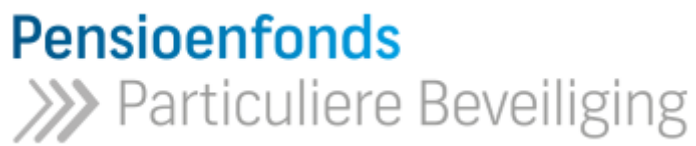


Waarin belegt het Bedrijfstakpensioenfonds voor de Particuliere Beveiliging?

Maart 2017, versie 3



Inhoudsopgave

1. Inleiding
2. Strategische allocatie 2017
3. Toelichting op de beleggingscategorieën

1. Inleiding

De hoofdpunten van het beleggingsbeleid en een onderbouwing van de belangrijkste veranderingen daarin worden jaarlijks vastgelegd in het beleggingsplan. De strategische benchmark staat in dit plan centraal. Deze bevat alle beleggingscategorieën waarin wordt belegd, hoeveel er in elke categorie wordt belegd en welke benchmarks daarbij horen.

In deze notitie worden, aanvullend op het beleggingsplan, de belangrijkste kenmerken besproken van alle beleggingscategorieën waarin het pensioenfonds belegt. Het gaat daarbij niet alleen om de risico- en rendementsbronnen, maar ook om de keuze en inhoud van de benchmark en de rendementsverwachting.

Na deze inleiding wordt in hoofdstuk 2 de strategische benchmark 2017 gepresenteerd, zoals die ook in het beleggingsplan is opgenomen. Dit is het startpunt voor hoofdstuk 3 waarin de verschillende beleggingscategorieën één voor één worden besproken in dezelfde volgorde waarin deze gepresenteerd worden in de strategische benchmark.

2. Strategische allocatie 2017

In het beleggingsplan komen in de strategische allocatie de verschillende portefeuilleonderdelen en hun allocatie samen.. Onderstaande figuur geeft het totaaloverzicht weer van portefeuilleonderdelen en deallocatie voor het jaar 2017. In het volgende hoofdstuk worden deze onderdelen afzonderlijk besproken

Figuur 1: Strategische Allocatie 2017

Normweging Beleggingsplan 2017 (%)		
Match	19.5	
	Liquide Matchportefeuille	
	Euro Staatsobligaties	16.5
	Illiquide Matchportefeuille	
	Renteswaps	0.0
	Liquiditeitenregel	3.0
Return	80.5	
	Liquide Returnportefeuille	
	Vastrentende waarden	
	Bedrijfsobligaties	18.1
	High Yield	4.0
	Emerging Markets Debt LC	5.0
	Beursgenoteerd Vastgoed	3.5
	Aandelen	
	Developed markets	28.6
	Emerging markets	4.9
	Grondstoffen	5.0
	Liquiditeiten	0.0
	Illiquide Returnportefeuille	
	Particuliere hypotheke	1.0
	Zakelijke hypotheke	1.4
	Privaat vastgoed PGGM	5.0
	Privaat vastgoed SAREF	1.0
	Infrastructuur	3.0
	Valuta overlay	0.0
Totaal		100.0

Bron: Beleggingsplan 2017 Pensioenfonds Particuliere Beveiliging

De portefeuille valt in twee delen uiteen:

- **Matchportefeuille:**

Het primaire doel van de matchportefeuille is het verminderen van het (rente)risico versus de verplichtingen en daarnaast het betalen van een deel van de verplichtingen. In deze portefeuille wordt uitsluitend belegd in kwalitatief hoogwaardige vastrentende waarden.

- **Returnportefeuille:**

Het doel van de returnportefeuille is het betalen van een deel van de verplichtingen, en daarnaast het genereren van extra rendement ten behoeve van herstel van de dekkingsgraad, het creëren van goede indexatie kansen en het betaalbaar houden van de regeling, door te beleggen in o.a. aandelen, onroerend goed en grondstoffen.

3. Toelichting op de beleggingscategorieën

Dit hoofdstuk geeft een nadere toelichting op de beleggingscategorieën. Het hoofdstuk beschrijft eerst de doelstelling en geeft daarna op hoofdlijnen een toelichting op de verschillende beleggingscategorieën waarin BPF-PB belegt.

3.1. De beleggingsdoelstelling

De beleggingsdoelstelling is het samenstellen van een beleggingsportefeuille die op lange termijn een zo hoog en stabiel mogelijk rendement genereert, passend bij de risicopreferentie van BPF-PB. Duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen worden hierin steeds belangrijker. In de doelstelling gaat het bij het begrip stabiliteit niet alleen om een verlaging van de volatiliteit, maar vooral ook een demping van de verliezen bij sterk dalende markten.

De strategische allocatie, de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën en regio's, is de basis van het beleggingsbeleid en de uiteindelijke beleggingsportefeuille. Deze moet uiteindelijk voldoende rendement opleveren, maar tegelijkertijd moeten de risico's binnen de afgesproken kaders blijven. Juist vanwege de afruil tussen risico en verwacht rendement worden door BPF-PB periodiek de preferenties van het bestuur vastgesteld. Daarbij wordt een beleggingsbeleid op hoofdlijnen vastgesteld in de vorm van een allocatie naar zakelijke waarden en vastrentende waarden en bepaling van de gewenste hoogte van de afdekking van het rente- en inflatierisico.

In de strategische portefeuilleconstructie wordt het beleggingsbeleid verder ingekleurd door allocaties aan specifieke, onderliggende beleggingscategorieën vast te stellen. Hierbij zijn de volgende beleggingsbeginselen (investment beliefs) van BPF-PB leidend.

- Ambitieniveau en pensioenverplichtingen zijn leidend
- Beleggingsrisico wordt beloond
- Diversificatie geeft minder risico zonder extra kosten
- Passief beheer is het uitgangspunt
- Beleggingsbeheer dient zich te richten op de lange(re) termijn ontwikkelingen en niet op market-timing
- Afdekken rente- en valutarisico's is nodig
- Beleg alleen in producten die voldoen aan de door het Bestuur gestelde eisen
- Langdurige illiquide beleggingen bieden aantrekkelijke illiquiditeitspremies
- Maatschappelijk verantwoord beleggen loont
- Vernieuwing is nodig
- Minimale allocatie aan een beleggingscategorie

Daarbij is het doel het rendement-risicoprofiel van de portefeuille doorlopend te verbeteren opdat een hoger en stabielere rendement kan worden gerealiseerd. Hierbij wordt per asset class naar 8 verschillende elementen gekeken voordat er bepaald wordt of er in die bepaalde asset class wordt belegd

- Rendement
- Risico (financieel)
- Kosten
- Liquiditeit
- Governance Budget (o.a. uitlegbaarheid en beheersbaarheid)
- Diversificatie
- Inflatiehedge
- Maatschappelijk verantwoord beleggen

3.2. Waarin wordt belegd

3.2.1 Aandelen

Rendement

Er bestaat in de academische literatuur geen eenduidigheid over de hoogte van de risicopremie op aandelen. De verdeeldheid binnen de Commissie Parameters uit 2009 reflecteert dit. Verschillen in benadering zijn hier de oorzaak van: terugkijkend versus vooruitkijkend, invloed van (verschuivingen in) economische regimes, visie op over-/onderwaardering, gerealiseerde risicopremies versus verwachtingen voor de toekomst enz. Theoretisch is het rendement op aandelen gelijk aan het dividendrendement plus de winstgroei. Ervan uitgaande dat op de lange termijn het aandeel van winst in de economie gelijk blijft, zal de winstgroei gelijk zijn aan de nominale groei van de economie. Tegelijkertijd zal in evenwicht de nominale rente gelijk zijn aan de nominale groei. Per saldo is de risicopremie op aandelen dan gelijk aan het dividendrendement. De prognose voor het jaarlijkse dividendrendement op de MSCI World bedraagt zo'n 3% (bron: Bloomberg). De mening van de leden van de Commissie Parameters t.a.v. de risicopremie op aandelen varieerde tussen 2% en 3,5% (meetkundig) t.o.v. de lange rente. Het rapport waar de Commissie aan refereerde kwam uit op 3 à 3,5%. Een risicopremie van 3% lijkt derhalve een verantwoorde aanname. Daarmee behoren aandelen tot de naar verwachting best renderende beleggingscategorieën.

Risico (financieel)

Tegenover het hoge verwachte rendement staat ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn. Zo daalde de MSCI World index in 2008 met 40%. Voorts kan het feitelijk aandelenrendement langdurig fors afwijken van het historisch gemiddelde. Zo rendeerde de MSCI World index in 2000, 2001 en 2002 negatief (resp. -13%, -17% en -20%). De standaarddeviatie over de afgelopen 10 jaar o.b.v. maandrendementen bedraagt 16,5% voor de MSCI World en 23,5% voor de MSCI Emerging Markets (cijfers per 30 juni 2016, bron: MSCI). Kijken we naar (maandelijkse doorrollende) 5-jaarsrendementen van de MSCI World Index (total return) over de afgelopen 30 jaar, dan vallen 5-jaarsrendementen waar te nemen van minimaal -26% (per eind maart 2013) en maximaal +319% (per eind augustus 1987). Conclusie is dat aandelen ondanks een hoger risico goed passen binnen een gebalanceerde beleggingsportefeuille.

Kosten

BPF-PB heeft als investment belief passief beheer tenzij. Voor de categorie aandelen heeft BPF-PB gekozen voor passief beheer. Actief beheer is aanmerkelijk duurder, waarbij beheerfees afhankelijk van de subcategorie waarin wordt belegd op kunnen lopen richting 1%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling bij actief beheer is dat deze kosten meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (resp. lager risicoprofiel). Dit blijkt in de praktijk door de meeste managers niet te worden waargemaakt. De beheerfee voor de passieve invulling van BPF-PB bedraagt minder dan 0,04% op jaarbasis.

Liquiditeit

Aandelen hebben keer op keer bewezen een bijzonder liquide categorie te zijn, getuige bijvoorbeeld de periode volgend op het faillissement van Lehman. Tegelijkertijd laat die periode na Lehman ook zien dat die liquiditeit wel een prijs kan hebben, in de vorm van lagere koersen. Voorts zijn niet alle aandelen even liquide, zoals bijv. small caps.

Governance Budget

Op alle subcriteria (Transparant, Eenvoudig, Directe toegang, Operationeel risico, monitoring) scoren aandelen positief. Het is een transparante beleggingscategorie, het is eenvoudig te weten in welke aandelen men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor de verschaffer van het risicodragende eigen vermogen aan een onderneming. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteitenevens.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van vastrentende waarden, hoewel de mate waarin dit het geval is sterk varieert in de tijd, afhankelijk van de economische omgeving.

Inflatiehedge

In theorie zijn aandelen een reële beleggingscategorie (de inkomsten van bedrijven passen zich aan aan de inflatie). In de praktijk bestaat over kortere tot middellange perioden (1 maand tot 5 jaar) geen significant verband tussen aandelen en inflatie, op de lange termijn (10 jaar) is er wel sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt. Tevens blijkt het reële karakter aanwezig te zijn in verschillende inflatieregimes (zie ook F&C Marktvisie 2013).

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Bij de categorie aandelen kan gemakkelijk invulling worden gegeven aan maatschappelijk verantwoord beleggen door engagement en toepassing van een uitsluitingenlijst.

3.2.2 Commodities

Rendement

Het rendement op commodities is opgebouwd uit de prijsveranderingen van de grondstoffen (spotrendement), het rendement als gevolg van het doorrollen van de futures posities (rolrendement) en uit het rendement op de onderpandportefeuile (kortlopende vastrentende waarden). Het rolrendement kan positief of negatief zijn afhankelijk van de vorm van de futures curve; dit varieert door de tijd en per

grondstof. Als gevolg van schaarste kan op de lange termijn een positief reëel rendement verwacht worden op grondstofprijzen, bovenop inflatie. Per saldo, en rekening houdend met de hoge volatiliteit van de categorie, kan een risicopremie van 1% à 1,5% (meetkundig) verwacht worden. Dit is in lijn met het recente advies van de Commissie Parameters 2014, die uitgaat van een maximaal te verwachten meetkundig rendement van 5% op commodities tegen 7% op aandelen¹.

Risico (financieel)

Het risico op een goed gediversificeerde belegging in commodities, zoals de Bloomberg Commodity Index en de S&P GSCI Index, is vergelijkbaar met dat op aandelen. Over de periode eind februari 1991 tot op heden (juni 2016) bedraagt de geannualiseerde standaarddeviatie van de maandrendementen op deze Bloomberg index 14,9% tegen 14,7% op wereldwijde aandelen (MSCI World index). Ook over langere perioden kunnen commodities (evenals aandelen) negatief renderen. Het cumulatieve 5-jaars rendement tot en met eind september 2016 vormt een dieptepunt met -55%. Het 5-jaars hoogtepunt van +133% werd genoteerd in juni 2008. De uitslagen kunnen dus zowel op de korte als de lange termijn fors zijn. Reden om toch wat genuanceerder naar deze categorie te kijken is het diversificerende karakter. Over de totale periode van vanaf eind februari 1991 tot juni 2016 is de correlatie tussen de (maand)rendementen op commodities (Bloomberg Commodity Index) en aandelen (MSCI World Index) 0,4. Dit risicoreducerende effect in de context van de bredere portefeuille wordt ook onderkend door de regelgever doordat er voor commodities een aparte S geldt in de S-toets voor de bepaling van het vereist eigen vermogen.

BPF-PB heeft bij de beleggingen in grondstoffen gekozen voor een aangepaste benchmark omdat het structureel meer wil beleggen in olie en juist niet in Natural Gas en Edelmetalen. BPF-PB wil meer in petroleum beleggen dan in de brede GSCI index omdat olie naar verwachting de beste bescherming biedt in tijden van hoge inflatie of politieke onrust in met name olieproducerende regio's. Natural Gas en Edelmetalen worden uitgesloten omdat deze markten structureel in contango zijn, wat betekent dat vrijwel altijd een premie wordt betaald om in deze sectoren te beleggen.

Kosten

De kosten voor het beheer van commodities zijn laag en liggen rond de 0,10%

Liquiditeit

Commodities zijn een bijzonder liquide categorie. Het onderpand wordt, sinds de kredietcrisis uitsluitend belegd in liquide geldmarkt instrumenten. (Voor 2008 werd nog wel eens belegd in Asset en Mortgage Backed Securities, die in de kredietcrisis minder liquide bleken te zijn).,

Governance Budget Commodities scoren gemengd op de subcriteria. Het is een transparante beleggingscategorie, het is eenvoudig te weten in welke grondstoffen en welk onderpand men belegt. Via

¹ Advies Commissie Parameters, 27 februari 2014, p. 2 en p. 28-30

futures is er directe toegang tot de risicopremie, die echter op onderdelen wat lastiger te begrijpen is: zo is het uitgangspunt van een vergoeding voor degene die de producent een prijsgarantie voor de toekomst geeft goed te begrijpen. De vertaling van het een en ander naar de vorm van de futures curve, die voor de belegger relevant is, is complexer. Om dit goed te doorgronden heeft BPF-PB meerdere kennissessies besteed aan het future element van commodities. De operationele risico's zijn beperkt.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over sectoren (energie, metalen, voedsel). Bij BPF-PB is de portefeuille van gespreid over de sectoren maar heeft energie een relatief groot gewicht (rond de 80%). Belangrijker dan diversificatie binnen de categorie is de zeer goede diversificatie ten opzichte van andere zakelijke waarden. De mate waarin dit het geval is varieert in de tijd, afhankelijk van de economische omgeving. Met name in periodes waarin inflatie de financiële markten drijft, biedt deze categorie veel diversificatie, indien economische groei (zij het positief of negatief) de drijvende kracht is, dan is de diversificatie beperkt.

Inflatiehedge

Over zowel korte, middellange als lange perioden (1 maand tot 10 jaar) is er sprake van een positief verband tussen commodities en inflatie. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt. Van additioneel belang daarbij is dat commodities met name een goede hedge vormen tegen inflatieschokken (denk aan de diverse oliecrises).

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Bij de categorie commodities zijn een uitsluitingenlijst en engagement niet van toepassing. Hoewel er veel debat is geweest over de invloed van beleggingen in commodities op grondstofprijzen (en voedselprijzen in het bijzonder), is hiervoor geen wetenschappelijk bewijs gevonden. Ook een positieve zienswijze is mogelijk: degene die in commodities belegt, biedt hiermee feitelijk een prijsgarantie aan de producerende partij.

3.2.3 Vastgoed

Rendement

Het rendement op vastgoed is opgebouwd uit (netto) huuropbrengsten (direct rendement) en waardeontwikkeling (indirect rendement). De waardeontwikkeling is afhankelijk van de economische en demografische ontwikkeling, regelgeving, schaarste, tempo van afschrijving en inflatie. Voorts is de mate van financiering met vreemd vermogen (leverage) van belang: hoe hoger de leverage, hoe hoger het risicoprofiel en hoe hoger het verwachte rendement. Als we afzien van het effect van leverage, kan een rendements-risicoprofiel verwacht worden dat tussen vastrentende waarden en aandelen in ligt, wat zich vertaalt in een bruto risicopremie van ca. 1% (meetkundig). Bij beursgenoteerd vastgoed is echter sprake van een zodanige leverage dat dit resulteert in een risicoprofiel en een risicopremie vergelijkbaar met

aandelen, d.w.z. 3%. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is sprake van een illiquiditeitspremie, wat afhankelijk van de mate van leverage leidt tot een totale veronderstelde risicopremie van 2 à 3%. Dit is redelijk in lijn met het Advies van de Commissie Parameters 2014, die het maximale verwachte rendement op beursgenoteerd vastgoed gelijk stelt aan dat op aandelen, en voor niet-beursgenoteerd vastgoed 1% lager uitkomt

Risico (financieel)

Tegenover het hoge verwachte rendement staat bij beursgenoteerd vastgoed ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn, forser zelfs dan op aandelen. Zo daalde de FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index in 2008 met 48%, 7% meer dan de MSCI World Index. De standaarddeviatie is hoog. Over de periode 1990-2016 bedraagt deze 20% voor de FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index tegen 17% voor de MSCI World (beide o.b.v. kwartaalrendementen).

Het risico op niet-beursgenoteerd vastgoed is lager dan op beursgenoteerd vastgoed. De index met de langste historie, de Amerikaanse NCREIF Property Index (Total Return) heeft over de periode 1990 t/m Q2 2016 een geannualiseerde standaarddeviatie van slechts 5% (o.b.v. kwartaalrendementen). Dit is voornamelijk terug te voeren op het feit dat herwaardering van vastgoed via taxaties een geleidelijk proces is en is dus deels kosmetisch. Het risico is hoger in andere regio's, met name Azië, maar ook Europa. De volatiliteit van de Europese INREV index is sinds de start van deze index in 2010 twee keer zo hoog als die van de Amerikaanse NCREIF index over dezelfde periode. De Commissie Parameters 2014 gaat uit van een volatiliteit van 15% tegen 20% voor aandelen. Ook is het risico hoger in bepaalde sectoren (bijv. bedrijfsruimten) alsook in het geval van projectontwikkeling en bij gebruik van een hoge mate van leverage. Bij de concrete invulling van de categorie moet hier dan ook goed op gelet worden. Tot slot is van belang dat de eigen portefeuille aanzienlijk minder goed gespreid zal zijn dan de index, wat tot een hoger risico leidt.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van beursgenoteerd vastgoed laag, met beheerfees vanaf 0,1%. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, met beheerfees in de orde van grootte van 0,4% à 0,6%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (resp. lager risicoprofiel).

De kosten voor het beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed variëren sterk, waarbij aan de onderkant 0,3% à 0,4% voor Nederlands vastgoed zeer wel mogelijk is, maar vooral internationaal de fees eerder richting de 1% gaan, met in sommige gevallen bovendien een performance gerelateerde component. Wanneer belegd wordt in fund-of-funds is er sprake van een dubbele laag fees, waardoor de totale kosten hoger uitkomen. In het recente advies van de Commissie Parameters wordt uitgegaan van 0,80% kosten, tegen 0,15% voor vastrentend en 0,25% voor aandelen.

Liquiditeit

Beursgenoteerd vastgoed is een bijzonder liquide categorie, hoewel die liquiditeit wel een prijs kan hebben in de vorm van lagere koersen, getuige bijvoorbeeld de periode volgend op het faillissement van Lehman.

De liquiditeit van niet-beursgenoteerd vastgoed is beperkt. Wanneer een belegger uit een fonds wenst te treden, is dit lang niet altijd onmiddellijk mogelijk, en kan er sprake zijn van wachttijden die oplopen tot (ruim) langer dan 1 jaar, resp. moet bij verkoop aan een derde een forse afslag geaccepteerd worden. Afhankelijk van de fondsvoorwaarden kan het voorts zo zijn, dat de belegger zich voor een minimaal aantal jaren vastlegt resp. een bedrag committeert, waar niet eenvoudig meer vanaf is te komen.

Governance Budget

Op alle subcriteria (Transparant, Eenvoudig, Directe toegang, Operationeel risico, monitoring) scoort beursgenoteerd vastgoed positief. Het is een transparante beleggingscategorie, het is eenvoudig te weten in welke vastgoedaandelen men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor het verhuren van gebouwen en het lopen van risico ten aanzien van de waardeontwikkeling daarvan. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark, met name bij actief beheer.

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed ligt dit op enkele vlakken genuanceerder. Toegang tot de risicopremie is veelal indirect, namelijk via fondsen of zelfs fund-of-funds met niet altijd de meest eenvoudige juridische en fiscale structuren. Met dat laatste liggen ook de operationele risico's en de vereiste monitoringcapaciteit hoger, mede omdat men niet altijd even gemakkelijk weer uit een fonds stapt. Ook speelt de vraag hoe onafhankelijk de waardering plaatsvindt. PBF-PB belegt daarom alleen in fondsen waarbij de fondsbeheerder regelmatig rouleert van taxateur.

Diversificatie

Diversificatie binnen beursgenoteerd vastgoed is eenvoudig te bereiken door te spreiden over erg veel landen, sectoren en ondernemingen. Daar zijn twee kanttekeningen bij te plaatsen. Ten eerste komt de sector woningen nauwelijks voor bij beursgenoteerd vastgoed. Ten tweede is bij de benchmark indices het concentratierisico naar individuele vastgoedondernemingen aan de hoge kant – zo maakt de top 10 van de FTSE EPRA/NAREIT Developed Index ca. 21,4% van die index uit (juni 2016), terwijl dit bij aandelen (MSCI World Index) uitkomt op circa 10%. Wel is het zo dat er bij elk van die top 10 fondsen *onderliggend* sprake is van een grote spreiding over verschillende vastgoedbeleggingen. Voorts diversifieert de categorie beperkt ten opzichte van aandelen (wat niet verrast aangezien het vastgoedaandelen betreft). De correlatie bedraagt 0,76 sinds 1990 (kwartaalrendementen FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index vs MSCI World net Total Return Index, beide in USD). Ook feitelijk is er sprake van enige overlap tussen ondernemingen die deel uitmaken van vastgoedindices en van aandelenindices. Wel dient opgemerkt te worden, dat indien de horizon wordt opgerekt (dus bijvoorbeeld jaarrendementen i.p.v. maandrendementen) de correlatie ten opzichte van aandelen afneemt.

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed geldt eigenlijk het omgekeerde. Diversificatie binnen de categorie over landen, sectoren en vastgoedbeheerders is lastiger te bereiken, omdat niet-beursgenoteerde fondsen

veelal gespecialiseerd zijn in een bepaalde sector, land of regio. Bovendien is het aantal objecten binnen een fonds vaak ook nog beperkt. Een alternatief is gebruik te maken van fund-of-funds, maar dat brengt een extra laag kosten met zich mee en gaat ten koste van transparantie en grip op de uiteindelijke beleggingen. Niet-beursgenoteerd vastgoed diversifieert echter goed in de context van de totale portefeuille, vooral doordat herwaardering van vastgoed via taxaties een geleidelijk proces is. Zo bedraagt de correlatie van kwartaalrendementen van de Amerikaanse NCREIF Property Index (de niet-beursgenoteerde vastgoedindex met de langste historie) met de MSCI World Index over de periode 1990-Q2 2016 0,14.

Inflatiehedge

Voor wat betreft de inflatiehedge karakteristieken van beursgenoteerd vastgoed kan - gezien de hierboven geconstateerde bijzonder hoge correlatie met aandelen – verwezen worden naar de eigenschappen van aandelen. Dat betekent dat er over kortere tot middellange perioden (1 maand tot 5 jaar) vrijwel geen verband is met inflatie, maar dat er op de lange termijn (10 jaar) wel sprake is van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed waarbij sprake is van beperkte financiering met vreemd vermogen (leverage) en lange termijn huurcontracten, met huren die contractueel verhoogd mogen worden met de inflatie, mag voor wat betreft de inkomenscomponent (het directe rendement) een goede inflatiehedge verwacht worden. Bij een breed gespreide portefeuille zal dit minder het geval zijn. Bovendien ligt de relatie tussen de waardeontwikkeling van vastgoed en inflatie gecompliceerder. Stijgende inflatie leidt op de korte termijn eerder tot waardedaling (vanwege de stijgende kosten van financiering) en pas op de langere termijn tot (nominale) waardeinstijging.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Bij zowel niet-beursgenoteerd als beursgenoteerd vastgoed kan invulling geven worden aan maatschappelijk verantwoord beleggen. Dit zal niet zozeer gebeuren via toepassing van een uitsluitingenlijst, maar vooral door middel van engagement en het inzetten op duurzaam vastgoed, waarbij het bijvoorbeeld gaat om het verantwoord omgaan met energie, water en afval, en het transparant rapporteren daarover, of het zorgen voor veilige arbeidsomstandigheden.

3.2.4 infrastructuur

Rendement

Helaas is er nog geen benchmark of cijferreeks van rendementen van niet-beursgenoteerd infrastructuur als categorie. De categorie bestaat ook nog niet zo heel erg lang en is pas sinds de jaren '90 in opkomst, met de Australiërs als pioniers. Geleidelijk aan is het aantal landen en sectoren toegenomen. Het gebrek aan data maakt het lastig om op de praktijk gebaseerde algemene uitspraken te doen over het verwachte rendement. Ook vanuit de theorie is er geen sprake van een eenduidige risicopremie op infrastructuur, het

een en ander zal afhangen van het type infrastructuur waarin wordt belegd: betreft het een gereguleerde nutsvoorziening met een monopolie in een ontwikkeld en politiek stabiel land of projectontwikkeling van een containerhaven in een opkomend land? Ervan uitgaande dat infrastructuur vooral toegevoegde waarde heeft in de portefeuille in de minder risicovolle variant, waarbij de nadruk ligt op langdurige, stabiele cash flows met een koppeling aan de inflatie, ligt een risicopremie tussen investment grade credits (0,8%) en reguliere aandelen (3%) voor de hand, waarbij verwacht mag worden dat de belegger bereid is iets van de risicopremie op te geven voor de inflatiebescherming, ofwel per saldo 1,5% à 2,0%. Daarboven komt een illiquiditeitspremie, die op 3,0% gesteld kan worden, met de aantekening dat de Commissie Parameters uitgaat van slechts 0,5%. Aan de bovenkant is de verwachte totale risicopremie op infrastructuur daarmee 5,0% vóór beheerkosten, aan de onderkant 2,0%. Ter vergelijking, een gebruikelijke rendementsdoelstelling van infrastructuurfondsen is 7 à 10%.

Risico (financieel)

Het eerder genoemde gebrek aan data maakt het lastig de risico's van infrastructuur met concrete cijfers te onderbouwen. Uit de laatste ALM-studie blijkt dat BPF -PB infra heeft gekozen boven o.a. private equity vanwege de gunstige resultaten (o.a. risico en rendements verhouding, maar ook een betere transparantie). Daarbij heeft PBF-PB gekozen voor een infrastructuur fonds met een goed gespreide portefeuille met een breed spectrum van rendements-risicoprofielen om zodoende het risico goed te spreiden. Daarnaast is het fonds qua omvang groot met een focus op directe investeringen en zijn de vermogenskosten relatief laag. BPF-PB belangrijke factoren die het risico bepalen zijn de mate van financiering met vreemd vermogen (leverage) en het politieke risico. Hetzelfde object heeft met een hogere leverage een hoger risico. Het politieke risico heeft betrekking op de rol van de overheid in het toekennen van concessies en subsidies, regulering en privatisering resp. nationalisatie. Zo reduceerde de Spaanse overheid met terugwerkende kracht de subsidies op zonne-energie, wat een negatieve impact had op de waarde van de beleggingen daarin. In opkomende landen zijn dergelijke risico's nog aanzienlijk hoger. Gecombineerd met de beperkte diversificatie binnen een fonds (zie verderop onder 6.) speelt het specifieke risico van individuele deelnemingen al gauw een voornamere rol dan het risico van infrastructuur als categorie.

Kosten

De kosten voor het beheer van infrastructuur zijn nog relatief hoog. Management fees van 1% á 2% + een performance fee ('carried interest') van 20% over het rendement boven een drempel van 8% – vergelijkbaar met private equity – zijn nog steeds vrij gebruikelijk voor infrastructuurfondsen². De ruk van beleggers op verlaging van de fees neemt recent toe. Beleggers vinden de fees te hoog, gezien het minder risicovolle karakter en daarmee ook de lagere rendementen van infrastructuur in verhouding tot private equity. Ook vinden veel beleggers het hanteren van een performance fee minder gepast, omdat dit risicovol gedrag van de beheerder stimuleert, terwijl dit juist bij deze categorie veelal ongewenst is. Grote beleggers als APG en PGGM kiezen in toenemende mate voor directe investeringen in infrastructuur om de

² Zie "Changing Infrastructure Fund Terms and Conditions" in Preqin Infrastructure Spotlight, November 2013.

kosten te drukken³. Via deelname in het fonds van PGGM betaalt Particuliere Beveiliging maar 0,30% over de beleggingen in infrastructuur zonder dat er een performance gerelateerd tarief aanwezig is.

Liquiditeit

De liquiditeit van infrastructuur is van oudsher bijzonder beperkt. Een belegger committeert zich voor vele jaren, waarbij de mogelijkheden om tussentijds uit te stappen of het belang te verkopen bijzonder beperkt zijn. Wel dient opgemerkt te worden dan naast “closed-end” fondsen tegenwoordig ook meer “open-end” fondsen naar de markt komen waarbij tegen een afslag uitgestapt kan worden. Wel heeft de beheerder vaak nog de vrijheid om een uittreding niet te accommoderen. Per 2017 zijn de beleggingen van Particuliere Beveiliging overgegaan van een close-end fund naar een open-end fonds wat de liquiditeit zou moeten verbeteren.

Governance Budget

Infrastructuur scoort gemengd op de vijf subcriteria (Transparant, Eenvoudig, Directe toegang, Operationeel risico, monitoring). Transparantie over de beleggingen is bij deze beleggingscategorie goed mogelijk, zij het dat bij aanvang van een belegging in een fonds (het afgeven van een commitment) vaak nog onduidelijk is waarin precies belegd gaat worden. De risicopremie is begrijpelijk: de vergoeding voor de verschaffer van het risicodragende eigen vermogen aan organisaties en bedrijven die onderdeel uitmaken van de economische en sociale infrastructuur een plus een illiquiditeitspremie. Toegang tot de risicopremie is veelal indirect, namelijk via fondsen of zelfs fund-of-funds met niet altijd de meest eenvoudige juridische en fiscale structuren. Met dat laatste liggen ook de operationele risico's en de vereiste monitoringcapaciteit hoger, mede omdat men zich voor vele jaren vastlegt. Ook speelt het vraagstuk van (onafhankelijke) waardering. DNB stelt bijzondere eisen aan de beheersomgeving voor 'innovatieve beleggingen' waartoe volgens DNB ook infrastructuur behoort⁴. Hierdoor heeft BPF-PB afscheid genomen van Private Equity en is de allocatie naar Infrastructuur verhoogd. Belangrijkste argumenten hiervoor zijn dat Infrastructuur een betere risico en rendements verhouding laat zien en tevens meer transparant is dan Private Equity.

Diversificatie

Goede diversificatie binnen de categorie is lastig te bereiken. De spreiding binnen individuele infrastructuurfondsen is vaak beperkt tot 5 à 10 projecten. Voorts is het een en ander afhankelijk van wat er aan beleggingsmogelijkheden op de markt komt, waardoor concentratie kan ontstaan in bepaalde landen of sectoren, en wat bovendien tot overlap kan leiden tussen beleggingen van verschillende fondsen (die dan bijv. alle in Engelse waterbedrijven beleggen). Door een gebrek aan data is het moeilijk de diversifiërende werking van infrastructuur in de context van de totale portefeuille te toetsen, maar in elk geval ten opzichte van aandelen zou een diversifiërende werking verwacht mogen worden door de

³ Zie <http://www.ipe.com/10001282.article>

⁴ Resultaten DNB onderzoeken innovatieve beleggingen, DNB, brief d.d. 22 juni 2012

stabielere inkomstenstroom en een veel directere koppeling van de inkomsten aan de inflatie.

Inflatiehedge

BPF -PB belegt in de minder risicovolle variant van), waarbij de kasstromen voor langere tijd vastliggen en gekoppeld zijn aan de inflatie, en de financiering met vreemd vermogen (leverage) beperkt is. Hierdoor wordt een goede inflatiehedge verwacht. De opbrengst, bijv. de tol die wordt geheven, mag immers vaak ieder jaar verhoogd worden met de inflatie. Ook zal in veel gevallen de totale omzet samenhangen met de nominale groei van de economie. Zo zal bij toenemende economische activiteit ook meer verkeer over de tolweg rijden. Een kanttekening is wel dat het de inflatie betreft van het land / de landen waarin belegd wordt, niet noodzakelijkerwijs dus de Nederlandse inflatie.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Bij de categorie infrastructuur is het mogelijk om invulling te geven aan maatschappelijk verantwoord beleggen. Niet zozeer door toepassing van een uitsluitingenlijst of door engagement, maar eerder in de vorm van doelbeleggingen in bijv. scholen, ziekenhuizen of duurzame energie.

3.2.5 Euro Staatsobligaties

Rendement

Het rendement op Euro staatsobligaties (kernlanden) is bijzonder laag ten opzichte van de meeste andere categorieën, in lijn met het vrijwel risicoloze karakter van deze categorie. Op moment van schrijven (maart 2017) bedraagt de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties 0.34%, op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties 0.60%.

Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Risico (financieel)

De volatiliteit van het rendement op Euro staatsobligaties (kernlanden: België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk) is laag, zo'n 4 à 5% op jaarbasis. Dit betreft een mandje van looptijden langer dan 1 jaar. Bij het discretionaire mandaat van BPF PB, waarbij alleen in looptijden langer dan 10 jaar wordt belegd ligt de volatiliteit duidelijk hoger (11 à 13%).

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van staatsobligaties laag, waarbij beheerfees van 0,05% en lager zeer wel mogelijk zijn. De kosten voor het beheer van de discretionaire portefeuille van BPF-PB zijn opgenomen in de fiduciare fee. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling

wijzigt. Actief beheer is iets duurder, met beheerfees rond 0,1%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

Liquiditeit

Staatsobligaties van ontwikkelde landen zijn een zeer liquide categorie. Dit valt ook af te leiden aan de bid-ask spread, deze bedraagt slechts enkele basispunten.

Governance Budget

Wat betreft alle subcriteria scoren staatsobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke staatsobligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie (voor zover daarvan sprake is), die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor het verstrekken van een lening aan een overheid met een bepaalde mate van kredietrisico en (bij nominale staatsobligaties ten opzichte van inflatiegeïndexeerde staatsobligaties) een inflatieonzekerheidspremie. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark resp. om gebruik te maken van derivaten.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Voor landen met een hogere kredietwaardigheid is een grotere exposure naar die landen acceptabel. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Met name bij onrust in de financiële markten worden staatsobligaties van landen met een zeer hoge kredietwaardigheid als veilige haven gezien. Dit laatste geldt slechts in mindere mate voor Euro staatsobligaties van niet-kernlanden, waarvan spreads juist op zullen lopen in tijden van crisis, wat tegengesteld is aan de richting van de risicovrije rentecomponent.

Inflatiehedge

Nominale staatsobligaties bieden naast een (beperkte en soms zelfs negatieve) reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Inflatiegeïndexeerde obligaties bieden wel bescherming tegen inflatie, daar staat echter een (nog) lager reëel rendement tegenover.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Met staatsobligaties is het mogelijk om te beleggen tegen een ESG-gewogen benchmark waarbij de marktkapitalisatie van een land wordt aangepast op hun ESG score. Stemmen en engagement zijn niet van

toepassing.

3.2.6 Credits (Hoogwaardige bedrijfsobligaties)

Rendement

Het rendement op EUR hoogwaardige bedrijfsobligaties is momenteel laag vanuit historisch perspectief. Op moment van schrijven (maart 2017) bedraagt de gemiddelde bedrijfsrente 0.76%, wat een optelsom is van een gemiddelde spread van 1.04% en een negatieve risicovrije rente van -0.28%. BPF-PB hanteert op de lange termijn een verwachte risicopremie van 0,9% voor deze categorie. Deze aanname is gebaseerd op een gemiddelde spread van 1% minus een verwacht verlies wegens faillissementen van minder dan 0,1% op bedrijfsobligaties met een investment grade beoordeling. Ook via de 'mapping' methodiek die de Commissie Parameters hanteert, komt een dergelijke veronderstelling naar voren: hoogwaardige obligaties worden voor 15% gezien als aandelen en 85% als risicovrije vastrendende waarden. Gegeven een maximaal aandelenrendement van 7% en een overrendement van 6% versus staatsleningen, resulteert een risicopremie van 0,9% voor investment grade bedrijfsobligaties.

Risico (financieel)

De volatiliteit van het rendement op EUR hoogwaardige bedrijfsobligaties is laag, zo'n 4 à 5% op jaarbasis (zowel indien een vijf, tien, of vijftienjaars horizon in ogenschouw wordt genomen). De verklaring voor het relatief stabiele rendement is, dat de spread component en de risicovrije rente component vaak in tegengestelde richting bewegen (bijvoorbeeld ten tijde van crisis), wat elkaar compenseert. De volatiliteit is nagenoeg gelijk en bij tijd en wijle iets lager dan de volatiliteit van het rendement op staatsobligaties met looptijden langer dan 1 jaar. In vergelijking met onze discretionaire staatsobligatieportefeuille met looptijden alleen langer dan 10 jaar, ligt de volatiliteit van hoogwaardige bedrijfsobligaties aanzienlijk lager.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van hoogwaardige bedrijfsobligaties laag. Beheerfees van 0,1% en lager zijn daarbij mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,2-0,3%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

Liquiditeit

Hoogwaardige bedrijfsobligaties zijn een relatief liquide categorie, zij het minder liquide dan staatsobligaties. Ter indicatie geldt dat de bid-ask spread hiervan ongeveer 0,20% bedraagt tegen slechts enkele basispunten bij staatsobligaties. Wel dient opgemerkt te worden dat de liquiditeit in recente jaren

is afgenomen als gevolg van regelgeving, waardoor banken minder voor eigen rekening zijn gaan handelen.

Governance Budget

Wat betreft alle subcriteria scoren hoogwaardige bedrijfsobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. Voorts bevatten de nominale couponnen van deze categorie –net als bij staatsobligaties- een inflatieonzekerheidspremie. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over rating categorieën) resp. om gebruik te maken van derivaten. Overigens is passief beheer goed mogelijk in deze categorie, alsook 'enhanced' strategieën.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over sub-categorieën ('non-corporate', 'utilities', 'financials' en 'industrials'), te spreiden over ratingcategorieën, over sectoren en over uitgevende bedrijven. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark 2038, bron Barclays 15 april 2016) is het concentratierisico beperkt.

Doorgaans overheerst de risicovrije rentecomponent het karakter van bedrijfsobligaties waardoor sprake is van een hoge correlatie versus staatsobligaties en een lage correlatie met aandelen. Daarmee diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Ten tijde van onrust op de financiële markten echter –zoals na de val van Lehman- kunnen spreads stijgen, waardoor deze categorie tijdelijk minder diversificatie biedt.

Inflatiehedge

Nominale hoogwaardige bedrijfsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief wanneer de couponnen van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatiepeil.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Criteria ten aanzien van Maatschappelijk verantwoord beleggen kunnen geïntegreerd worden in het beleggingsbeleid voor hoogwaardige bedrijfsobligaties. Voorts zijn uitsluitingen en engagement mogelijk. Stemmen is niet van toepassing.

3.2.7 High Yield (Laagwaardige bedrijfsobligaties)

Rendement

Het rendement op EUR laagwaardige bedrijfsobligaties mag momenteel dan wel laag zijn vanuit historisch perspectief (gemiddelde yield sinds 1999 bedroeg 9,6%), maar ten opzichte van de meeste andere beleggingscategorieën biedt deze categorie begin 2017 nog steeds een aantrekkelijke yield van 4,2%. Deze gemiddelde bedrijfsrente is een optelsom van een gemiddelde spread van 3,7% en een risicovrije rente van grofweg 0,5%.

Het rendement op USD laagwaardige bedrijfsobligaties is momenteel hoger, namelijk 6,7%. Dit is toe te schrijven aan een hogere risicovrije rente in de VS, de iets langere gemiddelde looptijd en een hogere gemiddelde spread.

Indien het valutarisico wordt afgedekt naar euro's, dan verdwijnen de verschillen in risicovrije rentes. Wat wel resteert is de hogere risicopremie op USD obligaties, een verschil van grofweg 1% momenteel.

Op de lange termijn hanteert BPF-PB een verwachte risicopremie van 2% voor deze categorie. Deze aanname is gebaseerd op een historisch gemiddelde spread van grofweg 5% minus een verwacht verlies wegens faillissementen van 2,8% op bedrijfsobligaties met een high yield beoordeling.

Via de 'mapping' methodiek die de Commissie Parameters hanteert, zou overigens een veel hogere risicopremie resterend. Laagwaardige obligaties worden namelijk voor 60% gezien als aandelen (en 40% als risicovrije vastrendende waarden). Gegeven een maximaal aandelenrendement van 7% en een overrendement van 6% versus staatsleningen, zou de risicopremie dan uitkomen op 3,6% (60% gewicht x 6% overrendement).

Risico (financieel)

De volatiliteit van het rendement op EUR laagwaardige bedrijfsobligaties is gemiddeld te noemen: aanzienlijk lager dan dat van aandelen, maar hoger dan staatsobligaties en hoogwaardige bedrijfsobligaties. In de afgelopen 15 jaar kwam de volatiliteit uit op 12% op jaarbasis, overigens grofweg gelijk aan de volatiliteit van staatsobligaties met een looptijd langer dan 10 jaar waar BPF PB in belegt. In de laatste 5 jaar –een horizon exclusief de val van Lehman- was de volatiliteit aanzienlijk lager; namelijk 7%. De verklaring voor het relatief stabiele rendement in verhouding tot aandelen is, dat de spread component en de risicovrije rente component vaak in tegengestelde richting bewegen (bijvoorbeeld ten tijde van crisis), wat elkaar compenseert.

De volatiliteit van het rendement op USD laagwaardige bedrijfsobligaties is, mits het valutarisico is afgedekt (in lijn met het beleid van BPF PB), fractioneel lager dan van EUR bedrijfsobligaties. Zo bedroeg de volatiliteit op een 15-jaars en een 5-jaars horizon respectievelijk 10% en 6%. Spreads bereikten ten tijde van de kredietcrisis in 2009 ook een lager maximum (18%) dan de HY Spreads van EUR HY obligaties destijds (23%).

Wanneer het valutarisico niet wordt afgedekt, ligt de volatiliteit van het rendement (in euros) iets hoger (respectievelijk 12% en 9%), omdat dan ook de volatiliteit van de wisselkoers een rol speelt.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van laagwaardige bedrijfsobligaties laag, waarbij beheerfees van 0,2% en lager mogelijk zijn. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,5%.

Liquiditeit

Laagwaardige bedrijfsobligaties worden publiek verhandeld, zijn vanuit een pensioenfondsperspectief een liquide categorie en vallen binnen de liquide return portefeuille. Binnen het universum van de liquide return portefeuille echter behoren laagwaardige bedrijfsobligaties tot de minder liquide instrumenten. De liquiditeit is in recente jaren afgenomen als gevolg van regelgeving, waardoor banken minder voor eigen rekening zijn gaan handelen. De bid-ask spread van het Global High bedraagt ongeveer 0,50%.

Governance Budget

Wat betreft alle subcriteria scoren laagwaardige bedrijfsobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. Voorts bevatten de nominale couponnen van deze categorie –net als bij staatsobligaties- een inflatieonzekerheidspremie. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over rating categorieën) resp. om gebruik te maken van derivaten. Overigens is passief beheer tegenwoordig ook mogelijk in deze categorie.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sub-categorieën (industrials, utilities, financials), sectoren, ratings en over uitgevende bedrijven. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark (circa 3000) is het concentratierisico beperkt.

In tegenstelling tot hoogwaardige bedrijfsobligaties, overheerst bij laagwaardige obligaties het spread karakter ten opzichte van de risicovrije rentecomponent. Zo vertoont deze categorie een correlatie van +0,7% versus aandelen, terwijl de correlatie met staatsobligaties growfweg nul is. Al met al, zorgt deze categorie binnen de beleggingsportefeuille wel voor diversificatie.

Inflatiehedge

Nominale laagwaardige bedrijfsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is

daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief wanneer de couponnen van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatieniveau. Doordat de gemiddelde looptijd van deze categorie korter is dan die van hoogwaardige bedrijfsobligaties alsook staatsleningen, passen de couponnen zich wel sneller aan bij wijzigingen in het inflatieniveau.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Criteria ten aanzien van Maatschappelijk verantwoord beleggen kunnen geïntegreerd worden in het beleggingsbeleid voor laagwaardige waardige bedrijfsobligaties. Voorts zijn uitsluitingen en engagement mogelijk. Stemmen is niet van toepassing.

3.2.8 Emerging market debt local currency

Rendement

Het rendement op obligaties opkomende landen bedraagt momenteel 7,0% op lokale valuta. Dit is vóór afdekking van het valutarisico en zonder rekening te houden met eventuele verliezen als gevolg van wanbetaling. De gemiddelde looptijd voor lokale valuta ligt lager dan voor harde valuta (duratie 4,9 jr resp. 6,7 jr) terwijl de gemiddelde kredietwaardigheid iets hoger is (BBB+ resp. BBB-). Dit impliceert een lagere spread op lokale valuta en gegeven de hogere yield betekent dit dat de risicovrije rente in de opkomende landen duidelijk hoger ligt dan in de VS, in lijn met de hogere reële groei in deze landen. Indien het valutarisico wordt afgedekt naar euro's, dan verdwijnen de verschillen in risicovrije rentes. Wat dan resteert is de risicopremie voor het kredietrisico, welke zich tussen die voor hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties in bevindt. Op de lange termijn hanteert BPF-PB een verwachte risicopremie van 1,5% voor voor lokale valuta's gegeven de kortere duratie en hogere kredietwaardigheid.

Risico (financieel)

De volatiliteit van het rendement op obligaties opkomende landen umhedged bedraagt zo'n historisch ca. 9% op jaarbasis.

Kosten

De laatste jaren zijn passieve oplossingen voor obligaties opkomende markten in opkomst. Daarbij zijn beheerfees van 0,2% en lager zeer wel mogelijk. Actief beheer is duurder, met beheerfees van rond de 0,45%.

Liquiditeit

Obligaties van opkomende landen zijn een liquide categorie, zij het minder liquide dan bijv. Euro staatsobligaties. De gemiddelde bid-ask spread bedraagt op basis van toe- en uitredingskosten zo'n 0,4% - 0,5%.

Governance Budget

Wat betreft alle subcriteria scoren obligaties opkomende markten goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark resp. om gebruik te maken van derivaten.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Bij lokale valuta bevat de index 17 landen met een maximale weging van 10% per land (JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index), hierbij is bovendien sprake van spreiding over meerdere valuta's.

Voorts diversifieert de categorie ten opzichte van andere vastrentende beleggingen met een vergelijkbaar kredietrisico zoals hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties. Voor lokale valuta (unhedged) liggen deze correlaties op ca. 0,5.

Inflatiehedge

Nominale obligaties opkomende markten bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Het betreft hier overigens niet de Nederlandse of de euro inflatie, maar de inflatie van de opkomende landen.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Criteria ten aanzien van Maatschappelijk verantwoord beleggen kunnen geïntegreerd worden in het beleggingsbeleid voor obligaties opkomende markten. Voorts zijn uitsluitingen mogelijk. Stemmen en engagement zijn niet van toepassing.

3.2.9 Nederlandse hypotheek

Rendement

In lijn met het lage kredietrisico op particuliere hypotheek waarin het fonds van BPF PB belegt (het heeft een AA+ karakter) is het rendement op de lange termijn beperkt. Zo is de rendementsdoelstelling van

SAREF voor het particuliere hypotheekfonds een outperformance van de benchmark met 30 basispunten. Ten opzichte van hoogwaardige bedrijfsobligaties met een vergelijkbare kredietwaardigheid is sprake van een illiquiditeitspremie. Eind 2016 bedroeg de gemiddelde opslag ten opzichte van de swapcurve voor het particuliere hypotheekfonds van SAREF overigens 1,38%, beduidend hoger dan wat op langere termijn verwacht mag worden.

In lijn met het hogere kredietrisico op zakelijke hypotheek (het fonds waarin BPF PB belegt heeft momenteel een high yield karakter; maar conform nieuwe richtlijnen draait dit fonds langzaam richting een investment grade profiel) ligt het rendement op de lange termijn wat hoger dan op particuliere hypotheek. Zo is de rendementsdoelstelling van SAREF voor het zakelijke hypotheekfonds een outperformance van de benchmark met 100 basispunten. Ten opzichte van bedrijfsobligaties met een vergelijkbare kredietwaardigheid is sprake van een illiquiditeitspremie. Eind 2016 was de gemiddelde opslag ten opzichte van de swapcurve voor het zakelijke hypotheekfonds overigens 3,64%, beduidend hoger dan wat op langere termijn verwacht mag worden, maar in lijn met het huidige high yield karakter.

Risico (financieel)

De volatiliteit van zowel particuliere als zakelijke hypotheek is beperkt vooral vanwege kwalitatief hoogwaardige hypotheek met een lage loan-to-value en NHG-garantie.

Kosten

De management fees voor particuliere alsook zakelijke hypotheekfondsen bedragen 30 - 50 bps. Van een performance fee is geen sprake.

Liquiditeit

De onderliggende hypotheek worden voor langere tijd verstrekt en zijn relatief illiquide. Wel is het zo, dat de fondsen waarin beleggers deelnemen veelal een maandelijkse liquiditeit kennen (tegen voorwaarden). In de praktijk kan die liquiditeit nogal tegenvallen – denk aan de huidige situatie bij het zakelijke hypotheekfonds van SAREF. Hierbij is het verzoek gedaan tot uittreden alleen duurt het relatief lang om van deze zakelijke hypotheek af te komen.

Governance Budget

De fundamenten van hypotheek zijn eenvoudig uitlegbaar – het betreft niet-publiek verhandeld vreemd vermogen verstrekt aan particulieren en bedrijven, met woningen respectievelijk kantoren, winkels en bedrijven als onderpand. Als beleggingscategorie stellen hypotheek echter wel hogere eisen aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid, o.a. vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de (onafhankelijke) waardering en het risicomanagement. Particuliere Beveiliging belegt in relatief simpele Nederlandse structuren, waardoor het risico niet al te groot is.

Diversificatie

Eenzijds is er sprake van enorme spreiding binnen de categorie, aangezien de fondsen duizenden individuele leningen bevatten. Anderzijds zijn de verstrekte hypotheke allemaal geconcentreerd in Nederland.

Ten opzichte van andere beleggingscategorieën is sprake van enige diversificatie. Enerzijds is het een relatief stabiele categorie gezien de lage (historische) volatiliteit van de rendementen, anderzijds is sprake van gevoeligheid voor de nominale euro rente, een eigenschap die hypotheke deelt met andere vastrentende categorieën die in euro's luiden.

Inflatiehedge

Hypotheke worden verstrekt tegen zowel vaste als variabele rentetarieven. Gemiddeld kennen hypotheke een vaste nominale rentevergoeding. Hierdoor biedt deze categorie geen bescherming tegen (onverwachte) inflatie. Pas op lange termijn mag enige correlatie verwacht worden, indien rentetarieven van nieuw verstrekte hypotheke zich aanpassen aan het inflatiepeil.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Hoewel bij de categorie hypotheke geen invulling kan worden gegeven aan maatschappelijk verantwoord beleggen op reguliere wijze door bijvoorbeeld toepassing van een uitsluitingenlijst of door engagement, is het beleggen in deze categorie niet strijdig met MVB-beleid van Particuliere Beveiliging (past binnen de wereldwijd geaccepteerde standaarden van de Principles for Responsible Investment (PRI), de UN Global Compact en de "best practice"-bepalingen van Eumedion).

Wel bieden banken en hypotheekverstrekkers tegenwoordig speciale 'groene' en 'duurzame' hypotheke aan, waarbij voor woningen met een groenverklaring een lagere hypotheekrente betaald hoeft te worden.

Voorts is sprake van een 'verduurzaming van de onderliggende vastgoedmarkt, door ontwikkelingen zoals bijvoorbeeld de lancering van de GRESB benchmark ("Global Real Estate Sustainability Benchmark").

3.2.10 Renteswaps

Rendement

Het rendement op discretionaire swaps is bijzonder laag ten opzichte van de meeste andere categorieën, in lijn met het vrijwel risicoloze* karakter van deze categorie (*uitgaande van een robuust onderpandbeleid, hetgeen voor BPF-PB het geval is gezien central clearing en de cash die gestort wordt als onderpand). Op moment van schrijven (maart 2017) bedraagt de 30-jaars euro swaprente circa 1.44%, in lijn met de rente op Euro staatsobligaties kernlanden. Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Aangezien het risicovrije rentes betreft, lijkt het rendement op renteswaps op het eerste oog laag. Het rendement wordt echter verhoogd doordat sprake is van leverage ; de exposure naar renteswaps hoeft niet volledig gefinancierd te worden (het onderpand is kleiner van omvang dan de Notional van de renteswaps). Als gevolg van leverage wordt allereerst het rendement uitvergroet (berekend als rendement over dat gedeelte van de balans dat is toegewezen aan renteswaps). Een tweede rendement verhogend effect van leverage is dat ruimte wordt vrijgespeeld op de balans voor rendementscategorieën met hogere verwachte rendementen.

Risico (financieel)

De volatiliteit van het rendement op discretionaire swaps is – als er geen leverage zou zijn - vergelijkbaar met dat op Euro staatsobligaties van de kernlanden. In de praktijk is echter vrijwel altijd sprake van een bepaalde mate van leverage, waardoor de volatiliteit van het rendement navenant hoger ligt. Deze volatiliteit is echter een bewuste keuze, om zo de waardeverandering van de verplichtingen te reflecteren.

Kosten

Beheerkosten voor discretionaire swaps liggen voor pensioenfonds en Particuliere Beveiliging al gauw lager dan 0,05% over de totale waarde van de verplichtingen. De kosten voor het beheer van de discretionaire swap portefeuille van BPF-PB zijn opgenomen in de fiduciare fee.

Liquiditeit

Discretionaire swaps zijn behoorlijk liquide beleggingscategorieën. Wel kan met name bij grote transacties soms van enige illiquiditeit sprake zijn, wat zich uit in een wat hogere bid-ask spread. Gegeven de relatief kleine swap portefeuille van BPF-PB en het feit dat er vaak gespreid wordt gehandeld wordt een hogere bid-ask spread vermeden.

Governance Budget

Wat betreft de subcriteria scoren discretionaire swaps gemengd. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke swaps men belegt, met welke tegenpartijen, en welk onderpand men heeft. Er is niet echt sprake van een risicopremie, afgezien van een inflatieonzekerheidspremie op nominale swaps en een kleine risicopremie op die beleggingen in de Euro Liquidity Fund (ELF) waar een (beperkt) kredietrisico op wordt gelopen. Lastiger zijn de juridische en operationele aspecten die te maken hebben met het OTC-karakter van de swaps: de ISDA's/CSA's, het tegenpartijrisico en onderpand management, de waardering. Dit soort aspecten stelt extra eisen aan de monitoringcapaciteit. De gehele derivaten portefeuille is halverwege 2016 overgegaan op central clearing wat ervoor heeft gezorgd dat voornamelijk het tegenpartijrisico veel kleiner is geworden.

Diversificatie

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over tegenpartijen. Binnen ELF (Euro Liquidity Fund) kan bovendien gespreid worden over landen, sectoren en debiteuren. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Met name bij onrust in de financiële markten zal door de vlucht naar veilige staatsobligaties de risicovrije rente dalen, wat ook gunstig is voor de waarde van swaps.

Inflatiehedge

Nominale swaps bieden naast een (beperkte en soms zelfs negatieve) reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Inflatiegeïndexeerde swaps bieden wel bescherming tegen inflatie, daar staat echter een (nog) lager reëel rendement tegenover.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

N.v.t.