



Podcast 17: Investment Cases

Welkom bij Podfolio Nederland, een podcast waarin de beleggingsdeskundigen van Willis Towers Watson hun inzichten delen en actuele onderwerpen aan bod komen die voor u, als institutionele belegger, van belang zijn.

In tien minuten praten we u bij.

Beleggen is een vak, zeker in een turbulente tijd.

Daarom spreken onze investment consultants wekelijks over relevante onderwerpen.

Onze beleggingsfilosofie gebruikt recente inzichten uit meerdere vakgebieden, zodat we continu kunnen inspelen op ontwikkelingen. Wij noemen dat Total Portfolio Approach.

Ik ben Jacco Heemskerk, hoofd beleggingen bij Willis Towers Watson.

Onze Nederlandse pensioenfondsen zijn goed georganiseerd en goed bestuur staat hoog op de agenda.

Wet en regelgeving speelt hierin een belangrijke rol, net als de aandacht van onze toezichthouder.

Via DNB-onderzoeken vinden nieuwe initiatieven nog altijd hun weg naar pensioenfondsen.

Een voorbeeld daarvan is de introductie van investment cases als beleidsdocument.

Het laat pensioenfonds nadenken over de vraag welke kaders aan de portefeuille worden gesteld, het zet het bestuur aan het roer en het maakt ze beter geïnformeerde en volwaardige gesprekspartners voor de aanbieders van vermogensbeheerproducten.

Vandaag spreek ik daarover met Adrian Rijken.

Adrian is consultant bij Willis Towers Watson Investment en specialist op het gebied van governance en investment cases.

Nou Adrian, welkom.

Dank je wel, Jacco.

Zou jij, om maar eens te beginnen, aan de luisteraars kunnen vertellen wat een investment case is?

Jazeker, Jacco. Een investment case is eigenlijk een beleidsdocument, en dat wordt opgesteld door pensioenfondsen om antwoord te geven op een tweetal vragen.

En die vragen zijn of een specifieke belegging of een bepaalde strategie waarde toevoegt aan de portefeuille en daarnaast ook of deze in lijn is met de uitgangspunten die het pensioenfonds heeft gesteld.

De investment case is een belangrijk naslagwerk voor bestuurders.

Zoals je net ook al aangaf in de inleiding, het maakt de bestuurder een beter geïnformeerde en volwaardige gesprekspartner, want het geeft simpelweg informatie over wat er precies te koop is in de markt, en wat het beste past bij de doelstellingen van het fonds.

Hm, dat klinkt erg voor de hand. En dat doet gelijk de vraag opkomen: was het dan niet goed geregeld?

Nee, eigenlijk in het verleden was dat... Ik wil niet direct zeggen dat het niet goed geregeld was, minder goed geregeld, in die zin.

Wat we zagen voor de introductie van de investment cases is dat pensioenfondsbestuurders voornamelijk werden geleid door wat werd opgelegd of wat werd geadviseerd door een financieel adviseur of een vermogensbeheerder of een andere externe adviseur.

Wat er vervolgens in die situatie dan gebeurt, wat we zagen is dat er geen zelfstandige afwegingen van het bestuur gemaakt konden worden.

Ja, en misschien kun je ook toelichten hoe zo'n investment case een bestuurder helpt bij het samenstellen van zijn portefeuille.

Jazeker, dat gebeurt eigenlijk door het verstrekken van informatie, in eerste instantie.

En die informatieverstrekking is van belang om de bestuurder in staat te stellen om een weloverwogen beslissing te maken en die beslissing is of we wel of niet die beleggingscategorie in de portefeuille willen opnemen, door te kijken naar die individuele zaken als, sluit hij aan bij de governancestructuur van een pensioenfonds, of sluit hij aan bij de overtuigingen die er als pensioenfonds zijn.

Ja, nou heb ik zelf een aantal van die investment cases gezien in het verleden, en rijp en groen, er zijn nogal wat verschillende vormen. Is er iets te definiëren als best practice, best in class?

Nee, helaas is de investment case een open norm, en dit maakt dan ook dat veel bestuurders en beleggingsadviescommissies worstelen met die vraag.

Wat moet er dan precies in en hoe lang gaan we die investment case dan wel niet maken?

En in wat voor format moet dan worden gegoten?

En ik denk dat je om die vraag te beantwoorden terug moet gaan naar de vraag: wat is er van belang, wat is de doelstelling?

En dat is die informatieverstrekking aan het pensioenfondsbestuur.

En daarmee moet de hoofddoelstelling voor het opstellen ervan zijn dat een investment case zo is opgesteld dat het een bestuurder genoeg countervailing power geeft om adviezen van die beleggingsadviescommissie, of van een financieel, om daar tegenwicht aan te leveren.

Die countervailing power is gewoon simpelweg het vermogen om tegenwicht te leveren in een discussie of een afweging die in een bepaalde instantie gemaakt moet worden.

Ja, dus een bestuurder moet de inschatting kunnen maken of een bepaalde beleggingscategorie invulling geeft aan de doelstellingen van een fonds?

Ja, zeker. En dat is dus van belang, niet alleen omdat het fijn is voor een pensioenfonds dat het in controle is.

Nee, het is voornamelijk ook een vereiste vanuit de wet en regelgeving, en dat zien we dan terugkomen ook in de prudent-personregel, die voorschrijft dat pensioenfondsbestuurders in controle zijn.

En dat betekent niet dat een pensioenfondsbestuur op beleggingsvlak alles moet uitvoeren, nee, daar is die beleggingsadviescommissie voor, om die adviezen op te stellen, om de dagelijkse regie van die portefeuille uit handen van het bestuur te nemen.

Of middels een financieel, in dat geval.

Maar dit ontslaat het pensioenfondsbestuur niet om zelf een basisniveau aan beleggingskennis te hebben.

en om die voorstellen eigenlijk aan de tand te voelen, of om daarover mee te denken.

Ja, en waarom moet zo'n bestuurder eigenlijk die keuze maken? Kunnen ze het niet uitbesteden? Jij zegt het mag niet, maar...

Nee, dat komt inderdaad weer samen met die vereiste dat er control moet zijn bij het pensioenfondsbestuur.

Het pensioenfondsbestuur is aan het einde van de dag altijd de eindverantwoordelijke.

En die is dus eigenlijk de enige die dat soort beslissingen kan maken over het goedkeuren van beleidsdocumenten, of het doorvoeren van, zij het wijzingen in de portefeuille of wijzigingen van documentatie.

Ja, dan heb je die investment case opgesteld, Adrian. En wat ga je dan doen?

Ja, ik denk dat het daarvoor belangrijk is om te kijken waar in het beleggingsproces die investment case wordt gebruikt.

En daarvoor kunnen we het beste kijken naar hoe die zaken tot stand komen.

Normaliter krijgt de financieer of de adviescommissie of misschien een bestuurder een ingeving of een idee over een nieuwe categorie. Misschien hebben ze iets gelezen in de Financial Times, of in een ander mediadocument en dat willen ze vervolgens implementeren.

Nou, om tot die implementatie te komen, die opname in de beleggingsportefeuille, zijn er een aantal stappen die je moet doorlopen, waarvan de eerste, of eigenlijk de middelste dus, die investment case is.

Maar wat je dan niet hebt met een investment case en wat dus de vervolgstap na die investment case is, is die invulling van die portefeuille. Dus waar wil je dat een bepaalde beleggingscategorie als pensioenfonds aan voldoet?

En je kunt dat eigenlijk zien als een verlanglijstje voor hoe je wilt dat die portefeuille voor een bepaalde categorie eruit kan gaan zien.

Ja, de Intertoysgids die kinderen omcirkelen al vroeg in het jaar om aan te geven wat ze voor Sinterklaas allemaal willen hebben.

Zo moet ik het zien? Zeker.

Ja, dat document heeft dan ook weer een aparte naam.

want wij zien het binnen Willis Towers Watson als een gescheiden document.

En dat document noemen we de kaderstelling en dat is het laatste document voor die implementatie plaats kan vinden.

Ja, nou lijkt dit ook redelijk samen te vallen met datgene wat in een ALM-studie gebeurt.

En waarbij je nieuwe beleggingscategorieën toetst in die studie.

Hoe verhouden die kaderstelling en die investment case zich tot een strategische asset allocatie en een ALM-studie?

Nee, dat zijn zeker nauwverwante studies en documenten.

Maar we denken dat de ALM-studie of de investment case een goed verlengstuk van die ALM-studie kan zijn, en dat eigenlijk beide documenten essentieel zijn in de ondersteuning van het besluitvormingsproces.

Die ALM-studie is voornamelijk een kwantitieve tool en die bevat een optimalisatie om te kijken, wat is de verdeling van de portefeuille die voor een optimaal risico-rendement zorgt?

Maar die geeft eigenlijk geen kwalitatieve onderbouwing van waarom een bepaalde categorie is zoals die is.

Dus als enkel keuzes gemaakt zouden worden voor opname van categorieën op basis van een ALM-studie, zonder dat er begrip is van de onderliggende risico's of de onderliggende drijvers van rendement, dan zou dat net iets te kort door de bocht zijn.

En die investment case komt er eigenlijk in als ondersteuning van hetgeen wat er in de ALM is onderzocht.

Ja, dus die geeft context en die linkt het ook aan de doelstellingen van het fonds.

Als ik denk aan het thema van deze podcastreeks, Total Portfolio Approach, dan zijn wij groot voorstander van het feit dat je binnen beleggingscategorieën, binnen risicocategorieën, dat je een bepaalde mate van vrijheid hebt en dat je gedurende de looptijd van zo'n portefeuille, dat je daar ook wijzigingen in kunt aanbrengen.

Dat lijkt me dan ook dat je relatief brede categorieën zou willen definiëren. Hoe zie je dat?

Ja, dat klopt inderdaad helemaal. En dat is ook waarom wij pleiten voor een zo breed mogelijke investment case in die zin.

En je noemt al een aantal aspecten die daar goed bij aansluiten en zaken die logischerwijs of natuurlijk daaruit voortvloeien.

En eentje daarvan, die je benoemde, is die keuzes die op continuë basis worden gemaakt, of keuzes die herzien worden over verloop van tijd.

En specifiek wat ik daarmee bedoel is als we een voorbeeld pakken van collateralized loan obligations, die hebben een krediet-risicocomponent.

Maar die krediet-risicocomponent zien we eigenlijk bij meerdere categorieën terug, we zien die ook bij high yield credits, we zien die ook bij private debt terugkomen.

En zo heb je eigenlijk een mandje die allemaal teruggespitst kan worden naar de krediet-risicopremie, maar nog steeds zijn eigen individuele risico's kent en ook zijn eigen individuele additionele rendementsdrijvers heeft, en die in verschillende marktomstandigheden bijvoorbeeld interessanter kunnen zijn.

Door zo breed mogelijk die investment case te benaderen en te kijken naar, in dit geval, een krediet-risicopremie investment case dan beperk je je in die zin niet tot het vasthouden aan één individuele categorie die helemaal is dichtgetimmerd.

Zo kun je ten alle tijden eigenlijk terug naar die investment case die je hebt opgeschreven, en kijken naar de huidige marktomstandigheden, wanneer je bijvoorbeeld een evaluatie van die investment case uitvoert.

En zo kun je veel efficiënter te werk gaan dan wanneer je terug zou moeten kijken naar een individuele investment case, voor een hele specifieke categorie, en erachter komt dat die eigenlijk niet voldoet aan hetgene waar je nu naar zit te kijken.

Ja, het geeft dus meer flexibiliteit en het vult heel goed aan wat wij in Total Portfolio Approach beogen te doen voor fondsen. Nou zijn ze opgesteld, die investment case en die kaderstellingen. Zijn we dan klaar?

Nee, ik stipte het net al kort even aan, maar die marktomstandigheden veranderen constant en dat is waarom bij institutionele beleggers vasthouden aan een beleggingscyclus, een cirkelvormig proces, wat zich eigenlijk keer op keer herhaalt, en dat komt omdat de omstandigheden in de markt veranderen.

We hebben ook al gesproken over de ALM-studie en over hoe de investment case binnen dat framework past en dat het een natuurlijk verlengstuk is van de ALM-studie.

Dus wat is er beter om die evaluatie van die documentatie, van die investment cases, om die af te stemmen bij die ALM-cyclus, zodat je er eigenlijk één keer in de drie jaar maar naar hoeft te kijken.

Ja, kan ik me voorstellen.

Ik denk dat we redelijk compleet zijn in de behandeling van het onderwerp.

Denk je dat er andere zaken zijn die we in deze podcast nog aan de orde moeten laten komen?

Nee, ik denk dat we de meeste onderwerpen, of de meest belangrijke zaken met betrekking tot investment cases de revue hebben laten passeren.

Voornamelijk de countervailing power, waarvoor het van belang is dat het voor het bestuur wordt vergroot.

En ook hoe het past binnen een dynamische portefeuilleconstructie, zoals Total Portfolio Approach.

Ik denk gewoon dat het belangrijk is vooraf om als pensioenfondsbestuurder of als beleggingsadviescommissie, om die reikwijdte van die investment case goed vast te leggen, zodat voor iedereen duidelijk is waar het precies over gaat.

Ja, nu en in de toekomst. Oké Adrian, dank je wel.

Daarmee zijn we ook aan het einde gekomen van deze podcast over investment cases.

Adrian, jij hebt laten zien hoe investment cases bijdragen aan de countervailing power voor pensioenfondsbesturen, ondersteunend kunnen zijn ook in het besluitvormingsproces, en hoe ze zich verhouden ten opzichte van kaderstellingen en ALM-studies.

We hebben beargumenteerd waarom het zaak is om investment cases zo breed mogelijk op te zetten, zodat ze aansluiten bij wat wij als Total Portfolio Approach zien.

Dat was hem. Ik zou zeggen: tot de volgende podcast. U heeft geluisterd naar een Willis Towers Watson podcast.

Wilt u meer weten? Ga dan naar www.willistowerswatson.nl.