



Beleggingsbeleid 2020

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
1. Voorwoord	3
2. Samenvatting en Kernboodschap	4
3. Beleidsinitiatieven	12
4. Ruwe schets van Beleggingsbeleid 2020 en bijdrage aan doelstellingen	49

1. Voorwoord

Het Beleggingsbeleid 2020 omvat de initiatieven die de komende jaren door PFZW worden ontplooid om de overtuigingen van het Beleggingskader om te zetten in beleggingsbeleid.

De uitkomst van het realiseren van de initiatieven uit het Beleggingsbeleid 2020 is een beleid dat het haalbare op het gebied van de financiële ambitie combineert met een expliciete verankering van duurzaamheid. Dit op een manier die wezenlijk impact heeft op de door PFZW gekozen thema's, in het bijzonder voor de thema's klimaatverandering, waterschaarste, gezondheidszorg en voedselzekerheid. De begrijpelijkheid en beheersbaarheid van het beleid nemen toe door een eenduidige indeling van het beleid naar een viertal rendementsbronnen en een beperkt aantal implementatievormen waarvan helder is wat hun bijdrage is aan het realiseren van de ambitie en de duurzaamheidsdoelstellingen. De doelmatigheid van het beleid wordt vergroot door systematisch in te zetten op de meest kostenefficiënte manier om een gezochte exposure te bewerkstelligen.

De doelstellingen geformuleerd in Beleggingsbeleid 2020 zijn richtinggevend en niet taakstellend. PFZW zal voor elk concreet beleidsvoorstel een afweging maken.

Met het uitvoeren van deze initiatieven wordt PFZW geleidelijk meer een lange termijnbelegger die eigen bewuste keuzes maakt en minder een belegger die zich laat leiden door benchmarks. PFZW handelt hiermee in de overtuiging dat dit zowel bijdraagt aan het realiseren van de financiële ambitie als aan

de maatschappelijke verantwoordelijkheid en duurzaamheidsdoelstellingen.

De weg naar de realisatie zal niet altijd eenvoudig zijn omdat we deels wegen betreden die vernieuwend zijn. De verandering vergt daarom behoorlijke, beheersbare en gedragen stappen.

Dit document komt tot stand in een context die voortdurend aan verandering onderhevig is, zoals nieuwe regelgeving en de mogelijke afschaffing van de verplichtstelling voor deelnemers. Een volledige analyse van deze context en de mogelijke gevolgen daarvan voor het beleggingsbeleid maakt geen onderdeel uit van het Beleggingsbeleid 2020. Dit vormt geen belemmering om met het Beleggingsbeleid 2020 alvast stappen te gaan zetten in het realiseren van het Beleggingskader. Tussentijdse strategische toetsing van de initiatieven verdient de aandacht bij het vaststellen van de jaarlijkse beleggingsplannen.

De uitvoering van de initiatieven in het Beleggingsbeleid 2020 is naar onze mening een noodzakelijke voorwaarde om ook op langere termijn één van de best presterende pensioenfondsen ter wereld te blijven. Niet alleen op rendementsgebied maar ook als verantwoord beheerder van een grote hoeveelheid productief kapitaal dat ons is toevertrouwd door onze deelnemers.

Kerngroep Beleggingsbeleid 2020
Zeist, juni 2014

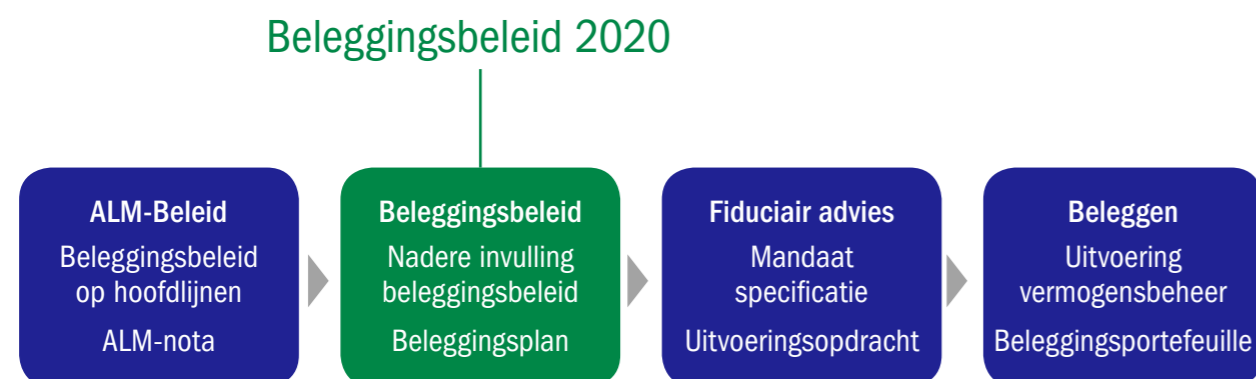
2. Samenvatting en Kernboodschap

De achtergrond en scope

Pensioenfonds Zorg en Welzijn heeft in Beleggingskader 2013-2020 zijn overtuigingen en principes met betrekking tot beleggen beschreven. Op deelterreinen vraagt het om een specifieke verdere uitwerking. Het Beleggingsbeleid 2020 richt zich op de vertaling van het beleggingskader in het beleggingsbeleid. Het gaat dus niet over beleid op hoofdlijnen (ALM-beleid), mandatering

(Fiduciair Advies) of uitvoering (Beleggen).

Het totale beleggingsbeleid heeft een grotere scope dan de inhoud van dit document. Als er aanleiding voor is, worden onderwerpen in de jaarlijkse beleggingsplannen geadresseerd. Te denken valt aan herbalanceren en landen- en sectorenwelingen.



Figuur: De stappen in de beleggingsketen

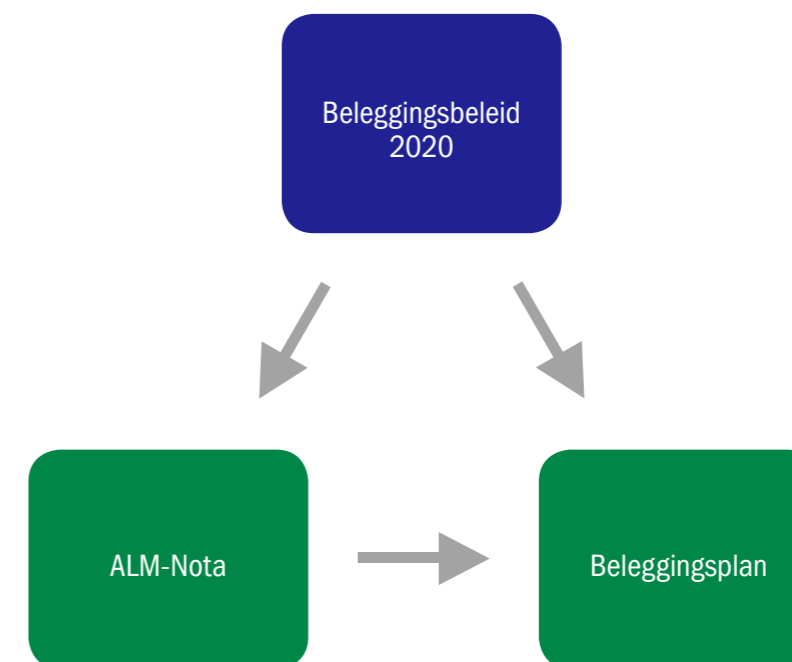
Drieluik Beleggingsbeleid, ALM Nota en Beleggingsplan

Het Beleggingsbeleid 2020 is onderdeel van een drieluik bestaande uit Beleggingsbeleid 2020, ALM-Nota en Beleggingsplan.

Beleggingsbeleid 2020 omvat de initiatieven die de komende jaren worden ontplooid om de overtuigingen van het Beleggingskader om te zetten in beleggingsbeleid. Beleggingsbeleid 2020 beïnvloedt de ALM-Nota, bijvoorbeeld voor de keuze van de rendementsbronnen. Beleggingsplannen volgen zowel uit Beleggingsbeleid 2020 als uit de ALM-Nota.

Als dit nodig blijkt op grond van de uitkomsten van de ALM-Nota zal het Beleggingsplan daarop worden aangepast. De ALM-Nota en het Beleggingsplan vormen samen het concrete beleggingsbeleid voor een specifiek jaar.

De aansluiting met ALM wordt bewerkstelligd vanaf het moment dat het nieuwe ALM-beleid beschikbaar is. Borging van consistentie tussen ALM-doelstellingen, preferenties en randvoorwaarden heeft grote aandacht.

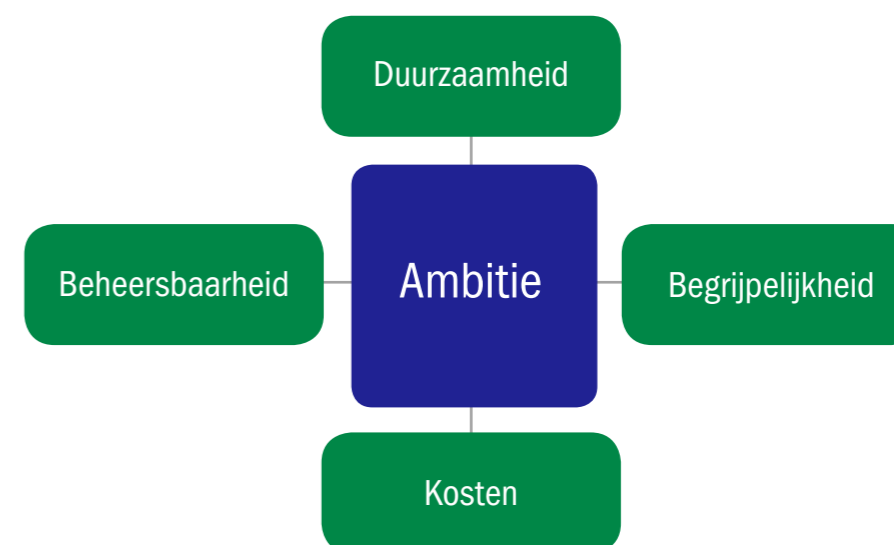


Figuur: Samenhang drieluik Beleggingsbeleid, ALM-Nota en Beleggingsplan

De doelstellingen uit het beleggingskader

Het Beleggingskader vraagt om een beleggingsbeleid dat voldoet aan de Ambitie, waarin Duurzaamheid verankerd is en dat Begrijpelijk en Beheersbaar is. Voorts wenst

PFZW de integrale beleggingskosten te verlagen. De financiële ambitie staat centraal en vormt daarmee een randvoorwaarde voor de andere doelstellingen.



Figuur: De financiële ambitie staat centraal binnen de doelstellingen

Vraagstelling Beleggingsbeleid 2020

De vraag die het Beleggingsbeleid 2020 beantwoordt: Wat kan het beleggingsbeleid bijdragen aan het realiseren van de doelstellingen en aspiraties van het beleggingskader?

Dit roept de volgende drie vragen op over het beleggingsbeleid:

1. Waar zit de spanning tussen het huidige beleggingsbeleid en het beleggingskader?
2. Hoe gaan we die spanning oplossen?
3. Hoe zien het beleid en de resultaten op de doelstellingen er daarna uit?

Deze vragen worden in de volgende onderdelen geadresseerd.

1. Waar zit de spanning tussen het huidige beleggingsbeleid en het Beleggingskader?

De spanning tussen het huidige beleggingsbeleid en het beleggingskader van PFZW is samen te vatten als:

- **De ambitie realiseren is uitdagend.** De beleggingsomgeving met, mogelijk langjarig, lage verwachte rendementen maakt het robuust realiseren van de ambitie uitdagend. Dit is onderkend en maakt onderdeel uit van de advisering inzake het ALM-beleid. Elke bijdrage die keuzes in het beleggingsbeleid kunnen leveren aan het beter realiseren van de ambitie is meer dan welkom.
- **De aspiraties op duurzaamheids- en maatschappelijk gebied gaan verder dan vervat in de huidige activiteiten.** We voelen een grote verantwoordelijkheid op deze terreinen en zoeken een meer invloedrijke rol op maatschappelijk en duurzaamheidsgebied in de overtuiging dat dit niet ten laste hoeft te gaan van de ambitie.

- **De begrijpelijkheid van het beleid is te verbeteren.** Het is moeilijk te doorgronden welke bijdrage de verschillende onderdelen van de portefeuille precies leveren aan het realiseren van de doelstellingen, en of dit de meest doelmatige inrichting is.

Vervolgens zijn er aanvullende factoren die impact zullen hebben op het beleggingsbeleid in de komende jaren:

- **PFZW ambieert lagere beleggingskosten.** Kosten van pensioenfondsen liggen maatschappelijk onder de loep. Het is noodzaak de kosten te beperken en zo doelmatig mogelijk in te zetten en noodzakelijke kosten goed uit te kunnen leggen.
- **Ontwikkelingen in regelgeving hebben mogelijk majeure impact.** In de externe omgeving is er veel ontwikkeling in regelgeving met mogelijk grote impact op het beleggingsbeleid van PFZW.

2. Hoe gaan we die spanning oplossen?

Het Beleggingsbeleid 2020 beschrijft elf beleidsinitiatieven om in 2020 tot een beleggingsbeleid te komen dat voldoet aan het beleggingskader. Het vormt daarmee de beleids- en innovatieagenda voor de komende jaren en geeft richting en focus voor de jaarlijkse beleidscyclus en de beleggingsplannen in de komende jaren.

Elk van de initiatieven draagt primair bij aan een of meer van de doelstellingen. De elf beleidsinitiatieven worden in de onderstaande tabel genoemd, kort toegelicht en beoordeeld op de bijdrage aan de verschillende doelstellingen.

De elf beleidsinitiatieven

1. Denk in vier rendementsbronnen en daarbinnen specifieke implementatievormen.

Leidt tot een begrijpelijker structuur van de portefeuille. We onderscheiden vier rendementsbronnen die goed uitlegbaar zijn: vastrentend, krediet, zakelijke waarden en grondstoffen. Daarbinnen wordt op grond van heldere argumenten gealloceerd aan een beperkt aantal implementatievormen ("portefeuilleonderdelen") met eenduidige doelstellingen.

2. Beleg meer in alternatieve strategieën op publieke markten.

Draagt bij aan de ambitie. Toepassing op grote schaal waar mogelijk binnen alle rendementsbronnen. Dit kan zowel rendementsverhogend als risicoverlagend werken. Begrijpelijkheid en beheersbaarheid nemen hierdoor af ten opzichte van de basiskeuzes. Vergt relatief lange evaluatiehorizon.

3. Pas het beleid aan bij grote onevenwichtigheden of extreme waarderingen.

Draagt bij aan de ambitie door het beleggingsbeleid op middellange horizon gedisciplineerd bij te sturen op grond van extreme rendementsverwachtingen of grote financieel economische risico's. Vergt lange termijn oriëntatie.

4. Verhoog de doelmatigheid door wegsnijden van overlap en kostenverlaging.

Het beleggingsbeleid draagt bij aan de aspiratie om de integrale kosten te verlagen door waar mogelijk in te zetten op goedkopere alternatieven voor het huidige beleid. De focus ligt daarbij op de relatief dure private beleggingen. De ambitie en de duurzaamheidsdoelstellingen zijn hierbij belangrijke randvoorwaarden.

5. Vervieoudig de positieve duurzaamheidsbijdrage.

We zetten de sturende kracht van geld in. Door waar mogelijk in de portefeuille te beleggen in oplossingen, wordt de positieve bijdrage van PFZW aan de gekozen thema's - klimaat vervuiling & uitstoot, waterschaarste, voedselzekerheid en gezondheid - sterk vergroot.

6. Halveer de negatieve voetafdruk van de portefeuille.

Waar mogelijk wordt de negatieve voetafdruk op de gekozen duurzaamheidsthema's gehalveerd. We kiezen een gefaseerde aanpak. Als eerste concentreren we ons op de halvering van de CO2-uitstoot van de publieke aandelenportefeuille.

7. Integreer duurzaamheid systematisch in alle stappen van het beleggingsproces.

Inzetten van duurzaamheidsinstrumenten die bijdragen aan het realiseren van de ambitie. Denk aan rendementsverhogende en risicoreducerende werking van governance of de economische gevolgen van klimaatverandering.

8. Beleg meer in Nederland en draag zo bij aan lokale maatschappelijke vraagstukken.

Als Nederlands pensioenfonds willen we een positieve bijdrage leveren aan het adresseren van lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken. Logische terreinen zijn: investeringen in de zorg en in verduurzaming van de Nederlandse economie, hypotheek en infrastructuur.

9. Anticipeer op toekomstige regelgeving.

Er is een grote hoeveelheid regelgeving in aantocht, variërend van het nieuw FTK tot EMIR, die mogelijk grote impact heeft op PFZW. Dit initiatief zorgt ervoor dat deze bedreigingen in kaart worden gebracht om de gevolgen ervan zoveel mogelijk te kunnen beperken.

10. Begrijpelijkheid en Beheersbaarheid expliciet afwegen.

In beleidsvoorstellen wordt de impact op begrijpelijkheid en beheersbaarheid inzichtelijk gemaakt zodat een expliciete afweging kan worden gemaakt, bijvoorbeeld in relatie tot de bijdrage aan de ambitie en/of duurzaamheid.

11. Evalueer de individuele portefeuilleonderdelen zodat ze aansluiten bij het beleggingskader.

De keuze voor een specifieke implementatievorm voor invulling van rendementsbronnen wordt onderbouwd. De relevante spiegel is daarbij de basisimplementatievorm voor elke rendementsbron. Draagt bij aan het realiseren van alle potentiële mogelijkheden die de portefeuilleonderdelen bieden om bij te dragen aan de verschillende doelstellingen.

Ambitie
Duurzaamheid
Begrijpelijkheid
Beheersbaarheid
Kosten



Legenda



De impact van de initiatieven op de doelstellingen is niet eenduidig positief; op plaatsen is er spanning zichtbaar. De belangrijkste punten zijn:

- Spanning tussen ambitie en beheersbaarheid: een grotere bijdrage aan de ambitie vergt een allocatie naar meer complexe en minder beheersbare implementatievormen (alternatief, privaat) en een meer dynamisch beleggingsbeleid. Beide maken de begrijpelijkheid en beheersbaarheid kleiner.
- Spanning tussen duurzaamheid en beheersbaarheid: de sterke vergroting van de nadruk op duurzaamheid geeft spanning met beheersbaarheid. Het is noodzakelijk om hiervoor ruimte in beleid en uitvoering te scheppen. Het is pas op langere termijn te beoordelen in hoeverre deze ruimte vruchten afwerpt.

Tussen duurzaamheid en ambitie is er minder spanning. Het is onze overtuiging dat duurzaamheid op langere termijn naar verwachting niet ten koste hoeft te gaan van rendement, en dat integratie van duurzaamheid op langere termijn risicoverlagend kan werken. De opdracht wordt daarom: voer de duurzaamheidsinitiatieven uit tenzij het aannemelijk is dat het materieel rendement kost ten opzichte van niet-duurzame beleggingen. Wel zal – net als voor alle aspecten van het beleggingsbeleid – voor elk beleidsinitiatief worden getoetst of er redenen zijn om aan te nemen dat het materieel ten koste gaat van het rendement.

3. Hoe zien het beleid en de resultaten op de doelstellingen er daarna uit?

We kunnen geen scherp beeld geven van hoe het beleggingsbeleid in 2020 er uit zal zien. Er zijn veel ontwikkelingen in regelgeving, ALM-beleid onder de nieuwe wetgeving is nog vast te stellen en de beleidsinitiatieven moeten nog concreet uitgewerkt worden. Dit neemt niet weg dat we wel beelden hebben bij de mogelijke

beleidswijzigingen die uit de initiatieven resulteren en kunnen we een ruwe inschatting geven van de bijdrage aan de doelstellingen.

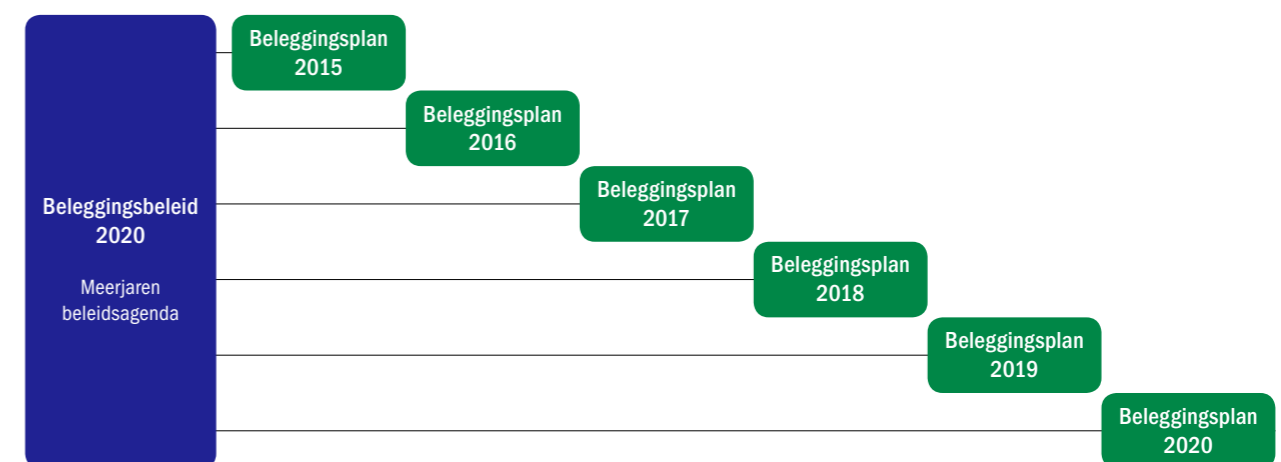
- Een sterke toename in de allocatie (van 10% naar 40%) aan alternatieve strategieën in aandelen, grondstoffen, krediet en vastrentend: een ruwe inschatting van de bijdrage aan de ambitie is 10 tot 20 basispunten hoger rendement voor de totale portefeuille.
- Aanpassing beleid bij grote onevenwichtigheden: een ruwe en met grote onzekerheid omgeven inschatting van de bijdrage aan de ambitie is een 10 tot 25 basispunten hoger rendement op lange termijn en een risicobesparing.
- Een sterke toename van 3% naar 12% van de totale portefeuille in positieve voetafdruk beleggingen: verviervoudiging van positieve voetafdruk, neutraal in bijdrage aan ambitie.
- Een aanscherping van het duurzaamheidsbeleid in alle portefeuilleonderdelen: halvering van negatieve voetafdruk, neutraal in bijdrage aan ambitie.
- Meer beleggingen in Nederland met een expliciete bijdrage aan lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken. Een ruwe inschatting is dat dit circa 5% beslaat van de totale portefeuille in 2020.

We verwachten dat deze wijzigingen een beperkte toename in kosten met zich meebrengen. Een ruwe taxatie is 3 tot 5 basispunten hogere kosten voor de totale portefeuille. Tegelijkertijd besparen we kosten door het afschaffen van het portefeuilleonderdeel hedgefunds (dit besluit is eerder al genomen) en is de verwachting dat initiatief 4 een kostenverlaging oplevert die hier ruimschoots tegen opweegt.

De begrijpelijkheid van het beleid neemt toe door een betere aansluiting op het beleggingskader en een expliciete afweging van de verschillende pijlers. Wel leiden de initiatieven tot grotere afwijkingen van de marktindex en mogelijk van andere pensioenfondsen. Er blijft onzekerheid

in welke mate en op welke horizon de doelen daadwerkelijk bereikt zullen worden.

Omdat implementatie van het beleid meer discretionaire bevoegdheid voor beleggingsbeslissingen door de uitvoerder vraagt, vraagt de beheersbaarheid expliciete aandacht.



Figuur: Beleggingsbeleid 2020 en de jaarlijkse beleggingsplannen

Het gehele traject tot 2020 is work in progress. Als er aanleiding toe is, ligt het in de verwachting om updates van het Beleggingsbeleid 2020 en eventueel in gelieerde beleidsstukken te maken.

De risico's rond Beleggingsbeleid 2020

Er is een aantal risico's dat in de weg kan staan van volledige realisatie van Beleggingsbeleid 2020 en de realisatie van de doelstellingen en aspiraties. Een aantal van deze risico's ligt binnen de invloedssfeer van PFZW en zijn uitvoerder, een aantal daarbuiten. De grote

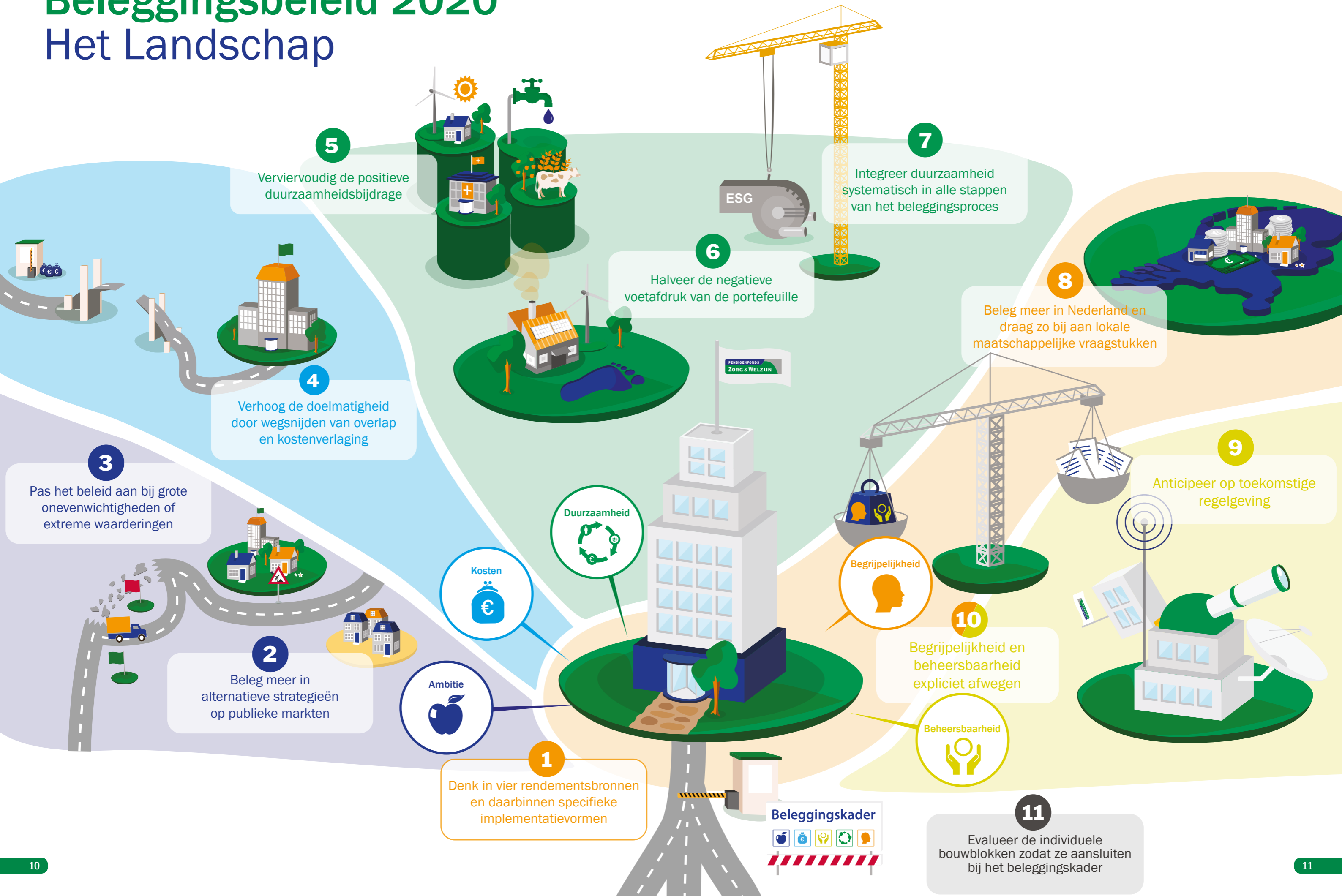
Fasering: de weg naar realisatie

De realisatie van de ambitie uit het beleggingskader vergt een combinatie van bekende en vernieuwende aspecten van beleid. Om op een beheerste manier de veranderingen door te voeren volgen we een stapsgewijze aanpak. Concreet beleid is onderdeel van de jaarlijkse beleggingsplannen. In de Beleggingsplannen voor 2015 en 2016 willen we zoveel mogelijk de grondslagen leggen voor de benodigde veranderingen. Bij de verschillende beleidsinitiatieven geven we een indicatie van wat in 2015 (dus: Beleggingsplan 2015), in 2016 en in de periode daarna onderdeel van beleid wordt.

risico's buiten de directe invloedssfeer van PFZW zijn ontwikkelingen in regelgeving, zoals verplichtstelling, FTK en EMIR. Andere liggen binnen de invloedssfeer en zijn daarmee beter te beheersen, maar vergen wel aandacht. Dit geldt voor de potentiële invloed van op korte termijn willen vergelijken met andere pensioenfondsen, met langere termijn koersvastheid op de gekozen weg en met zachtere factoren zoals cultuur, leiderschap en gelijkgerichtheid tussen fonds en vermogensbeheerder. Daarnaast treden vanzelfsprekend alle risico's op die inherent zijn aan beleggen.

Beleggingsbeleid 2020

Het Landschap



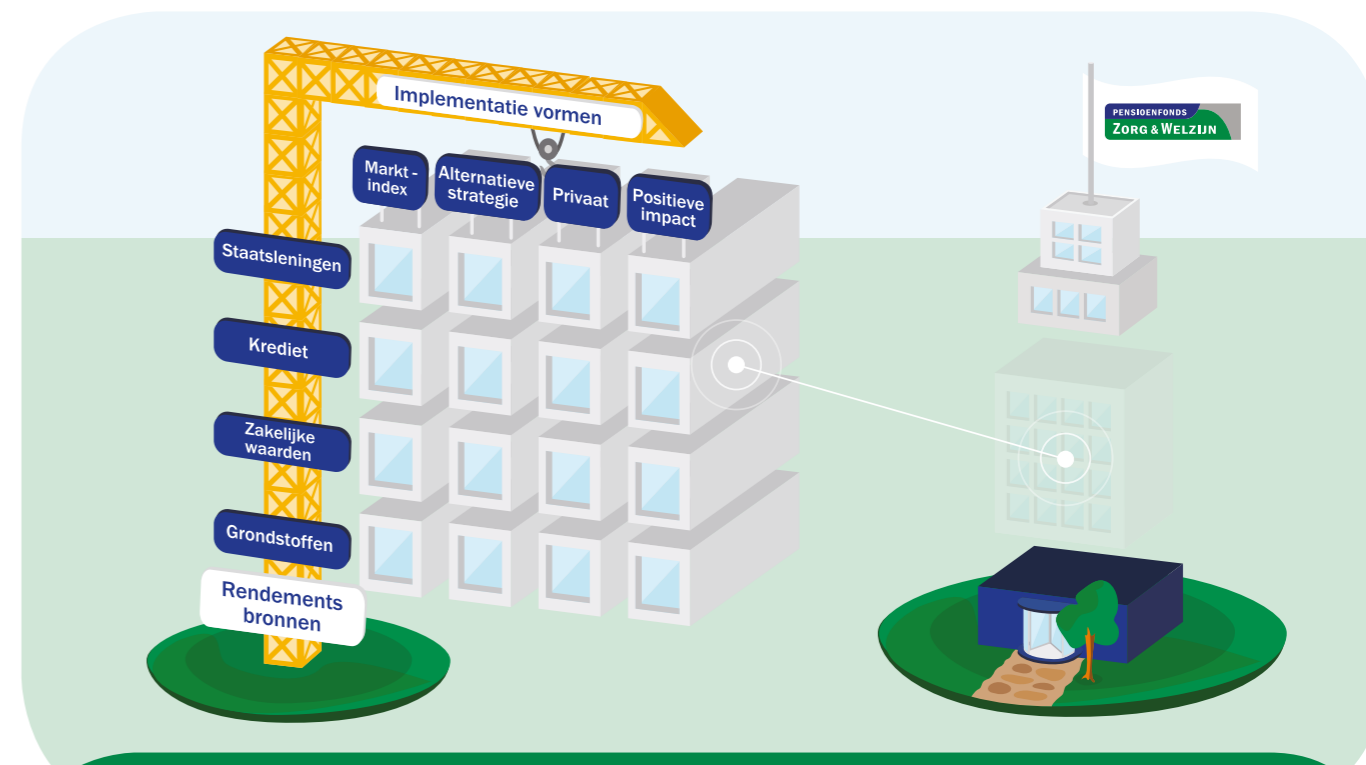
3. Beleidsinitiatieven

De komende pagina's geven een meer uitgebreide beschrijving van de elf beleidsinitiatieven. Voor elke initiatief beschrijven we de doelstelling en de wijze waarop aan het initiatief invulling wordt

gegeven in het beleggingsbeleid. Tevens tonen we de belangrijkste beleidsafwegingen en geven we een indicatie van de te ondernemen stappen en de fasering in de tijd.

In alle adviezen voortaan een expliciete afweging tussen de verschillende doelstellingen

In aanvulling op de beleidsinitiatieven die expliciet gericht zijn op het vergroten van de impact van de portefeuille op één of meer van de dimensies - ambitie, duurzaamheid, begrijpelijkheid & beheersbaarheid en kosten - zullen zowel in Beleggingsplan 2015 als in toekomstige beleidsadviezen al deze dimensies expliciet worden geïntegreerd. Ook in uitvoeringsvoorstellen zullen de dimensies conform de ontwikkelde methodiek worden geïntegreerd.



*Beleidsinitiatief 1:
Denk in vier rendementsbronnen en
daarbinnen in specifieke implementatievormen*

Doel: Vergroten begrijpelijkheid en overzicht van de portefeuille

Er is maar een beperkt aantal fundamenteel verschillende bronnen van rendement waarvoor het dragen van het bijbehorende risico op langere horizon beloond wordt. De onderliggende fundamentele risico's zijn vaak dezelfde. Voor elke rendementsbron zijn verschillende implementatievormen beschikbaar. PFZW kiest die implementatievormen die zo goed mogelijk bijdragen aan het realiseren van de pensioenambitie en onze verantwoordelijkheid om bij te dragen aan een duurzame, houdbare wereld.

Invulling in beleggingsbeleid

De huidige strategische benchmark bevat 25 onderdelen. Dit suggereert een breed gespreide portefeuille. Er is echter overlap in de onderliggende bronnen van rendement en risico en de bijdrage aan ambitie en duurzaamheid zoals gedefinieerd in het kader, is niet eenduidig vastgesteld.

Om de begrijpelijkheid en het overzicht in de portefeuille te vergroten, creëren we een helder raamwerk voor de keuze van portefeuilleonderdelen. We vertrekken hierbij vanuit vier bronnen van rendement. Voor elk portefeuilleonderdeel waarmee een rendementsbron wordt ingevuld, expliciteren we

de bijdrage aan de doelstellingen van PFZW. De vier fundamenteel verschillende bronnen van rendement zijn:

- Vastrentend
- Krediet
- Zakelijke waarden
- Grondstoffen

In het ALM-proces wordt de allocatie bepaald naar deze bronnen van rendement. Ook wordt daar de risicoafdekking voor rente-, inflatie- en valutarisico en de concretisering van de rendementseis voor de portefeuille vastgesteld.

In het Beleggingsbeleid 2020 wordt de invulling van de bronnen van rendement gekozen. Elke bron kan in principe worden ingevuld conform een liquide marktindex. Dit is goedkoop en in hoge mate begrijpelijk en beheersbaar. Maar dat betekent niet dat een allocatie (alleen) aan de marktindex ook een doelmatige invulling van de mix vormt. PFZW gelooft dat andere implementatievormen materieel kunnen bijdragen aan het realiseren van de pensioenambitie en onze verantwoordelijkheid om bij te dragen aan een duurzame, houdbare wereld.

We onderscheiden de volgende varianten:

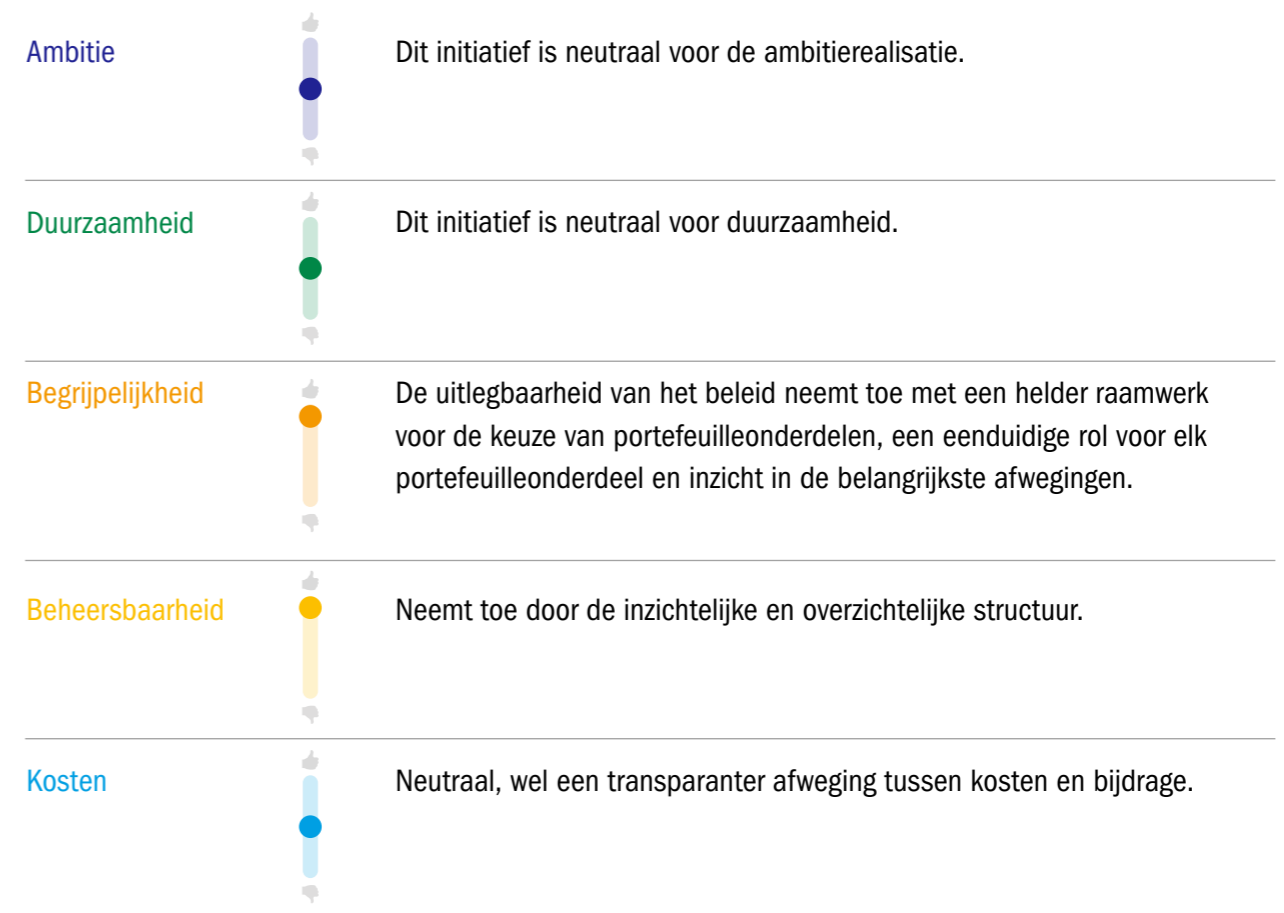
- Een invulling conform de brede liquide marktindex
- Een invulling met een alternatieve strategie in publiek markten
- Een invulling met beleggingen in private markten
- Een invulling specifiek gericht op positieve impact op duurzaamheid

Binnen de rendementsbronnen is steeds de vraag hoe op de meest doelmatige manier de gewenste invulling van de rendementsbron te realiseren.

Elke keuze voor een specifieke implementatievorm wordt onderbouwd op de bijdrage aan de pensioenambitie, duurzaamheid en de impact op begrijpelijkheid, beheersbaarheid en kosten. Alle keuzes en afwegingen worden transparant gemaakt in het beleggingsplan. Uit doelmatigheidsoverwegingen moet de bijdrage van een implementatievorm materieel zijn om gerechtvaardigd te zijn. We definiëren criteria om deze materialiteit aan te spiegelen. De relevante spiegel is daarbij de basisimplementatievorm voor elke rendementsbron. Deze evaluatie van portefeuilleonderdelen wordt nader beschreven in [initiatief 11](#).

Op grond van waarderingsargumenten kan de allocatie in het beleggingsplan worden aangepast. Deze vraag komt jaarlijks aan de orde in het beleggingsplan. De uitvoerder heeft hierin dus geen vrijheid, tenzij deze helder is beschreven in de uitvoeringsmandaten.

Beleidsafwegingen



Welke stappen nemen we wanneer?

Denk in vier rendementsbronnen en daarbinnen specifieke implementatievormen



De ALM-advisering wordt zodanig aangepast dat in het beleggingsbeleid op hoofdlijnen voor 2015 een allocatie wordt bepaald voor de vier bronnen van rendement. Daarnaast wordt in het ALM-proces van 2014 de basisimplementatievorm vastgesteld voor elke rendementsbron. De basisimplementatievorm is de spiegel waaraan de toegevoegde waarde van specifieke implementatievormen moet worden getoetst. Bijvoorbeeld: de FTSE All World index voor aandelen is een kandidaat voor de basisimplementatievorm van zakelijke waarden. Elke implementatievorm binnen zakelijke waarden, bijvoorbeeld Private Equity of alternatieve strategieën voor aandelen, wordt beoordeeld op de bijdrage aan de doelstellingen van PFZW ten opzichte van deze basisimplementatievorm.

De advisering rondom het beleggingsbeleid en het beleggingsplan wordt aangepast in aansluiting op de ALM-advisering. Hierbij wordt het ALM-

beleid en de basisimplementatievorm als spiegel genomen voor de toegevoegde waarde van de beleidskeuzes. Voor een deel zal dit reeds in het beleggingsplan 2015 tot uitdrukking komen. Gegeven de volgtijdelijkheid, de uitkomsten van het ALM-proces zijn immers het vertrekpunt voor het beleggingsbeleid, is er mogelijk overloop naar 2016.

De portefeuille heeft in 2020 significant minder portefeuilleonderdelen dan de huidige 25 beleggingscategorieën. Deels komt dit doordat we beleggingscategorieën met grote overlap in rendementsbronnen clusteren in één portefeuilleonderdeel om het overzicht te vergroten. Indien beleggingscategorieën te weinig doelmatig bijdragen aan de doelstellingen in relatie tot de impact op begrijpelijkheid, beheersbaarheid en kosten dan worden deze beleggingen beëindigd.



Beleidsinitiatief 2: Beleg meer in alternatieve strategieën op publieke markten

Primair doel: Het beter realiseren van de ambitie

Een portefeuille van alternatieve strategieën waarbij gericht ingezet wordt op structurele markfactoren kan doelmatig bijdragen aan het realiseren van de ambitie.

Invulling in beleggingsbeleid

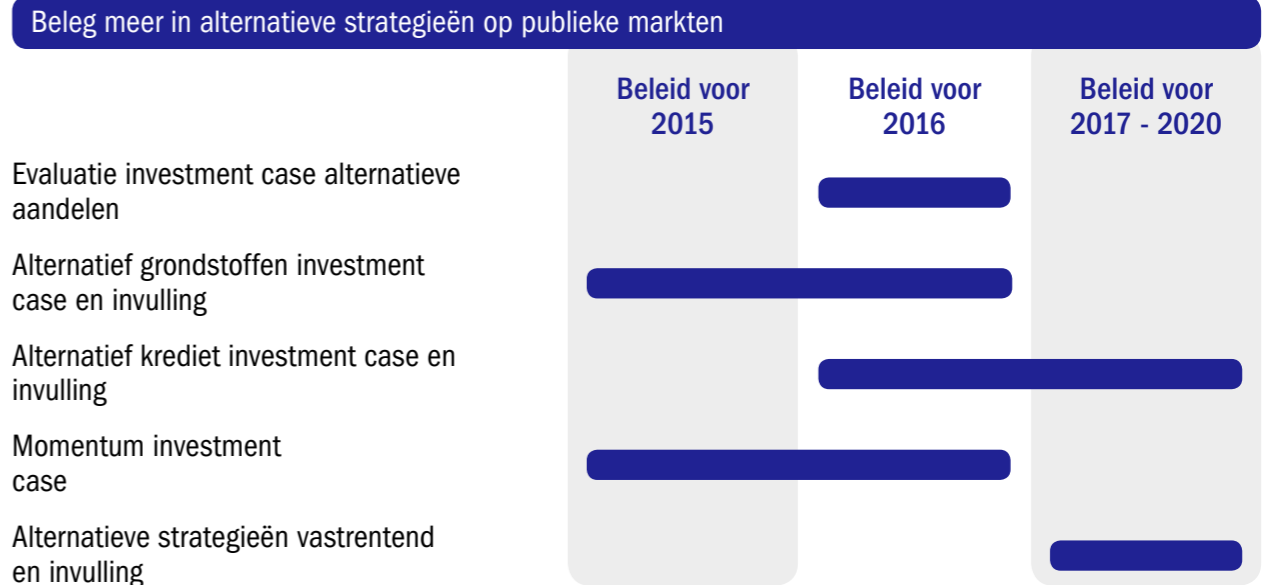
PFZW gelooft dat een portefeuille van alternatieve strategieën waarbij gericht ingezet wordt op structurele markfactoren doelmatig kan bijdragen aan het realiseren van de ambitie. Op dit moment is een groot deel van de aandelenportefeuille al

ingevuld met de alternatieve aandelenstrategieën waarde, kwaliteit en laag risico. Richting 2020 wil PFZW meer beleggen in alternatieve strategieën in verschillende markten om beter de ambitie te kunnen realiseren.

Beleidsafwegingen

Ambitie		Verbetering in rendement risicokarakteristieken is de primaire reden.
Duurzaamheid		Integratie van duurzaamheid lijkt goed mogelijk voor deze strategieën maar moet nader onderzocht worden.
Begrijpelijkheid		Een marktindex belegging is beter uitlegbaar, de modelmatige beleggingskeuzes in alternatieve strategieën zijn complex, er is geen consensus in de markt over de definities van factoren.
Beheersbaarheid		De implementatie van alternatieve strategieën zal meer discretionaire bevoegdheid vragen van de uitvoerder waardoor beheersing meer aandacht vraagt. Realisatie van de hogere rendementsverwachting kan lang duren en maakt evaluatie van het beleid meer uitdagend.
Kosten		De kosten van alternatieve strategieën zijn naar verwachting hoger dan voor een marktkapitalisatie strategie. Het niveau zal afhankelijk zijn van de implementatiekeuzes. Extern verwachten wij voor alternatieve aandelenstrategieën 5 basispunten hogere kosten. Voor de overige bronnen van rendement varieert dit tussen 5 tot 25 basispunten hoger. Bij intern beheer door PGGM taxeren wij deze kosten beduidend lager. De impact op de kosten van de totale portefeuille zou in dat geval niet meer moeten bedragen dan 2 basispunten.

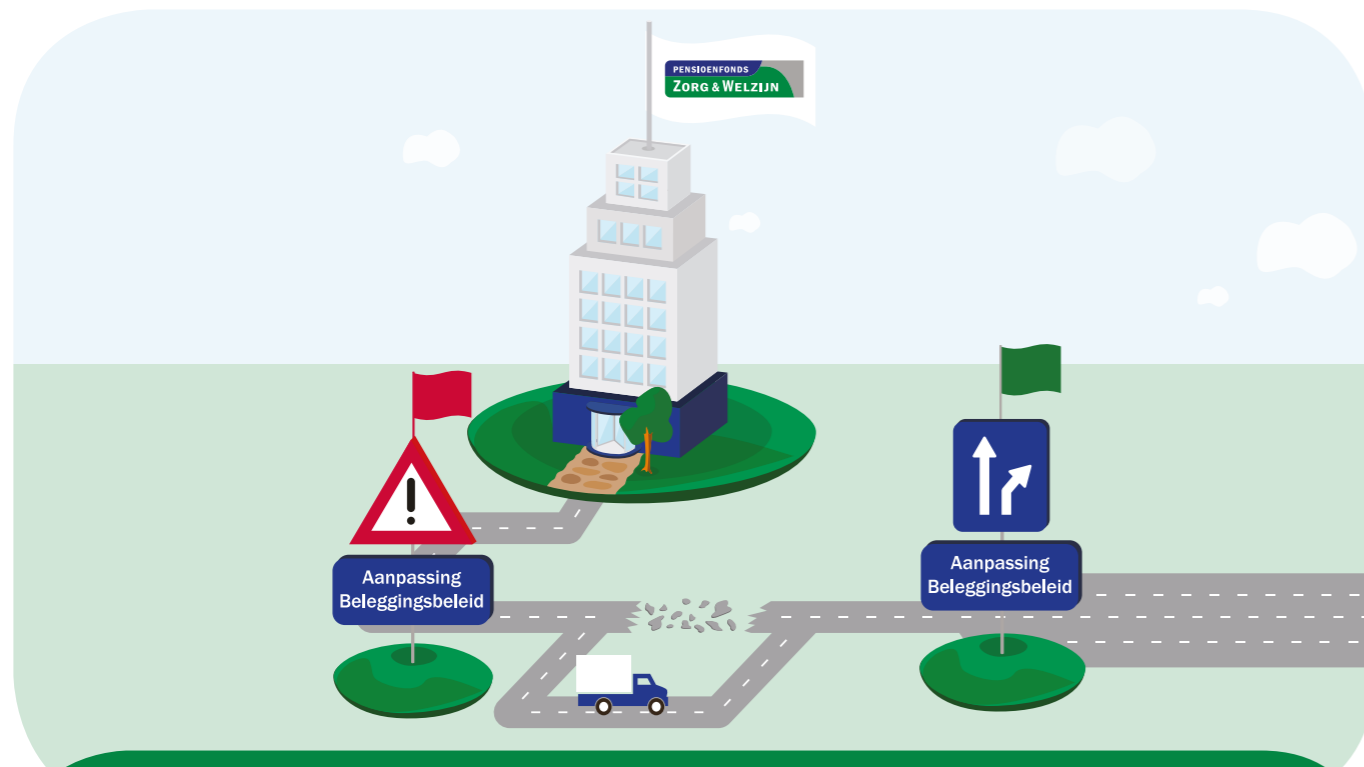
Welke stappen nemen we wanneer?



We vertrekken vanuit een evaluatie en doorontwikkeling van bestaande alternatieve aandelenstrategieën zodanig dat deze optimaal aansluiten op het beleggingskader.

Vervolgens onderzoeken we of het inzetten van structurele marktfactoren in andere

rendementsbronnen kan bijdragen om beter de ambitie te realiseren. Krediet en grondstoffen zijn daarbij de primaire kandidaten. Daarnaast wordt de rol van de factor momentum in het beleggingsbeleid geëvalueerd. In een latere fase evalueren we de rol van alternatieve strategieën binnen vastrentende waarden.



Beleidsinitiatief 3: Pas het beleid aan bij grote onevenwichtigheden of extreme waarderingen

Doel: Het beter realiseren van de ambitie

Wij kunnen tot op zekere hoogte omstandigheden, die bijvoorbeeld kunnen voortkomen uit grote economische onevenwichtigheden of extreme waarderingen en die leiden tot grote risico's of kansen, tijdig identificeren. Wanneer het toekomstbeeld zo wezenlijk verandert dat het geldende beleid niet meer aansluit bij de ambitie of de te vermijden ongewenste uitkomsten kan dit leiden tot aanpassing van het beleggingsbeleid.

Invulling in beleggingsbeleid

PFZW is er van overtuigd dat potentieel op middellange termijn (0 tot 5 jaar) een bijdrage aan de ambitie kan worden gerealiseerd indien het beleid kan worden aangepast in geval van extreme waarderingen en/of macro-economische onevenwichtigheden. Belangrijke overtuigingen

hierbij zijn dat verwachte rendementen variëren in de tijd en dat deze verwachtingen op hoofdlijnen ook waarneembaar zijn.

Het vlaggenkader staat hierbij centraal. Het doel van het vlaggenkader is het systematisch

identificeren en monitoren van potentiële onevenwichtigheden, zowel kansen als bedreigingen, die op (middel-)lange termijn een materiële impact kunnen hebben op het realiseren van de ambitie. Denk hierbij aan de extreem hoge waarderingen voor aandelen en andere zakelijke waarden in 2007 en de huidige extreem lage vergoeding voor overheidsobligaties. Ook duurzaamheidsaspecten zoals klimaatverandering en het risico op 'stranded assets' kunnen hier aan de orde komen.

Dit op een manier die het mogelijk maakt om het beleggingsbeleid vroegtijdig en op schaal bij te sturen. Het gaat daarbij zowel over kansen als risico's. Met materieel bedoelen we een forse

kans en hoge mate waarin de ambitie niet of juist beter gerealiseerd kan worden. Dit soort omstandigheden treedt naar verwachting circa twee maal per decennium op.

Wij richten ons in het vlaggenkader primair op excessen in waardering en macro-economische onevenwichtigheden. Door gebruik te maken van de input van gezaghebbende bronnen, identificeren we potentiële onevenwichtigheden en maken we deze inzichtelijk. Op basis van de signalen van het kader moet een gedisciplineerd beleidsaanpassingsproces worden vormgegeven. Ook de tijdige en gedisciplineerde terugkeer naar structureel beleid vergt aandacht.

Beleidsafwegingen

Ambitie



Door vroegtijdige bijsturing van het beleggingsbeleid anticipeert PFZW op de gevolgen op langere termijn van extreme waarderingen en onevenwichtigheden. Succes is hier niet vanzelfsprekend: signalen hoeven niet per se te kloppen en ook kunnen zich niet-gesignaleerde risico's voordoen.

Duurzaamheid



Neutraal, op voorhand geen redenen te veronderstellen dat het tot een materiële verbetering of verslechtering leidt.

Begrijpelijkheid



De beleggingsomgeving systematisch monitoren op risico's en kansen en daarop wanneer nodig handelen is beter uitlegbaar dan beleggen met oogkleppen op. Het kan wel zo zijn dat PFZW als enige pensioenfonds materieel het beleid wijzigt en de keuzes voor langere periode verkeerd uitpakken.

Beheersbaarheid



Discipline in beleidsaanpassing (wel als het moet en vooral niet als het niet moet) vergt veel van fonds en beleidsadviseur. Vergt een lange adem.

Kosten



Het implementeren van beleidsaanpassingen gaat met uitvoeringskosten gepaard.

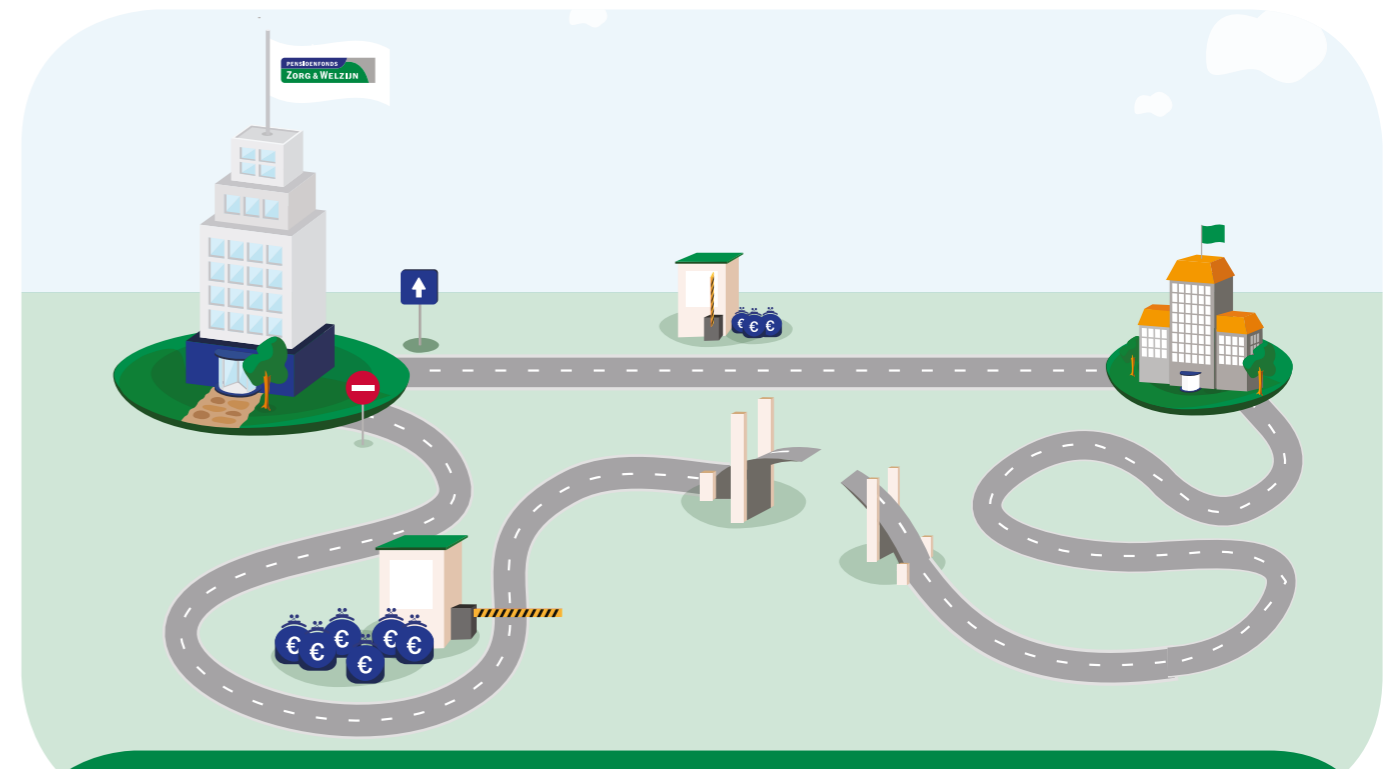
Welke stappen nemen we wanneer?

Pas het beleid aan bij grote onevenwichtigheden of extreme waarderingen

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Introductie vlaggenmonitor. Oefenen en verbeteren.	■		
Inspelen op extreme signalen uit vlaggenmonitor	■	■	■
Governancestructuur vormgeven		■	■

In 2014-2015 wordt het vlaggenkader vormgegeven. De eerste tijd gaan we hiermee vooral oefenen en zullen we het vlaggenkader stapsgewijs verbeteren. Als er heldere signalen zijn dat het toekomstbeeld zo wezenlijk is veranderd dat het geldende beleid niet meer aansluit bij de ambitie, dan kan dit ook in deze periode leiden tot aanpassing van het beleggingsbeleid.

Naast een goed vlaggenkader is het vormgeven van de juiste governance rondom de besluitvorming een noodzakelijke voorwaarde voor succes. In de loop van 2015 werken we het proces en de governancestructuur uit zodat in 2016 op gestructureerde wijze besluitvorming kan plaats vinden.



*Beleidsinitiatief 4:
Verhoog de doelmatigheid door wegsnijden van overlap en kostenverlaging*

Doel: Kostenverlaging en vergroten doelmatigheid

Kosten vormen een belangrijke component in het rendement en vragen dus sturing. De uitvoering van het beleggingsbeleid kost geld. Kosten vormen een zichtbaar, maar vaak ook een minder zichtbaar onderdeel van het rendement. Pensioenfonds Zorg en Welzijn accepteert kosten, mits ze doelmatig zijn. We sturen daarom actief op de doelmatigheid van de kosten.

Invulling in beleggingsbeleid

PFZW heeft de aspiratie om de integrale kosten van het beleggen waar mogelijk te verlagen met behoud van ambitie- en duurzaamheidsdoelstellingen. Het gaat zowel om beheer- als transactiekosten.

Het kosten- en doelmatigheidsaspect speelt een

rol in de beleidskeuzes: waarom kies je voor het één en niet voor het ander? Welke toegevoegde waarde in termen van ambitie of duurzaamheid rechtvaardigt de bijbehorende kosten?

In alle beleidskeuzes worden kosten als een van de kernafwegingen meegenomen naast de overige

doelstellingen van het beleggingskader. Op basis van door PFZW te formuleren doelstellingen kan door PGGM advies uitgebracht

worden over de wijze waarop deze doelstellingen bereikt kunnen worden.

Beleidsafwegingen



Kosten nemen we op als expliciet onderdeel van beleidsadvies:

- Kosten zijn onderdeel van allocatiebeslissingen.
- In de keuze van implementatievormen wordt afgewogen of een belegging wel de meest doelmatige invulling is van een rendementsbron en of deze doelmatigheid nog verder kan worden verhoogd.

Beleggingen in private markten leveren een onevenredig grote bijdrage aan de totale kosten en vormen een logisch eerste aangrijpingspunt om de kosten te verlagen. We onderscheiden hierbij de volgende speerpunten:

- Verlaging van kosten binnen Private Equity. Private Equity is de duurste beleggingscategorie. Met een allocatie van

5,5% is het verantwoordelijk voor circa de helft (ca. 400 miljoen euro) van de totale kosten van vermogensbeheer. De positieve bijdrage aan de ambitie is zeer welkom. Gegeven de gewenste reductie in de integrale kosten van het beleggingsbeleid heeft een kostenverlaging van Private Equity een hoge prioriteit. Dit vergt mogelijk andere implementatiekeuzes.

- Doelmatiger beleggen in vastgoed. Privaat vastgoed levert geen hoger rendement, maar is vooral een aanvulling op het vastgoedaanbod op publieke markten. Er is echter ook overlap. Dit vraagt dat de vastgoedportefeuille integraal wordt beheerd en mogelijkheden in private en publieke markten kritisch worden afgewogen.

Welke stappen nemen we wanneer?

Verhoog de doelmatigheid door wegsnijden van overlap en kostenverlaging





Beleidsinitiatief 5: Verviervoudig de positieve duurzaamheidsbijdrage

Doel: Verankering van duurzaamheid

Naast de belangrijke opdracht om geld met geld te verdienen, moet de kracht van geld sterker worden benut om de voetafdruk in de wereld zo positief mogelijk te beïnvloeden.

Invulling in beleggingsbeleid

Bewust kiest PFZW voor een ambitieuze doelstelling. Dit weerspiegelt de aspiratie om duurzaamheid verregaand te verankeren in het beleggingsbeleid. De komende jaren werken we dit stapsgewijs nader uit. Met dit initiatief richten we ons op een allocatie binnen de mandaten van de bestaande portefeuilleonderdelen naar beleggingsmogelijkheden die positief bijdragen aan oplossingen voor een aantal belangrijke duurzaamheidsvraagstukken. We richten ons hierbij op beleggingen in oplossingen voor de thema's zoals geformuleerd in het Beleid Verantwoord Beleggen: (1) klimaatverandering,

uitstoot en vervuiling, (2) waterschaarste, (3) gezondheidszorg en (4) voedselzekerheid. We willen de allocatie van dit type beleggingen tot 2020 vergroten van de huidige 3% naar 12% van de portefeuille, waarbij de beleggingen moeten voldoen aan te formuleren impactcriteria. We doen dit binnen de randvoorwaarde van onze ambitie. Op deze wijze beleggen impliceert veel kennis van deze beleggingen en speelt zich af in de reële economie.

De markt voor dit type beleggingen is nog sterk in ontwikkeling. We kijken daarom kritisch

naar de mogelijkheden en volgen een iteratief proces, waarbij we onze ervaringen en de uitkomsten steeds zullen evalueren. Waar nodig worden het proces of de criteria verbeterd en bestaande barrières, zoals passende mandatering, weggenomen. Om de verankering van duurzaamheid te borgen worden de gerichte beleggingen zoveel mogelijk volledig geïntegreerd in de bestaande portefeuilleonderdelen van de portefeuille. Mogelijk vraagt dit om een nieuwe manier om investeringen te selecteren die sturing nodig heeft vanuit de thema's. Waar het noodzakelijk is om de doelstelling te realiseren, definiëren we een specifiek portefeuilleonderdeel voor beleggingen in oplossingen. De exacte specificatie van de mogelijkheden per portefeuilleonderdeel vindt plaats binnen het beleidsinitiatief 'Evalueren portefeuilleonderdelen'.

We maken de positieve bijdrage van deze beleggingen inzichtelijk door de bijdrage aan de oplossing van de duurzaamheidsvraagstukken te meten. We zullen nauw samenwerken met fondsmanagers, andere pensioenfondsen en overige partijen om bestaande methodes voor het meten van impact door te ontwikkelen.

De doelstelling van beleidsinitiatief 5 kent onderlinge verbondenheid met die van [beleidsinitiatief 6](#). Er is dus geen sprake van een scheidslijn. Als je binnen een infrastructuurmandaat 15% in duurzame energie (positieve bijdrage) belegt, dan maakt dit de negatieve voetafdruk automatisch kleiner. Omgekeerd, als je 15% minder belegt in de meest vervuulende energiebedrijven, dan betekent dit niet dat je positieve bijdrage in termen van duurzaamheid is verhoogd.

Beleidsafwegingen

Ambitie



We doen dit binnen de randvoorwaarde van onze ambitie. Er is naar onze mening meer dan voldoende indicatie uit onderzoek dat duurzaamheid op langere termijn naar verwachting niet ten koste gaat van rendement, en dat integratie van duurzaamheid op langere termijn risicoverlagend kan werken. Wel zal – net als voor alle onderdelen van het beleggingsbeleid – voor majeure beleidsvoorstellen worden getoetst of er redenen zijn om aan te nemen dat het materieel ten koste gaat van het rendement.

Duurzaamheid



Op termijn verviervoudigen we onze beleggingen in oplossingen voor duurzame ontwikkeling. Zo leveren we een positieve maatschappelijke bijdrage en dragen we bij aan een circulaire economie. Deze bijdrage zal inzichtelijk worden gemaakt.

Begrijpelijkheid



Een positieve bijdrage aan een duurzame ontwikkeling en in combinatie met goedgekende beleggingen zijn goed uitlegbaar aan deelnemers. Er is geen uniforme definitie van duurzaamheid in de markt, PFZW kiest eigen thema's en de impact op de ambitie is onzeker. Dit vraagt om 'bewijzen' van resultaten en een gerichte communicatie.

Beheersbaarheid



Omdat implementatie van het beleid meer discretionaire bevoegdheid voor beleggingsbeslissingen door de uitvoerder vraagt, vraagt de beheersbaarheid expliciete aandacht. Mede daarom kiezen we voor een gedoseerde en stapsgewijze aanpak.

Kosten



Beleggen in oplossingen vraagt een extra inspanning op het gebied van selectie, portefeuilleconstructie en portefeuillebeheer en rapportage. Het niveau zal afhankelijk zijn van de implementatiekeuzes. Wij schatten de kosten voor beleggen in oplossingen op portefeuilleniveau bij externe inkoop ruwweg op 1 basispunt. Bij intern beheer door PGGM taxeren wij deze kosten beduidend lager.

Welke stappen nemen we wanneer?

Vervievaardig de positieve bijdrage

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Beleidsvoorstel BOA	■		
Vaststellen actieplan beleggen in oplossingen		■	
Beleggen in oplossingen breder verankeren, inclusief bijdrage meetbaar maken		■	■

- In 2014 beslissen we over de investment case voor de Beleggingen in Oplossingen in Liquide Aandelen (BOA). Bij goedkeuring zal het beleidsvoorstel worden opgenomen in het Beleggingsplan 2015.
- We zien eveneens goede mogelijkheden op het gebied van beleggen in oplossingen voor andere beleggingscategorieën. Zo zien we binnen de categorieën vastrentend en bedrijfsobligaties interessante ontwikkelingen op het gebied van de zogeheten green bonds. De categorie Infrastructuur biedt kansen voor de transitie naar een 'schone economie'. Private Equity en Vastgoed lenen zich eveneens goed voor investeringen in oplossingen. Ten behoeve van een structurele en gedoeerde inbedding stellen we voor het einde van het eerste kwartaal 2015 een actieplan op met duidelijke doelen waartegen voortgang (o.a. verhoging allocatie) en (risico)bewaking kan plaats vinden richting 2020. Acties zullen zich vertalen naar een voorstel binnen de beleggingsplannen en/of de uitvoeringsopdracht. Voor de uitvoerbaarheid zal het actieplan eveneens moeten voorzien in

stappen voor het wegnemen van bestaande barrières door:

- Bijpassende instructies in de mandatering voor onze vermogensbeheerders te ontwikkelen om het behalen van de gestelde doelen zo goed mogelijk te faciliteren.
- Ruimte te creëren binnen de mandaten door bijvoorbeeld te kiezen voor een meer passende benchmark en/of in onze risico-aanpak meer aandacht te besteden aan de toekomstgerichte fundamentele risico's in de transitie naar een duurzame economie. Dit moet leiden tot een oplossing voor de barrière tot implementatie door elke afwijking van een marktbrede index uit angst voor relatieve underperformance als risico te definiëren.
- Bij het meetbaar maken van onze positieve bijdrage kiezen we voor een vorm die pragmatische implementatie faciliteert (snelheid boven overbodige precisie). We ontwikkelen de bestaande methode verder door om de positieve bijdrage van dit type beleggingen te meten.

- De verviervoudiging van de duurzaamheidsbijdrage is expliciet onderkend als ambitieus. Daarom wordt gekozen voor een gefaseerde aanpak per deelthema waarin de tussentijdse resultaten geëvalueerd zullen worden voor het vervolg. Inspanningen in de afgelopen jaren voor meetbaarheid spelen een rol voor alle verantwoord beleggen-activiteiten, zoals voting. Het betreft hier meting van impact

van onze verhoogde allocatie naar beleggingen in oplossingen. Hiervoor kunnen we steunen op een methodiek, voor het meten van maatschappelijke impact, die we ontwikkeld hebben met de universiteit van Rotterdam. We hebben daarmee al drie jaar ervaring met de bestaande gerichte ESG-beleggingen, de zogenoemde beleggingen in oplossingen.



Beleidsinitiatief 6: Halveer de negatieve voetafdruk van de portefeuille

Doel: Verankering van duurzaamheid

Door gericht te sturen met het ons toevertrouwde vermogen en de invloed die daar vanuit gaat, kunnen wij de negatieve aspecten van onze voetafdruk verkleinen.

Invulling in beleggingsbeleid

Wij streven naar halvering van de negatieve voetafdruk van de portefeuille om de negatieve gevolgen daarvan te verminderen en gedragsverandering te stimuleren. Bij de invulling van de reductie van de negatieve voetafdruk wordt gekeken naar de thema's (1) klimaatverandering, uitstoot en vervuiling, (2) waterschaarste, (3) gezondheidszorg en (4) voedselzekerheid. Het integreren van dergelijke duurzaamheidsdoelstellingen is nog relatief nieuw terrein. In deze context moet halvering als een streven worden gezien. We starten met

klimaatverandering. Dit wordt beschreven als één van de grootste economische uitdagingen van de 21ste eeuw. We zetten daarom in eerste instantie in op halvering van de CO2-emissie. PFZW kiest voor aansluiting bij de doelstellingen van de Europese Unie om klimaatverandering tegen te gaan zowel op Europees als op mondiaal niveau. We starten met zoeken naar mogelijkheden tot reductie binnen de categorie publieke aandelen vanwege de beschikbaarheid en de kwaliteit van de benodigde data. Wij gaan dit niet alleen doen door via engagement ondernemingen aan te sporen hun

CO2-uitstoot te verminderen, maar ook door aan de hand van een kritische evaluatie van de huidige portefeuille keuzes te maken ten aanzien van de beleggingen met een grote voetafdruk. Bij mogelijke implementatievormen zal eveneens getoetst worden of er redenen zijn om aan te nemen dat het materieel ten koste zal gaan van het rendement. Meting en sturing van performance zal geschieden in vergelijking met de huidige benchmark.

Aan de hand van de ervaringen die hiermee

worden opgedaan, zullen wij vervolgens kijken naar mogelijkheden voor CO2-reductie – waar relevant – in andere beleggingscategorieën. Op termijn kan ook worden gekeken naar andere elementen van de negatieve voetafdruk en hoe deze te reduceren. Te denken valt aan vermindering van voetafdruk ten aanzien van water in gebieden met waterschaarste.

De doelstelling van beleidsinitiatief 6 kent onderlinge verbondenheid met die van [beleidsinitiatief 5](#). Dit onderscheid staat toegelicht in [beleidsinitiatief 5](#).

Beleidsafwegingen

Ambitie



We doen dit binnen de randvoorwaarde van onze ambitie. Er is naar onze mening meer dan voldoende indicatie uit onderzoek dat duurzaamheid op langere termijn naar verwachting niet ten koste gaat van rendement en dat integratie van duurzaamheid op langere termijn risicoverlagend kan werken. Wel zal – net als voor alle onderdelen van het beleggingsbeleid – voor majeure beleidsvoorstellen worden getoetst of er redenen zijn om aan te nemen dat het materieel ten koste gaat van het rendement.

Duurzaamheid



Met het verkleinen van de voetafdruk proberen we ondernemingen te stimuleren tot de transitie naar een circulaire economie. Tegelijkertijd nemen we onze eigen verantwoordelijkheid door een tastbare verkleining van de voetafdruk van onze eigen portefeuille.

Begrijpelijkheid



Bijdrage aan de verkleining van de negatieve voetafdruk is goed uitlegbaar. Er is geen uniforme definitie voor een voetafdruk, PFZW kiest eigen thema's en definities en de impact op de ambitie is onzeker. Dit vraagt om 'bewijzen' van resultaten en een gerichte communicatie.

Beheersbaarheid



We verwachten dat de complexiteit in de uitvoering zal toenemen. Een gerichte doelstelling op verkleining van de voetafdruk vraagt een extra inspanning op het gebied van aansturing van de uitvoering.

Kosten



Bij integratie in bestaande producten leidt verkleining van de voetafdruk hooguit tot beperkte extra kosten, welke wij als onderdeel van de kostenpost zoals genoemd bij initiatief 5, zien.

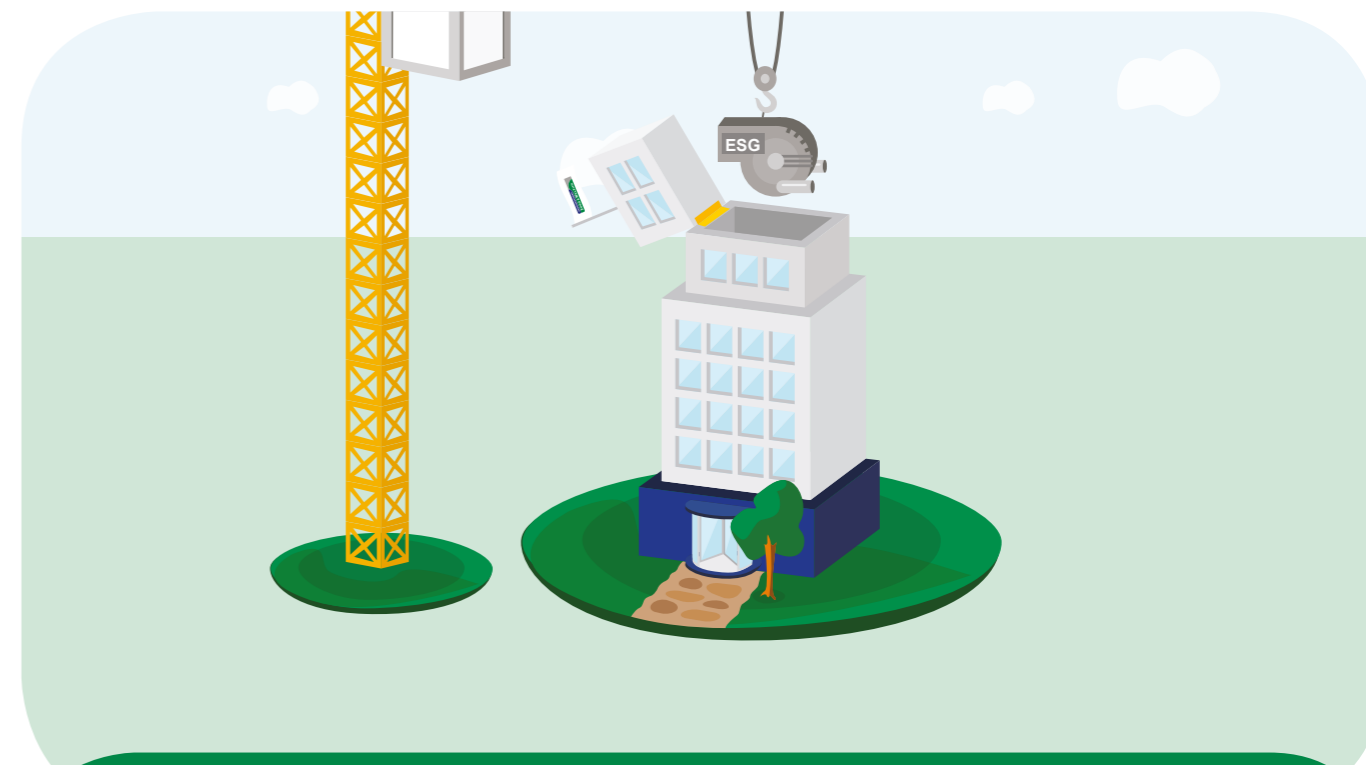
Welke stappen nemen we wanneer?



- We maken in 2014 de CO2-voetafdruk van onze beleggingen binnen de beleggingscategorie beursgenoteerde aandelen inzichtelijk in een nulmeting. We verdiepen ons hierbij eveneens in de mogelijkheden en aandachtspunten/bepalingen van de meetmethodologie (bijvoorbeeld emissie versus emissie intensiteit).
- In 2014-2015 evalueren we verschillende mogelijkheden om binnen beleggingsstrategieën (onder andere via sectorallocatie, aandelenselectie, onder/overwegingen carbon tilted indices) om de CO2-voetafdruk van de aandelenportefeuille geleidelijk terug te brengen. Eveneens evalueren we de implicaties voor fasering. We kijken hierbij ook naar de samenhang met de bestaande implementaties voor het ESG-instrumentarium uitsluiten en niet insluiten (ESG-Index). Dit vertaalt zich in een beleidsvoorstel voor 2016. Net als bij beleidsinitiatief 5 onderzoeken en creëren

we de benodigde mandaatruimte en gaan we de uitvoerend vermogensbeheerder via mandatering stimuleren om naar letter en geest bij te dragen aan het realiseren van de duurzaamheidsambitie.

- We maken de realisatie van de doelstelling meetbaar. De realisatie wordt jaarlijks inzichtelijk gemaakt via rapportage.
- Na 2016 evalueren we de mogelijkheden ter reductie van de voetafdruk in andere beleggingscategorieën. Ook zal worden gekeken naar mogelijke doelstellingen voor de reductie van de negatieve voetafdruk op de andere thema's/aspecten.
- We zullen onze kennis en ervaring met het verminderen van de negatieve voetafdruk delen met collega pensioenfondsen en andere partijen in de industrie. Dit zal naar verwachting de effectiviteit ten behoeve van onze bijdrage vergroten.



Beleidsinitiatief 7: Integreer duurzaamheid systematisch in alle stappen van het beleggingsproces

Doel: Hogere bijdrage aan ambitie door verankering van duurzaamheid

Om de pensioenambitie te realiseren, nu en in de toekomst, moeten we zorgvuldig omgaan met de op lange termijn schaarse ingrediënten van rendement, zoals grondstoffen, kapitaal en mensen. Het verankeren van duurzaamheid in het beleggingsbeleid draagt zo op lange termijn bij aan het rendement.

Invulling in beleggingsbeleid

PFZW gelooft dat het systematisch integreren van ESG-instrumenten in het beleggingsproces bijdraagt aan het realiseren van de pensioenambitie. ESG-risico's en ESG-kansen, die vaak buiten beschouwing blijven, kunnen namelijk zeker op langere termijn een materiële financiële impact hebben op beleggingen. Een evaluatie van ESG-factoren dient daarom integraal onderdeel te

zijn van de beleggingsbeslissingen.

Met dit initiatief beogen we de inzet van ESG-instrumenten steeds verder te integreren in het beleggingsproces. Dat betekent dat wij tijdens het gehele beleggingsproces (van ALM tot en met beleggingsbeslissing) en over de volle breedte van de portefeuille aandacht hebben voor de

inbedding van ESG-aspecten en de aanpak hiervoor voortdurend zullen verbeteren.

Daarnaast zullen wij als actief eigenaar onze invloed aanwenden om de entiteiten waarin we beleggen aan te sporen tot meer verantwoord en duurzaam gedrag. We geloven dat ESG-integratie en actief eigenaarschap beide bijdragen aan het realiseren van de pensioenambitie.

Ten slotte, kijken we kritisch hoe ons eigen (beleggings)gedrag en dat van onze zakelijke partners al dan niet een positieve bijdrage levert aan de stabiliteit/duurzaamheid van de financiële markten waarbinnen wij opereren. We nemen afscheid van gedrag of partijen als deze een duidelijk negatieve bijdrage leveren. Dit heeft in sommige gevallen consequenties voor de manier

waarop wordt belegd.

We accepteren dat het directe effect van bovenstaande activiteiten vooralsnog moeilijk is vast te stellen. We werken aan methodes om de effecten stapsgewijs inzichtelijk te maken.

Tot slot is deze doelstelling er een waar door PFZW al eerder aan gewerkt is. Op het gebied van integratie zitten we dan ook al jaren in de fase van internalisatie en implementatie. Er wordt voortdurend aangestuurd op verbetering binnen de algehele ontwikkeling van duurzaamheid in het beleggingsproces. Uiteindelijke doelen zijn verbreding en verdieping. Inbedding in ALM en Beleggingsstrategie zijn hierin logische kandidaten.

Beleidsafwegingen

Ambitie		Een geïntegreerde aanpak kenmerkt zich door een relatief lage impact op de aannames voor de risico- en rendementskarakteristieken op korte termijn. Hoewel onderzoek beperkt is, verwachten we op lange termijn een positieve bijdrage van het internaliseren van duurzaamheidsaspecten.
Duurzaamheid		We geven hiermee in de breedte van de portefeuille invulling aan ons geloof dat duurzame, houdbare wereld noodzakelijk is om op lange termijn voldoende rendement te kunnen genereren en dat rekening houden met duurzaamheidsaspecten op lange termijn loont.
Begrijpelijkheid		De integratie van aan duurzaamheid gerelateerde factoren is met behulp van heldere voorbeelden goed uitlegbaar en communiceerbaar.
Beheersbaarheid		Systematische integratie van duurzaamheid creëert betere aansluiting tussen de doelstellingen van PFZW en de uitvoering. In dit stadium is er wel het risico van verschillende interpretatiemogelijkheden van duurzaamheidsfactoren.
Kosten		Integratie zal een extra inspanning met zich meebrengen. Kostenimplicaties zijn nauw verbonden met de implementatiekeuze, maar wij schatten deze ex-ante als minimaal in.

Welke stappen nemen we wanneer?

Integreer duurzaamheid systematisch in alle stappen van het beleggingsproces

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Meetbaar maken duurzaam rendement			
Verbreding integratie naar Asset Allocatie en ALM			
Formaliseren gedrag(s)afspraken ten behoeve van een meer stabiele en duurzame financiële sector			

- Op basis van nieuw beschikbare research zoeken we voortdurend verbetering in het identificeren en meer systematisch inzetten van ESG-factoren naast de “mainstream” financiële factoren binnen de beleggingsprocessen en eventuele vertaling daarvan binnen de mandaten met de (externe) vermogensbeheerders. Hierbij nemen we de ervaring en inzichten vanuit de initiatieven 5 en 6 mee.
- We geven in onze engagementactiviteiten gericht aandacht aan geïdentificeerde speerpunten binnen de thema's.
- We werken in 2014 - 2015 een plan uit om onze inspanningen meetbaar te maken. Dit is in de context van de totale portefeuille complex. We bouwen hierbij voort op de kennis die is opgedaan met het ontwikkelen van een methode om de bijdrage van de gehele beleggingsportefeuille aan een duurzamere wereld te meten (duurzaam rendement). Met deze methode maken wij tevens inzichtelijk hoe deze bijdrage over tijd verbetert als gevolg van de inzet van onze activiteiten op gebied van verantwoord beleggen.
- We verkennen de inbedding van lange termijn ESG-ricofactoren, zoals klimaatverandering, in de beleggingsprocessen ALM en Beleggingsstrategie.
- De komende jaren stimuleren we onze vermogensbeheerders in gedrag dat bijdraagt aan een meer stabiele financiële sector. We identificeren in 2014 welk gedrag gewenst en ongewenst is en besteden hierbij in het bijzonder aandacht aan de volgende onderwerpen:
 - Onze verwachtingen van spelers in de financiële sector
 - Beloningsstructuren ten behoeve van beheerst beloningsbeleid
 - Oplossingen voor agency issues binnen de financiële keten
 - Gebruik van benchmarks
 - Lange termijn mandaten
 - Gebruik van derivaten
 - Tax en securities lending



Beleidsinitiatief 8: Beleg in Nederland en draag zo bij aan lokale maatschappelijke vraagstukken

Doel: Lokale maatschappelijke bijdrage vergroten

Als Nederlands pensioenfonds willen we een positieve bijdrage leveren aan het adresseren van lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken, voorzover dit past binnen de ambitie. Naast focus leidt kennis van de beleggingen en de context waarbinnen deze gedaan worden ook tot meer grip. Focus vergroot de beheersbaarheid en verkleint het risico van het beleggingsbeleid. Beleggingen 'dichtbij huis', bijvoorbeeld in Nederland, hebben vanuit risico-oogpunt daarom extra onze aandacht.

Invulling in beleggingsbeleid

Het beleggingskader vraagt om een positieve bijdrage aan lokale maatschappelijke vraagstukken. Dit leidt dus potentieel tot een selectieve verhoging van het deel van de portefeuille dat in Nederland belegd wordt. Meerdere vraagstukken en initiatieven zijn de

afgelopen jaren in dit kader langsgelopen, zoals beleggen in het Nederlandse MKB, Nederlandse hypotheek, de Nederlandse Investeringsinstelling, financiering van de verduurzaming van de Nederlandse woningvoorraad, en investeringen in de zorg. Op deze wijze beleggen impliceert veel

kennis van deze beleggingen en speelt zich af in de reële economie.

Veel van deze initiatieven hebben ten opzichte van de huidige portefeuilleonderdelen en hun mandaten een afwijkend karakter en passen daarom niet of moeizaam binnen deze portefeuilleonderdelen. De meeste initiatieven strandden tot op heden en vinden niet hun weg naar de beleggingsportefeuille.

Om een grotere bijdrage te leveren concretiseren we de doelstellingen op dit vlak, bepalen we waar

in de portefeuille dit het best kan worden ingevuld en nemen we belemmeringen in mandatering weg.

De constatering dat de huidige beleggingen in Nederland voor het overgrote deel niet wezenlijk bijdragen aan lokale maatschappelijke vraagstukken is terecht, en sluit aan bij uitkomsten white sheet of paper, waarin juist daarom is gevraagd om een expliciete bijdrage aan het oplossen van herkenbare lokale maatschappelijke vraagstukken in plaats van een relatief betekenisloze allocatie aan Nederland.

Beleidsafwegingen

Ambitie



PFZW wenst een grotere maatschappelijke bijdrage te leveren, voor zover dat past binnen de ambitie.

Duurzaamheid



Biedt goede mogelijkheden voor bijdrage aan duurzaamheid. Positief in de bredere zin van een grotere maatschappelijke bijdrage.

Begrijpelijkheid



Een grotere positieve bijdrage aan het adresseren van lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken, zal als logisch en vanzelfsprekend worden ervaren door de deelnemers.

Beheersbaarheid



Naarmate de strategie in grotere mate wordt ingevuld door de uitvoerder, vraagt beheersbaarheid meer aandacht.

Kosten



De kosten van beleggen in Nederland kunnen relatief hoger zijn vanwege bijvoorbeeld het accepteren van kleinere projecten of beleggingen.

Welke stappen nemen we wanneer?

Beleg in Nederland en draag zo bij aan lokale maatschappelijke vraagstukken

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Concrete vaststelling en specificatie relevante vraagstukken	■		
Vaststellen waar in de portefeuille de bijdrage te leveren	■	■	
Passende uitvoeringsopdracht formuleren	■	■	

Om meer dan tot nu toe de gewenste positieve bijdrage te leveren aan lokale maatschappelijke vraagstukken, zullen de volgende stappen worden doorlopen:

1. Een concrete vaststelling en specificatie van de voor PFZW relevante maatschappelijke vraagstukken en handvatten voor de afweging van de maatschappelijke bijdrage tegen kosten- en beheersbaarheidsaspecten.
2. Aan de hand van punt 1 vaststellen waar in de portefeuille en op welke wijze de maatschappelijke bijdrage het best kan worden geleverd.
3. Formuleren van een passende uitvoeringsopdracht om de doelstellingen te realiseren, waarbij belemmeringen worden weggenomen.



Beleidsinitiatief 9: Blijf anticiperen op toekomstige regelgeving

Doel: Het fonds robuust maken tegen effecten van veranderingen in regelgeving

De overheden, politiek en regelgevers hebben een veel grotere rol op zich genomen en zullen dit de komende jaren nog meer doen. Dit vergt aandacht bij de bepaling van het beleggingsbeleid en de uitvoering en beheersing daarvan.

Invulling in beleggingsbeleid

Er staat in de komende jaren een grote hoeveelheid regelgeving op stapel. Hoewel deze regelgeving geen expliciet onderdeel is van het beleggingskader, is deze randvoorwaardelijk voor het kunnen voeren van een beleggingsbeleid waarin de doelstellingen van het kader worden gerealiseerd. Regelgeving met een hoge potentiële impact die in de komende jaren verwacht wordt is:

- **De nadere inkleuring van het Financieel Toetsingskader (FTK)**
Impact: resulteert mogelijk in een wijziging

in het beleggingsbeleid op hoofdlijnen (ALM-beleid) dat het vertrekpunt is voor het Beleggingsbeleid.

- **EMIR (European Market Infrastructure Regulation)**
Impact: derivaten worden minder aantrekkelijk als instrument voor het afdekken van renterisico. Dit beïnvloedt de keuze voor het hedgebeleid, en de allocatie tussen rendementsbronnen en de liquiditeit en stuurbaarheid van de portefeuille.

- **De FTT (financial transaction tax)**

Impact: belasting op transacties vraagt om beperking van het aantal transacties.

De mogelijke impact van deze regelgeving is dus groot en vraagt extra aandacht in de beleidsvorming in de komende jaren.

Een implicatie van ontwikkelingen in regelgeving en het pensioenlandschap in bredere zin is dat het

beleggingsbeleid voldoende wendbaar dient te zijn om hierop te kunnen anticiperen.

Beleidsafwegingen

Ambitie	Ontwikkelingen in wet- en regelgeving leiden onvermijdelijk tot kosten. Door te anticiperen kan het effect mogelijk gemitigeerd worden.
Duurzaamheid	Neutraal. Geen redenen te veronderstellen dat het tot een materiële verbetering of verslechtering leidt.
Begrijpelijkheid	Anticiperen op toekomstige regelgeving is goed uitlegbaar.
Beheersbaarheid	Het initiatief is van belang om tijdig de impact van regelgeving op het beleggingsbeleid te identificeren en waar mogelijk voor te sorteren.
Kosten	De grotere dynamiek in regelgeving vraagt meer analyse en uitwerking in beleidsadvisering en meer dialoog met overheid en toezichhouders. Dit brengt hogere kosten met zich mee.

Welke stappen nemen we wanneer?

Anticipeer op toekomstige regelgeving



Doorlopende monitoring van beweging in wet- en regelgeving blijft in de komende jaren een belangrijk aandachtspunt in het beleidsvormend proces. Specifiek richten we ons in de komende periode op de volgende punten:

- **FTK** - De ontwikkelingen in FTK hebben mogelijk impact op het beleggingsbeleid op hoofdlijnen. Eind mei 2014 zal mogelijk meer duidelijkheid ontstaan over het aangepaste nominale kader. Kamerbehandeling volgt echter pas in september, waardoor afronding van de wetgeving (eerste Kamer) naar het eind van 2014 schuift. Duidelijkheid met betrekking tot een uitwerking van een beschikbare premieregeling met collectieve risicodeling volgt nog later, een verkenning hiernaar moet nog starten. De vraag is hierbij of voldoende uitgangspunten – op grond waarvan het bestuur wilde kiezen voor het reële contract - realiseerbaar zijn binnen deze nieuwe mogelijkheid. Dit betekent dat de definitieve vertaling in beleid in het licht van het nominale contract op zijn vroegst in het ALM-beleid voor 2015 plaats kan vinden. Voor de andere route is de timing met meer onzekerheid omgeven. Mogelijk kunnen we op onderdelen wel anticiperen op de nieuwe regelgeving.

- **EMIR** - In ALM-beleid en Beleggingsplan 2015 worden de mogelijke gevolgen van EMIR geëvalueerd en wordt vastgesteld hoe deze te ondervangen. EMIR resulteert er naar verwachting in dat het liquiditeitsbeleid striktere grenzen zal leggen op het beleggingsbeleid. Pensioenfondsen zijn op dit moment nog uitgezonderd van de central clearing verplichting. In het slechtste geval loopt de uitzondering augustus 2015 af, maar het is ook mogelijk dat de uitzondering nog drie jaar langer loopt: tot 2018. De impact voor PFZW is groot. Voor derivaten moet in de toekomst meer onderpand, ongeveer het dubbele, worden aangehouden. Aan dit extra onderpand worden strenge eisen gesteld, waardoor alleen vastrentend in aanmerking komt. Wanneer deze obligaties als onderpand worden gebruikt kunnen deze niet langer worden ingezet voor de liquiditeit en stuurbaarheid van het pensioenfonds. Vooralsnog zijn de valutaswaps uitgesloten van de extra onderpandseisen en heeft bovenstaande met name impact op de rente- en inflatiehedges. Des te meer swaps worden afgesloten des te groter de hoeveelheid liquide beleggingen (vooral vastrentend en kas) die in de portefeuille beschikbaar moeten zijn voor onderpand.

In het beleggingsbeleid op hoofdlijnen moet in de vaststelling van het gewenste rente- en inflatie afdeckingspercentage rekening gehouden worden met de allocatie naar vastrentend en grondstoffen en de impact die dit heeft op de ruimte voor beleggingen in andere rendementsbronnen. Vervolgens vraagt dit meer van liquiditeit en stuurbaarheid van de portefeuille hetgeen striktere grenzen legt op het beleggingsbeleid.

- **FTT** – De vorm en inhoud van de financial transaction tax is nog onderwerp van discussie. In de loop van 2014 zal meer duidelijkheid komen. De huidige planning is dat de FTT vanaf 1 januari 2016 wordt ingevoerd. De impact van FTT wordt voor die tijd vastgesteld en verwerkt in het beleid voor 2016.



Beleidsinitiatief 10: Begrijpelijkheid en beheersbaarheid expliciet afwegen

Doel: bewaken dat beleid geen onnodige of ongewenste complexiteit bevat

Complexiteit wordt alleen ingezet wanneer deze doelmatig is voor het realiseren van de pensioenambitie van Pensioenfonds Zorg en Welzijn.

Complexiteit is onvermijdelijk: zonder inzet van relatief complexe beleggingen en instrumenten kan onvoldoende rendement worden geoogst en/of onvoldoende spreiding worden behaald. Maar complexiteit moet te allen tijde doelmatig zijn.

Pensioenfonds Zorg en Welzijn onderscheidt beleidsmatige en operationele complexiteit ('onder de motorkap'). De beheersing van operationele complexiteit is uit te besteden, mits het bestuur goed inzicht heeft in die complexiteit en de verantwoordelijkheid kan blijven dragen voor de beheersing daarvan. Het kennisniveau van het bestuur als geheel en de complexiteit van de beleggingen moeten daarom op elkaar afgestemd zijn.

Invulling in beleggingsbeleid

In beleidsvoorstellen wordt de impact op begrijpelijkheid en beheersbaarheid inzichtelijk gemaakt zodat een expliciete afweging kan worden gemaakt, bijvoorbeeld in relatie tot de bijdrage aan de ambitie en/of duurzaamheid. Begrijpelijkheid heeft daarbij betrekking op uitlegbaarheid, een heldere rol in de portefeuille

en vertrouwen in toegevoegde waarde. Beheersbaarheid heeft betrekking op operationeel risico, verantwoording, uitvoeringsrisico en alignment of interest. Tevens wordt begrijpelijkheid en beheersbaarheid jaarlijks geëvalueerd en vinden themasessies plaats ter verdieping.

Beleidsafwegingen

Ambitie	Neutraal, tenzij ten behoeve van grotere begrijpelijkheid en beheersbaarheid portefeuilleonderdelen worden beëindigd die een positieve bijdrage leveren aan de ambitie.
Duurzaamheid	Neutraal, tenzij ten behoeve van grotere begrijpelijkheid en beheersbaarheid beleidsinitiatieven die bijdragen aan duurzaamheid niet worden ingezet.
Begrijpelijkheid	Primaire doel is om begrijpelijkheid en beheersbaarheid te vergroten.
Beheersbaarheid	Primaire doel is om begrijpelijkheid en beheersbaarheid te vergroten.
Kosten	Neutraal, geen redenen te veronderstellen dat het tot een materiële verbetering of verslechtering leidt.

Welke stappen nemen we wanneer?

Begrijpelijkheid en beheersbaarheid expliciet afwegen

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Expliciet begrijpelijkheid en beheersbaarheid beoordelen als onderdeel van de evaluatie van portefeuilleonderdelen			
Inzicht geven in toegevoegde waarde van meer complexe portefeuilleonderdelen			
Jaarlijks iken van oordeel over begrijpelijkheid en beheersbaarheid van portefeuilleonderdelen			
Themasessies ter verdieping voor meer complexe onderwerpen			

In zijn algemeenheid geldt dat begrijpelijkheid en beheersbaarheid een expliciet onderdeel wordt van elk beleidsadvies. Specifiek zetten we daarbij de volgende stappen.

- In de keuze van implementatievormen wordt afgewogen of een belegging in voldoende mate begrijpelijk en beheersbaar zijn en in verhouding staan tot de bijdrage aan de ambitie en/of duurzaamheid. Daartoe wordt bij de evaluatie van portefeuilleonderdelen (initiatief 10) een expliciete beoordeling van de begrijpelijkheid en beheersbaarheid opgenomen.

- In allocatievoorstellen wordt de toegevoegde waarde inzichtelijk gemaakt van de beleggingen die minder scores op begrijpelijkheid en beheersbaarheid. Dit maakt het voor het bestuur mogelijk om de afweging te maken tussen verschillende beleggingsalternatieven.

Tevens introduceren we een jaarlijks ijkmoment voor de beoordeling van begrijpelijkheid en beheersbaarheid door PFZW. In themasessies worden specifieke, meer complexe, onderwerpen besproken ter verdieping.



Beleidsinitiatief 11: Evalueer de individuele portefeuilleonderdelen zodat ze aansluiten bij het beleggingskader

Doel: Aansluiting van portefeuilleonderdelen op het beleggingskader verbeteren

PFZW kiest die implementatievormen die zo goed mogelijk bijdragen aan het realiseren van de pensioenambitie en onze verantwoordelijkheid om bij te dragen aan een duurzame, houdbare wereld.

Invulling in beleggingsbeleid

Elke keuze voor een specifieke implementatievorm voor invulling van rendementsbronnen wordt onderbouwd met een afweging van de bijdrage aan de pensioenambitie, duurzaamheid en de impact op begrijpelijkheid, beheersbaarheid en kosten. De relevante spiegel is daarbij de basisimplementatievorm

voor elke rendementsbron. De bijdrage van een implementatievorm moet materieel en onderscheidend zijn om uit doelmatigheidsoverweging gerechtvaardigd te zijn.

Beleidsafwegingen

Ambitie		Niet voor elk afzonderlijk portefeuilleonderdeel is een verbetering te realiseren, maar een meer bewuste en expliciete afweging zal wel voor de portefeuille als geheel tot een verbetering leiden.
Duurzaamheid		Idem
Begrijpelijkheid		Idem
Beheersbaarheid		Idem
Kosten		Idem

Welke stappen nemen we wanneer?

Evalueer de individuele portefeuilleonderdelen zodat ze aansluiten bij het beleggingskader

	Beleid voor 2015	Beleid voor 2016	Beleid voor 2017 - 2020
Evaluatie van portefeuilleonderdelen			

De eerdere initiatieven beschrijven de prioriteiten en speerpunten voor verbetering in de bijdrage aan de ambitie, duurzaamheid en doelmatigheid/kostenverlaging.

Parallel beoordelen we in de evaluatie van investment cases hoe voor elk portefeuilleonderdeel de aansluiting op het beleggingskader kan worden verbeterd. We identificeren waar en hoe aansluiting op het beleggingskader kan worden verbeterd. Waar de bijdrage aan de doelstellingen en/of de aansluiting op het kader onvoldoende is nemen we afscheid van de beleggingen. We geven een antwoord op de vraag: waarom is het logisch dat hier bestendig geld met geld wordt verdiend?

Alle portefeuilleonderdelen worden in dit proces geëvalueerd. Een voorbeeld van een aandachtspunt dat naar voren zal komen is de invulling van de rendementsbron krediet. In de huidige portefeuille onderscheiden we vijf beleggingscategorieën die alle beleggen in bedrijfskrediet. De combinatie van deze beleggingen in krediet wijkt sterk af van de brede marktindex. Dit vraagt evaluatie waarbij we krediet als één geheel zien, niet als afzonderlijke elementen,

maar in samenhang. De vraag dient beantwoord te worden wat de beste invulling is van bedrijfskrediet is voor PFZW. Een ander voorbeeld van een aandachtspunt is de afweging of een bijdrage van een portefeuilleonderdeel voldoende materieel is. Deze vraag zal bijvoorbeeld bij Insurance naar voren komen.

We bewaken dat de beschikbare kennis en ervaring vanuit de andere initiatieven effectief benut worden. Hierdoor borgen we dat deze parallelle processen niet los staan van elkaar, maar elkaar juist voeden en versterken. Bijvoorbeeld: in de initiatieven voor duurzaamheid worden onder meer de thema's verdiept en criteria bepaald. In de investment cases wordt geëvalueerd in welke mate een specifiek portefeuilleonderdeel zich leent voor verankering van duurzaamheid.

In het verlengde van de investment cases dient ook te worden beschouwd welke verbeteringen in de mandatering en uitvoering nodig zijn om optimale aansluiting te creëren op de doelstellingen van PFZW. Dit valt echter buiten de scope van dit document.

4. *Ruwe schets van Beleggingsbeleid 2020 en bijdrage aan doelstellingen*

We kunnen geen scherp beeld geven van hoe het beleggingsbeleid in 2020 er uit zal zien.

Er zijn veel ontwikkelingen in regelgeving, ALM-beleid onder de nieuwe wetgeving is nog vast te stellen en de beleidsinitiatieven moeten nog concreet uitgewerkt worden. Dit neemt niet weg dat we wel beelden hebben bij de mogelijke beleidswijzigingen die uit de initiatieven resulteren en kunnen we een ruwe inschatting geven van de bijdrage aan de doelstellingen.

- Een sterke toename in de allocatie (van 10% naar 40%) aan alternatieve strategieën in aandelen (15%), grondstoffen (7%), krediet (7%) en vastrentend (10%): een ruwe inschatting van de bijdrage aan de ambitie is 10 tot 20 basispunten hoger rendement voor de totale portefeuille. Deze inschatting is gebaseerd op een voorzichtige vertaling van bevindingen in empirisch onderzoek. Voor elke alternatieve strategie zal afzonderlijk uitgebreid onderzoek moeten uitwijzen of en in welke mate de toegevoegde waarde vooruitkijkend is te realiseren.
- Aanpassing beleid bij grote onevenwichtigheden: een ruwe en met grote onzekerheid omgeven inschatting van de bijdrage aan de ambitie is een 10 tot 25 basispunten hoger rendement op lange termijn en een risicobesparing. Deze schatting is conservatief gebaseerd op het één keer per decennium succesvol vermijden van een daling van de aandelenmarkt met 25% met 10% van het vermogen.
- Een sterke toename van 3% naar 12% van de totale portefeuille in positieve voetafdruk beleggingen: verviervoudiging van positieve voetafdruk, neutraal in bijdrage aan ambitie. Uit consultatie van de uitvoerder blijkt dat dit uitdagend is, maar niet onrealistisch. Zowel in

liquide aandelen, vastrentend (green bonds) als in vastgoed, infrastructuur en Private Equity ziet men veel mogelijkheden.

- Aanscherping van het duurzaamheidsbeleid in alle portefeuilleonderdelen: halvering van negatieve voetafdruk, neutraal in bijdrage aan ambitie.
- Meer beleggingen in Nederland met een expliciete bijdrage aan lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken. Een ruwe inschatting is dat dit circa 5% beslaat van de totale portefeuille in 2020.

We verwachten dat deze wijzigingen een beperkte toename in kosten met zich meebrengen. Een ruwe taxatie is 3 tot 5 basispunten hogere kosten voor de totale portefeuille. Tegelijkertijd besparen we kosten door het afschaffen van het portefeuilleonderdeel hedgefonds (-8 bps, dit besluit is eerder al genomen) en is de verwachting dat initiatief 4 een kostenverlaging oplevert die hier ruimschoots tegen opweegt.

De begrijpelijkheid van het beleid neemt toe door een betere aansluiting op het beleggingskader en een expliciete afweging van de verschillende pijlers. Wel leiden de initiatieven tot grotere afwijkingen van de marktindex en mogelijk van andere pensioenfondsen. Er blijft onzekerheid in welke mate en op welke horizon de doelen daadwerkelijk bereikt zullen worden.

Omdat implementatie van het beleid meer discretionaire bevoegdheid voor beleggingsbeslissingen door de uitvoerder vraagt, vraagt de beheersbaarheid expliciete aandacht.

