

Stichting Pensioenfonds van
De Nederlandsche Bank NV



Verklaring Beleggingsbeginselen



Strategische normportefeuille

De strategische normportefeuille wordt jaarlijks geëvalueerd en is begin 2016 gewijzigd. Indien het Pensioenfonds gedurende het jaar met een scherpe mutatie van de dekkingsgraad wordt geconfronteerd kan de Beleggingscommissie aan het bestuur voorstellen het strategische beleggingsbeleid tussentijds te herzien. De onderstaande tabel geeft de strategische beleggingsmix voor 2016 weer.

2016

Beleggingscategorie	Norm gewicht	Bandbreedte
Obligaties	64%	59%-69%
Aandelen	26%	22% -30%
Onroerend goed	8%	6%-10%
Cash	2%	0%-5%

In december heeft het bestuur besloten de portefeuille te wijzigen, leidend tot onderstaande strategische beleggingsmix. De implementatie hiervan vindt in 2017 plaats.

2017

Beleggingscategorie	Strategische normportefeuille 2017	
	Gewicht (%)	Bandbreedte: nog nader in te vullen
Totaal LDI	60,6	
LDI/Matching portefeuille	60,6	
Totaal aandelen	26,0	
Wereldwijde Aandelen	26,0	
Vastgoed	11,4	
Cash	2,0	

Algemeen

- Beleggingsbeginselen vormen de fundamenten en richtlijnen voor het vermogensbeheer van het Pensioenfonds.
- Het bestuur moet bereid zijn te accepteren dat hun Beleggingsbeginselen (hoe goed ook onderbouwd), achteraf verkeerd of ontoereikend blijken te zijn.
- Het is noodzakelijk om de Beleggingsbeginselen regelmatig te bespreken en te herzien zodat maximaal is verzekerd dat wijzigende marktomstandigheden en de inzichten van het Bestuur hierin zijn weerspiegeld.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van beleggingsstrategieën

- Beleggingsstrategieën zijn gebaseerd op een groot aantal veronderstellingen en beginselen. Als deze veronderstellingen expliciet zijn gemaakt en door alle belanghebbenden worden begrepen en geaccepteerd, leidt dit tot een meer robuuste beleggingsstrategie. Ook maakt dit het mogelijk om veranderende marktomstandigheden te monitoren op onderdelen die invloed hebben op de veronderstellingen.
- Veronderstellingen over de ALM en de ontwikkeling van regelgeving vereisen een lange termijn visie op de markten maar evengoed een korte termijn tactische visie.

- De pensioenregeling heeft als hoofddoelstelling: “het verstrekken van de nominale pensioenaanspraken en pensioenrechten, alsmede het streven (voorwaardelijk: voor zover de middelen van het pensioenfonds het toelaten en afhankelijk van de dekkingsgraad) naar het waardevast houden van de pensioenrechten. De verplichtingenstructuur van de pensioenregeling is daarmee bepalend voor de doelstellingen van het Pensioenfonds. De beleggingsstrategie dient nauw te zijn afgestemd op de verplichtingen.
- Gezien het lange termijn karakter van de verplichtingen dient het Pensioenfonds zich bij het formuleren van zijn beleggingsstrategie primair te richten op de lange termijn. De beleggingsstrategie kan worden beïnvloed door korte termijn beperkingen en overwegingen (regelgeving, liquiditeit, perceptie van het publiek, enz.).
- Een passende beleggingsstrategie dient te worden ontwikkeld en vastgesteld op basis van zowel kwantitatieve als kwalitatieve factoren.
- Hoewel sommige beleggingen en/of strategieën in potentie interessant kunnen zijn, kunnen praktische beperkingen (omvang pensioenfonds, middelen, transactiekosten, andere kosten, enz.) een argument vormen om hierin niet te investeren.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van risico

- Excess returns kunnen niet zonder risico worden gegenereerd.
- Er bestaat historisch bewijs voor een verband tussen bepaalde risico's en risicopremies (aandelenrisico, kredietrisico, inflatierisico, risico rentetermijnstructuur etc.). Dit houdt echter niet in dat in elke periode het nemen van een risico wordt beloond met een excess return.
- Risico's dienen altijd **bewust** genomen te worden en gebaseerd te zijn op de verwachting dat het risico wordt beloond. Dit vereist dat a) het te verwachten rendement realistisch is en voldoende compensatie biedt voor het aanvullende risico, of b) het risico middels diversificatie resulteert in een lager risico voor de totale portefeuille, of c) het risico niet op effectieve of efficiënte wijze kan worden weggenomen of gereduceerd.
- Het niveau van het genomen risico dient te zijn **afgestemd** op de omvang en de aard van het risico, de mate van vertrouwen van de belegger in de motivatie om dit risico op te nemen in de portefeuille en van zijn risicotolerantie.
- Het (markt)risico betreft niet uitsluitend de volatiliteit van de rendementen, maar ook de complexiteit, leverage, illiquiditeit, operationele en tegenpartijrisico's vormen elementen in het risico van beleggingsstrategieën.
- Het is niet mogelijk om met één maatstaf of risicomodel alle risico's te omvatten. Een volledig beeld van alle risico's vereist het gebruik van meerdere modellen, methoden en maatstaven.
- Een **gediversifieerde** beleggingsstrategie heeft normaal gesproken een enigszins lager verwacht totaal risico dan een weinig gediversifieerde strategie met een vergelijkbaar rendement. Dit betekent niet dat het risico door diversificatie in zijn geheel kan worden weggenomen, of altijd zal leiden tot risicovermindering, of een effect heeft op alle mogelijke bronnen van risico. Diversificatie komt voort uit verschillen in de onderliggende economische factoren en niet door de beleggingscategorieën zelf. Op het eerste gezicht van elkaar afwijkende beleggingen kunnen in de praktijk in dezelfde richting beïnvloed worden door sommige risicofactoren.

- Valutarisico wordt over de lange termijn niet beloond. Valuta-afdekking brengt echter kosten met zich mee die de beslissing kunnen rechtvaardigen om niet alle valutarisico's af te dekken.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van markten

- Het bestuur is van mening dat financiële markten niet volledig efficiënt zijn en soms (aanzienlijk) kunnen afwijken van hun reële waarde. Bij abnormaal hoge volatiliteit is het onwaarschijnlijk dat de beschikbare risicopremies voldoende compensatie bieden voor het te nemen risico. Het is daarom belangrijk dat de beleggingsstrategie **flexibel** is.
- Het bestuur is van mening dat lange termijn verwachtingen alleen realistisch zijn als men trouw kan blijven aan de beleggingsstrategie, ook wanneer markten turbulent zijn.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van beleggers

- Afscheid nemen van een beleggingsstrategie gedwongen door marktomstandigheden is meestal erg kostbaar. Of een strategie ook **houdbaar** is in moeilijke omstandigheden is daarom een belangrijke overweging. Een juiste beoordeling vereist een goed begrip van de risicotolerantie van de investeerder en de externe factoren die hierop van invloed zijn.
- De risicotolerantie van beleggers is niet statisch maar verandert door de tijd en is afhankelijk van omstandigheden.
- Beleggers zijn over het algemeen niet in staat om hun toekomstige risicotolerantie of voorkeuren met precisie te voorspellen dan wel een consistente inschatting te maken van gewenste acties bij in de toekomst wijzigende omstandigheden.
- Veel aandacht voor de beleggingsstrategie van andere beleggers versterkt over het algemeen de neiging van beleggers om elkaars gedragingen en voorkeuren te kopiëren waarmee het risico op kuddegedrag toeneemt.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van de verplichtingen

- Een 'perfecte' afdekking van de pensioenfondsverplichtingen is vanuit praktisch beleggingsoogpunt zelden haalbaar vanwege onzekerheid rond de bepaling van de verplichtingenstructuur (langlevensrisico, disconteringsvoet, wijziging van de regeling enz.), beperkingen bij de afdekking van het risico (inflatie, basisrisico, mismatch risico, herbeleggingsrisico, liquiditeitsrisico, de beschikbaarheid van instrumenten, leverage, kredietrisico) en problemen bij het meten van de afdekking (wijzigende definitie van de proxy voor de verplichtingen, methode risicometing).
- Het bestuur is van mening dat de afdekking van de pensioenfondsverplichtingen en de monitoring ervan altijd op marktwaarde plaats dient te vinden.
- Een volledig 'risicoloze' (matching) portefeuille die de (nominale) verplichtingen precies weerspiegelt, bestaat niet. Op dit moment beschouwt het Pensioenfonds echter een goed gediversifieerde portefeuille bestaande uit renteswaps, staatsobligaties met hoge kredietkwaliteit en bepaalde bedrijfsobligaties als 'minste risico' benadering voor de nominale verplichtingen.
- De theoretisch optimale beleggingsstrategie wordt sterk beïnvloed (met name voor strategieën met lagere risico's) door de gekozen waarderingmethode van de verplichtingen, aangezien veranderingen in deze waardering de basis vormen van risicoberekeningen.

- Het bestuur richt zich op dit moment met name op de volgens de FTK methode berekende nominale verplichtingen - gewaardeerd met behulp van swap rentes.
- Omdat het bestuur de uitkeringen (uiteindelijk) wil indexeren, zijn de reële verplichtingen belangrijker naarmate de dekkingsgraad van het Pensioenfonds verbetert.
- Het bestuur houdt zich niet bezig met het volgens accounting principes (FRS 17 / IAS19, etc.) waarderen van verplichtingen.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van derivaten

- Het bestuur ziet in dat derivaten kenmerken van flexibiliteit, liquiditeit en rentabiliteit hebben waardoor ze een krachtig beleggingsinstrument kunnen zijn.
- Onder voorbehoud van voorafgaande toestemming en geschikte controlemaatregelen is het Pensioenfonds bereid derivaten in te zetten voor risicobeheer en voor specifieke beleggingsmogelijkheden.
- Het bestuur erkent ook dat derivaten mogelijk gepaard gaan met complexiteit en operationele risico's. Dit rechtvaardigt het feit dat het gebruik van derivaten door het Pensioenfonds periodiek wordt beoordeeld.
- Het bestuur zorgt ervoor dat de vermogensbeheerder alles in het werk stelt om het bestuur inzicht te geven in de voordelen en risico's van strategieën met derivaten door middel van trainingen en scenario-analyses. Nieuwe vormen van derivatencontracten of nieuwe toepassingen van bestaande contracten worden voorafgaand aan de invoering hiervan met het bestuur besproken en door het bestuur goedgekeurd.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van actief beheer

- Het bestuur voert een 'passief tenzij' beleid waarbij er in principe een passief beleggingsbeleid wordt gehanteerd en er alleen naar een actief beleid wordt overgeschakeld indien er (volgens het bestuur) daadwerkelijk mogelijkheden in de markt aanwezig zijn.
- Indien actief beheer wordt toegepast heeft het bestuur twee doelstellingen. In de eerste plaats kan door middel van actief beheer waarde worden toegevoegd ten opzichte van de benchmark (na aftrek van kosten inclusief transactiekosten), in de tweede plaats kunnen de risico's van actief beheer vanwege de lage correlatie met andere risico's in de portefeuille een zekere diversificatie bieden.
- Zoals elk ander risico, moet actief risico worden beloond, dient het weloverwogen, gediversifieerd en flexibel te zijn en moet het niveau van het genomen risico afgestemd zijn op de omvang en de aard van het risico.
- Er zijn goede beheerders, maar ook voor hen geldt dat het verleden geen leidraad is voor de toekomst. Zelfs goede beheerders hebben periodes waarin ze minder presteren dan de benchmark. De kans op een resultaat lager dan de benchmark moet derhalve worden aanvaard onder de voorwaarde van het juist toepassen van de afgesproken limieten en controlemaatregelen.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van risicotolerantie

- De belangrijkste maatstaf voor de bepaling van risico's is de volatiliteit van de dekkingsgraad en wordt gemeten als de tracking error van het beleggingsrendement ten opzichte van het verplichtingenrendement.
- Het is onwenselijk als de dekkingsgraad gedurende lange tijd zich beneden een bepaalde (minimum)drempel bevindt, omdat het fonds dan de nominale pensioenrechten en pensioenaanspraken niet in stand kan houden.

Beleggingsbeginselen over kosten

- Volledige kostentransparantie is belangrijk voor alle beleggingscategorieën en met name voor de minder liquide of alternatieve middelen.
- De nadruk ligt op rendementen na aftrek van de kosten, niet op bruto rendementen, kostenminimalisatie is derhalve niet het primaire doel.
- Performance fees bieden de mogelijkheid voor een betere afstemming van de belangen van het Pensioenfonds en de vermogensbeheerder en vormen daarom in de regel een onderdeel van de kostenstructuur.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van dynamische strategieën (te baseren op zachte triggers)

- Het bestuur is er zich van bewust dat risico's door de tijd heen variëren, net als de verwachte rendementen van bepaalde risico's, maar ook dat noch de onmiddellijke noch de verder in de toekomst gelegen omgeving met zekerheid vastgesteld kan worden.
- De beleggingsstrategie moet dan ook flexibel zijn en aangepast kunnen worden aan veranderende omstandigheden, daarbij inbegrepen de marktomstandigheden, de solvabiliteit van het Pensioenfonds, afspraken over premiebijdragen en pensioenuitkeringen en veranderingen in regelgeving.
- Een beleid voor het nemen van op visie gebaseerde allocatiebesluiten zou midden in een beleggingscrisis een zware belasting vormen voor het bestuur en zou waarschijnlijk resulteren in zeer trage besluitvorming, met als gevolg dat het Pensioenfonds niet tijdig kan reageren.
- Volledige delegatie van allocatiebesluiten aan de vermogensbeheerder zou niet stroken met de principes voor goed pensioenfondsbestuur.
- Een beleid van op regels gebaseerde dynamische strategieën (met harde triggers) zou het bestuur helpen op voorhand een beslissing te nemen over bijstellingen in de strategie. Hierdoor kan de implementatie worden gedelegeerd aan de vermogensbeheerder, maar aangezien de regels op voorhand zijn vastgesteld, is er een risico dat bijzondere omstandigheden in bepaalde situaties niet geheel werden verwacht en dat de implementatieregel daardoor mogelijk niet de juiste respons is. Het bestuur wil dan ook geen gebruik maken van harde triggers.
- De voortgang ten opzichte van de triggers zal worden gemonitord, maar de implementatie is afhankelijk van besluitvorming door het bestuur.

Beleggingsbeginselen ten aanzien van ESG

- De doelstelling van het pensioenfonds DNB is de pensioenaanspraken van zijn deelnemers op lange termijn zeker te stellen. Het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid is bedoeld om ervoor te zorgen dat in de beleggingsbesluiten en in de besluiten van de door het Pensioenfonds ingeschakelde organisaties, rekening gehouden wordt met alle aspecten van risico's en kansen die relevant zijn voor de langetermijnprestaties van bedrijven. Het bestuur is van mening dat het verstandig is om rekening te houden met corporate governance en sociale, ethische en milieu-overwegingen bij het nemen van beleggingsbesluiten zodat deze in overeenstemming zijn met de verwachtingen van de deelnemers en andere stakeholders.
- Het bestuur beschouwt de algemeen aanvaarde beginselen van de 'United Nations Global Compact' als een redelijke maatstaf voor bedrijfsuitoefening en verwacht dat de bedrijven waarin het Pensioenfonds investeert, aan deze of gelijkwaardige normen voldoen.
- Het Pensioenfonds is een van de ondertekenaars van de 'United Nations Principles for Responsible Investment' en verplicht de aangestelde vermogensbeheerders deze Principes te hanteren.
- Hoewel geen enkele set aan principes alle relevante kwesties vanuit bedrijfs- of beleggersoogpunt kan adresseren, is het bestuur van mening dat deze beginselen gezamenlijk een relevant kader bieden voor de implementatie van een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid. Het bestuur erkent dat zelfs bedrijven en beleggers die voldoen aan deze principes, van tijd tot tijd problemen zullen ondervinden. Maar het bestuur verwacht dat naleving van deze normen ertoe zal leiden dat deze risico's geminimaliseerd worden en dat dit, wanneer nodig, een snelle en effectieve respons mogelijk maakt.