



Strategisch meerjarenplan beleggingen

Stichting Pensioenfonds Koninklijke Cosun

d.d. 17 april 2018

Inhoudsopgave

1. Doelstelling Beleggingsbeleid	3
2. Organisatie beleggingen/vermogensbeheer	4
3. Investment beliefs	6
4. Beleggingsproces	10
5. Strategische allocatie	12
6. Risicomanagement	15
7. Maatschappelijk verantwoord beleggen	21
8. Grondslagen voor waardering beleggingen	22
9. Begrippenlijst	23

1. Doelstelling Beleggingsbeleid

Inleiding

Dit beleidsdocument zet de doelstelling van het beleggingsbeleid uiteen en ook de uitvoering ervan. Het beschrijft de organisatie van het beleggingsbeleid en wie waar verantwoordelijk voor is. Ook wordt een uiteenzetting gegeven van de investment beliefs welke de basis vormen voor beleggingsbeslissingen. Het risicomanagement wordt uiteen gezet evenals de monitoring en uitvoering daarvan. Dit document wordt opgesteld door Stichting Pensioenfonds Koninklijke Cosun (verder: het Fonds) en wordt regelmatig up to date gehouden.

Naast het strategisch beleggingsplan wordt jaarlijks een jaarplan beleggingen geschreven, waarin wordt ingegaan op de nadere invulling van de beleggingsstrategie en de speerpunten met betrekking tot de beleggingen in het betreffende jaar. Dat jaarplan beleggingen valt binnen de restricties van het strategisch meerjarenplan. Jaarlijks wordt in oktober/november door de Beleggingsadviescommissie (verder: BAC) de optimale invulling van de portefeuille besproken, hetgeen leidt tot normwelingen binnen de portefeuille. Daarbij zal de fiduciair manager een eerste voorstel maken.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt in principe eens in de drie jaar heroverwogen, en in uitzonderlijke omstandigheden eerder. Dit beleid is gebaseerd op de ALM studie 2015 waarin de startpositie van het Fonds per eind 2014, UFR-dekkingsgraad 113,4%, is gehanteerd. Bij een aanzienlijk hogere of lagere dekkingsgraad kan een ander risicoprofiel passend zijn. Bij dekkingsgraden boven de 125% zal de allocatie naar de return portefeuille strategisch worden verlaagd naar 35%. Bandbreedtes rondom de gestelde normen kunnen desgewenst worden gebruikt.

Doelstelling beleggingsbeleid

Doelstelling van het beleggingsbeleid van het Fonds is het behalen van een lange termijn-beleggingsrendement dat voldoende is voor het realiseren van de nominale pensioentoezegging en de gestelde indexatie ambitie tegen een acceptabel risico. Tevens dienen de tussentijdse negatieve effecten van een dalende rente zoveel mogelijk te worden opgevangen. Het bestuur bepaalt welke risico's het Fonds bereid is te nemen, met inachtneming van de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en het niveau van de pensioenpremie. Het bestuur houdt bij het beleggingsbeleid rekening met evenwichtige belangenbehartiging tussen de verschillende belanghebbenden van het Fonds.

2. Organisatie beleggingen/vermogensbeheer

Bestuur

Het bestuur van het Fonds is verantwoordelijk voor het strategisch beleggingsbeleid. Allereerst wordt de doelstelling van het beleggingsbeleid bepaald evenals de risicohouding van het Fonds. In principe eens in de drie jaar wordt een ALM studie uitgevoerd waarin de hoofdlijnen van het beleid worden bepaald. Aan de hand van advies van de fiduciair manager en de BAC stelt het bestuur vervolgens het jaarlijkse beleggingsplan vast waarin de portefeuille-invulling op detailniveau staat uitgewerkt. Dit valt altijd binnen de kaders uitgezet in de ALM studie. Het bestuur mandateert vervolgens de BAC en de fiduciair manager om binnen de vastgestelde risicokaders het beleggingsbeleid uit te voeren.

Samenvattend valt onder de verantwoordelijkheid van het bestuur:

- de organisatie van het beleggingsproces,
- het vaststellen van het risicobudget,
- de strategische allocatie,
- de keuze van de benchmark,
- de keuze van de fiduciair manager,
- de bewaking van het gehele beleggingsbeleid en
- de evaluatie van bestuur, BAC en fiduciair manager.

Het bestuur komt circa 10 keer per jaar bijeen en is samengesteld uit vertegenwoordigers van werknemers, werkgever en pensioengerechtigden.

BAC / externe adviseur / Het Pensioenbureau

De BAC heeft een voorbereidende en adviserende rol op het gebied van het strategisch beleggingsbeleid ten behoeve van het bestuur. De BAC is belast met advisering over de nadere invulling evenals de uitvoering, monitoring en evaluatie van het vastgestelde strategisch beleggingsbeleid. Het bestuur van het Fonds benoemt maximaal 4 leden uit zijn midden in de BAC, waarbij gestreefd wordt naar pariteit. De BAC bestaat naast de benoemde bestuursleden uit maximaal 3 additionele leden (waaronder in ieder geval de manager Pensioenbureau), die eveneens door het bestuur benoemd worden. De BAC wordt in haar adviezen richting het bestuur en in haar beslissingen ondersteund door een adviseur, en vergadert ongeveer twaalf maal per jaar. Daarnaast zijn er educatieve sessies en workshops waarin de BAC onderwerpen behandelt die bijzondere aandacht vragen. De leden van de BAC bezoeken naast de maandelijks afspraken met de fiduciair manager de door de fiduciair manager aangestelde fondsmanagers met regelmaat. De BAC toetst of de aangestelde fiduciair manager zich houdt aan de overeengekomen richtlijnen en voorwaarden. Er wordt periodiek beoordeeld of zij voldoet aan alle gestelde eisen. Hiertoe is een uitgebreid monitoring raamwerk opgezet. Er wordt alleen belegd in beleggingsfondsen.

Het Pensioenbureau, de voorzitter van de BAC, de fiduciair manager en de externe adviseur zorgen voor de beleidsvoorbereiding en de coördinatie m.b.t. vergaderingen en de hieruit voortkomende acties. Binnen het risicobudget van de strategische portefeuille geeft de BAC het beleggingsbeleid vorm. Samenvattend hebben deze de volgende taken:

- adviezen opstellen ten aanzien van invulling portefeuille (de verfijning van de ALM studie, of de vertaling van de ALM studie naar de werkelijke portefeuille),
- adviezen opstellen ten aanzien van voorstellen van de fiduciair manager op het gebied van beleggingscategorieën, managers en fondsen,
- monitoren fondsen, beleggingsrestricties en fiduciair manager,
- beoordeling van beleggingsresultaten/-rendementen in het kader van het behalen van het beoogde langjarige meerrendement van 2,2% ten opzichte van de verplichtingen, welke het uitgangspunt vormt voor de beleidsambities van het Fonds,
- het opstellen van voorleggers als voorbereiding op besluitvorming,
- uitvoeren risicomangementbeleid door middel van monitoren risico's op strategisch niveau (VEV), tracking error) en uitvoerende niveaus (credit rating, securities lending, collateral management, et cetera),
- het initiëren van workshops en het initiëren van andere educatieve activiteiten.

Taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden ten aanzien van het beleggingsbeleid zijn vastgelegd in een RACI-tabel, als onderdeel van het statuut BAC, zoals opgenomen in het huishoudelijk reglement van het Fonds.

Fiduciair manager

De fiduciair manager is aangesteld om het beleggingsbeleid uit te voeren. Deze afspraken zijn vastgelegd in een mandaat (een Fiduciary Management Agreement (verder: FMA)). De fiduciair manager heeft de opdracht om een bepaald meerrendement te behalen (beleggingen ten opzichte van verplichtingen) binnen een bepaald risicobudget (verschil risico beleggingen ten opzichte van verplichtingen).

Custodian

De custodian is verantwoordelijk voor het bewaren van de stukken en het administreren van de beleggingen. Alle officieel gerapporteerde cijfers zijn gebaseerd op de cijfers van de custodian. Daarnaast verzorgt de custodian een onafhankelijke Performance & Attributie analyse van de beleggingsresultaten en verzorgt zij de input ten behoeve van de DNB-rapportages.

3. Investment beliefs

Investment beliefs zijn de overtuigingen over het beleggingsbeleid waarin het bestuur gelooft en die gebaseerd zijn op bewuste keuzes. De overtuigingen worden op periodieke basis in overleg met het bestuur al of niet geactualiseerd. In 2016 is dit gebeurd.

Het pensioenfonds is een lange termijn belegger

De uitkeringen die pensioenfonds Cosun moet doen liggen (ver) in de toekomst. Het pensioenfonds wil kunnen profiteren van lange termijn mogelijkheden en niet teveel sturen op de korte termijn. Het fonds realiseert zich echter dat een lange termijn belegger op korte termijn risico's kan lopen en dat korte termijn risico's voor haar deelnemers nadelige impact kunnen hebben. Daarom:

- Richt Pensioenfonds Cosun zich in haar beleggingsbeleid in eerste instantie op de lange termijn, maar beoordeelt zij expliciet de mogelijke risico's op de korte termijn. De risico's op korte termijn zijn mede afhankelijk van de financiële positie van het fonds;
- Beoordeelt het fonds de beleggingen in eerste instantie op het lange termijn risico en het lange termijn rendement: Pensioenfonds Cosun is een fundamentele¹ belegger;
- Wil het fonds niet meer risico nemen dan het fonds nodig acht om haar lange termijn doelstellingen te kunnen realiseren;
- Is het fonds voorzichtig in het voeren van een tactisch beleid waarbij wordt ingespeeld op beleggingsmogelijkheden met een korte termijn horizon. Het fonds is wel bereid om op korte termijn beslissingen te nemen met een lange termijn horizon, maar het fonds is niet bereid om op korte termijn beslissingen te nemen met een korte termijn horizon.

Risico vereist een extra rendement

Het pensioenfonds is bereid om beleggingsrisico te accepteren indien dat wenselijk is om een acceptabele pensioenresultaat te realiseren. Daarbij is Pensioenfonds Cosun alleen bereid om beleggingsrisico te accepteren indien daar naar verwachting een additioneel rendement tegenover staat. Daarom:

- Vereist het fonds een risicopremie voor risicovolle beleggingen (zakelijke waarden en vastrentende beleggingen waarvan het onzeker is of de investering wordt terugbetaald);
- Moet de risicopremie voorafgaand aan de investering kunnen worden onderbouwd;
- Hanteert het fonds een passief model. Het fonds belegt alleen actief (afwijkend van de benchmark) indien daar op lange termijn een hoger verwacht netto rendement of een lager verwacht risico tegenover staat;
- Dienen de additionele kosten en risico's voor actief beleggen te worden goedge maakt door een (verwachte) outperformance. Het fonds maakt voor elke beleggingscategorie een expliciete keuze tussen actief en passief beleggen, of een mix van beide;

¹ Hiermee wordt bedoeld dat het Fonds een lange termijn belegger is.

- Worden risico's waar naar verwachting geen beloning tegenover staat zoveel als praktisch mogelijk gereduceerd;
- Heeft het fonds geen lange termijn visie op valuta. De verplichtingen zijn in Euro en de beleggingen kunnen ook in andere valuta zijn genoteerd. Het fonds maakt een expliciete keuze of het de vreemde valuta wil afdekken. Bij die afweging spelen kosten en risicomangement een belangrijke rol;
- Houdt het fonds rekening met de looptijd en de kenmerken van de verplichtingen. Daarbij staart het fonds zich niet blind op de huidige opgebouwde nominale aanspraken maar houdt zij ook rekening met mogelijke indexaties en toekomstige ontwikkelingen in de verplichtingen;
- Vereist het fonds een hoger rendement indien ze haar vermogen langer uitzet;
- Houdt het fonds in haar beleggingsbeleid rekening met mogelijke onevenwichtigheden in de markt. Dit kan leiden tot het afbouwen van risico, maar ook tot het toevoegen van risico.

Asset allocatie is de belangrijkste keuze

De financiële ontwikkeling van het fonds wordt vooral gedreven door de asset allocatie ("80% van het rendement wordt verklaard door asset allocatie, 20% door de invulling"). Onder Asset Allocatie verstaat het fonds in welke beleggingscategorieën wordt belegd en in welke verdeling, inclusief de looptijd van de vastrentende categorieën (renterisico) en de valuta van de categorieën (valutarisico). Daarom:

- Hanteert pensioenfonds Cosun een top-down aanpak waarbij de meeste tijd wordt besteed aan het asset allocatievraagstuk;
- Kiest het fonds bij elke categorie expliciet voor een bepaalde benchmark. De benchmark bepaalt grotendeels de invulling²;
- Geven de rapportages het fonds inzicht in de resultaten van de gemaakte beleidskeuzes waarbij de meeste aandacht wordt gegeven aan de belangrijkste keuzes.
- Hanteert het fonds een rebalancing methodiek.

Diversificatie is van belang

Diversificatie zorgt voor spreiding en voorkomt concentratierisico's. Niet alle eieren in één mandje. Het fonds wil echter ook waken voor schijndiversificatie. Het fonds is zich bewust van de beperkingen van diversificatie: in extreme marktomstandigheden kunnen diversificatievoordelen wegvallen Daarom:

- Spreidt pensioenfonds Cosun de risico's door in meerdere beleggingscategorieën te beleggen;
- Dient een beleggingscategorie voldoende omvang te hebben om diversificatievoordeel op te leveren;
- Wordt de toegevoegde waarde van diversificatie afgezet tegen de extra kosten en risico's van complexe beleggingen en het 'governance budget';
- Spreidt het fonds de risico's door *binnen* een beleggingscategorie in meerdere titels/instellingen te beleggen indien de omvang van de asset class het toelaat;

² Met name bij passieve mandaten.

- Gebruikt het fonds wel statistische maatstaven (risicobudget/tracking error) maar is het fonds zich ervan bewust dat daarin onzekere diversificatie-aannames worden gedaan.

Het pensioenfonds in kostenbewust

De kosten bepalen mede de pensioenhoogte. Door de lange horizon kan het fonds profiteren van “rente op rente” maar heeft het ook last van “kosten op kosten”. De verwachte opbrengsten zijn vaak onzeker, maar de kosten niet. Daarom:

- Maakt pensioenfonds Cosun een expliciete keuze tussen “make” (zelf doen) en “buy” (uitbesteden) waarbij de gevolgen voor professionaliteit, continuïteit en kosten worden afgewogen;
- Hanteert het fonds eenduidige verantwoordelijkheden in de eigen organisatie en bij externen (geen dubbel werk);
- Accepteert het fonds alleen hogere kosten als dat leidt tot een aantoonbaar hoger verwacht rendement danwel leidt tot een kwaliteitsverbetering;
- Worden rendement-risico analyses en rapportages altijd gepresenteerd na aftrek van kosten;
- Weegt het fonds kosten expliciet mee in het oordeel of een investering na kosten een voldoende hoog rendement genereert. Dit doet het fonds zowel bij de keuze voor een bepaalde beleggingsmix (bepaalde beleggingscategorieën zijn immers duurder dan andere) als bij de invulling van een beleggingscategorie.

Het bestuur is verantwoordelijk voor en aanspreekbaar op de beleggingen

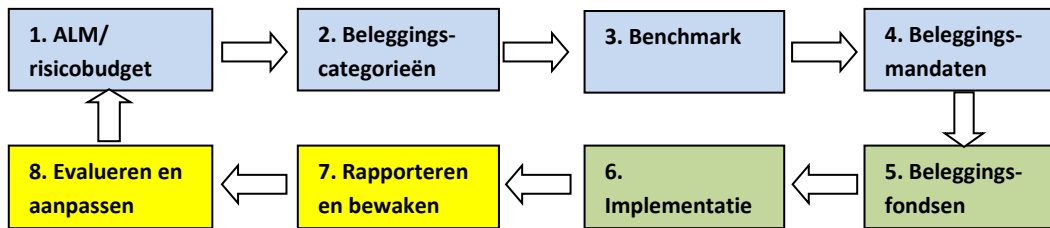
Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleggingsproces, de beleggingsportefeuille en de organisatie van de beleggingen. Dat betekent niet dat het bestuur ook alle werkzaamheden zelf uitvoert. Uitbesteding van delen van het proces kan nodig zijn om de beste kennis en expertise in huis te halen. Het fonds belegt daarbij alleen in categorieën en strategieën die het begrijpt en het acht maatschappelijk verantwoord beleggen onderdeel van de bestuurlijke verantwoordelijkheid. Daarom:

- Wil het fonds een uitlegbaar beleggingsbeleid voeren waarbij het ook als het misgaat kan uitleggen waarom destijds bepaalde beleggingsbeslissingen zijn genomen;
- Heeft het fonds een inspanningsverplichting om (nieuwe) beleggingscategorieën, -constructies en -instrumenten te doorgronden. Het fonds legt het deskundigheidsniveau van het bestuur vast in een geschiktheidsplan;
- Hanteert het fonds gezond verstand bij investeringsbeslissingen en kan het bestuur de karakteristieken van de beleggingen uitleggen aan de achterban;
- Wil het fonds zicht hebben op de eindbeleggingen (look-through);
- Hanteert het fonds de juiste checks and balances om belangenverstreming te voorkomen (geen dubbele petten);
- Streeft het fonds de kennis, kunde en het gedrag na om de partijen aan wie is uitbesteed te kunnen beoordelen en een volwaardige gesprekspartner te zijn (countervailing power);
- Besteedt het fonds voor meer complexe of minder liquide instrumenten meer tijd en aandacht aan bijvoorbeeld de waardering en betrouwbaarheid van cijfers;
- Is bij beleggingsbeleid-beslissingen de MVB-impact onderdeel van de besluitvorming;
- Voert het fonds een MVB beleid waarover verantwoording wordt afgelegd;

- Heeft het fonds ook aandacht voor de mogelijke negatieve consequenties die een (te) strikt MVB beleid kan hebben op de omvang van het belegbaar universum en het kostenniveau.

4. Beleggingsproces

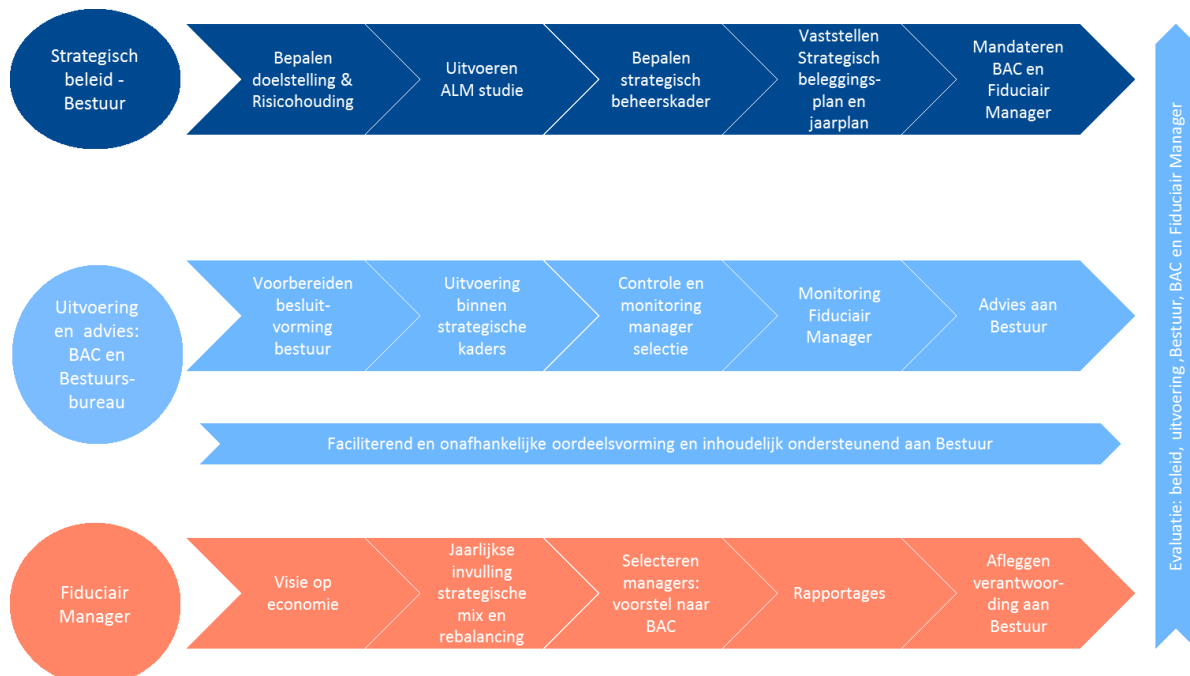
Het beleggingsproces binnen het Fonds bestaat uit de onderstaande stappen:



- = Analyse & strategie
- = Implementatie & uitvoering
- = Rapporteren, bewaken en evalueren

De verantwoordelijkheid ten aanzien van besluitvorming ligt bij het bestuur. In bovenstaande proces vallen analyse en strategie onder de verantwoordelijkheid van het bestuur. De implementatie & uitvoering vallen onder de verantwoordelijkheid van de BAC en de fiduciair manager. Rapporteren, bewaken en evalueren vallen tevens onder de verantwoordelijkheid van deze laatste twee. Echter wanneer er iets aangepast dient te worden dan wordt het bestuur geraadpleegd.

In onderstaande overzicht is het proces opgenomen en hierin is tevens aangegeven de rolverdeling van bestuur, BAC, Pensioenbureau en fiduciair manager.



Toelichting

het Fonds bepaalt in overleg met de sociale partners de ambitie en risicohouding van het Fonds en daarmee de doelstelling van het beleggingsbeleid. Eens in de drie tot vier jaar wordt een ALM studie uitgevoerd onder begeleiding van een externe adviseur. Aan de hand hiervan worden de strategische kaders bepaald waaraan het beleggingsbeleid moet voldoen. Jaarlijks wordt er een beleggingsplan opgesteld door samenwerking tussen de BAC, de fiduciair manager en de externe adviseur, onder verantwoordelijkheid van het bestuur. Dit jaarlijkse beleggingsplan valt binnen het strategische risicobudget uitgedrukt in VEV en binnen de overige strategische kaders.

Het bestuur geeft vervolgens aan de BAC en de fiduciair manager de opdracht om het jaarplan uit te voeren in samenwerking met het Pensioenbureau.

De fiduciair manager voert het beleggingsbeleid uit binnen de gestelde kaders en onder monitoring van de BAC en het bestuur. Zij selecteert fondsen die voldoen aan de strategische kaders en de restricties die het Fonds heeft gesteld. De fiduciair manager rapporteert over de strategische beheerskaders (dekkingsgraad, hedgeratio, risicorestricties (tracking error, minimale creditrating, securities lending, collateral management etcetera), performance, asset allocatie). Per kwartaal wordt tevens het VEV gemonitord op basis van informatie van een externe ALM adviseur.

De BAC heeft in het beleggingsproces een controlerende en adviserende functie naar het bestuur en uitvoerend zolang het binnen de strategische kaders valt. Tevens maakt de BAC samen met het Pensioenbureau gebruik van de onafhankelijke performance monitoring van de custodian.

5. Strategische allocatie

Asset allocatie

De portefeuille bestaat uit een matching portefeuille en een return portefeuille:

Bij dekkingsgraden onder 125%:

Beleggingsmix	Min	Norm	Max
Matching portefeuille	45%	55%	65%
Return portefeuille	35%	45%	55%

Bij dekkingsgraden boven 125% zal de allocatie naar de return portefeuille strategisch worden verlaagd naar 35%. Op deze verdeling wordt geen actief tactisch beleid gevoerd. Wel is het toegestaan om uit risico-overwegingen een positie in te nemen, mits deze binnen de aangegeven bandbreedte valt.

De matching portefeuille bestaat uit beleggingen die meetellen voor de rente-afdekking. Dit zijn (niet limitatief) staatsobligaties, swaps, investment grade bedrijfsobligaties en NL Woninghypotheken. De return portefeuille bestaat uit beleggingen die niet meetellen voor de rente-afdekking. Dit zijn (niet limitatief) aandelen, obligaties opkomende landen, hoogrentende obligaties en onroerend goed. De invulling van de matching en return portefeuille (bijvoorbeeld de normweging naar aandelen) ligt vast in het jaarplan beleggingen. Inclusief de bandbreedtes per beleggingscategorie en de wijze waarop wordt geherbalanceerd.

Rente-afdekking

Om het renterisico te beheersen dekt het Pensioenfonds dit risico voor tussen de 30% en 100% af, op basis van marktrente. Het fonds hanteert een strategische rente-staffel. Deze staffel geeft aan wat de beoogde marktrente-afdekking is bij een bepaalde rentestand. De staffel geldt bij alle dekkingsgraden. In het jaarplan beleggingen wordt uitgeschreven hoe de rentestaffel wordt gehanteerd om de rente-afdekking vorm te geven. In het jaarplan beleggingen wordt tevens uitgeschreven welke bandbreedtes daarbij worden gehanteerd.

Rentestand 20 jaar swap	Beoogde rente- afdekking
Lager dan 0,5%	30%
Tussen 0,5% en 1%	37,5%
Tussen 1% en 1,5%	45%
Tussen 1,5% en 2%	52,5%
Tussen 2% en 2,5%	60%
Tussen 2,5% en 3%	67,5%
Tussen 3% en 3,5%	75%
Tussen 3,5% en 4%	82,5%
Tussen 4% en 4,5%	90%
Boven 4,5%	100%

Valuta-afdekking

In overeenstemming met de investment beliefs, dekt het Fonds het valutarisico op de drie grote buitenlandse valuta in (USD, GBP, JPY) voor 100% van de benchmark af met een bandbreedte van + of - 10%. Er wordt geen tactisch beleid gevoerd.

Risicohouding

De risicohouding van het Fonds wordt vastgelegd door een VEV range en een tracking error range.

Deze ranges zijn onafhankelijk van de dekkingsgraad. De bandbreedte van het VEV is naar aanleiding van de ALM studie in 2015 vastgesteld op 110% - 118%. In het jaarlijks jaarplan beleggingen worden VEV en tracking error range verder verfijnd (smallere bandbreedtes).

Rebalancing en economische visie

Wanneer de beleggingsportefeuille van het Fonds buiten de bandbreedtes zoals gedefinieerd in het jaarlijkse beleggingsplan raakt, zal de fiduciair manager na accordering van de BAC de gewichten terugbrengen naar het strategische gewicht. Het Fonds maakt geen gebruik van tactische asset allocatie omdat het Fonds niet verwacht dat zij hiermee een toegevoegde waarde kan leveren aan het rendement.

Bij besluitvorming rondom de aanpassing van de renteafdekking op basis van de gedefinieerde rentestaffel, maakt het Fonds een realistische inschatting van marktontwikkelingen op de korte termijn. Deze inschatting is gebaseerd op de verwachting van de fiduciair manager, aangevuld met de verwachting van de externe adviseur van de BAC en de BAC leden zelf.

Toevoegen beleggingscategorieën

Het besluit om een asset class toe te voegen aan de portefeuille valt onder de verantwoordelijkheid van het bestuur. Het bestuur baseert dit besluit op een voorstel van de fiduciair manager aangevuld met een second opinion van de BAC en de externe adviseur. De fiduciair manager kijkt in dit opzicht in eerste instantie naar een risico rendementsanalyse. De BAC onderzoekt onder meer of de beleggingscategorie past binnen het risico budget en het 'governance budget' van het Fonds en of de beleggingscategorie past binnen de beleggingsovertuigingen en beleggingsrestricties van het Fonds.

Selectie externe managers of fondsen

In de meeste gevallen selecteert de fiduciair manager externe managers en fondsen. De fiduciair manager gaat hierin van een long list naar een short list en stelt uiteindelijk de manager of het fonds voor waar zij zelf de voorkeur aan geeft. De BAC besluit hierover zolang dit binnen haar mandaat ligt, of besluit dit voor te leggen aan het bestuur, wanneer daar een reden voor is. De door de fiduciair manager voorgestelde manager (of het voorgestelde fonds) wordt getoetst aan de eigen criteria en aan de investment beliefs van het Fonds. De criteria van het Fonds betreffen de onderwerpen: organisatie/team, beleggingsfilosofie, beleggingsproces/risicomangement, rendement, prijs en 'governance budget'. Daar waar de fiduciair niet betrokken is bij de selectie van een externe manager, stelt het Fonds zelf een long en short list op, eventueel hierin ondersteund door een externe partij.

Beleggingsrestricties

Het Fonds hanteert beleggingsrestricties. Op strategisch niveau liggen deze op het niveau van bandbreedtes ten aanzien van asset allocatie, VEV en tracking error. Ook gelden er restricties ten aanzien van credit rating, collateral management, leverage, verantwoord beleggen, tegenpartijen en andere risico's. De uitwerking hiervan staat jaarlijks in het jaarplan beleggingen.

6. Risicomanagement

In alle stappen van het beleggingsproces is er sprake van risico's die gemanaged dienen te worden. Daarnaast is er in de beleggingsportefeuille sprake van verschillende soorten risico's. Voor de verschillende stappen van het beleggingsproces zijn risico's geïdentificeerd waarvoor, na inschatting van de waarschijnlijkheid en omvang, bijbehorende beheersmaatregelen zijn vastgesteld. Op basis van monitoring en maandelijkse verslaglegging in een risico/rendements dashboard wordt gerapporteerd over risicomanagement. Hierin worden alle risico's gemonitord inclusief de maatstaf voor tracking error en het VEV (Vereist Eigen Vermogen), die binnen de vooraf vastgestelde bandbreedte dient te blijven.

De belangrijkste risicocategorieën die zijn gedefinieerd:

Marktrisico

Het Fonds neemt bewust marktrisico omdat hier, naar verwachting, een risicopremie tegenover staat. Periodiek wordt met behulp van een ALM-studie het strategisch beleggingsbeleid bepaald in welke mate het bestuur bereid is marktrisico te nemen in de beleggingsportefeuille.

Beheersmaatregelen:

- Nadat een keuze is gemaakt over de hoeveelheid marktrisico die wordt gelopen, wordt vastgehouden aan dit beleid tot de volgende herijking. Dit bevordert een heldere besluitvorming over het nemen van marktrisico. In de portefeuille wordt het risico beheerst door het stellen van bandbreedtes rondom de strategische allocatie. De maandelijkse dashboard rapportage meet of de allocatie van de werkelijke portefeuille binnen de bandbreedtes is. De grootte van de bandbreedte bij een asset class is afhankelijk van de gemiddelde volatiliteit in deze asset class en wordt opgesteld naar rato van het strategische gewicht van deze asset class in de portefeuille.

Renterisico

Het Fonds loopt renterisico doordat, als gevolg van verschillen in duratie, de waarde van de verplichtingen van het Fonds anders op renteveranderingen reageert dan de waarde van de beleggingen. Dit risico is, als er geen beheersmaatregelen worden genomen, zeer groot. Voor de mate van afdekking van het renterisico is een beleidskader³ vastgesteld dat als richtlijn fungeert.

Beheersmaatregelen:

- het renterisico wordt (deels) afgedekt. Het bestuur heeft beleid geformuleerd m.b.t. het niveau van deze afdekking; de curve positionering en de te gebruiken instrumenten;
- maandelijks in de dashboard rapportage en ieder kwartaal in de beleggingsrapportage wordt gerapporteerd over de tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen;
- iedere maand wordt er in de Dashboard rapportage gerapporteerd over de mate van rente afdekking;
- eens per jaar gaat er een update van de kasstromen naar de fiduciair manager;
- de effectiviteit van de rentehedge wordt vanaf 1 januari 2018 elk kwartaal geëvalueerd.

³ Zie tabel rente-afdekking hoofdstuk 5

Kredietrisico

Het Fonds neemt bewust kredietrisico door het kopen van obligaties omdat hier, naar verwachting, een risicopremie tegenover staat.

Beheersmaatregelen:

- Spreiding in de SAA, benchmark en monitoring tracking error;
- Limieten op creditratings en/of landen en/of sectoren.

Valutarisico

Het Fonds loopt valutarisico doordat de verplichtingen van het Fonds in euro luiden terwijl de beleggingen gespreid zijn over meerdere valuta. Naar verwachting wordt op lange termijn geen extra rendement behaald door valutarisico te nemen. Daarom wordt het valutarisico grotendeels afgedekt.

Beheersmaatregelen:

- Afdekking van valuta's USD, GBP en JPY;
- De afdekking van het valutarisico wordt per kwartaal op strategisch niveau gebracht;
- Iedere maand wordt in de Dashboard rapportage gerapporteerd over de afdekking van valuta.

Uitbestedingsrisico

Uitbesteding kan de continuïteit, integriteit en/of kwaliteit van de werkzaamheden schaden. Het risico bestaat eruit dat een uitvoerder/manager niet handelt volgens de belangen van het Fonds of dat de richtlijnen waarbinnen een manager mag opereren verkeerd zijn gedefinieerd.

Beheersmaatregelen:

- Contracten zijn vastgesteld met inachtneming van de uitbestedingsrichtlijnen van het Fonds en de Pensioenwet;
- Contracten met custodian, fudiciair en adviseur kunnen alle op korte termijn beëindigd worden;
- Monitoring of de fiduciair manager zich aan het mandaat houdt;
- De BAC is zich bewust van het speelveld van fiduciair managers en evalueert regelmatig het opereren van de eigen fiduciair manager. Aandachtspunten worden besproken. Contracten worden altijd door twee tekeningsbevoegden ondertekend;
- Contracten worden indien nodig voorgelegd aan gespecialiseerde juristen;
- Leden van de BAC bezoeken regelmatig fondsmanagers samen met de fiduciair manager en de beleggingsadviseur.
- Veranderingen worden in de FMA (Fiduciair Management Agreement) vastgelegd.

Integriteitrisico

Twijfel over de integriteit kan de reputatie van het Fonds schaden. Voorbeelden van integriteitrisico zijn het benadelen van derden, handelen met voorwetenschap en het witwassen.

Beheersmaatregelen:

- Naleving van de gedragscode van het Fonds door bestuur en medewerkers van het Pensioenbureau, leveranciers en overige dienstverleners.
- Toetsing door fiduciair manager van externe beheerders en rapportage hierover op kwartaalbasis in de beleggingsrapportage.

Derivaten

Derivaten worden binnen het Pensioenfonds alleen gebruikt om het rente- en valutarisico te verminderen of voor efficiënt portefeuillebeheer. Zie onder het kopje Leverage onder welke overige voorwaarden gebruik van derivaten binnen de fondsen is toegestaan.

Aan het gebruik van derivaten in de portefeuille zijn de volgende risico's verbonden. Het gaat om:

- Transacties in derivaten vragen (meestal) onderpand (zie onderpandrisico en liquiditeitsrisico);
- Derivaten zijn vaak onderhandse contracten, die specifiek met een tegenpartij zijn overeengekomen. Dit resulteert in tegenpartijrisico (zie tegenpartijrisico).

Beheersmaatregelen:

- Zie onderpandrisico, liquiditeitsrisico en tegenpartijrisico;
- Het houden van workshops gericht op het begrip van de risico's verbonden aan derivaten. Met name begrip van ISDA's en CSA's
- Per kwartaal wordt door de fiduciair gerapporteerd over:
 - o de collateral posities;
 - o derivaten posities en stresstesten derivaten posities
- De derivatenposities m.b.t. valuta- en renteafdekking zijn ondergebracht in de deelportefeuilles Matching Portfolio en FX (beiden in de QiF) en worden tevens afzonderlijk in de rapportages van de fiduciair weergegeven. Betreffende rapportages worden ieder kwartaal in de BAC besproken.
- Op valutaderivaten is conform EMIR regelgeving vanaf 1 januari 2018 central clearing van toepassing.
- Voor rentederivaten is het Fonds geëquipeerd om nieuwe contracten central te laten clearen.

Leverage

Leverage houdt in dat een belegging (deels) met geleend geld is gefinancierd en een rendements-risicoprofiel heeft dat gelijk is aan een met geleend geld gefinancierde belegging. Zo is het rendementsprofiel van een renteswap gelijk aan een met geleend geld gekochte obligatie.

Leverage wordt in beginsel niet toegestaan, tenzij het nodig is voor het afdekken van het renterisico.

Mocht er in een fonds waarin het Fonds belegt sprake zijn van leverage dan worden de afspraken hieromtrent bij de selectie van het beleggingsfonds beoordeeld door het Fonds en

vastgelegd in de fondsdocumenten, en gemonitord door de fiduciair manager en de BAC. Hierbij gelden in ieder geval de volgende voorwaarden:

- Er zullen geen verplichtingen voor het Fonds kunnen ontstaan die de waarde van de deelneming in de betreffende fondsen te boven gaan (d.w.z. maximaal verlies = participatiewaarde).
- Het gebruik van leverage heeft tot doel om op efficiënte wijze invulling te geven aan het portefeuillebeleid van de fondsmanager en past binnen het geldende risicobudget voor actief beheer.

De toetsing van het leverage-beleid van een fonds vindt plaats bij de selectie. Indien het Fonds eenmaal deelneemt is er weinig mogelijkheid tot bijsturing. Het Fonds accepteert dat het deelneemt in fondsen waar beleggingen met leverage in kunnen zitten. Bij de beoordeling hiervan wordt rekening gehouden met de materialiteit van deze risico's zoals deze tot uitdrukking komt in de bijdrage aan het totale risico van het Fonds.

Beheersmaatregelen:

- Maximeringen ten aanzien van leverage;
- Stress testen.

Liquiditeitsrisico

Ondanks de lange horizon van de uitstaande verplichtingen, is het belangrijk voor het Fonds om het liquiditeitsrisico op korte termijn te beheersen. Het Fonds vindt dat extreme liquiditeitsrisico's vermeden moeten worden, maar liquiditeitsrisico totaal uitsluiten leidt tot derving van (benodigd) rendement. Het Fonds wil een dussdanig liquiditeitsbeleid hanteren, dat het met inzetten van derivaten specifieke risico's kan afdekken (rente- en valutarisico), maar ook in staat is om haar doelstellingen en (toeslag)ambities te behalen door rendementen te optimaliseren, waarbij investeren in illiquide beleggingen een extra rendement genereert.

Beheersmaatregelen:

- Liquiditeitsrisico wordt bewaakt met behulp van een stresstest 'liquiditeiten'. Deze stresstest geeft inzicht in de benodigde liquiditeiten bij marktschokken en de beschikbare hoeveelheid liquiditeiten;
- Deze bewaking vindt dagelijks plaats met een horizon van een dag, een week en een kwartaal bij de fiduciair manager. Maandelijks wordt in de reguliere rapportage van de fiduciair manager hierover gerapporteerd aan BAC en bestuur.
- Er zijn limieten gesteld voor de mate waarin leverage door middel van derivaten in de portefeuille is toegestaan.
- In de beleggingsportefeuille worden voldoende liquide middelen aangehouden en er zijn voldoende beleggingsfondsen aanwezig waar dagelijkse uittrekking mogelijk is.

Tegenpartij / faillissementsrisico

Als er geen mitigerende maatregelen genomen zouden worden, zou het tegenpartijrisico in de beleggingsportefeuille zeer groot zijn. Het betreft het risico dat tegenpartijen waarmee derivatentransacties zijn aangegaan geheel of gedeeltelijk in gebreke blijven. Voor de interest rate swaps, gericht op het reduceren van renterisico, geldt dat bij het wegvallen van de tegenpartij ook de afdekking komt te vervallen. De impact hiervan kan zeer groot zijn. Tegenpartijrisico hangt ook samen met concentratierisico, dat verder niet beschreven wordt.

Beheersmaatregelen:

- Spreiding binnen de aandelenportefeuille;
- Spreiding binnen de matchingportefeuille;
- Richtlijnen ten aanzien van ratingvereisten;
- Voldoende tegenpartijen waarmee ISDA's zijn afgesloten zodat een concentratie van exposure bij tegenpartijen wordt voorkomen;
- Collateral voor openstaand exposure
- Het Fonds beschikt over de mogelijkheid swaps af te sluiten onder central clearing;
- Selectieproces ten aanzien van tegenpartijen waarin onder meer wordt gekeken naar:
 - Toezicht op deze partijen
 - Kredietwaardigheid
 - Dienstverlening
- Periodieke beoordeling kredietwaardigheid tegenpartijen.

Waarderingsrisico

Waarderingsrisico is het risico dat de waardering van de beleggingen niet juist, niet volledig, niet tijdig of niet onafhankelijk is. Vooral het risico van de waardering van interest rate swaps is groot. Dit komt doordat er sprake is van een onderhands contract waarvoor geen transparante marktprijs bestaat.

Beheersmaatregelen:

- De waardering van de portefeuille gebeurt door de custodian en daarmee onafhankelijk van de aangestelde fiduciair;
- Waardering van derivaten gebeurt door de prijs⁴ van de tegenpartij op te vragen en te vergelijken met de gemodelleerde prijs berekend door de portfolio manager. Indien de afwijking buiten de bandbreedtes valt zal er overlegd worden met de tegenpartij om tot overeenstemming te komen.
- De waardering van de onroerend goed portefeuille wordt jaarlijks getoetst met behulp van het goedgekeurde jaarverslag van de onroerend goed manager;
- De waardering van participaties in beleggingsfondsen wordt jaarlijks getoetst met behulp van het goedgekeurde jaarverslag van het betreffende fonds.

Concentratie risico

Het concentratierisico is het risico dat verband houdt met een grote concentratie van de beleggingen in bepaalde activa of op bepaalde markten. Hoe groter de spreiding binnen de beleggingsportefeuille, hoe kleiner het concentratierisico. Het concentratie risico wordt beheerst door diversificatie binnen de beleggingsportefeuille en het vermijden van een groot belang in een specifieke onderneming, sector, regio, beleggingscategorie of een beleggingsfonds.

Onderpandrisico

Collateral (management) is erop gericht om het risico op de tegenpartij te reduceren. Maar de effectiviteit daarvan is afhankelijk van de mate van de beheersing van de volgende risico's:

- Het risico dat het onderpand niet voldoende is ter compensatie van het verlies op een tegenpartij;

⁴ Met 'prijs' is bedoeld de combinatie van de biedprijs en laatprijs die op een gegeven moment in een bepaald effect door de markt wordt geboden en gelaten.

- Het risico dat het rendement op het gestorte collateral minder is dan het rendement dat daarover aan de tegenpartij betaald moet worden;
- Het risico dat het onderpand onjuist gewaardeerd wordt;
- Operationele risico's doordat er sprake is van dagelijkse collateral-stromen van en naar de beleggingsportefeuille en de collateral rekeningen.

Beheersmaatregelen:

- ISDA met eenduidige richtlijnen op het gebied van toegestaan collateral, haircuts, thresholds, minimum transfer amounts, etc.;
- Dagelijks beheer van het collateral;
- Per kwartaal wordt er gerapporteerd over de collateral posities;
- Het beleid t.a.v. collateral management en de beheersing daarvan is opgenomen in de prospectus van de fondsen. Onderpand wordt dagelijks uitgewisseld. Specifieke informatie over het soort onderpand, de threshold en de spreiding over tegenpartijen zal door de fiduciair manager worden opgevraagd.
- De mogelijkheid tot het gebruik maken van central clearing.

Performancemeting en risicometing

Er zijn risico's gerelateerd aan de performanceberekeningen en risicometing doordat er niet onafhankelijk of verkeerd gemeten wordt. Of dat er verkeerd gepresenteerd wordt of naar de verkeerde maatstaven wordt gekeken.

Beheersmaatregelen:

- Onafhankelijke performance meting en attributie analyse door de custodian;
- Maandelijkse vergelijking van de onafhankelijke performance meting en de berekeningen van de vermogensbeheerders.

Securities lending

Aan securities lending zijn risico's verbonden. Het toepassen van securities lending door fondsmanagers waarin het Fonds participeert is toegestaan. Het Fonds leent zelf geen stukken uit.

Beheersmaatregelen

- Het kritisch beoordelen van het beleid van de beleggingsfondsen waarin securities lending wordt toegestaan.

Naleven investment guidelines

De BAC van het Fonds stelt one-pagers op van alle externe fondsen, inclusief informatie over risico (tracking error, VaR), risk- en returndrivers, etc.). Deze documenten worden centraal aangehouden en gedeeld met BAC en bestuur.

In de beleggingsrapportage wordt gerapporteerd over de tracking error van ieder fonds. Ieder kwartaal wordt per fonds gerapporteerd over de ontwikkeling in de risk- en return drivers, en dit wordt besproken in de BAC.

7. Maatschappelijk verantwoord beleggen

Het Fonds hecht er belang aan om aandacht te besteden aan zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid als belegger. Daarom wordt de maatschappelijke impact betrokken bij de besluitvorming over beleggingsbeleid en legt het Fonds hierover verantwoording af. Daarnaast verwacht het Fonds van zijn vermogensbeheerders een inspanning op dit gebied en werkt het alleen samen met partijen die de PRI hebben ondertekend.

In 2017 heeft het Fonds opnieuw gekeken naar de uitgangspunten van het beleid op maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) en het is voornemens in 2018 tot een nadere uitwerking te komen.

Het Fonds heeft de overtuiging dat bedrijven die goed presteren op criteria van MVB op de langere termijn een beter rendementsrisico profiel hebben. Uitgangspunt is dan ook dat het beleid niet leidt tot een lager rendement.

Het Fonds heeft reeds een uitsluitingenbeleid geïmplementeerd waarbij zoveel mogelijk rekening wordt gehouden met algemeen aanvaardbare ethische beginselen en wenst dit beleid uit te breiden om beleggingen uit te sluiten die relatief slecht presteren op ESG-normen (Environment, Social, Governance). In 2018 wordt onderzocht hoe deze wens binnen randvoorwaarden gerealiseerd kan worden.

Het reeds geïmplementeerde uitsluitingenbeleid luidt als volgt:

Het Fonds houdt zoveel mogelijk rekening met algemeen aanvaarde ethische beginselen. Het Fonds werkt niet mee aan een beleggingstransactie die op grond van het internationale recht, verboden is. Dit houdt in dat het Fonds zich onthoudt van een belegging:

- indien daardoor strafbare of moreel verwerpelijke gedragingen worden bevorderd;
- indien de belegging - zo zij zou worden verricht - in onmiddellijk verband staat met een schending van mensenrechten of fundamentele vrijheden.
- in bedrijven die controversiële wapens maken, onderhouden of verhandelen. Deze wapencategorie omvat landmijnen, clusterbommen, munitie met verarmd uranium en biologische, chemische of nucleaire wapens. Het pensioenfonds zal zich houden aan het verbod dat is opgenomen in het Wijzigingsbesluit financiële markten 2013.

Naast het MVB-beleid voor de inrichting van de portefeuille kan het Fonds ook beleid voeren voor de invloed die het op de bedrijven heeft als aandeelhouder. Dit betreft het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en het aangaan van gesprekken met bedrijven waar op ESG gebied verbetering is gewenst. In principe heeft het Fonds hierbij een indirecte positie omdat het stemrecht berust bij de beleggingsfondsen waarin het belegt. Het Fonds heeft hieromtrent op dit moment geen beleid geformuleerd. Wanneer dit invloed-beleid nader wordt vormgegeven dan is het uitgangspunt hierbij dat wordt samengewerkt met andere beleggers en de fondsmanagers.

8. Grondslagen voor waardering beleggingen

Het Fonds belegt voornamelijk in (beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde) beleggingsfondsen. De beleggingen worden gewaardeerd op actuele waarde. Voor bepaling van de actuele waarde wordt uitgegaan van de beurskoers per controledatum. Indien er geen beurskoers voorhanden is, wordt uitgegaan van de door de fondsmanager opgegeven net asset value. Deze net asset value wordt bepaald met behulp van de waardering van de onderliggende beleggingen tegen hun marktwaarde (bij voorkeur beursnotering). Bij het ontbreken van een beursnotering, wordt de waarde bepaald met behulp van marktconforme waarderingsmodellen.

Maandelijks vindt afstemming plaats over de waardebepaling van de beleggingen tussen de fiduciair manager en de custodian (reconciliatie). Het Fonds controleert maandelijks de opgenomen net asset value per beleggingsfonds op basis van aangeleverde documentatie.

Bij de afsluiting van het boekjaar van het Fonds, worden alle waarderingen van de onderliggende beleggingen aangesloten met de net asset value zoals opgenomen in de gecontroleerde jaarverslagen van de beleggingsfondsen. Indien het einde van het boekjaar voor het beleggingsfonds niet gelijk loopt met het einde van het kalenderjaar, wordt de net asset value zoals opgenomen in de (ongecontroleerde) factsheets en de koersontwikkeling gedurende de tussenliggende maanden beoordeeld en vergeleken met de opgenomen waardering in de boekhouding van het Fonds.

9. Begrippenlijst

Central clearing	De praktijk waarbij een financiële instelling voor meerdere/vele partijen de transacties/posities saldeert en als feitelijke tegenpartij fungeert.
Collateral	Onderpand.
CSA	Credit Support Annex, afspraken ten aanzien van derivatenovereenkomsten.
EMIR	European Market Infrastructure Regulation.
FX	Wordt als afkorting gebruikt voor The Foreign eXchange market.
Haircuts	Afwaardering van de marktwaarde bij te storten collateral, i.v.m. de situatie dat een bedrijf in default raakt, en er evenredig wordt gekort op crediteuren.
ISDA	ISDA master agreement (International Swaps and Derivatives Association); Afspraken ten aanzien van derivatenovereenkomsten.
Leverage	Leverage houdt in dat een belegging (deels) met geleend geld is gefinancierd en een rendements-risicoprofiel heeft dat gelijk is aan een met geleend geld gefinancierde belegging.
Securities lending	Is het tijdelijk uitlenen van in eigendom gehouden aandelen aan een derde partij. De uitlenende partij ontvangt daarbij naast een vergoeding tevens zekerheden, meestal in de vorm van contanten of obligaties. In securities lending geïnteresseerde partijen zijn partijen die gebruik maken van fiscale faciliteiten bij dividend- en couponontvangsten en die 'short' strategieën volgen zoals gebruikelijk in de hedgefund wereld. Een dergelijk fonds leent bepaalde aandelen van de belegger onder de verplichting óf op een bepaalde datum óf op verzoek van de uitlenende partij, deze aandelen terug te leveren. De economische rechten zoals dividenduitkeringen blijven toekomen aan de uitlenende partij. De uitlenende partij kan evenwel niet gebruik maken van bijvoorbeeld stemrecht op uitgeleende aandelen.
Threshold	Ondergrens qua omvang van uit te wisselen onderpand in kader van kostenefficiëntcy.
PRI	Principles for Responsible Investment.