

Investeren in onderwijs als win-win situatie

Het beleggingsbeleid van Nederlandse institutionele pensioenbeleggers kan door middel van innovatieve investeringen in onderwijs een positieve bijdrage leveren aan de Nederlandse samenleving en tegelijkertijd beter aansluiten bij de strategische doelstelling van pensioenbeleggers.

Auteur
Tjitsger Hulshoff*

De huidige situatie

Nederlandse institutionele investeerders zijn erg strikt in de leer en investeren hun vermogen grotendeels conform standaard beleggingstheorie in marktkapitalisatie-gewogen indices. De laatste jaren is het inzicht groeiende dat deze indices niet noodzakelijkerwijs de meest geschikte investeringsstrategie vormen. Dit is zichtbaar in de toenemende populariteit van alternatieve beta en lage volatilitateitsstrategieën. Daarnaast is het opvallend dat in tijden van toenemende aandacht voor maatschap-

Investeren in onderwijs heeft een geschat rendement van 6-8%

pelijk verantwoord beleggen de 1.000 miljard euro aan Nederlandse pensioenbeleggingen voor slechts een beperkt gedeelte in Nederland zelf wordt geïnvesteerd. Nederlandse pensioenfondsen investeren in snelwegen in Australië of hotels in India, maar tegelijkertijd heeft Nederland zelf te maken met problemen in de financierbaarheid van cruciale sectoren als zorg en onderwijs. Een zekere home-bias zou vanuit dat oogpunt niet onlogisch zijn. Daarnaast geldt dat Nederlandse pensioenbeleggingen grotendeels uit liquide beleggingscategorieën bestaan, wat gezien het illiquide, lange termijn karakter van de verwachte pensioenuitkeringen een gemiste kans is voor het uitnutten van de liquiditeitspremie. Tenslotte hebben pensioeninvesteerders behoefte aan beleggingen met een reëel karakter (zie onder andere het rapport van commissie Frijns), om zo hun strategische indexatie-ambitie te verwezenlijken.

Investeren in onderwijs door institutionele beleggers

Een mogelijke invulling van bovenstaande is het investeren in onderwijs. Uitgaven aan onderwijs zijn eigenlijk een investering in menselijk kapitaal. Het individuele rendement van een jaar onderwijs ligt gemiddeld rond de 6 tot 8 procent (Groot en Maassen van den Brink, 2003). Met andere woorden: een investering van 1.000 euro in onderwijs, levert naar verwachting een 60-80 euro hoger inkomen op. Het rendement op het volgen van *hogere* onderwijs ligt nog een stuk hoger. De OESO schat dit voor Nederland rond de 17 procent (OESO, 2007). Investeren in onderwijs levert dus een interessant winstpotentieel op, niet alleen voor individuen, ook voor investeerders. Wanneer gecombineerd met een garantie van de overheid kan het door investeerders vereiste reëel rendement relatief laag kan zijn, wat de kosten beheersbaar houdt. Extra veiligheidsinbouwen – via bijvoorbeeld een overheidsgarantie – kan gewenst zijn, omdat de toekomstige inkomsten van een student niet kan dienen als onderpand van een investering.

Naast het reële rendementsperspectief en het maatschappelijke aspect, is een dergelijke investering interessant vanuit diversificatieperspectief; er is vermoedelijk (nader onderzoek is nodig) weinig relatie met standaard beleggingen als aandelen en vastrentende waarden. Daarnaast leidt deze investering tot een benadering van het theoretisch optimale beleggingsbeleid. Het theoretische optimale beleggingsbeleid zou namelijk voor een deel moeten bestaan uit ‘menselijk kapitaal’ (zie bijv. Samuelson en Merton, 1969), terwijl nu vrijwel alleen kan worden belegd in financieel kapitaal. Een dergelijke belegging vergroot dus het beleggingsuniversum.

Investeren in menselijk kapitaal is bijzonder, maar niet ongebruikelijk

Investeren in menselijk kapitaal is geen wereldvreemde suggestie, zoals blijkt uit een aantal voorbeelden. Hoewel meer bekend van klassiekers als “Space Oddity”, “Ashes to Ashes” en “Heroes” is David Bowie ook bekend van een financiële innovatie. In 1997 verkocht David Bowie de toekomstige muziekrechten van 25 van zijn albums aan zakenbank Prudential Insurance Company die dit vervolgens verpakte in een obligatie en doorverkocht. Dit type obligatie is later bekend geworden

als BowieBonds. David Bowie was hiermee grondlegger voor het verpanden ('securitization') van *intellectueel* eigendom.

Een ander voorbeeld komt uit de golfsport. Dit is een zeer lucratieve sport, althans voor hen die in de top meedraaien. Om aan de top te komen is behalve veel talent ook veel oefening en toewijding nodig. In zijn jonge jaren was Maarten Lafeber een Nederlands golftalent. Om de stap naar de top te kunnen zetten gaf Maarten Lafeber in 1998 aandelen in zichzelf uit. Op deze manier kon Lafeber zichzelf een salaris betalen, een trainer inhuren en de reis en verblijfskosten voor de internationale toernooien financieren. In ruil daarvoor ontvingen de aandeelhouders dividenden via (toekomstige) inkomsten uit prijzengeld. In 2003 heeft Lafeber de aandelen teruggekocht, met in totaal 85 procent winst voor de aandeelhouders.

David Bowie en Maarten Lafeber zijn in het oog springende voorbeelden van het verpanden van toekomstige (onzekere) inkomsten, als een soort winstdelende obligatie. Er zijn echter ook voorbeelden van investeringsmaatschappijen die investeren in "gewone talenten". In Duitsland bestaat het bedrijf Brain Capital (www.braincapital.de). Brain Capital betaalt het collegegeld voor geselecteerde studenten (en bij geselecteerde universiteiten) in ruil voor een percentage van het latere inkomen, gegeven dat het inkomen een vooraf bepaalde grens overschrijdt. Hierbij heeft Brain Capital diverse juridische waarborgen getroffen om de toekomstige

De moeilijke situatie rond overheidsfinancien biedt mogelijkheden voor publiek private investeringen

inkomsten zeker te kunnen stellen, waaronder een grensoverschrijdend incassobeleid. Brain Capital geeft aan dat de belangstelling vanuit studenten zeer groot is, in ieder geval groter dan de vraag van Duitse institutionele investeerders.

Zijn er nu belemmeringen?

Belangrijker dan de technische details is de politieke bereidheid om private investeringen toe te staan in het publieke domein en de bereidheid van pensioenfondsen om deze alternatieve belegging op te pakken. Pensioenfondsen krijgen er zo een goed en stabiel renderend investeringsalternatief bij, met een aantal specifieke voordelen die goed passen bij de aard en missie van het pensioenfonds. Dit alles kan worden gerealiseerd zonder dat er voor de studenten sprake is een verhoogd risico of beperking van flexibiliteit.



In ieder geval is het nodig dat er privaat kapitaal beschikbaar komt, en dat er een organisatie is die de distributie tussen de studenten en de fondsen kan regelen, de administratie voert en de inning van de leningen verzorgt. Dit zou via bestaande financiële instellingen kunnen lopen, maar de belastingdienst is ook een optie.

Hoe zou het kunnen werken in Nederland?

In Nederland kan een investering in onderwijs vorm krijgen door een *pools* (groepen) te creëren van studenten. Deze studenten kunnen via deze pools een inkomen krijgen om hun collegegeld en levensonderhoud te financieren tijdens de studieperiode. Wanneer later in hun leven hun inkomen boven een bepaald niveau uitkomt betaalt men een vast percentage van het inkomen aan de pools terug, voor een maximum aantal jaren of tot een maximum rendement op de investering is bereikt. Door te werken via breed gespreide pools kan tevens het kredietrisico worden geminimaliseerd.

Op deze manier wordt de student niet opgezadeld met een grote vaste studieschuld en is het terug te betalen bedrag per definitie betaalbaar, want het betreft een percentage van het inkomen. Tevens houdt de student een financiële prikkel om meer te verdienen, maar niet de verplichting om te gaan werken in een vak dat niet zijn hart heeft. Zelfs een wereldreis na de studie, of een sabbatsjaar blijft tot de mogelijkheden behoren voor de student. In dit laatste geval zal de student een langere periode tot terugbetaling moeten overgaan, om de incentives in de juiste richting te houden en dus *free-rider* gedrag tegen te gaan. Door in pools te werken is het risico voor de investeerder klein (in tegenstelling tot de Lafeber-aandelen die waardeloos zouden zijn geworden als Lafeber een ernstig auto-ongeluk had gekregen).

Investeren in de toekomst van onze Nederlandse economie een speciale vorm van maatschappelijk verantwoord beleggen

Mogelijke andere opties

Het huidige financiële en politieke klimaat, met de beoogde overheidsbezuinigingen op onderwijs en de door de lage kapitaalmarktrente gedwongen zoektocht naar rendement door investeerders, biedt kansen voor een constructieve, vernieuwende samenwerking tussen overheid, financiële sector en de pensioenwereld. Naast investeringen in onderwijs kunnen we verder kijken en denken aan:

- pensioen in natura (bijvoorbeeld via een gegarandeerde toegang tot zorg),
- publiek private investeringen in economisch interessante infrastructurele projecten (zoals de verlenging van de A13),
- stimulering van reverse-mortgaging producten als aanvulling op pensioeninkomen (zie De Roon et al, 2011) of
- faciliteren van een flexibeler arbeidsmarkt voor ouderen (door de stimulering van investeringsmaatschappijen die een herscholing tot docent mogelijk maken zodat oudere, dure werknemers uit de boeken van commerciële werkgevers kunnen en hun ervaring voor de volgende generatie in kunnen zetten).

Een investering in onderwijs levert een positief, reëel beleggingsrendement, faciliteert de Nederlandse kenniseconomie en helpt de stabiliteit van overheidsfinanciën. Er is daarom werk aan de winkel voor de politiek, de pensioenwereld en de financiële sector om verder te kijken dan de gangbare aanpak en de bestaande uitdagingen te benutten om te komen tot een win-win-win situatie. ■

Referenties

- Frans De Roon, Piet Eichholtz en Kees Koedijk, 2011, "Je eigen huis als pensioen is zo gek nog niet", *Me Judice*, jaargang 4, 18 februari 2011
- Groot, Wim en Henriette Maassen van den Brink, 2003, Investeren en terugverdienen: kosten en baten van onderwijsinvesteringen, SBO, Den Haag.
- Hulshoff. "Onderwijs als investeringskans voor private sector", *Me Judice*, 1 juli 2011, <http://www.mejudice.nl/artikel/635/onderwijs-als-investeringskans-voor-de-private-sector>
- OESO, 2007, The private internal rates of return to tertiary education: new estimates for 21 OECD countries, Parijs.
- Merton, Robert C., 1969. Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257
- Samuelson, P.A. 1969. Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming. *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246

Noot

- 1 De auteur werkt bij ING Investment Management. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven. Dit artikel is gebaseerd op: Hulshoff "Onderwijs als investeringskans voor private sector", *Me Judice*, 1 juli 2011.