebben betrekking op de governance van het fonds. Actief beheer vraagt om een andere (intensievere) aansturing en monitoring dan wanneer er wordt gekozen voor een passieve beheerstijl.

Fase 2: Risicomanagement plan

In deze fase is de investment belief “Passief, tenzij ...” minder prominent dan in de andere fasen. Het bij actief horende extra risico komt met name tot uitdrukking in de volgende fasen van het beleggingsproces. De keuze actief of passief heeft echter wel gevolgen voor de inrichting van de risicomanagement organisatie en vandaar dat de in de volgende fasen gemaakte keuzes nog wel teruggekoppeld moeten worden naar deze fase. In hoeverre kan actief risico gevolgen hebben op totaalportefeuilleniveau? Wat zijn de gevolgen voor het liquiditeitsprofiel van de portefeuille als geheel? Heeft dit nog gevolgen voor het crisisplan? Verandert de keuze actief/passief op het moment dat de dekingsgraad van het fonds sterk is verbeterd of verslechterd?

Fase 3: Besteding risicobudget

In deze fase wordt er vooral gekeken naar de maximalisering van de opbrengsten per eenheid gelopen risico. Vanuit fase 1 en 2 zijn keuzes gemaakt voor

een bepaalde hoeveelheid risico en rendement op totaalniveau. In deze fase wordt de verdeling van het risicobudget over de te onderkennen risicobronnen (waaronder ook het risicobudget voor actief beheer) bepaald. Een rendementstekort zou kunnen worden aangevuld door het nastreven van een hoger actief risico op te onderscheiden beleggingscategorieën binnen het overkoepelende portefeuillebeheer. Ook kan de spreiding over diverse rendements- en risicobronnen een argumentatie zijn om te zoeken naar meer actief risico (en het daarbij behorende verwachte extra rendement door de ‘skill’ van de geselecteerde manager).

Fase 4: Portefeuilleconstructie

Indien nader onderzoek in fase 1 het fonds heeft overtuigd van de toegevoegde waarde van actief beheer in een bepaalde categorie moet dit in de portefeuilleconstructiefase op een zo efficiënt mogelijk wijze worden geïmplementeerd. Het gaat hierbij niet alleen om het bepalen welke manager in staat is de markt te verslaan, maar ook op welke wijze dit wordt ingevuld. Kiest men voor een actieve afwijking van een standaardindex met een smart beta strategie of kiest het fonds voor de selectie van (een) kundige manager(s)? In beide gevallen moet een managerselectie en een portefeuilleconstructieproces worden doorlopen. Immers, bij de selectie van een kundige manager moet ook rekening worden gehouden met de vorm waarin deze kunde of skill is verpakt en in welke mate verschillende strategieën / managers complementair zijn. Het specifieke risico van slechts één high conviction manager kan relatief groot en derhalve ongewenst zijn, waardoor een combinatie van meerdere managers noodzakelijk is. Een andere mogelijke aanpak kan zijn om managers met een sterk geconcentreerde portefeuille (met high active share) aan te vullen met meer indexmatige strategieën. Op deze wijze krijgt een fonds op kostenefficiënte en risicoteknisch verantwoorde wijze toegang tot de betreffende beleggingscategorie.

Fase 5: Monitoring en Evaluatie

In de monitoring fase worden niet alleen de verrichtingen van de geselecteerde manager(s) gevolgd maar ook de prestaties van andere, niet geselecteerde managers. Is de bestaande manager nog in staat extra rendement te genereren (een bevestiging van de “tenzij” route binnen de investment belief)? Is de markt veranderd en wat betekent dit voor de (on)mogelijkheid om extra rendement te genereren met actief beleid? Heeft de combinatie van managers/stijlen/strategieën waarde toegevoegd? De in deze fase gedane constatering worden teruggekoppeld aan het bestuur en kunnen leiden tot een bevestiging of een heroverweging van de investment belief.

Het voorgaande toont dat investment beliefs in iedere fase een cruciale en zichtbare rol spelen. Waar wij in deze beschrijving niet op zijn ingegaan is de rol van goed geformuleerde investment beliefs in de interne en externe communicatie. Behaalde

resultaten of gemaakte keuzes kunnen vaak worden gekoppeld aan de investment beliefs van het fonds. Een voorbeeld hiervan is de investment belief over het renterisico en het daarmee samenhangende renteafdeckingsbeleid van een pensioenfonds. Indien een fonds geen rentevisie heeft danwel hier geen tactisch beleid op wil voeren (conform haar investment belief) dan mag een deelnemer of andere stakeholder niet verwachten dat een fonds hier extra rendement mee heeft behaald of gaat behalen. Een zorgvuldige onderbouwing en goede vastlegging van haar investment beliefs dragen bij aan de communicatie met stakeholders.

Is dit nu allemaal nodig?

Het totaal belegde vermogen door particuliere en institutionele beleggers neemt wereldwijd snel toe. Het zijn daarbij niet alleen de westerse landen, die meer en meer beleggingsreserves aan moeten leggen ter financiering van oudedagsvoorzieningen. Ook de ontwikkelende landen zijn hun groeiende vermogens aan het beleggen. Dit enorme kapitaal zorgt ervoor dat beleggers onderling moeten concurreren voor de beste en meest interessante beleggingsmogelijkheden. In het huidige klimaat met lage rentes drijft dit veel beleggers naar steeds minder liquide en meer complexe producten.

Het is de vraag of ieder fonds aan deze race mee moet doen. De door het fonds geformuleerde investment beliefs bieden een belangrijk toetsingskader voor deze keuze. De eerdergenoemde investment belief “het fonds belegt uitsluitend in instrumenten die het begrijpt” kan in het kader van de discussie in de portefeuilleconstructiefase in het verleden hebben geleid tot diskwalificatie van een belegging. In de monitoring en evaluatie fase kan echter de conclusie worden getrokken dat met de huidige portefeuille de missie en doelstellingen niet kunnen worden behaald. Het fonds kan dan een keuze maken om, in overleg met haar sociale partners, de doelstellingen aan te passen of juist een investering te doen in haar governance capaciteit (tijd, expertise, middelen en processen) om daarmee in staat te zijn om op een verantwoorde manier in minder liquide en meer complexe producten te kunnen gaan beleggen. Beide routes zullen niet populair zijn onder pensioenfondsbestuurders, maar, teneinde toekomstig afbreukrisico te voorkomen zal deze afweging wel gemaakt moeten worden.

Samenvatting & conclusie

Het beleggingsbeleid is voor een pensioenfonds een belangrijke sturingsvariabele om de missie en doelstellingen van de deelnemers en sociale partners te bereiken. Ongewenste danwel onbedoelde keuzevrijheid bij de uitvoering van het beleggingsbeleid kan leiden tot ongewenste danwel onbedoelde uitkomsten. Elk pensioenfonds heeft dan ook baat bij meer sturing en guidance over wat er van hen verwacht wordt. De met het nFTK ingevoerde kwantificering van de risicohouding biedt een pensioenfonds ook de benodigde houvast in de volgende fasen van de beleggingscyclus. In dit artikel betogen wij dat investment beliefs de manier is om de gehele beleggingsketen aan te sturen. Het bestuur dient het operationeel beleggingsbeleid veelal uit te besteden, maar de uitvoering moet dan wel “in de geest” van het fonds worden gedaan. Goed doordachte en concreet hanteerbare investment beliefs helpen de uitvoerders van het beleggingsbeleid bij het maken van passende keuzes.

Goed doordachte en concreet hanteerbare investment beliefs helpen de uitvoerders van het beleggingsbeleid bij het maken van passende keuzes

Naast het zorgvuldig formuleren en naleven van de investment beliefs dient er ook ruimte te zijn in de beleggingscyclus voor de toetsing en evaluatie van de eenmaal vastgestelde investment beliefs. De beleggingswereld ontwikkelt zich snel en ook de governance van een pensioenfonds is niet statisch. Voortschrijdend inzicht kan leiden tot aanpassingen in de investment beliefs welke zoals getoond gevolgen kunnen hebben voor de gehele beleggingscyclus.

Noot

¹ Drs. Dick Veldman RBA en drs. Rob Kamphuis zijn beiden Senior Investment Consultant bij Towers Watson Netherlands.