



MANAGERS BEOORDELEN OP DE 8 P'S

Door Harry Geels

Marthe Tuinstra is bij PGB Pensioendiensten als Portfolio Manager External Mandates verantwoordelijk voor de alternative fixed income portefeuille. Zij zette ruim anderhalf jaar geleden de grote stap van het breder georiënteerde business development bij een grote buitenlandse vermogensbeheerder, naar de meer inhoudelijke managersselectie bij een Nederlandse pensioen-uitvoeringsorganisatie. Financial Investigator sprak met haar over deze carrièreswitch en natuurlijk over alles wat bij managersselectie komt kijken. Tuinstra: 'Wij hanteren bij de managersselectie niet de 4 of 5, maar de 8 P's.'

Waarom heb je ruim anderhalf jaar geleden het besluit genomen om over te stappen van een commerciële functie bij een grote vermogensbeheerder naar een meer inhoudelijke functie bij PGB Pensioendiensten?

'Na acht jaar breed gefocust te zijn geweest, wilde ik graag de diepte in. Een portefeuillebeheerder, in mijn geval van alternative fixed income, krijgt de mogelijkheid om een bepaalde beleggingscategorie helemaal te doorgronden. Daar komt bij dat alternative fixed income ook nog eens een beleggingscategorie is die momenteel, dankzij de lage rente, sterk in de belangstelling staat. Beleggers zijn immers steeds meer op zoek naar alternatieven voor de huidige lage yields. Naast de meest geijkte subcategorieën zoals EMD, High Yield en Leveraged Loans, zijn nu ook andere manieren van financiering met vreemd vermogen in opkomst, zoals SME direct lending, structured credit, infrastructure debt en CAT Bonds. De laatste categorieën zijn ook opgekomen doordat banken zich steeds meer terugtrekken. Ik had vooral bij mijn

We kiezen voor extern beheer als het aantoonbaar beter en goedkoper uitgevoerd kan worden dan door PGB Pensioendiensten zelf.

laatste werkgever, AXA Investment Managers, al geruime tijd affiniteit opgebouwd met de meeste van deze alternatieve vastrentende waarden. Wat me verder aansprak was dat PGB Pensioendiensten een uitvoerder is die zijn dienstverlening naar een hoger professioneel niveau aan het tillen is. Het voelde en voelt nog altijd goed om daaraan mee te mogen werken.'

Wat is er nodig om bij een uitvoeringsorganisatie een portefeuille van externe managers in de categorie alternative fixed income te beheren?

'Ten eerste expertise op het gebied van financiële markten, met in dit geval vooral ook kennis van alternative fixed income, de Nederlandse pensioensector en de wereldwijde vermogensbeheerders. Verder moet er natuurlijk ook kennis zijn van het beleggingsbeleid van in mijn geval Pensioenfonds PGB. Ten tweede vereist deze baan kunde op het gebied van communicatie. Die moet altijd helder, onderbouwd en overtuigend zijn. Voordat er een beslissing wordt genomen moet een advies tot bijvoorbeeld het aannemen of ontslaan van een manager langs een aantal commissies. Andere noodzakelijke competenties zijn: analytisch vermogen (zowel kwantitatief als kwalitatief), durf (om lastige vragen te stellen en beslissingen te nemen), nieuwsgierigheid, creativiteit en oplossingsgerichtheid. Of ik al die kennis en kunde in huis heb? Die vraag kan ik zelf natuurlijk moeilyk beantwoorden. Mijn CFA-opleiding en

universitaire opleiding Corporate Finance, mijn afstudeerproject bij Onno Steenbeek, Professor of Pension Fund Risk Management aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, op het onderwerp 'Risk Management of Dutch Pension Funds: An Analysis of the Use of Derivatives', alsmede mijn achtjarige ervaring bij twee grote internationale vermogensbeheerders, hebben zeker hun bijdrage geleverd.'

Voordat we de details van het managerselectieproces bespreken: wat bepaalt of jullie een belegging intern of extern laten beheren?

'Kort door de bocht: we kiezen voor extern beheer als het aantoonbaar beter en goedkoper uitgevoerd kan worden dan door PGB Pensioendiensten zelf. Ons pensioenfonds is verdeeld in een matching- en een return-portefeuille, de verhouding is ongeveer 50/50 op dit moment. De return-portefeuille, die bestaat uit aandelen, vastgoed, infrastructuur, private equity en alternative fixed income, wordt volledig extern beheerd. De matching-portefeuille wordt grotendeels

intern beheerd, met als uitzondering de Nederlandse woninghypotheken en een Europees creditmandaat. Portefeuille-'overlays', zoals rente- en valuta-afdekking en balanssturing, worden intern beheerd. Het besluit om eventueel zelf voor een bepaalde beleggingscategorie een infrastructuur op te zetten en competente mensen aan te nemen, is een grote stap die niet makkelijk te nemen is. De belangrijkste beleggingsbeslissingen die de grootste invloed hebben op het langetermijnresultaat, zoals de eerder genoemde renteafdekking en balanssturing, wat anderen ook wel dynamische asset allocatie noemen, doen we zelf. Niet alleen omdat we denken dat we daarvoor de competenties hebben, maar ook omdat we menen dat we dit zelf goedkoper kunnen doen en het belangrijk is dat het bestuur hier zelf kennis van heeft. Het is goed voor het 'in control' zijn.'

Welke selectiecriteria gebruiken jullie bij de managerselectie?

'Wij beoordelen elke manager niet op de gebruikelijke 4 of 5 P's maar op 8 P's. Ongeacht of het om interne of externe beleggingen gaat. Het 8 P's-raamwerk zorgt voor een consistente beoordeling: het maakt het makkelijker om managers naast elkaar te leggen en te vergelijken. Per 'P' kan het oordeel positief (groen stoplicht), neutraal (oranje stoplicht) of negatief (rood stoplicht) zijn. De 8 P's vormen tezamen een eindoordeel over de manager, dat eindoordeel heeft ook weer een stoplichtkleur. De 8 P's zijn:

- 1. Parent:** We hebben een voorkeur voor stabiele en toegewijde organisaties.
- 2. People:** We zoeken naar bekwame, goed samenwerkende en goed bezette teams van investment professionals met een passende 'alignment'. Denk hier bijvoorbeeld aan managers die meebeleggen in hun eigen fonds.
- 3. Process:** De beleggingsfilosofie en het beleggingsproces moeten helder, toekomstbestendig en uitlegbaar zijn met passende richtlijnen, zoals een duidelijk universum, een benchmark (indien mogelijk) en beleggingsrestricties.
- 4. Portfolio:** De portefeuille moet aansluiten bij de beleggingsstrategie en passen binnen de richtlijnen.
- 5. Performance:** De behaalde prestaties moeten vanuit het beleggingsproces verklaard kunnen worden en er moeten positieve en robuuste rendementen zijn ten opzichte van de benchmarks of, als die er niet zijn, ten opzichte van de 'peers'.
- 6. Price:** De kosten moeten passen in de 'driehoek' van verwacht rendement minus verwacht risico minus kosten en ze moeten de juiste 'incentive' aan de manager geven.
- 7. Planet:** Het beleggingsbeleid van de manager moet aansluiten bij het MVB-beleid van Pensioenfondsen PGB en ESG-factoren moeten geïntegreerd zijn in het beleggingsproces.
- 8. Platform:** We zoeken naar managers met een duidelijke operatie, zoals onafhankelijk risicomanagement, compliance en rapportages.'



CV

Marthe Tuinstra is sinds september 2015 werkzaam als Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Daarvoor bekleedde zij commerciële functies bij AXA Investment Managers (van september 2012 tot en met augustus 2015) en Goldman Sachs Asset Management (van november 2007 tot en met augustus 2012). Tuinstra heeft een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

Hebben jullie bij de managerselectie ingebakken voorkeuren voor actief of passief, en zo ja, waarom?

‘Laten we eerst de definities scherp krijgen. Passief beleggen is het kostenefficiënt repliceren van een bepaalde index. Actief beleggen is het actief afwijken van een index of beleggen in een beleggingscategorie waar geen index voor bestaat. Ook de renteafdekking en balanssturing zijn vormen van actief beleggen. Wat betreft managerselectie ligt de lat voor actief beheer bij ons hoog: de verhouding tussen verwacht rendement minus risico en kosten moet positief zijn, ofwel de Information Ratio (IR) moet na kosten minimaal 0,25 zijn, het liefst groter dan 1. Managers moeten aantonen dat zij consistent de index kunnen verslaan. Voor actief beheer wordt gekozen als er geen index is, of als er wel een index is maar deze niet belegbaar of niet kostenefficiënt replicateerbaar is. We kijken verder naar slim passief beleggen, bijvoorbeeld middels een gelijkgewogen index of een index met uitsluitingen op basis van duurzaamheidscriteria.’

Hoe ziet het hele proces van selectie, monitoring en ontslag van externe managers eruit?

‘Graag eerst nog even twee stappen terug. Afhankelijk van de koopkrachtambitie en de risicobereidheid van het fonds wordt door het balansmanagementteam eerst een advies gegeven aan het bestuur over de verhouding tussen de matching- en return-portefeuille. Daarbinnen wordt een strategische allocatie gemaakt naar de beleggingscategorieën. Dit gebeurt op basis van verwachte rendements- en risicoprofielen en diversificatie-effecten, alsmede op basis van de kosten en het vereist eigen vermogen per categorie. Daaromheen zit de balanssturing, die bepaalde beleggingscategorieën onder- of overweegt aan de hand van aantrekkelijke risicopremies en momentum. Daarna wordt samen met de andere portfolio managers en het balansmanagementteam de portefeuilleconstructie per beleggingscategorie vastgelegd. Dit leidt tot een portefeuilleconstructie-voorstel per beleggingscategorie, dat aan het bestuur ter goedkeuring wordt voorgelegd. Daarna volgt een implementatievoorstel, dat aan de Balansbeheeradviescommissie (BAC) ter goedkeuring wordt voorgelegd. Na goedkeuring van de BAC kan het managerselectietraject gestart worden. Onze risicomanagementafdeling en ‘policy advisor’ geven hier ook nog

Wat betreft managerselectie ligt de lat voor actief beheer bij ons hoog: de verhouding tussen verwacht rendement minus risico en kosten moet positief zijn.

een onafhankelijke opinie over. Je begrijpt nu waarom ik eerder ‘goed communiceren’ noemde als belangrijke vaardigheid voor de functie van Portfolio Manager External Mandates.’

Duidelijk. Dus dan kan het managertraject pas echt starten. Hoe verloopt dat vervolgens?

‘Het selectieproces begint bij het samenstellen van een longlist van externe managers die allereerst schriftelijk worden beoordeeld. Dit doen we via drie achtereenvolgende vragenlijsten, de bekende RFI, RFP’s Investments en RFP Operations. Bij elke fase vallen er managers af en zo werken we naar een shortlist toe. De managers die op de shortlist staan worden intensief gescreend op de eerder besproken 8 P’s, maar ook op de mandaatkarakteristieken die in het implementatievoorstel zijn opgenomen, alsmede op het strategische beleggingsplan en het uitbestedings- en MVB-beleid van Pensioenfonds PGB. Ook doen we ‘on site’ due diligence bij de manager zelf. De shortlist en de onderbouwingen worden vervolgens gepresenteerd aan de BAC en tot slot, voorzien van het onafhankelijke advies van de eerder genoemde risicomanagementafdeling en de policy advisor, aan het bestuur voorgelegd in de vorm van een beleggingsvoorstel. Uiteindelijk stelt het bestuur de externe managers aan en ontslaat deze. Als een manager eenmaal is aangesteld, monitoren we deze op de 8 P’s, maar kijken we ook of de beleggingsrichtlijnen worden opgevolgd en de rendements- en risicomaatstaven goed blijven. We doen eveneens aan ‘holdings analysis’ en aan een jaarlijkse on site beleggings- en operationele due diligence in teamverband. Redenen voor ontslag kunnen zijn: aanpassingen in het strategische beleggingsplan van Pensioenfonds PGB, aanpassing in het portefeuilleconstructie- en implementatievoorstel (bijvoorbeeld wanneer een risico-rendementsprofiel voor een bepaalde sub-beleggingscategorie niet meer aantrekkelijk is) of een negatief eindoordeel over de manager: het rode stoplicht.’ «

- Goed kunnen communiceren en kritische vragen durven stellen is belangrijk bij de selectie van managers.
- De 8 P’s vormen een consistent raamwerk voor de beoordeling, monitoring en het eventuele ontslag van managers.
- Het zelf doen van de renteafdekking en de dynamische asset allocatie (balanssturing) versterkt het in control zijn van het bestuur.
- De lat van actief beheer ligt hoog bij PGB: de Information Ratio is bij voorkeur hoger dan 1.