

Een nieuwe *Big Bang*: publieke markten nog maar één keer per decennium open. *Are you fit for the real future?*

Maandagochtend 4 september 2017. Wereldwijd besluiten de financiële markten toezichthouders, na weer een grote wereldwijde flashcrash, dat het doorlopend verhandelen van effecten moet worden gestopt; het destabiliseert de markten en de economie én leidt tot perverse prikkels. Het vermoeden bestaat dat Russische hackers deze crash in opdracht van Trump hebben veroorzaakt om de aandacht af te leiden van problemen in Het Witte Huis.

De toezichthouders hebben zich al langer gebogen over de vraag of continue handel wel bijdraagt aan de reële economie of niet juist meer nadelen en risico's veroorzaakt. Ze besluiten dat de secundaire markten voor beleggingstitels nog maar één keer per decennium open zullen zijn, en wel op de eerste dag van ieder nieuw decennium. Dit nieuwe regime start op 1 januari 2020. Dit is voorlopig de laatste keer dat de markten open zijn. De volgende gelegenheid om de portefeuilles aan te passen is pas op 1 januari 2030.

Aanpassingen in portefeuilles kunnen, naast deelname in de primaire markt, worden gedaan op de onderhandse markt. De kosten daarvan zijn echter hoog en ze staan meer bloot aan waarderingsrisico's en schommelingen van discounts en/of premies. Dus *buy and hold* wordt het uitgangspunt.

De Nederlandse pensioenfondsen reageren positief op het besluit: immers, als lange termijn beleggers hebben ze – in principe – weinig te maken met de markt. Zowel de premies als de pensioenuitkeringen vormen jaarlijks maar een paar procent van de beleggingen, dus dat probleem is overzichtelijk.

De pensioenfondsen wordt door DNB gevraagd om voor juni 2018 inzichtelijk te maken hoe zij voor 1 januari 2020 hun beleggingsportefeuille gaan aanpassen om adequaat invulling te geven aan de nieuwe situatie. Zij dienen inzicht te geven in de consequenties van de nieuwe context en aan te geven hoe zij het beleggingsbeleid én de implementatie daarvan gaan inrichten.

De macro-prudentiële toezichthouder krabt zich achter de oren. De centrale noties uit het Financieel Toetsingskader (FTK) – solvabiliteit, liquiditeit en continuïteit – staan recht overeind. Maar ze hebben geen observaties meer uit de financiële markten om deze continu en



objectief te volgen. Ze realiseren zich ook al snel dat zelfs als ze iets zouden vinden van het beleggingsbeleid van de fondsen gedurende een decennium, de kosten van aanpassing in de nieuwe omgeving extreem hoog zouden zijn. De kern van het nieuwe toezichtkader wordt daarom als volgt:

- zorg dat de portefeuille de kasstromen oplevert die nodig zijn om de pensioenen in het komend decennium en daarna te betalen;
- zorg voor een portefeuille die naar verwachting een redelijk en betrouwbaar reëel rendement oplevert en
- toon aan dat het beleggingsbeleid op lange termijn robuust is voor een groot aantal scenario's voor rente, inflatie, economische groei én voor geopolitieke schokken alsmede de gevolgen van klimaatverandering.

Een enthousiaste VBA-commissie gaat aan de slag om aanbevelingen te doen. Dit is hun top 6:

1. Borg in de portefeuille de netto verwachte reële kasstromen voor minimaal de komende 10 jaar.
2. Beleg alleen daar (beleggingscategorieën, landen, sectoren, ondernemingen) waar je vertrouwen hebt dat dit een goed reëel rendement oplevert, omdat je vertrouwen hebt in het onderliggende waardecreatieproces en de kwaliteit van de governance.

3. Accepteer dat de portefeuille minder gespreid zal zijn en ontwikkel nieuwe maatstaven voor solvabiliteits-, liquiditeits- en reële economische risico's.
4. Richt het beleggingsproces en -organisatie in op een manier die het mogelijk maakt om succesvol beleggingen in ondernemingen te selecteren, te monitoren en het ondernemingsbestuur bij te sturen.
5. Richt het risicomanagement in met een fundamentele aanpak: begrijp waarin je belegt, hoe je waarde creëert en wat de waardecreatie zou kunnen belemmeren.
6. Betrek in dit traject en het beleidsproces enkele personen van buiten de financiële wereld en enkele 'dwarse out of the box denkers'.

Vragen die opkomen zijn ondermeer: Hoe ziet uw beleggingsportefeuille eruit na de big bang? Waar wordt die wezenlijk anders? Denkt u dat die nieuwe portefeuille per saldo beter is dan de huidige en waarom? Welke andere kennis en competenties heeft u nodig dan op dit moment? *Are you fit for the real future?*

Andere vragen zijn ook: Realiseren we ons wel hoezeer we vertrouwen op het bestaan van secundaire kapitaalmarkten voor allerlei doeleinden van waardebepalingen tot mogelijkheden om korte-termijnaanpassingen te kunnen maken? Maar nemen we nu juist niet op de automatische piloot veel korte-termijnbeslissingen waarvan we spijt kunnen krijgen omdat we denken: dat passen we dan wel aan? Geven we door deze marktopzet niet de verkeerde korte termijn prikkels aan de reële economie en haar *main decision makers*? Stof tot nadenken en kritische reflectie. ■

Jaap van Dam – Principal Director – PGGM
Mark Geene – Senior Investment Consultant
Fiduciair Advies – PGGM

Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel en representeert de meningen en opinies van de auteurs en niet die van PGGM.