

INTERVIEW DRS. R.M.S.M. MUNSTERS MFE  
LID HOOFDDIRECTIE (BELEGGINGEN) PGGM

# Toepassers van wetenschap

Om vijf voor tien kwam hij binnenzeilen. 'Ja, donderdags ben ik altijd laat. Dan breng ik de kinderen naar school'. Hoewel hij bij PGGM namens meer dan een miljoen medelander verantwoordelijk is voor zo'n EUR 50 miljard aan beleggingen, staat Roderick Munsters dus met beide benen op de grond.

*U bent in Winnipeg geboren en in Valkenswaard getogen.*

> Ja. Mijn vader is met zijn ouders naar Canada geëmigreerd en mijn moeder is hem op een gegeven moment nagereisd. De hele familie is daar gebleven, maar mijn ouders konden er niet aarden en zijn teruggekomen. Mijn vader heeft eigenlijk zijn hele leven bij Philips gewerkt als tolk-vertaler: octrooien, merken, patenten. Hij is net twee maanden met pensioen.

*Heeft u in Tilburg nog meer geleerd dan rekenen?*

> Zeker. Het is een levensbeschouwelijke universiteit. Dus heb ik filosofie gehad. Maar ook macro-economie bij Kolnaer en uiteraard Geld-, Krediet- en Bankwezen bij Jacques Sijben. Mijn jaren heb ik goed volgemaakt, maar hard gestudeerd heb ik niet: veel in de kroeg, vaak op reis, student assistentschap, een eigen adviesbedrijf.

*Wetenschapper of ondernemer?*

> Ik ben iemand die graag nieuwe dingen opsnuift en oppikt en bezig is met grensverleggende dingen. En ook de wetenschap is daarvoor wel een mooi jachtterrein.

*U pikt dingen ook snel op?*

> Een heleboel dingen komen me heel gemakkelijk aanwaaien.

*U was pas 26 jaar toen u bij Interpolis Vastrentende Waarden ging doen.*

> Ja. Ik had in 1988 een afstudeerwerkstuk geschreven bij Piet Duffues over effectisering van hypotheek, mortgage backed securities. Dat is nu gesneden koek maar toen wist daar, met uitzondering van Jos Streppel van Aegon, die was toen directeur van FGH Bank, in Nederland niemand iets vanaf. Tot 5 jaar geleden

kreeg ik daar nog vragen van studenten over, moet je nagaan. Maar goed, ik deed marketing-analyse bij Esso en toen vroeg Piet me of ik geen interesse had een keer met Interpolis te praten. Piet kende namelijk Cor Roorda directeur Beleggingen van Interpolis goed.

*Vastrentend: je gaat in januari naar de receptie van de Waterschapsbank, je kijkt eens naar de Bundfutures en dat is het wel. Toch veel te saai voor een nieuwsgierige, intelligente knaap?*

> Nee joh, dat is het mooiste dat er is! Arbitreren met merken en guldens, optiestrategieën. Op de onderhandse markt was een paar miljoen al veel, en wij mochten wel tot 50 of 100 gaan. Dan tellen die paar basispunten flink op hoor. Ik heb ontzettend veel lol in dat vak gehad. Heel veel mensen leren kennen, mensen die ik nu weer vaak tegenkom.

*Kunt u de verleiding weerstaan om hier zelf weer eens achter het scherm te kruipen?*

> Ja, dat moet wel. Het vak is veranderd en ik heb zelf geen directe portefeuillevaardigheid. Ik heb natuurlijk nog wel Bloomberg aanstaan. Dus ik volg het allemaal wel, maar je moet je eigen mensen – ik heb er hier 120 zitten, van wie 60 aan de knoppen – niet in de weg lopen.

*Toen kwam een headhunter langs en die zei: 'jij wilt vast wel je portefeuille verveelvoudigen'.*

> Het is iets anders verlopen. Eerst was er nog de integratie van het pensioenfonds van de Rabobank onder andere het samenvoegen van de beleggingsafdeling van Rabo in de beleggingsafdeling van Interpolis. Op zich ook verstandig denk ik. Daarna heeft het idee post gevat dat Interpolis geen eigen beleggingsafdeling

'JE MOET JE  
EIGEN  
MENSEN NIET  
IN DE WEG  
LOPEN'



## RODERICK MUNSTERS (1963)

Lid Hoofddirectie (Beleggingen), PGGM (pensioenfonds) te Zeist

- 1996 - 1997 Adjunct-directeur Beleggingen, Hoofd Kapitaalmarkt, ConcernBedrijf Beleggingen, NV Interpolis te Tilburg.
- 1995 - 1996 Waarnemend directeur Beleggingen, ConcernBedrijf Beleggingen, NV Interpolis te Tilburg.
- 1993 - 1995 Hoofd Kapitaalmarkt (aandelen en vastrentende waarden), Dienst Beleggingen, NV Interpolis te Tilburg.
- 1991 - 1993 Hoofd Vastrentende Waarden, Dienst Beleggingen, NV Interpolis te Tilburg.
- 1989 - 1991 Portfoliomanager Vastrentende Waarden, Dienst Beleggingen, NV Interpolis te Tilburg.
- 1988 - 1989 Marketing Analist, Esso Nederland te Breda.
- 1986 - 1990 Docent 'Strategisch Management', 2-jarige Post-HBO opleiding Bedrijfskunde aan de Haagse Hogeschool te 's-Gravenhage.
- 1985 - 1987 Directeur/mede-eigenaar BMP Organisatie Adviseurs te Eindhoven.
- 1991-1992 2-jarige Post-Academische opleiding Financieel Economisch Management, TIAS Tilburg, diploma MFE december 1992.
- 1981-1988 Doctoraal Bedrijfseconomie aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg, Afstudeerrichting Ondernemingsfinanciering.

**Nevenfuncties:** lid Beleggingsadviescommissie VGZ te Nijmegen, lid Raad van Commissarissen Utrechtse Participatiemaatschappijen te Utrecht, lid Beleggingsadviescommissie van het FVP (Stichting Financiering Voortzetting Pensioenverzekering) en adviserend lid Treasury-Commissie Katholieke Universiteit Brabant, Commissaris Amvest.

**'EEN LOT UIT DE LOTERIJ:  
DIRECTEUR BELEGGINGEN VAN  
HET OP EEN NA GROOTSTE  
PENSIOENFONDS VAN EUROPA'**

zou hoeven te hebben, maar dat Robeco dat zou gaan doen. En daar had ik, laten we zeggen, gemengde gevoelens bij. Ik begreep het wel vanuit het perspectief van de Rabobank Groep en vanuit Robeco maar voor mij is de beleggingsfunctie een kernactiviteit voor een verzekeringsbedrijf. Dus ik heb voor een deel die overgang voorbereid en afgerond, maar was in feite mijn eigen baan aan het opheffen. Natuurlijk kreeg ik wel een aanbod bij Robeco, maar ik heb zelf nooit de ambitie gehad om daar naartoe te gaan.

Maar toen was u nog pas 34.

> 33. Het gesprek met PGGM begon in de zomer van 1996 en strekte zich over bijna een jaar uit. Mijn leeftijd was inderdaad een groot struikelblok. Maar tussen Dick de Beus en mij klikte het meteen. Dick is een man die heel erg veel waarde hecht aan inhoud, aan materiekenis, aan de ratio, aan je vak verstaan, en daarin lagen we elkaar heel erg goed. De baan zelf was qua timing natuurlijk een lot uit de loterij voor mij. Ik bedoel, Directeur Beleggingen van het op een na grootste pensioenfonds van Europa... En op een gegeven moment kon ik zeggen: mensen, het probleem is een jaar kleiner geworden.

U twijfelde zelf niet?

> Jawel. Ik heb daar zeker mijn twijfel over gehad. Zou ik dat al kunnen? Maar aan de andere kant... Ja, ze vonden me wel een serieuze kandidaat. En er stond een goede organisatie hier. Een aantal strategische keuzes over hoe de portefeuille moest worden ingericht waren al gemaakt. De gang naar meer aandelen bijvoorbeeld. En ze gunden mij veel vrijheid om de organisatie, zeg maar, professioneel in te richten en op te tuigen.

U kwam niet als belegger maar als manager?

> Nee, allebei. De opdracht was: maak er een professionele organisatie van en bouw verder op de goede fundamenten die door je voorganger, Gerard Wieringa, zijn neergelegd.

Hoeveel mensen zaten er hier toen bij beleggingen?

> Toch al wel 75 denk ik. Hier was er veel meer een cultuur van het uitbesteden van beleggingen en de processen waren versnipperd. Dus een apart systeem voor aandelen, een apart systeem voor vaststaande waarden, een apart systeem voor hypotheek... Ja, dat was bij Interpolis toch al een stuk efficiënter.



**'MIJN  
LEEFTIJD  
WAS INDER-  
DAAD EEN  
GROOT  
STRIJKEL-  
BLOK'**

Maar de grote ALM-keuzes waren al gemaakt?

> Ja, met name het besluit om fors meer in aandelen te gaan beleggen is in 1995 genomen. Deze besluiten werden voorbereid door een intern ALM-comité. Dat doet voorstellen aan de Hoofddirectie, aan de Beleggingscommissie en aan het Bestuur. Zij stellen dingen vast en dan kunnen we het gaan doen.

Wat was dan de eerste keer dat dat gedaan werd?

> Vanaf 1995 is dat eigenlijk gaan lopen geloof ik. Ja, ALM '95. Dus daar stonden de fundamente al van.

Hoe groot was de portefeuille toen u aantrad?

> Volgens mij 73 miljard gulden.

Dus EUR 33 mrd met 75 man en nu 50 mrd met hoeveel?

> Even naar het scherm: ik denk EUR 51 mrd vandaag. Met 115 mensen. En van die 75 die er toen waren zijn er denk ik nu nog 40.

Bent u daar trots op dat die er nog zijn? Of bent u er juist trots op dat er zoveel vernieuwd is?

> Ik ben trots op alle twee: geen afbraak, geen verstarring. Als ik kijk naar mijn vier directeurs: twee vrouwen en twee mannen. Twee daarvan zaten er al en twee zijn nieuw.

De portefeuille bestaat nu voor 70% uit Sachwerte en 30% Geldwerte.

> PGGM heeft een traditie van risico niet schuwen om rendement te genereren.

Was dat voor uw tijd al?

> Ja.

Maar De Beus is een buitengewoon rustig, stabiel mens.<sup>1</sup>

> Vanuit een langetermijnperspectief zijn Dick en ik het er helemaal over eens dat je risico's moet opzoeken als daar rendement tegenover staat. Omdat dat op de lange termijn naar verwachting tot een beter pensioen leidt. Die gedachte heb ik hier niet hoeven inbrengen.

Het FD schreef vorig jaar in mei: vergeleken met het ABP is PGGM wel érg bullish.

> Kijk, het ABP heeft natuurlijk een vervelende historie. De overheid heeft daar een keer een greep in de kas gedaan, ze kort gehouden voor wat betreft het beleggen in het buitenland en ze hebben lange tijd nauwelijks in aandelen mogen beleggen. Dat heeft ze op een achterstand gezet. Dat kun je op die schaalgrootte niet zo snel inlopen.

Aan de verplichtingenkant zijn jullie wel eeneinig?

> Absoluut niet. Het ABP kent meer gepensioneerden en die betalen geen premie meer.

Het is een rijper fonds?

> Exact. Ze hebben minder deelnemers die actief zijn. Ze hebben netto dus geen aanwas maar ze krimpen, of ze blijven gelijk. En er is weinig instroom van nieuwe mensen. PGGM zit in de zorgsector, en die groeit dóór. Dus ons bestand neemt nog steeds toe. Je kunt een cashflowprojectie voor een onderneming maken, en ook voor een pensioenfonds. Die van ons laat zien wat wij aan premies binnen krijgen, wat er aan pensioenen betaald gaat worden en wat het directe rendement is op onze beleggingsportefeuille. Nou, dan zijn wij tot 2050

**'OP EEN GEGEVEN  
MOMENT KON IK ZEGGEN:  
MENSEN, HET PROBLEEM  
IS EEN JAAR KLEINER  
GEWORDEN'**

<sup>1</sup> We zitten in een glazen huis, interview met drs D.J. de Beus, Bank- en Effectenbedrijf april 1993

**'NOU, DAN  
ZIJN WIJ  
TOT 2050  
ONGEVEER  
CASHFLOW-  
POSITIEF'**

ongeveer cashflow-positief. De continuïteit van de sector als Sponsor staat niet ter discussie, dus ik hoef ook niks te liquideren. En dat geeft ons een fantastisch langetermijnperspectief.

Dus u kunt zich een veel lagere dekkingsgraad permitteren dan het ABP?

> Het wijst uit dat dekkingsgraden, risicomangementtools en ALM echt allemaal maatwerk is. Je moet echt kijken naar de specifieke situatie van een fonds.

Hoe onverwachts kwam die PVK-brief van september 2002?

> We hadden wel de indruk dat er iets stond te gebeuren, maar hadden zo gezegd er inhoudelijk de nodige vraagtekens bij. Tamelijk onverwachts dus. Versta me goed, een krachtige toezichthouder, daar heb ik niks tegen, die houdt je scherp. Prima hoor, die fusie DNB-PVK

Had het in de rede gelegen om inderdaad een schrik-effect aan te jagen en daarna veel eerder dan voorjaar 2003 te zeggen: je krijgt zoveel tijd, doe een voorstel?

> Dat maatwerk is maar een eerste stapje. Je moet je niet gek laten maken. Vandaar ook dat we verschil van mening hebben over die zekerheidsmaat. Moet die 99,5 % zijn, wat de PVK wil? Eén keer in de 200 jaar onderdekking? Mag ie misschien 95 zijn? Wat wij vinden, omdat wij zeggen: als het een keer wat minder gaat hebben we sowieso een voldoende herstelcapaciteit. Straks komt er een nieuw financieel toetsingskader. Kijk, de lijn van denken is: ga je uit van discontinuïteit? Moeten wij altijd, elke dag, of in ieder geval op 31 december van elk jaar in staat zijn om onze toekomstige verplichtingen op dat moment contant geheel na te komen? Of ga je uit van continuïteit en zeg je: ik ga voor de lange termijn. Een langetermijnbenadering biedt beleggingstechnisch bezien bij een bepaald premieniveau ook meer mogelijkheden de pensioenen te beschermen tegen de inflatie. Met de inflatie of het liefst met de loonontwikkelingen. En daarvoor wil ik risico's lopen want daar verwacht ik extra rendement voor terug. Ik ga dus voor het laatste, dat moge duidelijk zijn.

Hoe bevriend bent u met Jean Frijns?

> Wij kennen elkaar goed. Jean en ik liggen elkaar prima, we wonen dicht bij elkaar, we belen elkaar vaak.

**'PGGM ZIT IN DE  
ZORGSECTOR, EN DIE  
GROEIT DÓÓR'**

Jullie leren ook van elkaar?

> Ja, we vullen elkaar goed aan. Jean is wetenschappelijk veel sterker en ik kan het me permitteren wat dynamischer te zijn.

Trekt u op zijn staf?

> Nou, trekken niet, maar ik ken zijn mensen en hij mijn mensen goed. Wij zeggen wel eens lachend tegen elkaar: bij ABP zitten de denkers en bij PGGM zitten de doeners.

Als je nou die twee fondsen bij elkaar zou stoppen, zou dan meneer Witteveen heel rustig kunnen gaan slapen?

> Dat kan ie nu ook al hoor. Maar dat is een van de weinige verschillen van inzicht die Jean en ik door de jaren heen gehad hebben. We zijn het met elkaar eens dat je een bepaalde schaal moet hebben om te kunnen investeren in mensen, systemen, continuïteit. Maar volgens mij kan schaalgrootte ook een nadeel zijn in de beweeglijkheid van een institutionele belegger. En de maat die wij nu hebben, die past heel goed.

Jean is van 1946. U bent 17 jaar jonger. Nog een keer een drie keer zo grote portefeuille zou u toch wel aanstaan?

> Nou nee. De grootte van een portefeuille is in deze ook niet zo relevant.

Wel toch? De eer is veel groter. En je mag twee keer per dag naar een receptie.

> Nee, echt niet. Vergissing. Als u straks weg bent, komen er twee researchers van Goldman Sachs bij me op visite om te kijken waar de grootste beleggers ter wereld momenteel mee bezig zijn. Die komen naar Amsterdam en die komen naar Zeist.

Goldman Sachs associeer ik met machtige getallen.

> Het gaat er niet alleen om dat je een portefeuille hebt, maar ook wat je ermee doet. PGGM heeft een diversificatiestrategie vanaf begin jaren '90. 10% van de aandelenportefeuille zit bijvoorbeeld in emerging markets. In 2000 hebben wij een aantal stappen verder gezet. Wij zijn onze private equity-allocatie flink gaan verho-

gen, we zijn in grondstoffen gaan beleggen en we zijn ons valutarisico helemaal gaan afdekken. Daar komen dus grote transacties uit, waar zij graag een voorstel voor doen. En dan zijn we iets kleiner dan ABP maar hebben zeker interessante volumes. Misschien genereren we wel meer omzet. Ze doen graag zaken met ons. En dat geldt ook voor pakweg Deutsche Bank of ABN AMRO.

*China is een hype aan het worden.*

> China is gewoon onderdeel van die emerging markets. Als je kijkt naar aandelen dan is er de FTSEi-index voor de hele wereld, dus kapitaal gewogen. Het gewicht van Nederland erin is 3% maar wij zitten op 6 of 7. Emerging markets zijn in totaal 3% van die index geloof ik en wij hebben dat maal 3 gedaan. En China is daar een heel groot onderdeel van.

*Zit er ook beleggingsdeskundigheid in het Bestuur?*

> Meer dan je zou vermoeden, maar niet zozeer vaktechnisch. Daarom hebben we ook externe deskundigheid in de Beleggingscommissie met de heren Jacobs, Wijffels en Pot.

*Het bestuur let scherp op het instemmend knikken van deze 3?*

> Nou, niet op het instemmend knikken, op de intensieve en boeiende discussies die wij met elkaar hebben.

*Wie zijn 'wij' in dit geval?*

> Wij allemaal die er intensief bij betrokken zijn. Mijn directeuren, ik zelf ook natuurlijk, de leden uit het bestuur die in de beleggingscommissie zitten en de adviseurs. We komen vier à vijf keer per jaar bij elkaar en dan praten we over hoofdlijnen en er is een verantwoording achteraf over wat we gedaan hebben. Want we hebben kaders waarbinnen we werken, en daar blijven we ook strikt binnen.

**'OPBRENGST VOLLEDIG  
GEHEDGTE VALUTA-  
POSITIE EUR 2 MRD:  
AMERIKAANSE RENDE-  
MENTEN IN  
EUROTERMEN'**

*Per jaar bedragen de beleggingskosten ruim EUR 100 mln. Kunt u niet poolen met het ABP?*

> Het investeren in een intern apparaat heeft in mijn visie twee voordelen. Je gaat soms voor dezelfde, schaarse, vermogenstitels. Verder is de kennis en de continuïteit in kennis heel belangrijk voor de langetermijnbeleggingsstrategie. Neem ons valutabeleid. Wij hebben de overstap gemaakt in 2000 naar een volledig gehedgde valutapositie. Dit jaar levert dat ons meer dan 2 miljard euro op: Amerikaanse rendementen in eurotermen.

*Dat wordt ook gehonoreerd met bonussen?*

> Mijn mensen wel, ikzelf niet.

*Wat is momenteel de rendements-inschatting?*

> Wij hebben die voor 2004 en verder verlaagd van vroeger 9% voor de hele mix naar 8%. En dat is met name omdat onze inflatieverwachting omlaag gaat. Wij verwachten op lange termijn op aandelen ongeveer 3% meer rendement te maken dan op obligaties.<sup>2</sup>

*Wat wij nodig hebben is een beetje een 'gezonde' inflatie zei de hooggeleerde Van Muiswinkel altijd. U bent blij dat het stabiliteitspact gesneuveld is?*

> Nou, ik vind dat je een aantal principes wel moet vasthouden. Aan de andere kant, je kunt je afvragen als je ziet dat je de wedstrijd gaat verliezen, of je niet moet kijken of je dan nog op de een of andere manier wisselgeld kunt krijgen.

*Voelt u zich ook verantwoordelijk voor de B.V. Nederland?*

> We zijn een grote belegger en zitten met 7% van de aandelen meer dan proportioneel in Nederland. We zitten hier voor de oudedagvoorziening voor 1,6 miljoen huishoudens. Wij hebben dus een plaats midden die maatschappij. Ik sta midden in de samenleving. Vandaar bijvoorbeeld ons duurzaam beleggingsbeleid. Niet omdat ik dat zelf nodig vind, maar om op lange termijn een goed rendement te resaliseren en ook omdat onze achterban ons daar graag mee bezig ziet. En dan natuurlijk het hele corporate governance verhaal. Daar zijn wij toch behoorlijk actief. Heb je verantwoordelijkheid? Ja, we zijn als aandeelhouder een partij, met een lange horizon en een lange adem. En ik durf wel te stellen dat wij in die discussies proberen om het corporate governance-gedachtegoed verspreid te krijgen, dat wij investeren om het uitgediept te krijgen, om het toegepast te krijgen.

<sup>2</sup> Nota bene: het rendement van 2003 is 15%. PGGM kwartaalrapportage Q4 verschijnt op 15 januari 2004.



**'OP EEN GEGEVEN  
MOMENT KON IK ZEG-  
GEN: MENSEN,  
HET PROBLEEM IS EEN  
JAAR KLEINER  
GEWORDEN'**

heb kinderen op de lagere school en daarom geen brandende ambitie om naar het buitenland te gaan. De financiële sector is heel boeiend, maar een financiële functie bij een grote onderneming kan ook.

*Een financiële functie bij een grote onderneming is snel minder uitdagend dan hier.*

> Ik heb inderdaad een hele mooie baan. Daar heb ik toen ik 33 was ook over nagedacht: wat kan dan nog de volgende zijn? Ik ben er niet actief mee bezig, ik koester wat ik heb.

*Ook dat je qualitate qua populair bent bij de geldvragers?*

> Nou, daar heb ik niet zo heel veel mee. Waar ik me erg thuis voel is in een dynamische omgeving. Dus ik ben niet de man die iets fine tuned van 99,8 naar 100%, daar liggen mijn capaciteiten niet. Maar ik kan dingen bouwen, dingen maken. Als dingen in beweging zijn, dan ben ik op mijn plek. En de wereld hier om me heen, die is volop in beweging. Wij zijn bijvoorbeeld een van de grootste beleggers wereldwijd in grondstoffen. Daar is helemaal niks saais aan.

*Het feit dat meestal met meer emotie dan verstand over pensioenen wordt gepraat is ergerlijker dan gewoon jammer?*

> De politiek is in haar beleidsvoering inderdaad lang niet altijd consistent. Wat vervelend is af en toe, is de korte termijn waarop politici zich oriënteren: dit jaar moet dit, volgend jaar moet dat. Dus de inkt is nog niet droog van het Witteveenkader, we hebben het nog niet geïmplementeerd of er komt al weer de levensloop aan. Die hele discussie over de dekkingsgraad is tot op grote hoogte een non-discussie. In Italië hebben ze geen dekkingsgraadprobleem, Daar hebben ze immers geen kapitaaldekking. In die economie moeten ze eerst nog eens leren sparen.

Zeist, 4 december 2003

**'IN ITALIË  
HEBBEN ZE  
GEEN  
DEKKINGS  
GRAAD-  
PROBLEEM'**

*Dat bespreek je dan met Jean aan de open haard?*

> Ja, maar ook met andere pensioenfondsdirecteuren en met leden uit raden van bestuur van grote ondernemingen. Ik was gisteren bij Ewald Kist en heb het over maatschappelijk verantwoord ondernemen gehad. Recent ook met Jeroen van der Veer.

*U bent 40 jaar. Volgens de Bartjens onder ons moet u nog tenminste 25 jaar werken.*

> Mogen werken, en hopelijk ook kunnen werken.

*Dat zal niet al die tijd hier zijn. Wat hoopt u dat er langs komt?*

> Ik weet het niet. Ik zit hier goed in mijn vel en heb een prachtige baan. Op het niveau waar ik nu zit zijn de banen niet zo dik gezaaid. Ik