



PRINS BERNHARD
CULTUURFONDS

De kunst van het geven

Beleggingsovertuigingen

Vastgesteld door de Raad van Toezicht op 12 oktober 2015

Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen vormen de basis waarop het Prins Bernhard Cultuurfonds (hierna 'Cultuurfonds') haar beleggingsbeleid vormgeeft. Deze overtuigingen bieden sturing bij de beleggingskeuzes waarvoor het Cultuurfonds staat en de risico's en rendementen die hieraan verbonden zijn.

1. Beleggingsrisico wordt beloond op de lange termijn
2. De strategische vermogensallocatie bepaalt in sterke mate het te realiseren rendement op de lange termijn
3. Diversificatie is een risicoloos voordeel
4. Maatschappelijk verantwoord beleggen is belangrijk
5. Het Cultuurfonds heeft een lange termijn beleggingshorizon
6. Beleggingen moeten een beheersbare complexiteit hebben
7. Kosten van vermogensbeheer dienen transparant en beheersbaar te zijn
8. Financiële markten zijn niet altijd efficiënt
9. Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor passief beheerde beleggingen maar sluit actief beheer niet uit
10. Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor de selectie van externe operationele vermogensbeheerders door de fiduciair manager
11. Er bestaat een premie voor illiquiditeit en voor het beleggen op de lange termijn
12. Valuta vormt in principe een ongewenst en onbeloond risico
13. Derivaten kunnen een efficiënte manier zijn om posities in financiële markten in te nemen
14. Renteafdekking voor een stichting is geen strategische of tactische keuze

#	<i>Beleggingsrisico wordt beloond op de lange termijn</i>	
1.	Theorie	Rendement en risico zijn aan elkaar verbonden. Een hoger rendement is in principe niet realiseerbaar zonder de acceptatie van een hoger beleggingsrisico.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds belegt haar eigen vermogen voor de lange termijn en accepteert weloverwogen beleggingsrisico's bij de selectie van beleggingen, noodzakelijk (en wenselijk) voor het behalen van het doelrendement op de lange termijn. Niet ieder risico draagt bij tot een beter verwacht rendement, maar een hoger rendement kan niet zonder het nemen van beleggingsrisico.
	Kansen en/of bedreigingen	Voor het realiseren van haar doelstellingen is het Cultuurfonds bereid om, binnen de overall risicoacceptatie, een ambitieus risicobudget toe te passen als daarmee de kans op het behalen van haar doelstellingen op een verantwoorde wijze toeneemt. Tegelijkertijd loopt het Cultuurfonds een reëel reputatierisico bij tijdelijke, substantiële beleggingsverliezen en resultaten die sterk (negatief) afwijken van de beleggingsresultaten van andere stichtingen met een vergelijkbaar risicoprofiel. Dit reputatierisico beperkt de mate waarin het Cultuurfonds bereid is beleggingsrisico te nemen

#	<i>De strategische vermogensallocatie bepaalt in sterke mate het te realiseren rendement op de lange termijn</i>	
2.	Theorie	Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat de strategische vermogensverdeling in hoge mate (75-90%) het beleggingsrendement op de lange termijn bepaalt (Brinson, e.a., Berstein). Waarderingen en risicopremies fluctueren door de tijd, maar keren op termijn terug naar de evenwichtswaarde behorende bij het geldende financieel-economische regime. Deze aanname vormt een leidraad voor de strategische vermogensallocatie.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds stelt het strategische beleggingsbeleid na 3 jaar opnieuw vast. Jaarlijks wordt het tactische beleggingsbeleid bijgestuurd. Het Cultuurfonds biedt haar vermogensbeheerders beperkte ruimte om af te wijken van het strategische beleggingsbeleid.
	Kansen en/of bedreigingen	Ander wetenschappelijk onderzoek toont aan dat de implementatie van het beleggingsbeleid (door de fiduciair beheerder) 77% van het verschil tussen een goed en een slecht beleggingsresultaat bepaalt (Ian Kennedy, Cambridge Associates, CFA congres 2007). In een omgeving met een historisch lage rentevergoeding op obligatiebeleggingen zijn ruimere bandbreedtes rond de strategische allocatie naar vastrentende waarden gewenst.

#	<i>Diversificatie is een risicoloos voordeel</i>	
3.	Theorie	Spreading over onder andere verschillende beleggingscategorieën, stijlen en regio's is een effectieve manier om de verhouding tussen rendement en risico op portefeuilleniveau te verbeteren. Het risico per categorie wordt hierdoor niet kleiner, maar wel op het niveau van de totale portefeuille zonder dat hier verwacht rendement voor hoeft te worden ingeleverd.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds belegt niet "alle eieren" in hetzelfde mandje, maar spreidt de beleggingen over verschillende vermogensklassen, beleggingsstrategieën, titels, sectoren, landen, operationele vermogensbeheerders enzovoort. Het Cultuurfonds legt de voorwaarde voor voldoende diversificatie vast in haar beleggingsstatuut en in de overeenkomst(en) met de fiduciair vermogensbeheerder(s).
	Kansen en/of bedreigingen	Het Cultuurfonds laat zich adviseren over de optimale verdeling van het vermogen over en binnen vermogensklassen. De uitvoering van het beleggingsbeleid wordt uitbesteed aan één of meerdere vermogensbeheerders. Het Cultuurfonds wenst echter niet te beleggen in beleggingen die zij niet kan begrijpen en/of die niet passen binnen het door haar geformuleerde verantwoorde beleggingsbeleid.

#	<i>Maatschappelijk verantwoord beleggen is belangrijk</i>	
4.	Theorie	Het Cultuurfonds streeft na dat maatschappelijk verantwoord beleggen volledig geïntegreerd is in het gehele beleggingsbeleid en afgestemd is op het specifieke beleid van het Cultuurfonds. Hierbij gaat het Cultuurfonds ervan uit dat verantwoord beleggen een positief effect heeft op het rendements- en risicoprofiel op de lange termijn.
	Uitvoering	Zie het document Responsible Investment Policy Prins Bernhard Cultuurfonds .
	Kansen en/of bedreigingen	Het ESG-beleid kan een (te) grote beperking opleveren voor een robuuste uitvoering van het beleggingsbeleid en/of een ongewenste (financiële) impact hebben. Het ESG-beleid is een dynamisch proces en zal mede op basis van voortschrijdend inzicht en gewijzigde maatschappelijke opvattingen worden aangepast.

#	<i>Het Cultuurfonds heeft een lange termijn beleggingshorizon</i>	
5.	Theorie	Het is voor het Cultuurfonds niet nodig en/of onwenselijk te reageren op marktontwikkelingen op de korte termijn en het Cultuurfonds maakt zich in principe geen zorgen om dit soort ontwikkelingen.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds stelt het strategische beleggingsbeleid iedere drie jaar opnieuw vast. Jaarlijks wordt het tactische beleggingsbeleid bijgestuurd. Het Cultuurfonds biedt haar vermogensbeheerders beperkte ruimte om af te wijken van het strategische beleggingsbeleid. Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor passief beheerde fondsen/mandaten.
	Kansen en/of bedreigingen	<p>Het Cultuurfonds is voor haar inkomsten, naast de opbrengsten van de beleggingen, in sterke mate afhankelijk van de bijdragen van Nederlandse loterijen. Deze inkomsten zijn onzeker. Bij het plotseling (gedeeltelijk) wegvallen hiervan, kan het tijdelijk wenselijk zijn om het beleggingsbeleid aan te passen.</p> <p>Het Cultuurfonds staat slechts in beperkte mate beleggingen toe waarvan de liquiditeit beperkt is. Zie hieronder.</p>

#	<i>Beleggingen moeten een beheersbare complexiteit hebben</i>	
6.	Theorie	Het bestuur van het Cultuurfonds wil met haar beleggingen <i>in control</i> zijn. De complexiteit van de beleggingsportefeuille dient te zijn afgestemd op de beschikbare capaciteit en expertise van het Cultuurfonds. Het Cultuurfonds dient te kunnen begrijpen waarin belegd wordt en welke risico's worden genomen.
	Uitvoering	<p>Indien er een gebrek aan transparantie bestaat, een product een te hoge mate van complexiteit bezit of het risico van een product te ondoorzichtig is, wenst het Cultuurfonds in dergelijke producten niet te beleggen.</p> <p>Het Bestuur en de Financiële Audit- en Beleggingscommissie dienen hun deskundigheid voldoende op peil te houden om bruikbare beleggingsproducten te begrijpen en eigen te kunnen maken. Hiertoe laat zij zich van tijd tot tijd “onderwijzen”. Het Cultuurfonds kan haar interne organisatie versterken door het inhuren van externe expertise van onafhankelijke adviseurs en specialisten.</p> <p>Het Cultuurfonds laat zich verder adviseren over het strategische beleggingsbeleid en haar risicobereidheid. De vertaalslag naar het tactische beleggingsbeleid wordt vastgelegd in een beleggingsplan.</p> <p>De specifieke beleggingsdoelstellingen inclusief het verantwoorde beleggingsbeleid en de mogelijke beleggingsrestricties worden opgetekend in het beleggingsstatuut.</p> <p>De fiduciair vermogensbeheerder dient zich te houden aan de afspraken zoals die zijn vastgelegd in de vermogensbeheer-overeenkomst.</p> <p>Het Cultuurfonds controleert de uitvoering van het beleggingsbeleid door de fiduciair vermogensbeheerder. Zij kan hiertoe een beroep doen op de diensten van de onafhankelijke depotbank en haar externe adviseurs.</p>
	Kansen en/of bedreigingen	Het Cultuurfonds verlangt van haar vermogensbeheerders regelmatig inzicht (op <i>look through</i> basis) in de exposure naar onder andere minder liquide beleggingen, derivaten en het gebruik van vreemd vermogen (leverage) zodat het Cultuurfonds <i>in control</i> is van haar beleggingen.

#	<i>Kosten van vermogensbeheer dienen transparant en beheersbaar te zijn</i>	
7.	Theorie	Kosten moeten in relatie staan tot de toegevoegde waarde van partijen die het vermogensbeheer uitvoeren.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds verlangt van alle partijen volledige transparantie van de kosten. Dat geldt zowel voor de kosten van de fiduciair vermogensbeheerder als voor de operationele beheerders en alle andere kosten die drukken op het te realiseren beleggingsresultaat.
	Kansen en/of bedreigingen	

#	<i>Financiële markten zijn niet altijd efficiënt</i>	
8.	Theorie	Op de financiële markten worden beleggingstitels door beleggers niet altijd op de juiste waarde geschat. Als gevolg van psychologische factoren en hypes, economische cycli en monetaire ontwikkelingen zullen beleggingen gedurende korte of langere periode over- of ondergewaardeerd zijn. Uiteindelijk zullen waarderingen normaliseren; zij keren op termijn terug naar de evenwichtswaarde behorende bij het geldende financieel-economische regime.
	Uitvoering	<p>Doordat het Cultuurfonds het beheer uitbesteedt aan professionele beleggers, kan zij profiteren van verschillende marktinefficiënties door het voeren van actief beleggingsbeleid. Bepaalde markten (bijvoorbeeld ontwikkelde aandelenmarkten) zijn echter dermate efficiënt dat daar geen structureel voordeel door actief beleggen behaald kan worden.</p> <p>Daarnaast kan actief beleid in de vorm van tactische asset allocatie relatief waarde toevoegen aan de portefeuille in de vorm van hoger rendement of het verminderen van risico.</p> <p>Het verwachte extra rendement bij actief beleid moet de extra uitvoeringskosten meer dan compenseren.</p> <p>Het Cultuurfonds stelt jaarlijks in samenwerking met haar vermogensbeheerders een beleggingsplan op. In dit plan wordt op basis van de kansen en bedreigingen in de markten een vertaalslag gemaakt van het strategische- naar het tactische beleggingsbeleid.</p> <p>Overall biedt het Cultuurfonds haar vermogensbeheerders beperkte ruimte om actief in te kunnen spelen op de inefficiënties in markten (beperkte <i>tracking error</i>). Het Cultuurfonds kan beslissen in bijzondere marktomstandigheden hier (tijdelijk) van af te wijken.</p> <p>Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor passief beheerde fondsen/mandaten, maar sluit actief beheer niet uit.</p>
	Kansen en/of bedreigingen	<p>Het Cultuurfonds heeft een beperkte toegang tot actieve beheerders die op consistente wijze outperformance na kosten kunnen realiseren.</p> <p>De kosten van passief beheerde fondsen/mandaten zijn substantieel lager dan die van actieve beheerde fondsen/mandaten.</p>

#	<i>Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor passief beheerde beleggingen maar sluit actief beheer niet uit</i>	
9.	Theorie	De verdeling over actieve en passieve beleggingen moet op een zorgvuldige wijze plaatsvinden. Actief beheer moet zowel in theorie als praktijk overtuigend waarde kunnen toevoegen. Daarbij wordt onder andere rekening gehouden met de additionele kosten van actief beheer ten opzichte van passief beheer, zowel in termen van beheervergoeding en transactiekosten als in termen van de extra governance-inspanning. Een andere belangrijke factor in deze afweging is risico. Passief beheer kan leiden tot concentratierisico's in bepaalde landen of emittenten.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds legt in het beleggingsstatuut haar voorkeur voor passieve beleggingen vast. De fiduciair vermogensbeheerder moet objectief kunnen aantonen op welke wijze beslissingen worden genomen met betrekking tot de verdeling van het vermogen over actieve dan wel passieve beleggingen. De fiduciair vermogensbeheerder zal daarnaast moeten aantonen dat de selectie van actieve beleggingen over een bepaalde marktcyclus waarde heeft toegevoegd.
	Kansen en/of bedreigingen	Lagere verwachte rendementen en de grotere impact van kosten op het netto beleggingsresultaat.

#	<i>Het Cultuurfonds heeft een voorkeur voor de selectie van externe operationele vermogensbeheerders door de fiduciair manager</i>	
10.	Theorie	Niet iedere vermogensbeheerorganisatie zal op alle portefeuilleonderdelen de beste operationele vermogensbeheerders in huis hebben (<i>best-in-class</i>). Een fiduciair manager die operationele vermogensbeheerders selecteert moet belangenconflicten (tussen onder andere de cliënt/belegger en zijn/haar eigen organisatie) goed managen. Uitvoering van een multi-manager beleggingsbeleid met externe operationele vermogensbeheerders kan duurder zijn dan de uitvoering met operationele beheerders die onderdeel uitmaken van de organisatie van de fiduciair manager.
	Uitvoering	Het Cultuurfonds heeft een sterke voorkeur voor de uitvoering van het beleggingsbeleid met externe operationele beheerders. Als de fiduciair manager interne beheerders selecteert, zal de fiduciair manager op objectieve wijze moeten aantonen dat deze beheerders " <i>best-in-class</i> " en de juiste keuze voor het Cultuurfonds zijn.
	Kansen en/of bedreigingen	

#	<i>Er bestaat een premie voor illiquiditeit en voor het beleggen op de lange termijn</i>	
11.	Theorie	Beleggers houden er niet van als ze hun beleggingen moeilijk kunnen verkopen en ze verplicht zijn deze lang aan te houden. Ze eisen daarom een extra premie voor beleggingen met een beperkte liquiditeit in de vorm van een hoger (verwacht) rendement. Lange termijn beleggers hebben de mogelijkheid deze extra vergoeding (gedeeltelijk) te incasseren.
	Uitvoering	<p>Een substantieel deel van het (eigen) vermogen van het Cultuurfonds kan belegd worden met een lange beleggingshorizon. Hierop is mede de allocatie naar zakelijke waarden (zoals aandelen) gebaseerd.</p> <p>Het Cultuurfonds heeft beperkte ervaring op het gebied van minder liquide beleggingen (zoals private equity, infrastructuur, enzovoort) en stelt in haar beleggingsstatuut hoge eisen aan de liquiditeit van beleggingen.</p> <p>Het Cultuurfonds staat op termijn open voor discussies met de fiduciair vermogensbeheerders en haar beleggingsadviseurs over het geleidelijk toevoegen van beleggingen waarvan de liquiditeit minder is dan van aandelen en obligaties. Een beslissing hierover wordt mede gebaseerd op het overall rendements- en risicoprofiel van het Cultuurfonds en haar eis om een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid volledig te integreren in het gehele beleggingsbeleid.</p> <p>Minder liquide beleggingen zijn uitsluitend toegestaan na uitdrukkelijke goedkeuring door het Cultuurfonds.</p>
	Kansen en/of bedreigingen	Het rendement op aandelen- en obligatiebeleggingen zal de komende jaren naar verwachting lager zijn dan het Cultuurfonds gewend is gedurende de afgelopen 10 tot 15 jaar. Hierdoor zal het moeilijker zijn om haar (rendements)doelstellingen te realiseren. Het Cultuurfonds wordt hierbij uitgedaagd om na te denken over het toevoegen van andere beleggingen (bijvoorbeeld minder liquide titels) om het gewenste rendement en/of aantrekkelijk rendement na inflatie te realiseren.

#	<i>Valuta vormt in principe een ongewenst en onbeloofd risico</i>	
12.	Theorie	Valuta's kunnen heftig fluctueren (risico) en de meeste valuta's zijn niet waardevast. Valutarisico wijzigt het rendements- en risicoprofiel van beleggingen, met name op de korte termijn, en naar verwachting wordt het Cultuurfonds voor dit risico (op de korte termijn) onvoldoende gecompenseerd met een extra rendement.
	Uitvoering	<p>Het Cultuurfonds belegt met een lange horizon maar belegt op basis van haar risicoprofiel een substantieel deel van haar vermogen in niet-zakelijke waarden (bijvoorbeeld obligaties).</p> <p>De rendementen van obligaties fluctueren naar verwachting minder dan die van zakelijke waarden. Het risico van beleggingen in buitenlandse obligaties (waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt) kunnen echter het risico van zakelijke waarden benaderen of overstijgen en de diversificatievoordelen van obligaties versus andere beleggingen doen verminderen.</p> <p>Het Cultuurfonds wenst het valutarisico van buitenlandse obligaties in principe af te dekken versus de euro. Het afdekken van het valutarisico van obligatiebeleggingen met een beperkt diversificatievoordeel en met een hoger verwacht rendements- en risicoprofiel (bijvoorbeeld obligaties van opkomende economieën), is de verantwoordelijkheid van de fiduciair vermogensbeheerder en/of van de onderliggende operationele beheerders.</p> <p>Maar het afdekken van valutarisico kan soms erg complex en kostbaar zijn. In dat geval is het beter om dat dan niet te doen.</p> <p>De allocatie naar de meeste zakelijke waarden is gericht op het realiseren van een hoger rendement op de lange termijn. Hiertoe accepteert het Cultuurfonds hogere risico's, inclusief het risico van valutakoers schommeling op de korte termijn. Op de lange termijn zullen risico's van valuta en wereldwijde beleggingen in zakelijke waarden elkaar naar verwachting opheffen.</p> <p>Het Cultuurfonds wenst het valutarisico (uitsluitend van de "grote" valuta zoals de USD, de Yen en de GBP) van buitenlandse aandelenbeleggingen in principe voor maximaal 50% af te dekken.</p>
	Kansen en/of bedreigingen	<p>Alle beleggers worden op dit moment geconfronteerd met een wereldwijde "valutaoorlog", een strijd die mogelijk geen winnaars kent.</p> <p>De obligatierente is historisch laag en rente op obligaties in de Eurozone ligt onder die van bijvoorbeeld Amerika. De diversificatie van obligatiebeleggingen buiten de Eurozone waarbij het valutarisico wordt afgedekt kan het rendement- en risicoprofiel mogelijk verbeteren.</p>

#	<i>Derivaten kunnen een efficiënte manier zijn om posities in financiële markten in te nemen</i>	
13.	Theorie	Met derivaten is het mogelijk om op een efficiënte en goedkope wijze de gewenste strategische of tactische portefeuille te implementeren.
	Uitvoering	Van belang hierbij is de transparantie en de begrijpelijkheid van de gebruikte instrumenten. Zie complexiteit van beleggingen. Het gebruiken van derivaten (en leverage) zijn uitsluitend toegestaan na uitdrukkelijke goedkeuring door het Cultuurfonds.
	Kansen en/of bedreigingen	

#	<i>Renteafdekking voor een stichting is geen strategische of tactische keuze</i>	
14.	Theorie	De mate van renteafdekking is mede afhankelijk van de positie van een belegger en haar beleggingsdoelstellingen, de risicohouding, de financiële positie, maar zeker ook van de rentevisie en de rentestand.
	Uitvoering	<p>Het Cultuurfonds kiest voor een <i>total return</i> in plaats voor een <i>matching</i> principe.</p> <p>Zij wenst haar doelstellingen te realiseren op basis van het totale rendement op vermogen (dividenden, rentes en koersresultaten). Het Cultuurfonds is hierbij bereid tijdelijk “in te teren” op het vermogen en de gewenste onttrekking aan het belegde vermogen mede “te financieren” uit de gedeeltelijke verkoop van beleggingen.</p> <p>Matching van de verplichtingen is geen vereiste en ongewenst en zal in de huidige omgeving met historisch lage rentes leiden tot een zeker hoge allocatie naar vastrentende waarden (met relatief lange looptijd).</p>
	Kansen en/of bedreigingen	Historisch abnormaal lage effectieve rendementen op obligaties en cash.