Blue Sky Group

Stichting Pensioenfonds Blue Sky Group

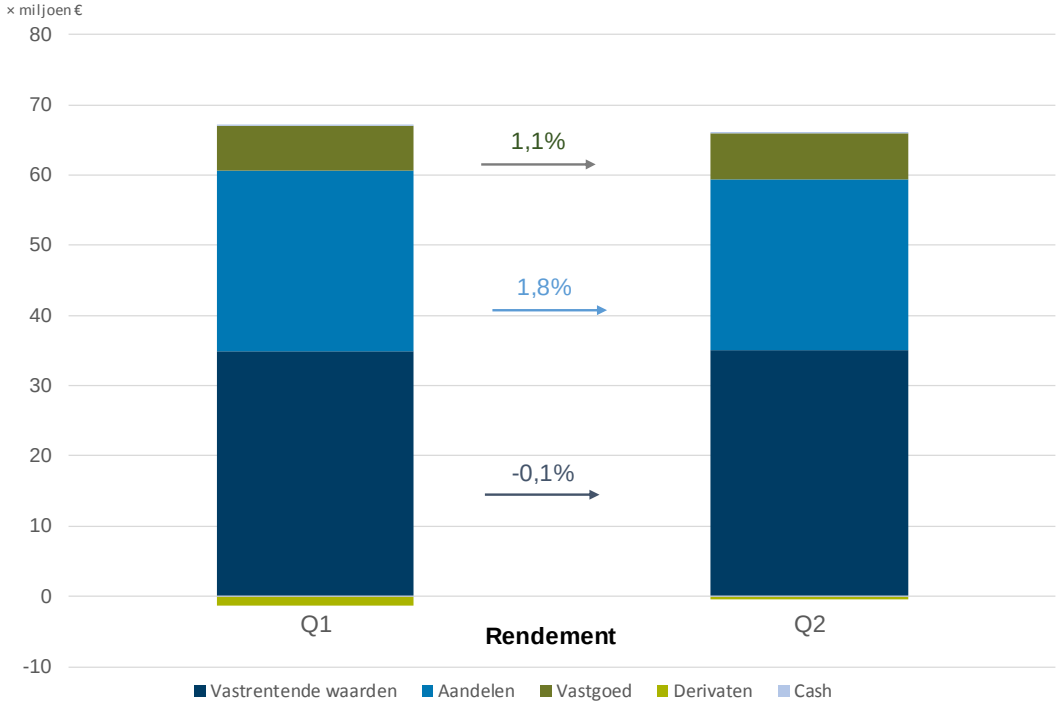
Kwartaalrapportage Beleggingen

Tweede kwartaal 2017

Managementsamenvatting

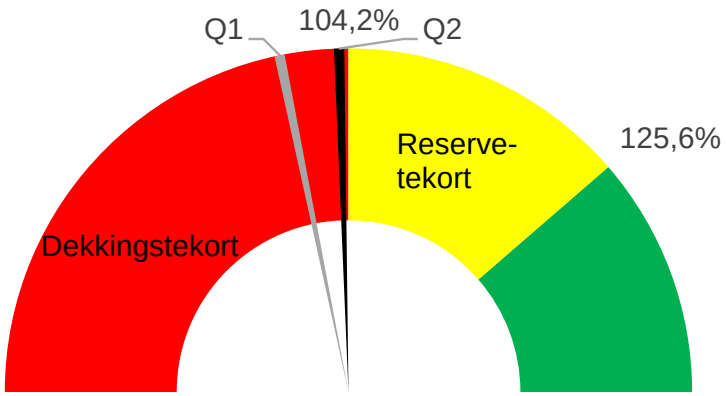
Ontwikkeling portefeuille

De waarde van de portefeuille bleef in het tweede kwartaal nagenoeg gelijk.



Ontwikkeling dekkingsgraad

De verplichtingen daalden van € 62,3 miljoen naar € 61,4 miljoen. Hierdoor steeg de maandelijkse nominale dekkingsgraad van 104,7% naar 107,9%. De beleidsdekkingsgraad steeg van 98,2% (grijze pijl) naar 101,2% (zwarte pijl).



Inhoud

Managementsamenvatting 2

Ontwikkeling portefeuille 2

Ontwikkeling dekkingsgraad 2

Inhoud 3

1. Marktontwikkelingen en rendementen 4

1.1 Marktontwikkelingen 4

1.2 Marktwaarde-overzicht 5

1.3 Verhouding actief / passief belegd vermogen 6

1.4 Portefeuillerendement 7

2. Gevoerd beleid van de uitvoerder 10

2.1 Herbalancering 2017 10

2.2 Tactische Asset Allocatie 10

2.3 Gevoerd beleid binnen de beleggingspools 10

2.4 Resultaten gevoerd beleid Blue Sky Group 11

2.5 Uitvoering overlaymanagement 12

2.6 Compliance 13

3. Opvolging bestuursbesluiten 14

3.1 Bestuursbesluiten afgelopen kwartaal 14

3.2 Te implementeren bestuursbesluiten 14

4. Fiduciair oordeel gevoerd beleid en actiepunten 15

4.1 Oordeel strategisch beleid 15

4.2 Oordeel gevoerd beleid binnen de beleggingspools 15

1. Marktontwikkelingen en rendementen

1.1 Marktontwikkelingen

Het afgelopen kwartaal waren er zowel verkiezingen in Frankrijk als in Groot-Brittannië. In april gaven de peilingen voor de Franse verkiezingen aan dat de populariteit van de linkse kandidaten toenam. Dit zorgde voor onrust op financiële markten. De Franse obligatierente liep op, waardoor het renteverschil tussen de Franse en Duitse rente toenam. Macron won uiteindelijk de verkiezingen wat een positief effect had op de koersen van de bankensector. Tevens daalde de Franse obligatierente en liep het renteverschil terug. In juni werden de Britse verkiezingen verloren door premier May. Hierdoor nam de onzekerheid over de Brexit onderhandelingen toe en verzwakte het Britse Pond.

Macro-economische cijfers, met name uit Europa, waren positief. Vanuit de Verenigde Staten waren cijfers het afgelopen kwartaal slechter dan verwacht, maar laten nog steeds economische groei zien. Al met al vertoonden de grootste economieën een synchroon groeiverloop. Inflatieverwachtingen daalden licht, de gerealiseerde inflatie zit echter in een stijgende trend. Voor het stelsel van Amerikaanse centrale banken, de Fed, was dit reden genoeg om in juni wederom een renteverhoging door te voeren. Aan het eind van het kwartaal werd de markt verrast door uitspraken van president Draghi van de Europese Centrale Bank. Een verkrappend beleid zou wel eens eerder dan verwacht ingevoerd worden. Een breed gedragen economisch herstel in de eurozone en kleinere deflatierisico's geven hiertoe aanleiding. Dit gaf vooral in Europa opwaartse druk op de rente en vertaalde zich in een sterkere euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Het sentiment op aandelenmarkten is het afgelopen kwartaal onveranderd positief gebleven. Bedrijfsresultaten over het eerste kwartaal waren ook goed te noemen, waarbij omzet- en winstcijfers hoger waren dan verwacht. Onzekerheid rondom verkrappend beleid van de centrale bank en toegenomen politiek risico hebben dit niet verstoord. Aandelenmarkten lieten daarom over het kwartaal een positief rendement zien. Door de opwaartse druk op de rente lieten staatsobligaties negatieve rendementen zien. Obligaties met een hoger risicoprofiel profiteerden mee van de gedaalde kredietopslag. Dit zorgde voor een lichte plus van de obligatieportefeuille.

	Marktwaarde	Gewichten (%)		Rendementen (%)			
	(€ mln)	Portefeuille	Relatief	Portefeuille	Relatief	Portefeuille	Relatief
				huidig kwartaal		*2017*	
Vastrentende waarden	35,1	53,4	-2,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
Aandelen	24,3	37,0	1,8	1,8	0,3	8,4	0,7
Vastgoed	6,6	10,0	-0,1	1,1	-0,1	3,0	-0,1
Cash	0,2	0,3	0,3				
Rente Swap	(0,9)	-1,3		-0,5		-1,1	
Valutahedge	0,4	0,6		0,0	0,1	0,0	0,2
Totaal portefeuille	**65,8**			**0,2**	**0,1**	**2,3**	**0,3**

Paragraaf 1.4 geeft een gedetailleerd overzicht van de rendementen per beleggingscategorie.

1.2 Marktwaarde-overzicht

1.2.1 Vastrentende waarden

Categorie (bedragen in € mln)	Marktwaarde 31/03/2017	Marktwaarde 30/06/2017	Gewichten (%) Portefeuille	Gewichten (%) Dynamisch	Gewichten (%) Strategisch
Obligaties	**34,9**	**35,1**	**53,0**	**55,0**	**55,0**
Matching portefeuille	**22,5**	**22,7**	**34,3**	**35,7**	**35,8**
Global ILB	20,9	20,9	31,6	32,9	33,0
Global ILB 10+ Active	9,4	9,4	14,2		
Global ILB 10+ Buy & Hold	11,5	11,6	17,5		
EURO 10+	1,6	1,8	2,7	2,8	2,8
Rendementsportefeuille	**12,4**	**12,4**	**18,7**	**19,3**	**19,3**
EMU AAA	1,6	2,1	3,1	3,2	2,8
Fysieke portefeuille	1,7	2,2	3,4	3,5	
Bund Futures	(0,2)	(0,2)	-0,2	-0,3	
Global Credits	2,1	2,1	3,2	3,3	3,3
Nederlandse Woninghypotheken	3,7	3,7	5,6	5,6	6,1
US High Yield	1,2	1,0	1,6	1,6	1,7
Emerging Market Debt USD	2,3	2,1	3,1	3,3	3,3
Emerging Market Debt local currency	1,5	1,4	2,1	2,2	2,2

1.2.2 Aandelen

Categorie (bedragen in € mln)	Marktwaarde 31/03/2017	Marktwaarde 30/06/2017	Gewichten (%) Portefeuille	Gewichten (%) Dynamisch	Gewichten (%) Strategisch
Aandelen	**24,6**	**25,7**	**36,8**	**35,0**	**35,0**
Europa & Midden-Oosten	7,3	8,0	12,1	10,4	9,5
Fysieke portefeuille	7,2	7,9	12,0		
Eurostoxx futures	0,1	0,1	0,1		
Noord-Amerika	4,4	3,4	5,1	5,8	3,9
Pacific	2,2	2,0	3,1	2,9	2,4
Opkomende markten	6,8	6,0	9,1	8,8	8,8
Aandelen defensief	4,9	4,9	7,4	7,1	7,0

1.2.3 Vastgoed

Categorie (bedragen in € mln)	Marktwaarde 31/03/2017	Marktwaarde 30/06/2017	Gewichten (%) Portefeuille	Gewichten (%) Dynamisch	Gewichten (%) Strategisch
Vastgoed	**6,2**	**6,4**	**9,9**	**10,0**	**10,0**
Publiek Vastgoed	**2,7**	**3,0**	**4,5**	**4,6**	**2,0**
Europa (publiek)	1,2	1,4	2,2	2,2	0,7
Noord-Amerika (publiek)	0,5	0,6	0,9	0,9	0,7
Azië Pacific (publiek)	1,0	1,0	1,5	1,5	0,6
Privaat Vastgoed	**3,7**	**3,6**	**5,4**	**5,4**	**8,0**
Inkomstenportfeuille	**1,3**	**1,3**	**2,0**	**2,0**	**2,5**
Euro Core	1,3	1,3	2,0	2,0	2,5
Rendementsportefeuille	**2,4**	**2,3**	**3,4**	**3,4**	**5,5**
Europa	0,7	0,6	1,0	1,0	2,0
Noord - Amerika	1,3	1,2	1,9	1,9	2,0
Azië Pacific	0,4	0,4	0,6	0,6	1,5

1.3 Verhouding actief / passief belegd vermogen

Categorie	Aandelen	Vastrentend	Vastgoed	Totale Portefeuille
Actief	66%	56%	82%	62%
Waarvan enhanced	9%	0%	23%	6%
Passief	30%	44%	21%	37%
Waarvan Buy & Hold	0%	33%	0%	20%
Totaal	95%	100%	103%	99%

Zoals eerder besproken in de bestuursvergadering werkt de uitvoerder aan een notitie waarin de eerder gestelde vragen (6 december 2016) omtrent actief beleid beantwoord zullen worden zodat een oordeel geveld kan worden over de actieve beleggingsoplossingen in de portefeuille.

1.4 Portefeuillerendement

Voor beleggingscategorieën waar het benchmarkrendement gelijk is aan het portefeuillerendement is geen relatief rendement opgenomen in onderstaande tabellen.

1.4.1 Rendement totale portefeuille

Rendementen (%)	Q2	Q2 relatief	YTD	YTD relatief	3 jr Geannualiseerd	3 jr relatief Geannualiseerd
Vastrentende Waarden	-0,08	-0,02	-0,24	-0,05	2,88	③ -0,77
Aandelen	① 1,82	0,25	② 8,43	0,65	7,93	0,50
Vastgoed	1,13	-0,05	2,96	-0,08	9,01	0,34
Rentehedge (swaps)	-0,52	0,00	-1,14	0,00	0,82	0,00
Valutahedge	-0,03	0,10	-0,02	0,23	0,03	0,36
Totaal portefeuille	0,23	0,06	2,25	0,28	6,23	-0,19

① Aandelenkoersen en vastgoed zijn gestegen vanwege een onverminderd positief sentiment onder beleggers en winstgroei van bedrijven. Obligaties lieten dankzij een stijgende rente een klein negatief rendement zien, ondanks dat de returnportefeuille een positief rendement behaalde.

② Het rendement in het tweede kwartaal is dankzij positieve cijfers en sentiment in lijn met het beeld uit het eerste kwartaal. De categorie aandelen laat hierdoor het hoogste year-to-date rendement zien.

③ Het relatieve resultaat is veroorzaakt door de onderweging van de Euro 20+ portefeuille binnen de obligatieportefeuille in 2014.

Onderdelen 1.3 en 1.4 van de bijlage geven een gedetailleerd overzicht van het portefeuillerendement en de bijdrage aan het totale rendement.

1.4.2 Rendement vastrentende waarden

Rendementen (%)	Q2	Q2 relatief	YTD	YTD relatief	3 jr Geannualiseerd	3 jr relatief Geannualiseerd
Vastrentende Waarden	-0,08	-0,02	-0,24	-0,05	2,88	-0,77
Matching portefeuille						
Global ILB	-0,39	-0,11	-1,37	-0,15	2,78	-0,13
EURO 10+	① -0,19	0,04	-3,14	-0,09	6,42	-0,06
Return portefeuille						
EMU AAA	① -1,06	-0,01	-2,08	-0,21	4,91	2,32
Global Credits	② 1,53	0,32	2,19	0,17	2,96	0,33
US High Yield	1,21	④ -0,49	3,03	-0,91	3,06	-0,56
Emerging Market Debt USD	2,06	0,28	5,48	0,33	3,23	-1,21
Emerging Market Debt LC	③ -2,54	③ 0,29	2,80	0,74	2,91	-0,39
Nederlandse Woninghypotheken[1]	0,49		1,23		2,26	

**Voor deze categorie is het 3-jaars geannualiseerd rendement gebaseerd op data vanaf inceptie: Q4-2015.*

① In het tweede kwartaal liep de rente op van landen binnen de Europese Monetaire Unie (**EMU**) met een **AAA** kredietwaardigheid. Voor de Merrill Lynch Duitsland index (Duits overheidspapier en tevens grootste weging) resulteerde dit in een negatief rendement van 1,14%. In tegenstelling tot de **Euro 10+** portefeuille werd er binnen EMU AAA niet geprofiteerd van een allocatie naar Frankrijk omdat Frankrijk met een AA-rating geen onderdeel uitmaakt van deze portefeuille. Door de

verkiezing van president Macron daalde de spread op Frankrijk aanzienlijk waardoor de Franse Merrill Lynch index bijna 1,6% opliep. Hierdoor wist Euro 10+ het verlies te beperken tot -0,19%.

② **Global Credits** profiteerden, net als andere beleggingen binnen de returnportefeuille met een hoger risicoprofiel, van de gedaalde kredietopslag.

③ **Emerging Market Debt Local Currency** obligaties deden het in het tweede kwartaal bijzonder goed met een benchmark rendement van 3,62% (lokale valuta). Hiervoor zijn een lagere kredietspread (-40 basispunten) en gedaalde rente de verklaring. Dankzij met name posities in Mexico, Polen en Turkije wisten externe managers positief bij te dragen met een outperformance van 29 basispunten. Vanwege het beleid van het fonds om wisselkoersrisico's binnen deze categorie niet af te dekken kwam het rendement in euro's uit op -2,54%. Doordat de euro ten opzichte van de lokale munteenheden in waarde steeg was het eurorendement negatief.

④ De **US High Yield** markt kende een goed tweede kwartaal waarin iedere maand positief werd afgesloten. Juni was de zwakste maand door een dalende olieprijs. De energiesector verloor ruim 2% in juni en de spread liep fors op met 130 basispunten. Dit kostte 1,26% over het hele kwartaal en daarmee kwam het totale rendement op 1,21%. Een enkele manager liet op de energiesector zowel een negatief selectie- als allocatie-effect zien. Hiermee kwam de underperformance op totaal 49 basispunten. Het relatieve rendement voor het jaar komt hiermee op -0,91%. Zie paragraaf 4.2 van de vorige kwartaalrapportage voor maatregelen die Blue Sky Group heeft genomen. Een van getroffen maatregelen is de verdere beperking van actieve gewichten op sectoren.

1.4.3 Rendement Aandelen

Rendementen (%)	Q2	Q2 relatief	YTD	YTD relatief	3 jr Geannualiseerd	3 jr relatief
Aandelen	**1,82**	**0,25**	**8,43**	**0,65**	**7,93**	**0,46**
Europa & Midden Oosten	1,96	0,29	8,85	1,06	8,93	1,14
Noord-Amerika	2,48	① 0,39	7,39	0,14	6,74	-0,36
Pacific	② 6,05	② 1,62	8,14	1,24	7,60	-0,16
Opkomende markten	-0,04	③ 0,31	10,66	1,36	7,77	0,44
Aandelen Defensief	④ 2,48		6,62		8,07	

① Binnen **Noord-Amerikaanse** aandelenbeleggingen hebben met name actieve large cap managers een outperformance laten zien. Deze hadden een overweging in waardebedrijven. Binnen de large cap pool hadden deze waardebedrijven een relatief hoge winstgevendheid en noteerden een outperformance ten opzichte van de benchmark.

② De regio **Pacific** profiteerde sterk van het absolute rendement op Japanse aandelen. Dit land profiteerde sterk van het positieve sentiment en een gedaald geopolitiek risico (Noord/Zuid-Korea). De sterke outperformance in de regio Pacifico is volledig toe te schrijven aan de allocatie naar actieve Japan managers. Zij wisten door een goede aandelenselectie een sterke outperformance te behalen.

③ De outperformance in **opkomende markten** werd ondersteund door de sterke performance van groei aandelen binnen opkomende landen (exclusief de frontier markt). De frontier markt managers behaalden per saldo een lichte underperformance. Doordat het wisselkoersrisico op deze aandelencategorie niet wordt afgedekt had de waardestijging van de euro negatieve impact op het absolute eurorendement.

④ De **defensieve aandelenportefeuille** liet in het tweede kwartaal een rendement zien dat marginaal hoger lag dan de MSCI World index. Aandelen gekenmerkt door lage volatiliteit waren favoriet onder beleggers. Bovendien profiteerden alle managers van een accent naar kwaliteitsbedrijven en bedrijven met een lagere marktkapitalisatie.

1.4.4 Rendement Vastgoed

Rendementen (%)	Q2	Q2 relatief	YTD	YTD relatief	3 jr Geannualiseerd	3 jr relatief
Vastgoed	**1,13**	**-0,05**	**2,96**	**-0,08**	**9,01**	**0,13**
Publiek	*① 2,17*	*-0,05*	*3,01*	*-0,14*	*7,46*	*0,29*
Europa	② 4,96	0,09	5,94	-0,19	11,75	0,90
Noord-Amerika	1,02	-0,18	0,35	-0,03	6,61	-0,60
Azië Pacific	-0,58	0,06	1,25	0,18	0,73	-0,21
Privaat	① 0,42		2,92		10,83	
Inkomstenportefeuille						
Euro Core	1,24		2,77		11,25	
Rendementsportefeuille						
Europa	③ -2,32		3,94		11,03	
Noord-Amerika	④ 1,20		2,96		10,65	
Azië Pacific	-0,32		1,17		12,56	

① In het afgelopen kwartaal heeft **publiek vastgoed**, mede dankzij sterke performance van Europees publiek, een hoger rendement laten zien dan **privaat vastgoed**.

② Het rendement van de **Europees beursgenoteerde vastgoedportefeuille** is grotendeels terug te

voeren op de sterke performance van de Zweedse vastgoedpartijen als gevolg van het uitstellen van wijzigingen in de overdrachtsbelasting. Londense vastgoedfondsen realiseerden, ondanks de Brexit, een huurstijging, dit had positieve invloed op het absolute rendement.

③ Een van de fondsmanagers binnen **Europese Private rendementsportefeuille vastgoed** heeft een winkelcentrum in Tsjechië verkocht. Dit kapitaal is retour gekomen gedurende het kwartaal. Van de manager is nog geen definitieve waardering ontvangen, verwachting is als deze in het derde kwartaal ontvangen wordt de verkoop een positieve invloed heeft op het rendement van deze portefeuille.

④ Binnen de **Noord-Amerikaanse rendementsportefeuille** viel de sector logistiek op met een rendement van 3%. Dit rendement werd gedreven dankzij een groeiende vraag vanuit e-commerce bedrijven.

2. Gevoerd beleid van de uitvoerder

2.1 Herbalancering 2017

Blue Sky Group heeft door middel van de jaarlijkse herbalancering de portefeuille weer in lijn met de strategische asset allocatie gebracht. Dit jaar vond de herbalancering plaats in mei. Tegelijkertijd liepen in deze periode ook de valuta-contracten af (en zijn doorgerold met een termijn van een jaar). Deze valuta-contracten hadden een negatieve waarde door de depreciatie van de euro. Om de contracten af te rekenen, is geld onttrokken aan de portefeuille. De afrekening werd tijdens de herbalancering geschat op EUR -90.000, door wisselkoerseffecten was deze uiteindelijk lager (EUR 70.000.). Om tegelijkertijd de portefeuille in lijn te brengen met de strategische asset allocatie is er per saldo EUR 1,1 miljoen aandelen verkocht, EUR 0,7 miljoen obligaties aangekocht en voor EUR 0,35 miljoen vastgoed gekocht.

2.2 Tactische Asset Allocatie

Tijdens de herbalancering heeft Blue Sky Group de tactische gewichten aangepast. Blue Sky Group heeft een overwogen positie in aandelen (+2%) en onderwogen positie in obligaties (-2%) geïmplementeerd. De stijgende rente en het positieve sentiment op aandelen zijn voor Blue Sky Group de reden om aandelen de voorkeur te geven boven obligaties. Ook is er een overweging naar Europese aandelen (+3%) versus Amerikaanse aandelen (-3%) geïmplementeerd. Dit kwam voort uit de visie van Blue Sky Group voor meer opwaarts potentieel binnen Europa. Dit is vooral gedreven door de opluchting na positieve uitslagen van verkiezingen in Europa. De onzekerheid rondom de politiek in de Verenigde Staten en de macro-economische cijfers met een dalende groei in deze regio spelen ook een rol.

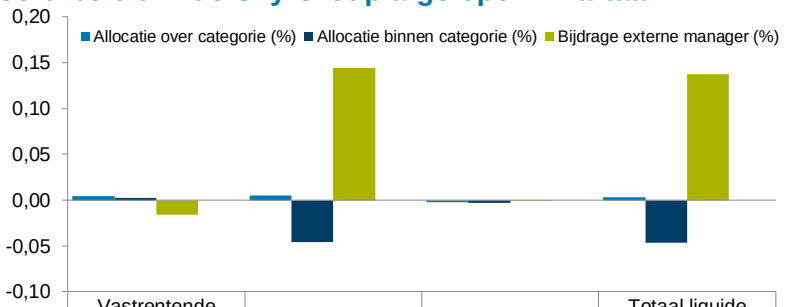
2.3 Gevoerd beleid binnen de beleggingspools

Aandelen, vastrentende waarden en vastgoed

- Geen aanpassingen van het beleid

2.4 Resultaten gevoerd beleid Blue Sky Group

2.4.1 Resultaten gevoerd beleid Blue Sky Group afgelopen kwartaal

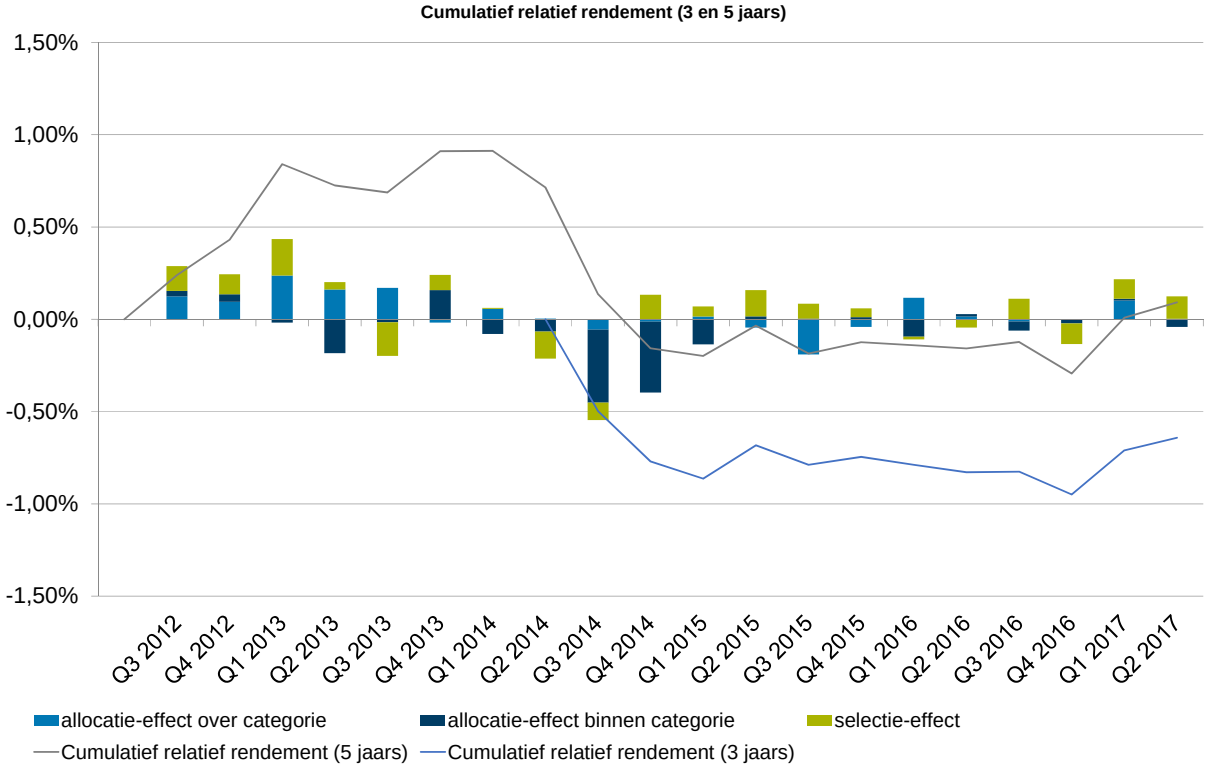


	Vastrentende Waarden	Aandelen	Vastgoed publiek	Totaal liquide beleggingen
Allocatie over categorie (%)	0,00	0,01	0,00	0,00
Allocatie binnen categorie (%)	0,00	-0,05	0,00	-0,05
Bijdrage externe manager (%)	-0,02	0,14	0,00	0,14
Totaal (%)	-0,01	0,10	-0,01	0,09

De positieve bijdrage van externe managers komt voornamelijk door de aandelenmanagers, met voor elke regio een positief resultaat.

Onderdeel 1.5 van de bijlage geeft een verdere uitsplitsing van het relatieve kwartaalrendement.

2.4.2 Resultaten gevoerd beleid Blue Sky Group afgelopen 3 jaar



Bovenstaand grafiek en onderstaand tabel geven het cumulatief relatief rendement over 3 jaar weer, dit is -1,01%. Per kwartaal is in de figuur een uitsplitsing gegeven van het relatieve rendement weer. Het is uitgesplitst in het allocatie-effect op categorie (bijv. het overwegen van aandelen versus obligaties), het allocatie-effect binnen categorie (bijv. het overwegen van US High Yield versus EMU AAA obligaties) en bijdrage externe managers.

Historische performance (%)	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Cum. Periode
Allocatie-effect over categorie	-0,08	-0,04	0,04	0,02	-0,19	-0,02	0,12	0,03	-0,01	-0,03	0,13	0,00	**-0,06**
Allocatie-effect binnen categorie	-0,29	-0,31	-0,08	0,00	0,00	0,01	-0,10	-0,01	-0,06	-0,04	0,02	-0,03	**-1,05**
Selectie-effect	-0,10	0,26	-0,05	0,14	0,04	0,02	0,01	-0,12	0,14	-0,08	0,12	0,19	**0,69**
Currency overlay	0,05	0,02	0,05	-0,01	-0,01	0,03	-0,02	0,01	-0,02	0,01	0,00	-0,03	**0,10**
Cumulatief relatief rendement	-0,50	-0,77	-0,86	-0,68	-0,79	-0,75	-0,79	-0,83	-0,83	-0,95	-0,71	-0,64	

2.5 Uitvoering overlaymanagement

2.5.1 Renterisico

Het fonds heeft als beleid om het renterisico op de verplichtingen voor tenminste 45% af te dekken. Het renterisico wordt impliciet afgedekt met behulp van nominale euro staatsobligaties, ILB's, investment grade bedrijfsobligaties en nominale renteswaps. De waardeontwikkeling van deze instrumenten is afhankelijk van de marktrente in verschillende valuta. De waarde van de verplichtingen is afhankelijk van de DNB curve (UFR) in euro's. De ex post rente-afdekking kan hierdoor anders uitvallen dan ex ante is berekend.

Door TAA-posities die BSG kan innemen, posities van de managers en markbewegingen kan het feitelijke afdekpercentage van het renterisico afwijken van het strategische afdekpercentage van het renterisico. De bewegingsvrijheid van BSG (inclusief externe managers) is begrensd door het algehele risicobudget voor actief beheer. De benutting van het risicobudget wordt gerapporteerd in paragraaf 5.4.

Rentehedge-attributie	Percentage
Rente-afdekking primo kwartaal	46,6%
Gerealiseerde afdekking (gecorrigeerd voor transacties en uitkeringen)	24,2%
Verschil	**22,3%**
Vanwege de stijging van de rentecurve heeft de lagere effectivieit positief uitgepakt (in mln EUR)	**0,40**

Door de stijging van de rente zijn de verplichtingen gedaald (zie paragraaf ontwikkeling dekkingsgraad). In dit geval is een lagere gerealiseerde renteafdekking gunstig geweest voor de waarde van de beleggingen.

Het verschil tussen de primo (verwachte) renteafdekking en realisatie bedraagt 22,3% (EUR 0,40 miljoen). Een lagere effectiviteit heeft bij een gestegen rente een positieve financiële impact op de balans. De lagere effectiviteit wordt grotendeels veroorzaakt door twee categorieën:

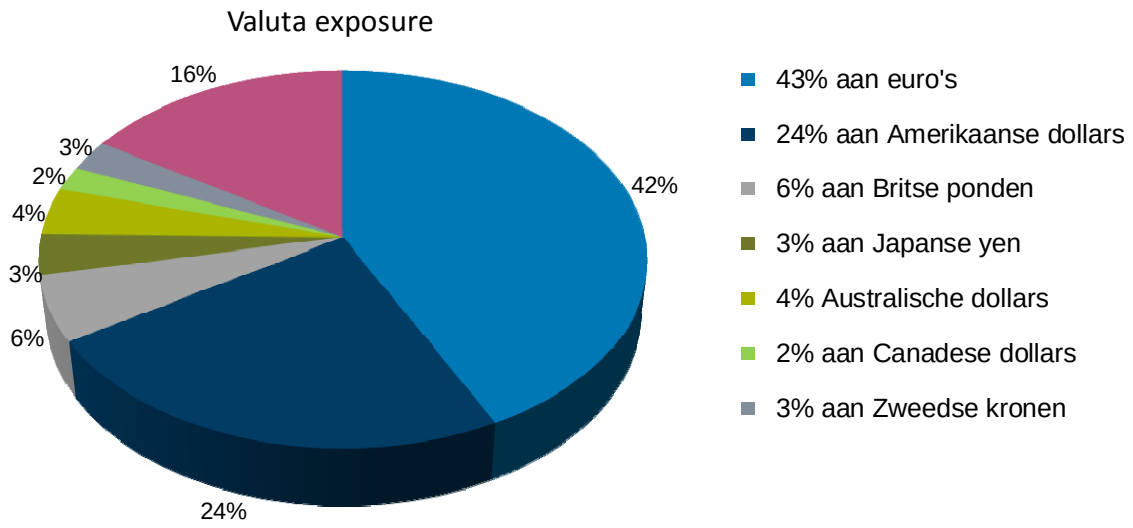
- Binnen de categorie overige factoren ontstond een positief effect op beleggingen die niet genoteerd zijn in euro's of uit kasmiddelen bestaan. De Amerikaanse rente daalde, terwijl de Europese rente opliep. De hoger dan verwachte kaspositie binnen enkele pools had een outperformance ten opzichte van een oplopende rente.
- Een positieve ontwikkeling van de verandering in de kredietopslag van onderliggende beleggingen.

  Voor een gedetailleerde attributie van het verschil wordt verwezen naar paragraaf 2.6 in de bijlage. Ultimo kwartaal is de renteafdekking 46,6%.

2.5.2 Valutarisico

Conform het valutahedgebeleid worden Amerikaanse dollars (USD), Britse pond (GBP), Japanse yen (JPY), Australische dollar (AUD), Canadese dollar (CAD) en Zweedse kroon (SEK) afgedekt.

Valuta	Exposure (€ mln)	Af te dekken	afgedekt	niet afgedekt
EUR	29,69			
USD	14,00	14,00	14,05	-0,05
GBP	3,78	3,78	3,92	-0,14
JPY	2,16	2,16	2,16	0,00
AUD	2,55	2,55	2,56	-0,01
CAD	1,29	1,29	1,33	-0,04
SEK	1,84	1,84	1,88	-0,03
Overig	10,44	0,00	0,00	10,44
Totaal	65,75			



2.6 Compliance

Beleggingsrichtlijnen

Het afgelopen kwartaal is het beheer van de portefeuille uitgevoerd in overeenstemming met de beleggingsrichtlijnen. Onderstaande tabel geeft de stand weer per kwartaaleinde. De compliance checks worden maandelijkse uitgevoerd.

	Min Limiet (%)	Huidige stand (%)	Max Limiet (%)	Compliant
Risciobudget		0,5	2,50	OK
Valutahedge USD	99	100,5	101	OK
Valutahedge GBP	95	103,7	105	OK
Valutahedge JPY	95	100,1	105	OK
Valutahedge CAD	95	102,9	105	OK
Valutahedge AUD	95	100,5	105	OK
Valutahedge SEK	95	101,9	105	OK
Renteafdekking	45	46,6		OK
Derivaten	-10	-0,5	10	OK
Valutacontracten	-5	0,6	5	OK
Renteswaps	-5	-1,2	5	OK
Margin Futures	-1	0,1	1	OK
Tussentijdse herbalancering aandelen	31,5	35,0	38,5	OK
Tussentijdse herbalancering vastrentend	49,5	55,0	60,5	OK
Totaal Portefeuille				**OK**

3. Opvolging bestuursbesluiten

3.1 Bestuursbesluiten afgelopen kwartaal

- Het bestuur heeft besloten over te stappen naar bruto benchmarks voor de reguliere en opkomende markten aandelen indices.
- Het bestuur heeft besloten om binnen de private vastgoedportefeuille Euro Core en Europa samen te voegen.

3.2 Te implementeren bestuursbesluiten

Bestuursbesluiten worden door de uitvoerder binnen de afgesproken termijn geïmplementeerd.

Openstaande besluiten liquide beleggingen

	Bestuursbesluit	Datum besluit	Verwachte implementatie	Toelichting
1	Wereld aandelenportefeuille	apr-15	volgt	BSG orienteert zich op hoe het product in te richten.
2	Toevoeging emerging markets small caps	apr-16	H2 2017	Doel is om deze categorie H2 2017 te hebben toegevoegd aan de benchmark en de portefeuille. De search naar managers is begonnen.
3	Aanpassing benchmark voor de liquide aandelenportefeuilles	jun-17	jan-18	Netto benchmark indices worden aangepast naar Bruto indices.
4	Samenvoegen regio's Europa Core en Europa voor Privaat Vastgoed	jun-17	H2-17	Het vastgoed binnen de Europees inkomstenportefeuille en de Europese rendementsportefeuille worden samengevoegd tot één categorie.

Openstaande besluiten illiquide beleggingen

	Bestuursbesluit	Datum besluit	Huidig belegd tov target-allocatie	Nog op te vragen door managers	Max. nog te committeren aan managers*
1	80% van het streefgewicht in vastgoed (10%) in privaat vastgoed beleggen	juni 2015	67,3%	14,7%	14,0%

** Om de gewenste allocatie te bereiken is er voor een overcommitmentstrategie vastgelegd.*

- Nog op te vragen door managers: de vastgoedmanagers vragen dit kapitaal, naar verwachting, binnen 1 tot 3 jaar op.
- Nog te committeren aan managers: planning is om dit openstaande deel binnen 1 tot 2 jaar te committeren aan nieuwe managers.

4. Fiduciair oordeel gevoerd beleid en actiepunten

4.1 Oordeel strategisch beleid

Is het huidige strategisch beleid passend?

- Vanuit de interpretatie van de investment belief over actief beleid, 'passief tenzij' oogt de huidige mate van actief beheerde beleggingen in de portefeuille groot. Met het bestuur vindt dit jaar een vervolg van de discussie plaats. Op basis daarvan zal de portefeuille mogelijk worden aangepast.

Loopt de opvolging bestuursbesluiten op schema?

- Invulling van de wereld aandelenportefeuille is onderdeel gemaakt van de bredere studie naar de aandelenportefeuille.
- Opvolging van de andere bestuursbesluiten is conform verwachting.

4.2 Oordeel gevoerd beleid binnen de beleggingspools

Actief beleid heeft een positieve bijdrage geleverd. In het vorig kwartaalrapport zijn twee actiepunten behandeld, namelijk de performance en het beleid van actieve managers in aandelen Noord-Amerika en High Yield. Huidig beleid van externe managers is geen aanleiding voor nadere maatregelen. Hiermee zijn er geen openstaande aandachtspunten, wel is BSG voornemens aan het eind van het jaar het resultaat en aanpassingen in het beleid van de High Yield managers te evalueren. Hierin zal tevens de discussie rondom de criteria voor actief- en passief beleggen worden meegenomen.