

Beleggings- overtuigingen

bpfBOUW mei 2018



Inhoudsopgave

1. Beleggingsovertuigingen bpfBOUW	3
1.1 Inleiding	3
1.2 Beleggingsovertuigingen t.a.v. de normen en ambitie van het pensioenfonds	4
1.3 Beleggingsovertuigingen t.a.v. financiële markten	5
1.4 Beleggingsovertuigingen t.a.v. de beleggingscategorieën en -instrumenten	7
1.5 Beleggingsovertuigingen t.a.v. het vermogensbeheer	8
2 Slotopmerking	8

1 Beleggingsovertuigingen bpfBOUW

1.1 Inleiding

Beleggingsovertuigingen, of breder de Verklaring Beleggingsbeginselen waarin deze dikwijls zijn ingebed, vormen de verzameling uitgangspunten van een pensioenfonds welke ten grondslag liggen aan haar beleggingsbeleid. Een volledige Verklaring Beleggingsbeginselen, welke niet het onderwerp van dit document is, bevat naast Beleggingsovertuigingen ook zaken als de doelstelling en ambitie van het fonds, uitgangspunten en houding ten aanzien van risico, afspraken voor de uitvoering en fondsenwaarden zoals verantwoord beleggen-standpunten en de geambieerde maatschappelijke rol. Binnen dit bredere kader spelen ook de verplichtingen een rol, welke onder andere via de ALM worden vertaald naar het beleggingsbeleid, waaronder de rendementsdoelstellingen.

Beleggingsovertuigingen worden in de sector ook wel "Investment Beliefs" of "Beleggingsprincipes" genoemd. Beleggingsovertuigingen geven de visie van het pensioenfonds weer over de essenties van de wisselwerking tussen economische ontwikkelingen en de "vertaling" daarvan in de financiële markten en assets (beleggingsproducten). Assets kunnen zowel financiële als fysieke producten zijn. Beleggingsovertuigingen worden door het bestuur gebruikt als richtlijnen voor het beleggingsbeleid waarbij het beleggingsbeleid in dienst staat van het behalen van de doelstellingen in brede zin van het pensioenfonds. Bij uitbesteding van haar beleggingen vormen de beleggingsovertuigingen de grondslag voor de mandaten.

Beleggingsovertuigingen zijn gestoeld op een mix van wetenschappelijke inzichten, ervaringen en verwachtingen t.a.v. ontwikkelingen o.a. op het maatschappelijke vlak. De aard van beleggingsovertuigingen maken dat ze dynamisch zijn en dus ook met een zekere regelmaat¹ moeten worden herijkt. Beleggingsovertuigingen zijn niet vrijblijvend maar wel voor verandering vatbaar. Indien een beslissing c.q. mandaat tegen de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds ingaat, zal dit zeer goed onderbouwd moeten worden en/of leiden tot een aanpassing van haar beleggingsovertuiging(-en).

De reikwijdte van Beleggingsovertuigingen betreft in het bijzonder de volgende aspecten:

- De wisselwerking tussen de economieën, de financiële markten en financiële assets;
- De dynamiek en werking van financiële markten;
- De invulling van een portefeuille en de eigenschappen van bepaalde beleggingscategorieën en instrumenten;
- Het vermogensbeheer en de eisen daaraan;
- De normen van het pensioenfonds als randvoorwaarde voor beleggingen; en
- De ambitie van een waardevast pensioen.

¹ Minimaal driejaarlijks, voorafgaand aan de ALM-studie en bepalen strategisch beleid

Beleggingsovertuigingen t.a.v. de normen en ambitie van het pensioenfonds als randvoorwaarde voor de beleggingen

2 Het specifieke of onsystematische risico dat niet kan worden weggediversificeerd.

1. BpfBOUW ambieert een waardevast pensioen voor haar deelnemers. Het nemen van beleggingsrisico's en het aanhouden van aan inflatie gerelateerde beleggingen in de portefeuille zijn noodzakelijk om aan die ambitie te kunnen voldoen.

Toelichting: Beleggingsrisico's worden genomen om de ambitie van het pensioenfonds (waardevast pensioen tegen acceptabele kosten) te kunnen realiseren. Voor het nemen van deze risico's moet gelden dat ze beloond worden in de vorm van een adequaat rendement. Voor de meeste beleggingsrisico's is dat het geval in een normaal functionerende economie, gemiddeld over een langere periode, uitgaande van een voor de cyclus gecorrigeerde waardering. Er zijn ook risico's waarbij de relatie tussen economische waarde en de prijs van het financiële actief, zoals bij valuta's, vrijwel niet is vast te stellen. Hierbij is onze "vertaling" dat dit risico's zijn die niet structureel beloond worden.

Risico kan diverse verklaringen hebben zoals de instabiliteit van onderliggende (operationele) kasstromen, maar ook het begin van een nieuwe (beleggings)trend of andere vormen van innovatie. Het beleggingsbeleid moet erop gericht zijn om die beleggingsvormen te identificeren waarop een structureel beloond risico ligt in de vorm van een adequate risicopremie.

Inflatie heeft een grote invloed op de waardevastheid van het pensioen. Daarom is het voor een pensioenfonds met een reële ambitie zinnig om aan inflatie gerelateerde beleggingen in de portefeuille te hebben. Onder de huidige wet- en regelgeving wordt het door een pensioenfonds gevoerde beleid afgerekend op nominale grondslag en speelt de nominale rente als "meetlat" voor een adequate verhouding tussen verplichtingen en assets – en derhalve de nominale dekkingsgraad – een overheersende

rol. Dit maakt het voor bpfBOUW moeilijker om haar indexatie ambities tot leidraad voor het door haar gevoerde beleid te maken. Bovendien maakt de focus op de nominale dekkingsgraad dat het beleggingsbeleid steeds meer gericht wordt op de korte termijn. De spanning tussen de lange termijn doelstelling van het pensioenfonds – geïndexeerde pensioenen – en het Toezichtskader dat gericht is op behoud van de pensioenen in nominale zin, kan leiden tot suboptimaal beleid.

2. Het meewegen van verantwoord beleggen aspecten is een integraal onderdeel van vermogensbeheer.

Toelichting: verantwoord beleggen geeft aandacht aan Environmental, Social & Governance aspecten, levert een bijdrage aan de maatschappij en een duurzame wereld en kan tevens bijdragen aan de kwaliteit en het rendements-risicoprofiel van de beleggingsportefeuille. Ondernemingen met aandacht voor deze aspecten hebben een beter en bestendiger toekomstperspectief en presteren daardoor gemiddeld beter en brengen een lager risico met zich mee dan hun peer group. Beleggingen in dergelijke bedrijven passen zowel bij de primaire verantwoordelijkheid van bpfBOUW, namelijk een solide financieel rendement, als ook bij de verantwoordelijkheid om maatschappelijk rendement na te streven en te stimuleren.

Dit kan onder andere door actief gebruik te maken van stemrecht, uitsluiting of juist insluiting van bepaalde ondernemingen of debiteuren, verduurzaming van vastgoed en andere beleggingen en via maatschappelijk gerichte beleggingen. Voor beleggingen in staatsobligaties gelden vergelijkbare uitgangspunten, zij het dat door het hogere idiosyncratische risico² dat aan staatsobligaties verbonden is, beslissingen inzake in- of uitsluiting enige rendementsconsequenties met zich mee kunnen brengen

Beleggingsovertuigingen t.a.v. financiële markten

3. Financiële markten zijn niet altijd efficiënt.

Actief beleid kan lonen.

Toelichting: markten voor beursgenoteerde financiële assets tenderen op lange termijn naar fair economic value, maar kunnen daar gedurende kortere of langere tijd van afwijken. Beleggers kunnen profiteren van de inefficiënties of onevenwichtigheden door tijdelijke posities in te nemen, c.q. dynamisch of actief beleid te voeren, waarbij de feitelijke beleggingsportefeuille afwijkt van de Strategische Asset Allocatie en/of van de gehanteerde (standaard en maatwerk) benchmarks. Toegevoegde waarde en kosten worden daarbij tegen elkaar afgewogen. De belegger maakt gebruik van de fase van de cyclus waarin markten zich bevinden qua waarderingen. Daarvoor is het nodig om op regelmatige basis en op consistente wijze vast te stellen voor welke beleggingscategorieën of -vormen sprake is van over- en onderwaardering. Er kunnen zich situaties voordoen waarin marktprijzen langdurig afwijken van de fair economic value (i.e. het vaststellen van de economische waarde in een bepaalde fase van de cyclus waarin markten zich bevinden en of er sprake is van over- of onderwaardering). Langdurige afwijkingen kunnen optreden indien er bijvoorbeeld sprake is van institutionele oorzaken van marktverstoringen (bijvoorbeeld als gevolg van een extreem ruim monetair beleid).

4. Voor een aantal belangrijke financiële assets en grootheden is er sprake van "Mean Reversion".

Toelichting: Mean Reversion houdt in dat een financiële grootheid zoals bijvoorbeeld een risicopremie voor aandelen op den duur tendeeft naar haar Lange Termijn gemiddelde waarde. Dit geldt bijvoorbeeld ook voor de reële rente, maar voor de nominale rente is deze relatie niet zichtbaar. Beleggers kunnen profiteren van afwijkingen van de gemiddelde lange termijn waarde door tijdelijke posities in te nemen, c.q. dynamisch of actief beleid te voeren. Daarnaast geldt ook hiervoor dat zich marktsituaties voor kunnen doen waarin Mean Reversion lange tijd niet optreedt als gevolg van marktverstoringen of zelfs in het geheel niet meer zal optreden door structurele veranderingen.

BpfBOUW zal vaak een anti-cyclische benadering bij haar beleggingen kiezen. Deze benadering komt voort uit de waarneming dat er in de financiële markten regelmatig grote afwijkingen van de lange termijn gemiddelde waarderingen optreden. Deze afwijkingen worden niet altijd gevoed door economische rationaliteit maar door sentiment. Indien dit naar het oordeel van bpfBOUW het geval is, zal zij anti-cyclisch beleggen.

Mean Reversion is een belangrijk uitgangspunt in ALM-modellen omdat het voor een model nu eenmaal noodzakelijk is om met een consistente aanpak te werken. Bij de interpretatie van de uitkomsten van ALM modellen moet er rekening gehouden worden met het gegeven dat Mean Reversion niet altijd voor alle (sub-)categorieën opgaat³.

5. BpfBOUW heeft geen visie over de rente op korte termijn.

Toelichting: de rente is op korte termijn (korter dan 1 jaar) niet voorspelbaar en het nemen van renterisico wordt niet structureel beloond. Renterisico kan worden omschreven als het risico dat rentefluctuaties – als gevolg van ontoereikende afstemming tussen rentegevoelige activa en passiva (inclusief off-balance posten) op het gebied van rentelooptijden en rentevoeten – leiden tot ongewenste effecten op balans en resultaat.

Op langere termijn tenderen rentes naar een niveau dat wordt gerechtvaardigd door het niveau van de inflatie en de risicopremie in de rente. Door interventies van centrale banken kan deze relatie langere tijd verstoord worden. Indien bpfBOUW alleen een nominale ambitie had zou een sec "liability-driven" benadering pleiten voor 100% afdekking. bpfBOUW heeft echter de ambitie om haar deelnemers zoveel mogelijk koopkrachtbehoud in hun pensioenen te bieden. Een louter nominale matching zou dit streven naar koopkrachtbehoud onmogelijk maken. Naast andere, beleggingstechnische redenen, is dit een belangrijk argument voor bpfBOUW om haar renteafdekking beneden de 100% vast te stellen.

³ Dit kan door het uitvoeren van gevoeligheidsanalyses en/of aanpassen van het model en kan gevolgen hebben voor het verwerken van de uitkomsten.

6. Op lange termijn verbetert diversificatie de risico-rendement propositie.

Toelichting: spreiding over diverse beleggings-categorieën, stijlen regio's, (economische) risicobronnen, etc. is de meest eenvoudige manier om de verhouding tussen rendement en risico te verbeteren. Concentratie, dat is een te hoog gewicht voor een bepaalde (sub)categorie (o.a. regio, sector, debiteur) dat niet wordt gerechtvaardigd door sterke onderwaardering, leidt tot additioneel risico, zonder dat daar voldoende extra rendement tegenover staat.

Diversificatie kan zowel over economische risicobronnen als over financiële assets plaatsvinden. In "normale" marktomstandigheden werkt diversificatie over financiële assets goed, maar in tijden van "marktstress" blijkt, zeker voor de korte termijn, de diversificatie over financiële assets minder goed te werken. Binnen beleggingscategorieën c.q. financiële assets kan door diversificatie het specifieke risico van individuele assets "geneutraliseerd" worden, zodat alleen het marktrisico van die financiële asset overblijft. Daarbij moet diversificatie wel zinvol, beheersbaar en kostenefficiënt blijven: bpfBOUW neemt dan ook in principe geen 'te' kleine belangen om de strategische asset allocatie te sturen.

7. Allocatie bepaalt grotendeels het rendement.

Toelichting: de allocatie over beleggings-categorieën is veruit de belangrijkste drijver van het portefeuillerendement. De kern van het risico-rendements-profiel van de beleggings-portefeuille betreft dan ook de strategische asset allocatie. Een ALM-analyse is één van de hulpmiddelen bij de totstandkoming van de strategische asset allocatie.

Bij ieder voorgenomen risico bestaat altijd één portefeuille(allocatie) met een hoger verwacht rendement dan alle andere mogelijke portefeuilles. Aangezien er altijd meerdere risico's een rol spelen bij de totstandkoming van een asset allocatie is de "optimale" portefeuille een resultante van het gewicht dat aan de verschillende risico's wordt toegekend. Andere bepalende factoren zijn randvoorwaarden als regelgeving, kosten van implementatie, verantwoord beleggen e.d. Deze randvoorwaarden kunnen in de tijd verschuiven en daarmee ook de "optimale" portefeuille. Ook door het ontstaan van waarderingsverschillen als gevolg van marktdynamiek verandert deze "optimale" portefeuille in de tijd. Dit kan een reden zijn om af te wijken van de strategische gewichten. Die afwijkingen vinden plaats binnen de daarvoor toegestane bandbreedtes.

Hoewel de allocatie naar asset categorieën historisch de belangrijkste drijver van het portefeuillerendement was, wordt onderkend dat er – als gevolg van economische ontwikkelingen, structuurbreuken e.d. – sprake is van toenemende divergentie binnen de economieën – en daarmee binnen asset categorieën – waardoor het in toenemende mate van belang is om rekening te houden met de spreiding over subcategorieën en economische risicobronnen. Wegings- en uitvoeringsrisico's kunnen het feitelijke fondsrisko, zowel in positieve als in negatieve zin, aanmerkelijk verhogen.

Beleggingsovertuigingen t.a.v. beleggingscategorieën en -instrumenten

8. Geduld wordt beloond.

Toelichting: BpfBOUW is een lange termijn belegger met een voorkeur voor beleggingsstrategieën met een lange termijn focus. Dit biedt de mogelijkheid om niet alleen “te profiteren van onevenwichtigheden” in de markten, maar ook om anti-cyclisch te beleggen en te beleggen in illiquide producten. Impliciete aanname is dat beleggers teveel betalen voor liquiditeit hetgeen impliceert dat bpfBOUW, binnen de grenzen van haar minimale liquiditeitsvereisten, tracht te profiteren van de extra rendementen die op illiquide beleggingen kunnen worden behaald.

BpfBOUW heeft een signaallimiet illiquide beleggingen vastgesteld om te bewaken dat het belang in illiquide beleggingen (zoals direct vastgoed en infrastructuur) niet te groot wordt, wat leidt tot onwenselijk liquiditeitsrisico. Er moet met de beleggingen in elk geval voldoende liquiditeit gegenereerd kunnen worden om de eerstkomende tien jaar aan de verplichtingen uit hoofde van pensioenbeheer te kunnen voldoen.

9. Valutarisico wordt niet beloond, maar afdekking is niet altijd zinvol.

Toelichting: ontwikkelingen ten aanzien van vreemde valuta's zijn onvoorspelbaar op korte termijn en op lange termijn leveren valuta's inclusief rente geen overrendement op ten opzichte van de basisvaluta. In principe moet valutarisico dan ook volledig worden afgedekt.

In haar valuta-afdekkingsbeleid maakt bpfBOUW een onderscheid tussen vastrentende en zakelijke waarden. Naast de omvang van het valutarisico (in termen van volatiliteit) ten opzichte van het risico van de onderliggende activa, speelt een aantal specifieke factoren een rol.

Bij zakelijke waarden wordt het valutarisico niet volledig afgedekt. Hierbij bevatten de onderliggende economische stromen vaak een valuta-component, waardoor de notering van zakelijke financiële assets in een bepaalde valuta niet de gehele valuta-exposure weergeeft c.q. met afdekking van het valutarisico niet het werkelijke economische risico is afgedekt. De meerwaarde van de valuta-afdekking van zakelijke waarden, in termen van risicoreductie, is beperkt en neemt af naarmate de afdekking toeneemt.

Voor die beleggingen die primair worden aangehouden voor matching met de liabilities wordt het valutarisico zoveel mogelijk afgedekt om de rentehedge-kwaliteit te borgen. Door de lagere volatiliteit van vastrentende waarden wordt de invloed van de valutafactor relatief groot.

Om tactische, strategische en praktische redenen, zoals voor diversificatie of vanwege te hoge afdekkingskosten, kan van het vastgestelde afdekkingspercentage worden afgeweken.

10. Het gebruik van leverage en derivaten is onder bepaalde condities acceptabel.

Toelichting: derivaten (mogelijke balansverlenging) mogen ingezet worden ten behoeve van risico-beheersing en efficiënt portefeuillebeheer. Bij sommige beleggingscategorieën, zoals internationaal vastgoed, is beperkte leverage toegestaan. In de beleggingsplannen wordt dit nader gespecificeerd.

Beleggingsovertuigingen t.a.v. het vermogensbeheer

11. Een professionele organisatie en een beheerst beleggingsproces zijn voorwaarden voor het realiseren van de doelstellingen van het beleggingsbeleid en van het pensioenfonds.

Toelichting: in de governance rondom het vermogensbeheer is een duidelijke scheiding aangebracht tussen beleid, uitvoering en monitoring. Bij het bestuur en bestuursbureau is een voldoende mate van deskundigheid vereist, met duidelijk omschreven en toebedeelde taken en verantwoordelijkheden, en voldoende countervailing power richting uitvoeringsorganisaties. Transparantie en begrip van de beleggingen zijn voorwaarden om “in control” te zijn. Beleggingen, die het bestuur qua werking niet begrijpt, of die onvoldoende transparantie (inzicht in de werking) bieden, impliceren onbekende risico's. Dit moet worden gemitigeerd door bijvoorbeeld kennisverhoging of verbetering van de transparantie of dergelijke beleggingen dienen niet te worden gekocht danwel te worden geliquideerd.

Er wordt gebruik gemaakt van professionele fiduciaire en asset managers met een gestructureerd beleggingsproces. Dit leidt ertoe dat risico's en rendementsdrijvers beter worden geïdentificeerd en afgewogen, wat vertrouwen biedt in het behalen van een goed beleggingsresultaat en het beperken van operationele en financiële risico's. Alignment of interest en 'gecontroleerd vertrouwen' zijn belangrijke randvoorwaarden. Een beleggingsproces dat geheel ingebed is in de beleggingsorganisatie en ISAE 3402 gecertificeerd is geeft meer consistentie, continuïteit, standaardisatie en reproduceerbaarheid. Dit zijn de vier meest gebruikelijke kwaliteitscriteria voor een proces. BpfBOUW streeft naar een zo hoog mogelijke mate van kwaliteit ten aanzien van uitvoering en monitoring/controle. De monitoring vereist een adequaat ingerichte risicomanagement functie en heldere (beleggings)rapportages die aansluiten op de structuur en complexiteit van de portefeuille.

2 Slotopmerking

De Beleggingsovertuigingen, zoals in dit document opgesteld, zijn een kader voor het vermogensbeheer om beleggingsmogelijkheden te beoordelen. Ze zijn een ijkpunt voor het bestuur, ook in crisistijden, en ze maken een duidelijke profilering en verantwoording naar

de deelnemers, toezichthouder en andere stakeholders mogelijk. Met het vastleggen van de Beleggingsovertuigingen draagt bpfBOUW zorg voor een consistent kader voor bepaalde, deels niet-objectiveerbare, beleggings-technische aspecten.