

# EEN ACTIEVE BENADERING VAN LONG TERM INVESTING

Door Sibrand Drijver en Jaap van der Geest

Long Term Investing (LTI) is voor veel institutionele beleggers een interessante strategie. Het sluit doorgaans goed aan bij hun doelstellingen en de strategie is bovendien nauw verbonden met Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB). Daarnaast is het verloop in de portefeuille relatief laag, waardoor transactiekosten beperkt blijven. Met een uitgekende combinatie van LTI-strategieën kan een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding worden gecreëerd.

## DRIE SPEERPUNTEN BIJ EEN LTI-FONDSD

Het is voor vermogensbeheerders van belang om bij de totstandkoming van het LTI-aandelenfonds met name te letten op de volgende drie aspecten: langetermijnvisie, duurzame ontwikkeling en innovatiepotentieel.

## GEDULDIGE PORTEFEUILLES MET EEN HOGE ACTIVE SHARE RENDEREN VAAK BETER

Allereerst dienen de beleggingscriteria primair georiënteerd te zijn op de lange termijn. Hierbij worden ondernemingen geselecteerd met een aantoonbaar concurrentievoordeel dat niet snel zal verdwijnen en dat bijvoorbeeld is gestoeld op unieke knowhow, de kracht van sterke merken of een uniek distributienetwerk.

Een langetermijnbelegger kijkt met gezonde scepsis naar economische voorspellingen. Ook onttrekt hij zich aan het kuddegedrag waar beleggers zich regelmatig aan overgeven. Ondernemingen worden des te grondiger geanalyseerd, wat leidt tot een geconcentreerde portefeuille met een hoge active share, het deel van de portefeuille dat niet overlapt met de benchmark. Onderzoek van Cremers & Pareek<sup>1</sup> suggereert dat juist portefeuilles met een hoge active share in combinatie met een lage portefeuille-omzet in de afgelopen twintig jaar, in staat zijn gebleken om marktindices op lange termijn te verslaan.

## BELEGERS MET OOG VOOR DUURZAME ONTWIKKELING

Een verantwoorde opstelling ten opzichte van milieu en maatschappij is voor bedrijven op de lange termijn van groot belang. Duurzame ontwikkeling wordt bij LTI gezien als een belangrijke wind in de rug voor bedrijven. ESG-aspecten (Environmental, Social and Corporate Governance) spelen daarom een prominente rol bij de analyse van iedere onderneming.

Het beperkte aantal bedrijven in portefeuille, in combinatie met de lange beleggingsperiode, maakt het tevens realistisch om als eigenaar van een onderneming op te treden en om bedrijven daadwerkelijk aan te spreken op hun ESG-beleid. Daarom is LTI bij uitstek een geschikte strategie om concreet inhoud te geven aan Maatschappelijk Verantwoord Beleggen.

## ONDERNEMINGEN DIE ZICHZELF BLIJVEN VERNIEUWEN

Ten slotte dient een langetermijnbelegger er wél rekening mee te houden dat de levenscycli van producten en ondernemingen steeds korter worden. Bedrijven moeten daarom goed kunnen inspelen op de snelle technologische ontwikkelingen. En, indien nodig, in staat zijn om zichzelf opnieuw uit te vinden. Ook jonge, innovatieve ondernemingen kunnen deel uitmaken van de portefeuille. Bijvoorbeeld ondernemingen die zich bevinden op het snijvlak van informatietechnologie en gezondheidszorg.



Foto: Archief TKP Investments

Links: Jaap van der Geest. Rechts: Sibrand Drijver

## MANAGERS MET EEN PASSENDE BEDRIJFSCULTUUR

Bij het selecteren van externe managers voor het LTI-aandelenfonds voeren wij meerdere gesprekken met de betreffende portefeuillemanagers en maken wij een grondige analyse van hun handelsgedrag in het verleden. Bovendien blijkt dat een passende bedrijfscultuur van de manager zelf evenzeer van belang is voor het succes van een LTI-strategie. Zo zijn vermogensbeheerders geselecteerd die eerdergenoemde benaderingen optimaal combineren en die voldoen aan onze aspiraties omtrent Maatschappelijk Verantwoord Beleggen.

## CONSTRUCTIE VAN EEN GEBALANCEERDE PORTEFEUILLE

Het doel van de portefeuilleconstructie is om tot een gebalanceerde portefeuille te komen, waarbij de expertise van de diverse managers wordt gecombineerd. Dit moet leiden tot een portefeuille met aantrekkelijke rendements- en risicokarakteristieken, zonder dat dit leidt tot verlies van active share. Het startpunt is om een longlist van potentiële managers te reduceren tot een sterke shortlist van zes.

## BELANGRIJKE KENMERKEN PORTEFEUILLE

Binnen de shortlist van overgebleven potentiële managers wordt gezocht naar een portefeuille die de volgende gewenste kenmerken zo goed mogelijk verenigt: een hoog verwacht rendement, een hoge active share, een laag risicoprofiel (lage volatiliteit van de rendementen) en een beperkte daling van pieken in termen van zowel het aantal weken onder een piek als de maximale daling ten opzichte van de piek (voor beleggers belangrijke risicomaatstaven). Daarnaast wordt rekening gehouden met een minimale score ten aanzien van de drie eerder genoemde invalshoeken: langetermijnvisie, duurzame ontwikkeling en innovatiepotentieel.

## HET OPZETTEN VAN EEN LTI-FONDS

In 2016 is TKP Investments gestart met het opzetten van een Long Term Investing aandelenfonds. In dit fonds zullen volgens strikte criteria drie externe vermogensbeheerders worden gecombineerd met strategieën die uitsluitend langetermijncriteria hanteren bij hun aandelenselectie. Deze benaderingen laten zich niet leiden door de samenstelling van aandelenindices.

Figuur 1: Kenmerken van geselecteerde portefeuilles (P) Data 2013 t/m september 2016

	MSCI ACWI	P1	P2	P3	P4	P5	P6	Gekozen combinatie
Aantal posities	2.443	30-35	34-38	50-55	30-35	50-55	30-35	116
Active share (%)		92-96	84-86	88-90	93-95	90-92	92-96	87
Historisch rendement (%)	13,0	8,66	10,79	13,69	12,51	15,01	12,76	13,5
Volatiliteit (%)	11,1	11,14	10,67	10,13	10,13	10,42	16,24	10,4
Maximale daling ten opzichte van piek (%)	13,0	13,77	7,29	10,17	9,16	9,22	15,33	9,5

Bron: Datastream en gegevens externe managers

## SELECTIEPROCES NAAR EEN OPTIMALE COMBINATIE

Rekening houdend met de hierboven aangegeven kenmerken om tot een 'optimale' LTI-beleggingsportefeuille te komen, gaat veel verder dan de klassieke mean-variance benadering van Markowitz<sup>2</sup>, waarin slechts een afweging wordt gemaakt tussen het verwachte rendement, standaardafwijkingen van de rendementen en onderlinge correlaties. Hier is immers sprake van een constrained mathematical optimisation-vraagstuk (door de diverse randvoorwaarden die gesteld worden aan de 'optimale' portefeuille), waarin niet noodzakelijkerwijs plaats is voor iedere potentiële manager. Deze randvoorwaarden komen voort uit risicomaatstaven die door beleggers belangrijk gevonden worden.

Om van zes tot de uiteindelijke drie portefeuillemanagers te komen worden de kenmerken nauwgezet met elkaar vergeleken. De kenmerken van de geselecteerde portefeuilles en de gekozen combinatie zijn in Figuur 1 samengevat. Ter vergelijking zijn ook de gegevens van de benchmark, de MSCI ACWI<sup>3</sup> toegevoegd.

In de tabel worden ranges gepresenteerd voor belangrijke grootheden die van belang zijn voor de optimalisatie. Tijdens het selectieproces wordt naast een kortere periode (waarop de onderstaande gegevens

gebaseerd zijn) ook een langere historische periode beschouwd.

Op basis van de in Figuur 1 gepresenteerde gegevens blijkt dat het mogelijk is om een hoge active share op portefeuille-niveau te behouden in combinatie met een relatief hoog verwacht rendement en een lage volatiliteit ten opzichte van de benchmark, waarbij tevens sprake is van een relatief laag neerwaarts risico.

## CONCLUSIES

Institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en charitatieve instellingen, hebben steeds meer oog voor MVB en zoeken beleggingen die hierbij passen. Een langetermijnbeleggingsvisie, waarbij een hoge active share gecombineerd wordt met een lage turnover in de portefeuille, sluit hier uitstekend bij aan. Door het combineren van een aantal actieve managers kan een portefeuille worden geconstrueerd waarbij de active share hoog blijft en er tegelijkertijd geprofiteerd kan worden van diversificatievoordelen, wat tot uiting komt in een gunstig risicoprofiel. «

- 1 Cremers, M., & Pareek, A. (2015). Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently. *Journal of Financial Economics*, p. 70.
- 2 Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* (December).
- 3 Morgan Stanley Capital International All Country World Index.

Dit artikel is geschreven door Dr. Sibbrand Drijver, Senior Medewerker Investment Strategy, TKP Investments en Drs. Jaap van der Geest, Portfolio Manager Equities, TKP Investments.