

Strategisch beleggingsbeleidsplan PWRI 2025-2027

November 2024



Inhoud

1. Inleiding	3
2. Governance en organisatie vermogensbeheer	4
2.1 Inleiding	4
2.2 Taken en verantwoordelijkheden	4
2.2.1 Het bestuur.....	4
2.2.2 Beleggingscommissie.....	4
2.2.4 Bestuursbureau.....	5
2.2.6 Fiduciair manager.....	5
2.2.7 Vermogensbeheerders.....	6
2.2.8 Custodian.....	6
2.2.9 Externe deskundigen.....	6
2.2.10 RACI-tabel.....	6
2.3 Inrichting risicomanagement	6
3. Beleggingscyclus	7
3.1 Inleiding	7
3.2 Beleidsuitgangspunten	7
3.3 Risicohouding	8
3.2 Beleggingsovertuigingen	10
4. Strategisch beleggingsbeleid	11
4.1 Inleiding	11
4.2 ALM-studie 2022/2023	11
4.2.1 Doel.....	11
4.2.2 Bepaling beleggingsbeleid per leeftijd.....	11
4.3 Strategische portefeuille	13
4.3.1 Beleggingsplan – invulling match- en returnportefeuille.....	13
4.3.2 Rentebeleid.....	14
4.3.3 Valutabeleid.....	17
4.3.4 MVB-beleid.....	18
5. Risicobeheersing	19
5.1 Algemeen	19
5.2 Risico-identificatie	19
5.3 Risicomonitoring	20
Bijlage A: RACI vermogensbeheer	21
Bijlage B: Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen	22
Bijlage C: Investment Cases	32
Bijlage D: Normportefeuille	89
Bijlage E: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer	90
Bijlage F: Ondertekening	94

1. Inleiding

Dit document beschrijft het strategisch beleggingsbeleid van PWRI voor de jaren 2025 tot en met 2027, waaronder de strategische beleggingsportefeuille op hoofdlijnen, het renteafdeckingsbeleid en het valuta-afdeckingsbeleid. Het beoogt een bijdrage te leveren aan de stabiliteit van de beleggingsbeslissingen van het bestuur.

In lijn met de prudent-personregel sluit het strategisch beleggingsbeleid van het fonds aan bij de risicohouding van de deelnemers en de ambitie van het fonds. De invulling is tot stand gekomen op basis van kwantitatieve inzichten resulterend uit de ALM-studie die in het kader van de transitie naar de Wtp is uitgevoerd. Daarnaast zijn kwalitatieve inzichten zoals de evaluatie van beleggingscategorieën en de beleggingsovertuigingen van het fonds betrokken. Bij de uiteindelijke vaststelling van dit strategisch beleid hebben randvoorwaarden als governance, liquiditeit, regelgeving en kosten een rol gespeeld.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt minimaal elke vijf jaar vastgesteld op basis van de risicohouding per leeftijdscohort volgend uit het risicopreferentieonderzoek (RPO). Het beleggingsplan betreft de jaarlijkse vertaling hiervan voor de kortere termijn met concrete en gedetailleerde normgewichten en bandbreedtes per beleggingscategorie.

In hoofdstuk 2 wordt allereerst ingegaan op de governance en de organisatie met betrekking tot vermogensbeheer, inclusief de inrichting van het risicomanagement. Daarna volgen in hoofdstuk 3, 4 en 5 een beschrijving van de beleggingscyclus, het strategisch beleggingsbeleid en de risicobeheersing.

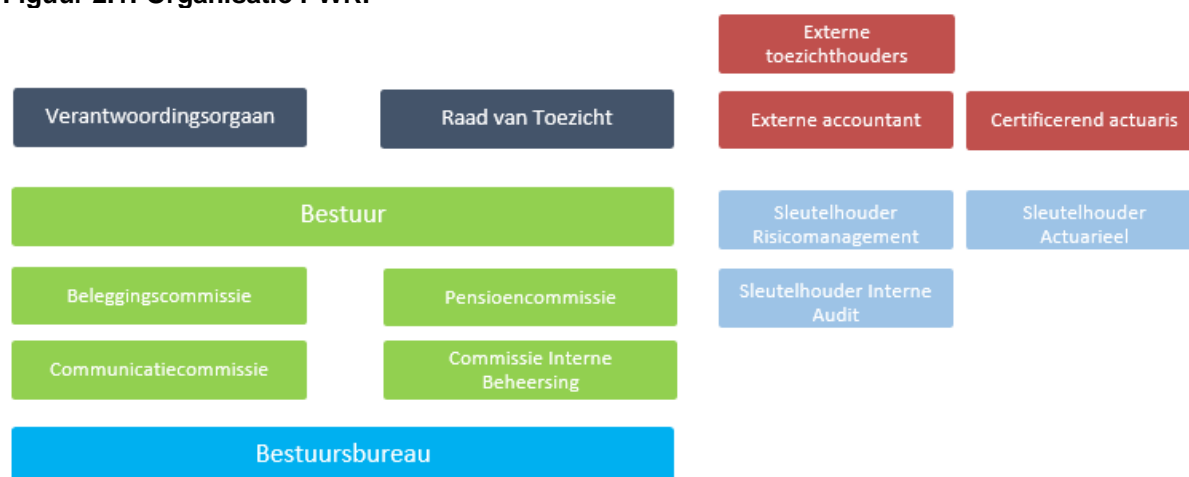
In de bijlagen zijn achtereenvolgens de RACI-tabel van het vermogensbeheer, het MVB-beleid (inclusief het klimaatactieplan), de investment cases, de Wtp-normportefeuille 2025, de opzet van de evaluatiecyclus voor vermogensbeheer en tot slot de ondertekening, opgenomen.

2. Governance en organisatie vermogensbeheer

2.1 Inleiding

Figuur 2.1 geeft de organisatiestructuur van het fonds weer naar de situatie ultimo 2024. De beschrijving van taken en verantwoordelijkheden die hieronder volgt, is beperkt tot hetgeen relevant is voor het vermogensbeheer.

Figuur 2.1: Organisatie PWRI



2.2 Taken en verantwoordelijkheden

2.2.1 Het bestuur

Het bestuur van het fonds is eindverantwoordelijk voor de beheerste en integere bedrijfsvoering over de gehele vermogensbeheerketen. Het stelt de kaders (beleid), monitort de uitvoering en draagt zorg voor een periodieke evaluatie van de bij de uitvoering betrokken partijen. Het vermogensbeheer is een van de activiteiten waarbij het bestuur ervoor kiest de werkzaamheden uit te besteden omdat daarmee de kwaliteit van de uitvoering voor deelnemers, werkgevers en bestuur het beste is gediend. Hierbij is het uitbestedingsbeleid van het fonds leidend.

Het bestuur stelt de uitbestedingspartijen voor vermogensbeheer (custodian/asset service provider, fiduciair manager en vermogensbeheerders) aan na advies van de beleggingscommissie.

Het bestuur wordt direct betrokken bij de voorbereiding van het strategisch beleggingsbeleid en het jaarlijks beleggingsplan, stelt het beleggingsbeleid vast en houdt toezicht op de uitvoering daarvan. Het beoordeelt op kwartaalbasis de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de risicopositie.

Het bestuur legt aan alle belanghebbenden verantwoording af over het gevoerde beleggingsbeleid en het risicobeheer door middel van het jaarverslag.

2.2.2 Beleggingscommissie

De beleggingscommissie adviseert het bestuur over alle onderdelen van het beleggingsproces, waaronder de taken gerelateerd aan de uitvoering, monitoring en evaluatie inclusief de eerstelijns risicobeheersing. Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de beleggingscommissie het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) het beleggingsbeleid.

De beleggingscommissie is verantwoordelijk voor de voorbereiding van het beleggingsplan en het opstellen van het strategisch beleggingsbeleid. Zij draagt zorg voor de monitoring van de uitvoering van het strategisch beleggingsbeleid aan de hand van het jaarlijkse beleggingsplan. De commissie bereidt eventuele wijzigingsvoorstellen voor en legt deze ter advies voor aan het bestuur.

Maximaal twee adviserende leden kunnen deel uitmaken van de beleggingscommissie.

2.2.4 Bestuursbureau

Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie door het voorbereiden van vergaderingen en vergaderstukken (secretariaat) en het verzorgen van de operationele afstemming met de fiduciair manager en toezichthouders. Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie verder door het geven van adviezen en bij het 'in control' zijn en blijven van het vermogensbeheer, onder meer door het toepassen van integraal risicomanagement. Het bestuursbureau kan gebruikmaken van de externe deskundigen of andere adviseurs.

2.2.5 Sleutelfunctiehouders

Sleutelfunctiehouder RMF

De sleutelfunctiehouder van de Risicomanagementfunctie (RMF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste lijn de opzet en werking van het risicobeheersingsraamwerk van het fonds inclusief de uitbestede werkzaamheden te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

Sleutelfunctiehouder AF

De actuariële functie is belast met de actuariële activiteiten zoals omschreven in artikel 22b lid 2 van het besluit implementatie herziene IORPII-richtlijn.

Sleutelfunctiehouder IAF

De sleutelfunctiehouder van de Interne-auditfunctie (IAF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste en tweede lijn de risicobeheersing en interne controle van de externe partijen en van de interne organisatie van het fonds te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

2.2.6 Fiduciair manager

In lijn met het uitbestedingsbeleid van het fonds is het beheer van de beleggingsportefeuille uitbesteed aan de fiduciair manager Columbia Threadneedle Investments (CTI), die zorg draagt voor de strategische advisering, implementatie, rapportage, monitoring en compliance van de beleggingsportefeuille. De afspraken zijn vastgelegd in een dienstverleningsovereenkomst.

De fiduciair manager adviseert en ondersteunt het fonds bij het ontwikkelen en opstellen van het strategisch beleggingsbeleid van het fonds. De fiduciair manager voert het strategisch beleid uit, inclusief het risicomanagement-, rente- en valuta-afdekkingsbeleid alsook het beleid op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen, conform het strategisch beleidsplan en het daaruit volgende jaarlijkse door het bestuur vastgestelde beleggingsplan.

De fiduciair manager heeft, binnen de overeengekomen grenzen zoals opgenomen in het de beheerafspraken van het fonds (onderdeel van het jaarlijkse beleggingsplan), beperkte vrijheid om te beslissen over de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

De fiduciair manager bereidt, binnen de door het bestuur vastgestelde managerselectiecriteria, de managerselectie voor en draagt zorg voor de adequate monitoring van vermogensbeheerders en de beleggingsinstellingen. Hij meet de resultaten

en bewaakt of deze binnen de beleggingsrichtlijnen blijven en voldoen aan de prestatie maatstaven. De fiduciair manager legt verantwoording af aan de beleggingscommissie door middel van maandelijkse- en kwartaal(risico)rapportages. De beleggingscommissie beoordeelt de dienstverlening van de fiduciair manager onder andere aan de hand van vooraf overeengekomen kritische succesfactoren en de monitoring rapportage (het risicodashboard) van Sprenkels.

2.2.7 Vermogensbeheerders

De vermogensbeheerders zijn verantwoordelijk voor het beheer van de verschillende beleggingsportefeuilles. Daarbij dienen zij de doelstellingen en randvoorwaarden in acht te nemen die zijn vastgelegd in de door het bestuur aan hen verleende mandaten, vastgelegd in mandaatrichtlijnen of een prospectus met fondsvoorwaarden.

2.2.8 Custodian

De custodian is verantwoordelijk voor de bewaarneming en het settelen van transacties, de beleggingsadministratie en voor de rapportages.

2.2.9 Externe deskundigen

De externe deskundigen van de beleggingscommissie zijn integraal onderdeel van de beleggingscommissie. De externe deskundigen hebben een bancaire of beleggingsachtergrond en beschikken over een ruime beleggingsexpertise en kennis op het gebied van assetallocatie en vermogensbeheer en de daarmee verband houdende risico's.

2.2.10 RACI-tabel

Het fonds heeft een verantwoordelijkhedenmatrix, een zogenaamde RACI-tabel, opgesteld (zie bijlage A) waarin inzicht wordt gegeven in de verantwoordelijkheden binnen de gehele vermogensbeheerketen. Dit gaat verder dan de juridische verantwoordelijkheden die zijn vastgelegd in de dienstverleningsovereenkomsten.

2.3 Inrichting risicomanagement

De taken en verantwoordelijkheden van de risicomanagementfunctie binnen het beleggingsproces zijn eveneens uitgewerkt en vastgelegd in een RACI-tabel. De risicomanagementactiviteiten zijn gebaseerd op het risicomanagementproces zoals vastgelegd in het integraal risicomanagement(IRM)beleid.

De organisatie van het risicomanagement is gebaseerd op het 'three-lines-of-defence' (3LoD)-model waarin drie onafhankelijke 'verdedigingslijnen' worden onderscheiden.

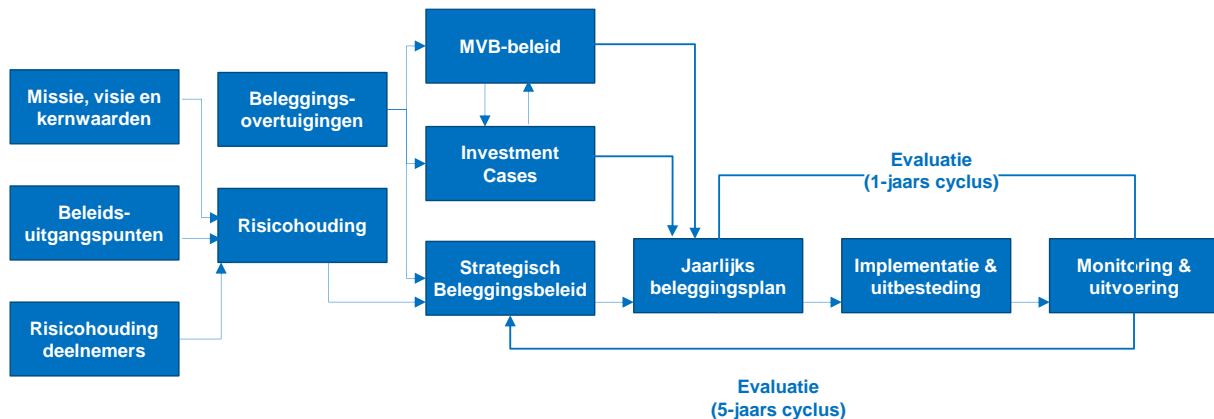
- De eerste lijn, de risico-eigenaar, is eigenaar van risico's en beheersmaatregelen en zorgt ervoor dat risico's gemitigeerd worden binnen de gedefinieerde risicotoleranties en limieten.
- De tweedelijns risicomanagementfunctie ondersteunt het bestuur in de beheersing van financiële en niet-financiële risico's met onafhankelijk advies en het uitvoeren van eigen deelwaarnemingen binnen de beleggingscyclus leidend tot een risico-opinie.
- De derde lijn, de auditfunctie, geeft een onafhankelijke beoordeling van de risicobeheersing en het interne controlesysteem richting het bestuur.

3. Beleggingscyclus

3.1 Inleiding

Figuur 3.1 geeft de beleggingscyclus van het fonds schematisch weer.

Figuur 3.1: De beleggingscyclus



De basis van het strategisch beleggingsbeleid wordt gevormd door de risicohouding per leeftijdscohort, de ambitie van het fonds en de beleggingsovertuigingen.

Het fonds is zich bewust van zijn verantwoordelijkheid om een beleggingsbeleid te voeren in overeenstemming met het prudent-personbeginsel en heeft dit dan ook verankerd in het gehele beleggingsbeleid.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt minimaal elke vijf jaar herijkt door middel van een ALM-studie op basis van de uitkomsten van een nieuwe RPO, deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten. Met behulp van deze studie wordt het lange termijn beleggingsbeleid vormgegeven, waarbij het kader wordt gevormd door de risicohouding per leeftijdscohort, de beleidsuitgangspunten, de beleggingsovertuigingen en de toegestane beleggingscategorieën. De studie kent een 60-jaarshorizon, is kwantitatief van aard en behelst zowel stochastische analyses als deterministische economische (stress) scenario's. Het resulteert in een beleggingsbeleid op collectief niveau met leeftijdsafhankelijke toedelingenregels.

Voor het vaststellen van het jaarlijkse beleggingsplan worden vervolgens met behulp van een portefeuilleconstructiestudie op basis van actuele economische verwachtingen en vasthoudend aan het uit de ALM-studie verkregen risicoprofiel van de collectieve portefeuille, de match- en returnportefeuille geoptimaliseerd.

3.2 Beleidsuitgangspunten

Het bestuur heeft voorafgaand aan de ALM-studie de volgende beleidsuitgangspunten vastgesteld:

- AOW is het hoofdbestanddeel van het inkomen na pensionering, het pensioen is een belangrijke aanvulling daarop. Daarnaast zijn er voor de deelnemers van dit fonds weinig of geen bronnen van inkomsten (zoals een afbetaald huis of opgebouwd vermogen).
- PWRI wil een zo goed mogelijk pensioen bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten.

- PWRI wil gezien de kwetsbaarheid van de doelgroep een aanvullende voorziening (ANW-hiaat) om te voorkomen dat nabestaanden terugvallen op bijstandsniveau.
- Het door sociale partners vastgestelde premieniveau en de door sociale partners overeengekomen pensioendoelstelling vormen de basis van de pensioenovereenkomst.
- Bij de vaststelling van de pensioendoelstelling wordt uitgegaan van een premie van 26,0% over de pensioengrondslag. De feitelijke premie voor sociale partners van PWRI is gelijk aan de premie van de huidige regeling (23,8% over de pensioengrondslag). Het verschil wordt aangevuld vanuit de reserve en de cumulatieve inning.
- Bij de vaststelling van de pensioendoelstelling wordt uitgegaan van 43 deelnemersjaren. Als pensioendoelstelling wordt vooralsnog een vervangingsratio van 73% gehanteerd. Dit is een “eindloon-benadering”. 73% o.b.v. eindloon is ongeveer gelijk aan 84% van het middeloon.
- Indien de mediane vervangingsratio uitkomt tussen de grenswaarden 70% en 76% wordt de pensioenuitkering als passend beschouwd.
- PWRI hecht veel waarde aan evenwichtigheid en toetst belangrijke besluiten aan het gedefinieerde toetsingskader voor evenwichtigheid (Vierhoek van Evenwichtigheid).
- PWRI streeft naar een koopkrachtig pensioen.
- Een daling van de nominale uitkeringen moet, indien mogelijk, worden voorkomen. Hiertoe worden de solidariteitsreserve en het uitkeringscollectief ingezet.
- Het lopen van beleggingsrisico's is nodig om de pensioendoelstelling te realiseren. Het is daarnaast wenselijk om risico's te verminderen naarmate de pensioendatum in zicht komt.
- Communicatie en uitlegbaarheid zijn belangrijke elementen bij de pensioenuitvoering.
- PWRI wil zoveel als mogelijk complexiteit bij de uitvoering van de nieuwe regeling voorkomen.

3.3 Risicohouding

De risicohouding vormt het kader voor het beleid in de solidaire premiereregeling. Het vaststellen van de leeftijdsafhankelijke risicohouding is de verantwoordelijkheid van het bestuur van het fonds.

Het bestuur heeft de risicohouding vastgelegd via drie wettelijke maatstaven (zie tabel 3.1): een risicomaatstaf, een verwachtingsmaatstaf en een langetermijnrisicomaatstaf. De toetsing van het beleggingsbeleid aan de vastgestelde risicohouding (in termen van wettelijke maatstaven) vindt minimaal jaarlijks plaats op basis van een scenarioanalyse. Indien de vastgestelde grenzen worden overschreden zal het fonds acteren conform wettelijke voorschriften.

Het beleid wordt daarnaast periodiek getoetst aan de hand van eigen maatstaven (zie tabel 3.2) via een ALM-studie. Daarbij zal het fonds gebruik maken van een eigen scenario-set of een door DNB gepubliceerde set, zij het geen risiconeutrale set.

De risicohouding wordt ten minste eenmaal per vijf jaar geëvalueerd. De evaluatie van de risicohouding wordt voorafgegaan door een risicopreferentie-onderzoek onder de deelnemers. Daarbij worden ook wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken betrokken. De vastgestelde risicohouding wordt aangepast indien de toetsing hier aanleiding toe geeft. De huidige risicohouding is in 2023 vastgesteld, rekening houdend met de uitkomsten uit het risicopreferentie-onderzoek 2021.

Tabel 3.1: Risicohouding per leeftijdsc cohort – wettelijke maatstaven

Vastgestelde wettelijke maatstaven per leeftijdsc cohort														
Actieven (tot 68) en pensioengerechtigden (vanaf 68)														
Leeftijd	≤ 30	31 - 35	36 - 40	41 - 45	46 - 50	51 - 55	56 - 60	61 - 65	66 - 67	68	69 - 75	76 - 80	81 - 85	≥ 86
Verwachting	130%	100%	75%	60%	50%	45%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	5%	2%
Leeftijd	< 30	30 - 34	35 - 39	40 - 44	45 - 49	50 - 54	55 - 59	60 - 64	65 - 66	67	68 - 74	75 - 79	80 - 84	≥ 85
Risico opbouwfase	70%	70%	70%	65%	65%	60%	55%	45%	40%	35%				
Risico uitkeringsfase											10%			
Lange termijn											30%	25%	20%	15%
Gewezen deelnemers (tot 68)														
Leeftijd	≤ 30	31 - 35	36 - 40	41 - 45	46 - 50	51 - 55	56 - 60	61 - 65	66 - 67					
Verwachting	170%	115%	75%	50%	50%	45%	35%	25%	20%					
Leeftijd	< 30	30 - 34	35 - 39	40 - 44	45 - 49	50 - 54	55 - 59	60 - 64	65 - 66	67				
Risico opbouwfase	90%	90%	85%	80%	75%	70%	60%	55%	40%	35%				

Tabel 3.2: Risicohouding - richtinggevende eigen maatstaven

Risicohouding – richtinggevende eigen maatstaven													
Leeftijd	≤ 30	31 - 35	36 - 40	41 - 45	46 - 50	51 - 55	56 - 60	61 - 65	66 - 67	68 - 74	75 - 79	≥ 80	
Opbouwfase													
Ambitie	<ul style="list-style-type: none"> Bij de vaststelling van de pensioendoelstelling wordt uitgegaan van een premie van 26,0% over de pensioengrondslag. De feitelijke premie voor Sociale partners van PWRI is gelijk aan de premie in de huidige regeling (23,8% over de pensioengrondslag). Het verschil wordt aangevuld vanuit de reserve en de cumulatieve inning. Bij de vaststelling van de pensioendoelstelling wordt uitgegaan van 43 deelnemersjaren. Als pensioendoelstelling wordt vooralsnog een vervangingsratio van 73% (=eerste uitkering / laatste pensioengrondslag voor pensionering) gehanteerd. Dit is een "eindloon-benadering". 73% o.b.v. eindloon is ongeveer gelijk aan 84% van het middelloon. Indien de mediane vervangingsratio uitkomt tussen de grenswaarden 70% en 76% wordt de pensioenuitkering als passend beschouwd. 										N.v.t.		
Risico*	Minimum pensioenresultaat op de pensioendatum bedraagt 30-35% van de laatste pensioengrondslag.										N.v.t.		
Volatiliteit*	Lange horizon en lastige voorspelbaarheid. Geen strakke grenzen.							Aflopend naar 10% (65)			N.v.t.		
Uitkeringsfase													
Ambitie	N.v.t.										In de mediaan stijgt de uitkering jaarlijks met de inflatie (uitgaande van een gemiddelde inflatie van 2%**).		
Risico*	N.v.t.										Cumulatieve daling uitkering op langere termijn (20jr) cumulatief maximaal 30%.		
Volatiliteit*	N.v.t.										Daling uitkering in enig jaar bedraagt max. 3%.		

**) Bij de toetsing van het risico en de volatiliteit in de uitkeringsfase kijkt het bestuur naar 95% zekerheid. Het Bestuur heeft gekozen voor een slecht-weer percentiel van 5%, omdat dit: (i) conceptueel een algemeen aanvaard 'slecht-weer' percentiel is, maar nog steeds een realistische kans betreft en (ii) rekening houdend met de gehanteerde scenario'set ook overeenkomt met een zeer negatief economisch regime, met op 60-jaars horizon slechts een marginaal positief geannualiseerd cumulatief rendement op ZW van +0,9%.*

In het kader van het prudent-personprincipe wordt jaarlijks de aansluiting van het beleggingsbeleid op de risicohouding getoetst. De uitkomsten die volgen uit een doorrekening op basis van de URM-projectiemethode met een uniforme scenarioset (P-set) worden getoetst aan de vastgestelde wettelijke maatstaven voor de risicohouding per leeftijdscohort. De uitkomsten die volgen uit een doorrekening op basis van ofwel dezelfde scenarioset of een eigen scenarioset (keuze pensioenfonds). Het vastgestelde beleggingsbeleid (inclusief verdeelregels) wordt aangepast, indien de toetsing hier aanleiding toe geeft.

3.2 Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen vormen wezenlijke uitgangspunten en toetsstenen voor het beleggingsbeleid. Het fonds toetst het beleggingsbeleid en de beleggingsportefeuille voortdurend aan de beleggingsovertuigingen.

De beleggingsovertuigingen van het fonds luiden:

- **Wij nemen bewust beleggingsrisico.**
Door het nemen van beloonde beleggingsrisico's realiseren wij het noodzakelijke rendement dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.
- **Lange termijn beleggen loont.**
Als pensioenfonds met langjarige verwachte pensioenuitkeringen leggen wij de focus op de lange termijn. Dit geeft ons de mogelijkheid om te profiteren van bijvoorbeeld een illiquiditeitspremie of te beleggen in volatielere beleggingscategorieën met een hoog reëel groeipotentieel.
- **Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen.**
Wij beleggen alleen in vermogenscategorieën waarvan we de fundamenteën zelf begrijpen en kunnen uitleggen en waarover de informatie transparant beschikbaar is.
- **Maatschappelijk verantwoord beleggen loont.**
Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.
- **Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen.**
Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt, wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.

4. Strategisch beleggingsbeleid

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het strategisch beleggingsbeleid van het fonds voor de jaren 2025 tot en met 2027 vastgelegd. Dit beleid is opgesteld mede op basis van de resultaten van de eerdergenoemde ALM-studie die in de aanloop naar de transitie naar de Wtp is uitgevoerd.

4.2 ALM-studie 2022/2023

4.2.1 Doel

Het doel van de ALM-studie was uiteindelijk het vaststellen van het strategisch beleggingsbeleid, het uitkeringenbeleid en het solidariteitsbeleid zodanig dat deze zouden aansluiten op de risicohouding van de deelnemers en de doelstellingen van het fonds.

4.2.2 Bepaling beleggingsbeleid per leeftijd

Binnen het beleggingsbeleid in de solidaire premiereregeling is sprake van een collectieve beleggingsmix met leeftijdsafhankelijke toedeling van het overrendement. In het onderzoek naar het beleggingsbeleid is aan de hand van de resultaten van diverse ALM-analyses vastgesteld wat de leeftijdsafhankelijke blootstelling naar de returnportefeuille moest worden en wat de mate van renteafdekking per leeftijd zou moeten zijn.

Uit de analyses heeft het bestuur de volgende conclusies getrokken:

- Het is evident dat een hoge mate van renteafdekking het beste past bij de risicohouding van de gepensioneerden, waarbij het zoveel mogelijk voorkomen van een daling van een ingegane pensioenuitkering een belangrijk uitgangspunt is. Tegelijkertijd kan het niet volledig afdekken van renterisico dienen als (gedeeltelijke) afdekking van het inflatierisico. Gegeven het feit dat de sturing in het uitkerings- (projectierendement DNB RTS) en solidariteitsbeleid (niet gebruiken van de solidariteitsreserve voor bescherming tegen inflatie) voornamelijk nominaal is, is besloten om de eindpositie van de renteafdekking vast te stellen op 75%.
- Hoe eerder de opbouw van de renteafdekking start, hoe prominenter de rol zal zijn van langlopende swaps. Daarnaast is PWRI zich ervan bewust dat er een grote samenhang is tussen de allocatie naar return (en dus matching) en de mate van renteafdekking (een te grote duratie is onwenselijk of mogelijk onwerkbaar vanuit onderpandverplichtingen bezien). Daarom is besloten om de opbouw van de renteafdekking te koppelen aan de afbouw van het returnrisico. Gekozen wordt voor een afknippunt op leeftijd 45, omdat dit tussen de twee afknippunten van de returnallocatie in ligt en het bestuur bovendien geen moverende redenen ziet om een ander afknippunt te kiezen.
- Het startpunt van de renteafdekking wordt gelijk gesteld aan 0%. De voornaamste reden is dat er in het nieuwe stelsel in beginsel geen duidelijke aanleiding is voor het afdekken van zeer lange verwachte pensioenuitkeringen. Daarnaast hebben jongeren praktisch gezien slechts een beperkte allocatie naar vastrentende waarden. Voor deelnemers <40 is er sprake van een allocatie van 100% naar return, dus in dat geval is er mogelijk alleen beperkte exposure naar vastrentende waarden indien die in de return zijn opgenomen.
- Het fonds vindt het van belang dat er sprake is van een koopkrachtig pensioen. Het heeft de ambitie om uitkeringen in de mediaan voor 100% mee te laten stijgen met de prijsinflatie. Onder de inflatiescenario's van de DNB-set wordt de ambitie behaald bij een returnallocatie van 40%. Dit ligt iets onder het risicoprofiel dat volgt uit de kwantitatieve analyse van het risicopreferentie-onderzoek. De toegevoegde waarde van een hogere eindpositie in de mediaan in het goed-weerscenario (meer dan volledig bijhouden van de inflatie) weegt niet op tegen het nadeel in het slecht-

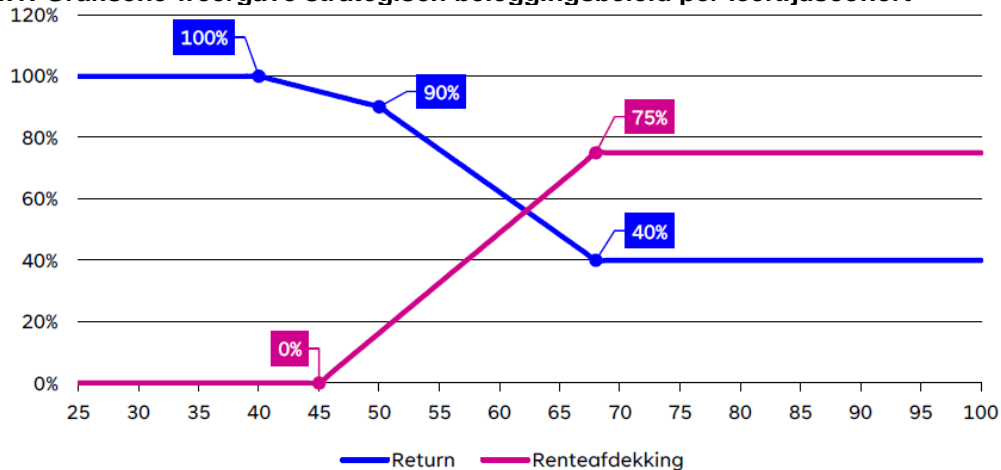
weerscenario (nominaal en reëel een fors slechter pensioen). In andere woorden, een stabielere pensioenuitkering krijgt de voorkeur boven een uitkering met grotere plussen en minnen. Het is onnodig om voor gepensioneerden naar meer te streven dan naar waardevastheid. Dat zou ook niet passen bij de deelnemerskenmerken. Zo kent de doelgroep van het fonds een lagere levensverwachting dan gemiddeld en is de beleggingshorizon dus korter dan gemiddeld (en is daardoor minder tijd om neerwaartse schokken weer goed te maken). Bovendien zou een te hoge returnallocatie voor gepensioneerden een onnodig groter beroep doen op de solidariteitsreserve, gegeven dat deze volledig wordt ingezet voor het compenseren van een daling van de uitkeringen.

- Als deelnemers te vroeg starten met het afbouwen van returnrisico, belemmert dit de ontwikkeling van het kapitaal. Uit de stochastische analyses blijkt dat de pensioendoelstelling dan niet (met voldoende mate van zekerheid) kan worden gehaald. Aan de andere kant is het onwenselijk dat er kort voor de pensioendatum nog grote schokken in het kapitaal ontstaan (en daarmee het verwacht pensioen) door een negatief beleggingsresultaat. De keuze voor het afknippunt is uiteindelijk in samenhang met de keuze voor de startpositie gemaakt.
- Er is besloten met een iets hogere startpositie te beginnen dan in de basisvariant zónder de leenrestrictie op te heffen in combinatie met eerder afknippen richting het startniveau van de basisvariant op leeftijd 50 om vervolgens af te knippen en geleidelijk af te bouwen naar het beoogde eindniveau.
 - Op deze manier is sprake van een geleidelijke afbouw van risico richting pensioendatum van voldoende ruime horizon;
 - Op basis van een dubbel afknippunt op leeftijd 40 (i.c.m. 100% return) en 50 (i.c.m. 90% return) zou de doelstelling gehaald kunnen worden, zonder op collectief niveau een veel risicovoller beleid te voeren;
 - Bovendien hoeft in deze variant de leenrestrictie niet opgeheven te worden. Dit voorkomt complexiteit zoals (een hogere kans op) negatieve kapitalen en de kans dat een deelnemer na enkele jaren de sector zou verlaten en (bijna) niets heeft opgebouwd.

Het fonds is van mening dat de keuze voor bescherming van niet-gepensioneerden op pensioendatum via een collectieve uitkeringsfase de verhoogde volatiliteit ten opzichte van een startniveau van 90% met een enkel afknippunt gedeeltelijk compenseert.

Figuur 4.1 toont de resulterende allocatie naar de returnportefeuille, de lifecycle, en renteafdekking per leeftijdscohort.

Figuur 4.1: Grafische weergave strategisch beleggingsbeleid per leeftijdscohort



4.3 Strategische portefeuille

De toedeelregels per leeftijdscohort in combinatie met het vermogen per leeftijdscohort worden vertaald naar een beleggingsbeleid op collectief niveau. Op collectief niveau betekent dit op basis van de huidige deelnemerspopulatie (berekend september 2024) een verhouding match/return van 43,9/56,1 en een renteafdekking van 40,9%.

Het fonds heeft bovendien reserve- en voorzieningencohorten gedefinieerd. De reservecohorten (onder andere de solidariteitsreserve, het MVEV en de reserve operationele kosten of ROK), worden belegd in lijn met het collectief. De voorzieningen (onder andere de kostenvoorziening) worden risicoarm belegd, dat wil zeggen met een allocatie van 0% naar het overrendement en 0% bescherming tegen renteveranderingen.

4.3.1 Beleggingsplan – invulling match- en returnportefeuille

Aan de hand van een portefeuilleconstructiestudie wordt jaarlijks de invulling naar gewichten per beleggingscategorie van de match- en returnportefeuille bepaald, leidend tot een beleggingsplan voor het volgend kalenderjaar. Het fonds evalueert hiertoe periodiek welke beleggingscategorieën ‘passend’ zijn om te worden meegenomen in deze portefeuille-constructiestudie aan de hand van zijn beleggingsovertuigingen en een aantal algemene criteria.

Tabellen 4.1 en 4.2 geven beknopt de conclusies van de evaluatie uit 2024 weer. Voor de passende beleggingscategorieën heeft het fonds investment cases opgesteld. Deze zijn opgenomen in bijlage C.

Tabel 4.1: Evaluatie beleggingscategorieën – zakelijke waarden

		Aandelen	Private Equity	Vastgoed	
				Beursgenoteerd vastgoed	Niet-beursgenoteerd vastgoed
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbeleggen loont	Passend	Passend	Passend	Passend
	2. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Passend	Passend	Passend	Passend
	3. Houd het simpel!	Passend	Passend	Passend	Passend
	4. MVB loont	Passend	Niet passend	Passend	Passend
Algemene criteria	1. Rendement	Passend	Passend	Passend	Passend
	2. Risico (financieel)	Niet passend	Niet passend	Niet passend	Niet passend
	3. Kosten	Passend	Niet passend	Passend	Passend
	4. Liquiditeit	Passend	Niet passend	Passend	Passend
	5. Eenvoud en uitlegbaarheid	Passend	Passend	Passend	Passend
	6. Diversificatie	Passend	Passend	Passend	Passend
	7. Inflatieafdekking	Passend	Passend	Passend	Passend
	8. ESG	Passend	Passend	Passend	Passend
	9. Productbeschikbaarheid	Passend	Passend	Passend	Passend
	10. Governance	Passend	Niet passend	Passend	Passend
	11. Specifieke criteria	Passend	Passend	Passend	Passend
Oordeel		Passend	Niet passend	Passend	Passend

Tabel 4.2: Evaluatie beleggingscategorieën – vastrentende waarden

		Staatsobligaties		Bedrijfsobligaties						
		Staatsobligaties Euro kernlanden	Staatsobligaties Euro niet-kernlanden	Hoogwaardige bedrijfsobligaties (credits)	Green en Social Bonds	Laagwaardige bedrijfsobligaties (high yield)	EMD	Renteswaps	Nederlandse hypotheek (particulier)	WSW-leningen
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbeleggen loont									
	2. Wij nemen bewust beleggingsrisico									
	3. Houd het simpel!									
	4. MVB loont									
Algemene criteria	1. Rendement									
	2. Risico (financieel)									
	3. Kosten									
	4. Liquiditeit									
	5. Eenvoud en uitlegbaarheid									
	6. Diversificatie									
	7. Inflatieafdekking									
	8. ESG									
	9. Productbeschikbaarheid									
	10. Governance									
	11. Specifieke criteria									
Oordeel		Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend

4.3.2 Rentebeleid

Renterisico

Het fonds hanteert de indirecte methode voor het bepalen van het beschermingsrendement. Dit betekent dat deelnemers precies de renteafdekking krijgen die is beoogd om de verandering van de rente op te vangen. Deze ‘beoogde matching’ wordt gerealiseerd door de matchportefeuille. De matchportefeuille bestaat niet noodzakelijkerwijs voor 100% uit ‘zuivere matching’, maar kan ook een allocatie naar andere vastrentendewaardencategorieën (zoals bijvoorbeeld bedrijfsobligaties of hypotheek) bevatten. Onder meer als gevolg van deze ‘spreadproducten’ kan het zijn dat de te behalen rendementen op de matchportefeuille niet perfect aansluiten op het uit te keren beschermingsrendement. Behalve spread(risico), zijn er ook enkele andere mogelijke oorzaken voor deze mismatch, zoals bijvoorbeeld curverisico en mismatch door ex-ante-afwijking van de normafdekking. Naar verwachting levert de matchportefeuille door het toevoegen van spreadproducten een iets hoger rendement dan nodig voor het beschermingsrendement. Dit kan echter ook negatief uitpakken. Deze mogelijke afwijking valt toe aan het overrendement en is daarmee een beloning voor het te lopen beleggingsrisico (namelijk dat het behaalde rendement op de matchportefeuille iets af kan wijken van het theoretisch toe te kennen rendement).

Inrichting matchportefeuille

In de matchportefeuille bevinden zich LDI-pools, met daarin swaps en allocaties naar veilige staatsobligaties (discretionair, Nederland, Duitsland, Frankrijk, 10+ looptijden), euro staatsleningen, global credits, green bonds, social bonds, hypotheek en WSW-leningen.

Het matchingmandaat van het fonds is een discretionair beheermandaat, wat betekent dat de beheerder de afdekking en curveposities binnen afgesproken bandbreedtes beheert. Het is een passief mandaat, wat betekent dat er niet actief door de beheerder afwijkende posities mogen worden ingenomen. Afwijkingen van afdekkingsposities zullen derhalve door marktbevingen tot stand komen en zijn geen resultaat van actieve beslissingen van de beheerder.

De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken die onderdeel zijn van het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds.

Componenten renterisico en beheersing daarvan

Het niveau van de renteafdekking levert de hoogste bijdrage aan het beheersen van het renterisico.

Binnen het door het fonds afgegeven mandaat zijn verder de volgende basisrisico's te onderscheiden:

- **Spreadrisico:** Instrumenten die een correlatie van 0,5 of hoger hebben met de euroswaprente maken onderdeel van de matchportefeuille en tellen derhalve mee voor de renteafdekking. Dit zijn behalve swaps (via LDI-pools of discretionair) en de diverse typen eurostaatsleningen ook euro en euro-afgedekte investment grade bedrijfsobligaties, green bonds, social bonds, hypotheke en WSW-leningen.

De waarde van de matchportefeuille kan daarmee ook beïnvloed worden door andere effecten dan rentewijzigingen zoals veranderingen in de kredietwaardigheid en daarmee de spread. Het spreadrisico bepaalt het grootste deel (ongeveer 80%) van de tracking-errorcontributie van de matchportefeuille. Met name in tijden van lage rente en dus lagere renteafdekking, kan het spreadrisico ervoor zorgen dat de ex post renteafdekking relatief veel afwijkt van de ex ante afdekking. Over langere termijn zal dit zich in het algemeen meer uitmiddelen. Daarnaast treft het fonds maatregelen om dit risico te mitigeren en gaat het in absolute zin om geringe bedragen. Het fonds vindt het resulterende risico daarmee acceptabel en loopt het uiteindelijk ook bewust omdat het verwacht dat hiermee extra rendement kan worden behaald.

- **Curverisico:** Curverisico is een gevolg van niet-parallelle verschuivingen van de rentecurve. Dit risico treedt onder andere op doordat bij het afdekken van het renterisico, zoals aangegeven, grotendeels gebruik wordt gemaakt van andere instrumenten dan renteswaps en speelt een grotere rol naarmate het renterisico meer wordt afgedekt.

Voor de verdeling van de renteafdekking over de curve wordt gewerkt met tien looptijduckets en een bandbreedte per looptijdbucket van +/-5% (ten opzichte van het totale renterisico, DV01, van de totale verwachte pensioenuitkeringen. Voor overschrijdingen van de bandbreedte is in de beheerafspraken aangegeven hoe en binnen welke termijn de rentegevoeligheid weer in lijn wordt gebracht met de strategische norm. In de twee buckets met de langste looptijden worden geen extra instrumenten (bovenop de al aanwezige instrumenten binnen de vastrentendewaardenportefeuille) aangekocht. De rente is in dit ultralange segment minder liquide dan voor korte looptijden, en de rente ligt in dit ultralange segment ook vaak lager dan voor het lange segment.

Het curverisico is kleiner dan afwijkingen van het renterisico zelf, waardoor er een grotere bandbreedte dan de 3,0% die geldt voor de totale renteafdekking acceptabel is.

Omdat curverisico vooral ontstaat wanneer aangrenzende buckets onder- of overwogen zijn geraakt, geldt in aanvulling op de bandbreedte per bucket een additionele bandbreedte van +/-5% voor de vijf buckets met de kortste looptijden en de vijf buckets met de langste looptijden.

Het fonds monitort het curverisico. Analyse van de mismatch en de bijdrage van de verschillende risico's heeft uitgewezen dat het fonds het curverisico afdoende heeft ingeperkt.

- **Hedge-levelrisico:** De afdekking kan binnen de bandbreedte van +/-2,5% afwijken van het doelniveau. De bijdrage van dit risico aan de mismatch kan op korte termijn relatief groot zijn, maar is over langere termijn beperkt.
- **Tegenpartijrisico:** Dit risico ontstaat vooral bij bilateraal afgesloten swaps. De swaps in de LDI-fondsen zijn echter louter geclearde renteswaps met door de toezichthouder goedgekeurde centrale tegenpartijen. Daardoor wordt dit risico voldoende beheerst.
- **Liquiditeitsrisico:** In de context van de matchportefeuille ontstaat liquiditeitsrisico wanneer, als gevolg van rentestijging, onvoldoende cash aanwezig is of beschikbaar gemaakt kan worden. Dit risico wordt nauwlettend gemonitord en beheerd conform afspraken hierover met de fiduciair.
- **Operationele risico's:** De hoogte van de renteafdekking is in werkelijkheid veelal anders dan het strategische beleid aangeeft. Dit risico wordt gemitigeerd door de vele checks bij de beheerder en een onafhankelijke check¹ die daarnaast wordt uitgevoerd op de (ex ante en ex post) gegevens.

De bijdragen van de spreadontwikkeling, het curverisico en het hedge-levelrisico worden in de ex post effectiviteitsrapportage afzonderlijk gemeten.

Om het risico op grote afwijkingen te beperken heeft het fonds in de beheerafspraken opgenomen dat het fonds wanneer het verschil tussen de gerealiseerde renteafdekking en de beoogde renteafdekking gemiddeld over vier kwartalen groter wordt dan 3%² zal bepalen of maatregelen noodzakelijk zijn. Dit is gedefinieerd als de mismatch in euro gedeeld door de waarde van de af te dekken verwachte pensioenuitkeringen van het fonds en vormt geen harde grens maar is een signaleringsgrens waarboven nogmaals beoordeeld moet worden of de restricties wel streng genoeg zijn en of aanvullende acties noodzakelijk zijn.

Het fonds acht het onwenselijk dat deze afwijking structureel te groot wordt, en hanteert daarom een bandbreedte voor de maximaal gewenste mate van afwijking tussen het renterisico dat alle leeftijdscohorten lopen en de toedelingsregels.

De resulterende bandbreedte op cohortniveau is hieronder weergegeven als percentage van het persoonlijk pensioenvermogen:

Tabel 4.3: Bandbreedte afwijking renteafdekking op cohortniveau

	<25	25-30	30-35	35-40	40-45	45-50	50-55	55-60	60-68	68-70	70-75	75-80	80-85	Collectief
Ondergrens	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-1,5%	-1,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Bovengrens	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	2,0%

¹ Uitgevoerd door Sprenkels.

² De signaleringsgrens is als volgt vastgesteld: Uit een analyse met het ABC-model blijkt dat de inrichting van de matchportefeuille voor ongeveer 3%-punt bijdraagt aan de totale tracking error van de portefeuille ten opzichte van de af te dekken verwachte pensioenuitkeringen. Om dit naar een effect op kwartaalbasis te herrekenen, wordt er gedeeld door $\sqrt{4} \rightarrow 3\%/2 = 1,5\%$. Wanneer 3% wordt overschreden, heeft er dus een 2x standaarddeviatie-event plaatsgevonden.

De rentedeling wordt jaarlijks in termen van bovenstaande maatstaf gemonitord over een periode van twaalf maanden. Indien de bandbreedte wordt overschreden, is in de ABTN vastgelegd welke vervolgstappen moeten worden genomen.

Naast bovenstaande (ex-post) toetsing, stelt het fonds ook grenzen ten behoeve van de monitoring en bijsturing van de renteafdekking op frequente basis. Het gaat om de volgende ex-ante begrenzing:

De afdekkingsdoelstelling in de solidaire premiereregeling is gelijk aan 100% van de maandelijks berekende af te dekken verwachte pensioenuitkeringen. Daaromheen gaat een bandbreedte gelden van +/- 3% ten opzichte van het totale renterisico (PV01) van de aangeleverde af te dekken verwachte pensioenuitkeringen. Er gaat daarbij met tien looptijdenbuckets van vijf jaar gewerkt worden. Ook hiervoor gaat een bandbreedte gelden van +/-3%.

Dit betreffen dus ex-ante maatstaven waar actief op gestuurd gaat worden door de fiduciair manager. Bij de maandelijks aanlevering hiervan door de pensioenuitvoerder zal de fiduciair beheerder beoordelen of bijsturing op basis van deze limieten nodig is. In de maandelijks rapportage, en uitgebreider in de kwartaalrapportage, zal de verantwoording hiervan plaatsvinden aan het fonds. De beleggingscommissie bespreekt en beoordeelt dit.

4.3.3 Valutabeleid

Het fonds hanteert als uitgangspunt dat valutarisico op lange termijn onbeloofd is. Dat wil zeggen dat het nemen van valutarisico geen positief of negatief rendement oplevert. Vanuit dat oogpunt, en gezien de langetermijnhorizon van het fonds, zou het valutarisico niet afgedekt hoeven worden. Daarmee worden de kosten die met de afdekking gepaard gaan vermeden.

Voor de meer reële beleggingscategorieën zoals aandelen heeft het niet afdekken de voorkeur, zeker als het gaat om valuta's van opkomende markten, waarvoor de kosten relatief hoog zijn. Een open valutapositie leidt bovendien tot risicoreductie door diversificatie.

Voor nominale beleggingscategorieën zoals obligaties is het valutarisico veelal van dezelfde orde van grootte als het rente- en/of kredietrisico en weegt het kortetermijnrisico daarom zwaarder. Hierdoor valt afdekken van het valutarisico voor deze categorieën te prefereren.

Dit heeft geleid tot de volgende strategische doelstellingspercentages voor de valutaafdekking van de diverse beleggingscategorieën:

Tabel 4.4: Strategische doelstelling valutaafdekking

	Valutaafdekking
Aandelen en beursgenoteerd vastgoed	0%
EMD local currency	0%
Overige vastrentendewaardencategorieën	100%
Private equity ³	100%

Inrichting valutaafdekking

Het afdekken van het valutarisico gebeurt op passieve wijze binnen een bandbreedte van +/- 2% van het doelafdekkingspercentage. Voor het bepalen van het af te dekken bedrag wordt gebruik gemaakt van de feitelijke exposure.

Voor het afdekken van het valutarisico kan gebruik gemaakt worden van FX-spots, FX-forwards, FX-swaps en NDF's met looptijden van 1 tot 3 maanden.

³ De GBP-exposure ten aanzien van de resterende allocatie naar private equity wordt afgedekt.

Er wordt naar de norm geherbalanceerd indien de valuta-afdekking op maandeinde buiten de bandbreedte is geraakt.

De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken die onderdeel zijn van het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds.

4.3.4 MVB-beleid

Het MVB-beleid van het fonds, dat is opgenomen in bijlage B, levert belangrijke input voor zowel de evaluatie van de beleggingscategorieën als het opstellen van de investment cases. Dit beleid vormt daarmee de laatste bouwsteen voor het samenstellen van de jaarlijkse beleggingsportefeuille.

5. Risicobeheersing

5.1 Algemeen

Het bestuur heeft beleid geformuleerd ten aanzien van de beheersing van de risico's waaraan het pensioenfonds wordt blootgesteld. Binnen het integraal risicomanagementraamwerk wordt aandacht geschonken aan de financiële en niet financiële risico's. De door het bestuur vastgestelde risicohouding vormt het uitgangspunt voor de opzet en inrichting van het strategisch beleggingsbeleid.

In de uitvoering van het beleggingsbeleid loopt het fonds een aantal risico's waarvan de belangrijkste onderstaand zijn benoemd.

5.2 Risico-identificatie

Matchingrisico en renterisico

Het matchingrisico en het renterisico hebben betrekking op het niet gematcht zijn van de bezittingen (zoals de rente op obligaties en leningen op schuldbekentenis) met de verwachte pensioenuitkeringen dan wel de inkomsten en uitgaven binnen een bepaalde looptijd.

Marktrisico

Het marktrisico heeft betrekking op het blootstaan aan wijzigingen in marktprijzen van verhandelbare financiële instrumenten binnen een (handels-)portefeuille.

Door portefeuillediversificatie en het afgeven van concrete risicobudgetten aan vermogensbeheerders wordt het marktrisico beheerst.

Inflatierisico

Het inflatierisico is het risico op grote prijsstijgingen waardoor geld feitelijk minder waard wordt. Het fonds heeft een reële ambitie en wil de toegezegde pensioenen derhalve mee laten stijgen met de inflatie. Door het nominale renterisico maar gedeeltelijk af te dekken beperkt het fonds de impact van oplopende nominale rentes als gevolg van oplopende inflatie op de reële ambitie. Daarbij bestaat ongeveer de helft van de beleggingsportefeuille uit reële beleggingen wat het inflatierisico verder beperkt.

Kredietrisico

Het kredietrisico is het risico dat een tegenpartij op het overeengekomen moment niet kan voldoen aan zijn verplichtingen. De fiduciair manager monitort dit. De fiduciair manager voert het collateralmanagement uit. Voordat er transacties worden gedaan met de tegenpartij wordt er eerst een contract overeen gekomen. In het contract worden wederzijdse rechten en plichten vastgelegd. Hierbij valt te denken aan de omvang en aard van het onderpand alsmede de uitwisselfrequentie. Alleen onderpand van de hoogste kwaliteit is acceptabel.

Valutarisico

Het valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingen verandert door veranderingen in valutakoersen.

Liquiditeitsrisico

Het liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het fonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Waar de overige risicomponenten vooral de langere termijn betreffen (solvabiliteit), gaat het hierbij om de kortere termijn. Dit risico kan worden beheerst door in het strategisch beleggingsbeleid voldoende ruimte aan te houden voor de liquiditeitsposities.

Concentratierisico

Het concentratierisico kan optreden als een adequate spreiding van bezittingen ontbreekt. Concentratierisico's kunnen optreden bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen.

Operationeel risico

Het operationeel risico is het risico van een onjuiste afwikkeling van transacties, fouten in de verwerking van gegevens, het verloren gaan van informatie, fraude en dergelijke. Het fonds beheerst dergelijke risico's door hoge kwaliteitseisen te stellen aan de organisaties die bij de uitvoering betrokken zijn. Deze kwaliteitseisen betreffen onder meer de interne organisatie, procedures, processen, controles en de kwaliteit van geautomatiseerde systemen.

ESG-risico

Het risico dat het fonds in het beleggingsbeleid onvoldoende stuurt op zijn ESG-speerpunten en criteria.

5.3 Risicomonitoring

Het fonds monitort de uitvoering van haar beleid binnen de vastgestelde risicogrenzen onder meer aan de hand van de ontwikkeling van:

- de premies ten opzichte van de uitkeringen
- het verloop en ontwikkeling van de beleggingen
- de renteafdekking
- de valuta-afdekking
- ESG-scores
- tegenpartijrisico's
- liquiditeitsrisico's
- concentratierisico's
- operationele risico's.

Bijlage A: RACI vermogensbeheer

Bestand RACI WRI 6.0
Datum: 19-11-2024

Rollen:

- A Accountable: opdrachtgever, verantwoordelijk dat de taak wordt uitgevoerd (besluitvorming), 1 partij
- R Responsible: de partij die het werk uitvoert (verantwoordelijk voor de voorbereiding), 1 partij
- C Consulted: in brede zin betrokken bij de taak, zonder daar zelf verantwoordelijk voor te zijn. Levert en ontvangt informatie, evt meerdere partijen (countervailing power)
- I Informed: wordt geïnformeerd over de taak (eenzijdige communicatie, mededeling)

Nummer	Categorie	Periodiciteit (in begroesel)	Soak partners																			
			Beleggerscommissie	Commissie van de vering	Parasentvereniging	Bevandenur	Fiduciar	Managerde/managermortingam	Amwiter	Onafhankelijke gesdwur	Kurafidufur	Cusden parasent	Gerkenend actus parasent	Gerkenend actus parasent	Exponerend (custoden) beleggers	Konunnt verfigers	Verantwoordigean					
1	Risicozouding en Ambtie	meerjarig	Stap in het beleggingsproces (taak)																			
			Vaststellen Risicozouding																			
			Toets aansluiting op Risicozouding (aan de hand van wettelijke maatstaven per leeftijdscohort)																			
			Vaststellen Beleggingsovertuigingen																			
2	Organisatie en Overtuigingen	meerjarig	Vaststellen Beleggingsproces - organisatie																			
			Vaststellen criteria voor selectie externe partijen (hoofdaanemers)																			
			Selectie externe partijen (fiduciar/custodian en adviseurs) - inhoudelijk																			
			Selectie externe partijen (fiduciar/custodian en adviseurs) - juridisch																			
			Evaluatie externe partijen (fiduciar/custodian en adviseurs) - inhoudelijk																			
			Evaluatie externe partijen (fiduciar/custodian en adviseurs) - juridisch																			
			Vaststellen grondslagen waardering																			
			Vaststellen begoedrtideel derivaten																			
			Vaststellen beleid voor uitvoering (sec lending, class actions, tax claims)																			
			Uitvoeren Advistudie																			
3	Strategisch leider	meerjarig	Vaststellen strategisch beleggingsbeleid																			
			Vaststellen investerbare beleggingscategorieën en investment cases																			
4	Beleggingsplan	jaarlijks	Voorstellen voor strategische normportefeuille																			
			Vaststellen strategische normportefeuille																			
			Voorstellen voor beleggingsplan																			
			Vaststellen beleggingsplan																			
			Vaststellen richtlijnen fiduciar beheer																			
			Vaststellen criteria voor selectie vermogensbeheerders																			
5	Managerselectie	ad hoc	Selecteren en ontstaa van individuele vermogensbeheerders of "pools" (A)																			
			Selecteren en ontstaa van beheerders binnen de pool (B)																			
			Voorstellen van beoogde vermogensbeheerders (liquide beleggingscategorieën (A)																			
			Voorstellen van beoogde vermogensbeheerders (illiquide beleggingscategorieën (A)																			
			Opstellen en uitonderhandelen richtlijnen en kostenvermogensbeheerders/pools (A)																			
			Juridische toetsing overeenkomst vermogensbeheerders aan uitbestedingsbeleid (A)																			
			Monitoren vermogensbeheerders (A en B)																			
			Uitvoeren fiduciar beheer conform richtlijnen (eerstelijnscontrole - inhoudelijk)																			
6	Uitvoering	maandelijks	Compliance controle individuele vermogensbeheerders en pools (A)																			
			Compliance controle vermogensbeheerders binnen de pools (B)																			
			Uitvoeren beleggingsadministratie																			
			Waadrtngen portefeuille																			
			Controle waardering portefeuille																			
			Waadrtng beleggingsfondsen																			
			Controle waardering beleggingsfondsen																			
			Performancerekening portefeuille																			
			Performancerekening beleggingsfondsen																			
			Controle performancerekening beleggingsfondsen																			
			Rapportage fiduciar																			
			7	Verantwoording	jaarlijks	Rapporlage monitoring beleggingsfondsen en mandaten																
Onafhankelijke bestuursrapportage																						
Rapportage toezichtouder																						
Jaarsrekening en jaarsreclag																						
Periodieke informatieverstuurffing (SFDR)																						
Prudent-person-controle																						
Evaluatie beleggingsproces																						
Vastlegging in fondsdocumenten waaronder ABTN																						
8	Evaluatie/Reflectie	ad hoc	Vastlegging in fondsdocumenten waaronder ABTN																			
			Evaluatie beleggingsproces																			

Bijlage B: Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen

Het fonds is zich bewust van zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid. Daarom houdt het fonds in zijn beleggingsbeleid bewust rekening met de invloed van milieu-, sociale en governancefactoren (ESG). Het fonds houdt verder rekening met het specifieke karakter van de bedrijfstak. Het fonds is ervan overtuigd dat verantwoord beleggen bijdraagt aan het realiseren van een goed en betaalbaar pensioen.

Beleid

Lange termijn waardecreatie is een van de leidende principes voor het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) van het fonds. Aan dit principe geeft het fonds invulling door via de beleggingen een positieve bijdrage te leveren aan lange termijn duurzame ontwikkeling en evenwichtige sociale verhoudingen. Dit doet het fonds om de belangen van de deelnemers te behartigen maar ook in het belang van de gehele samenleving.

Het MVB-beleid van het fonds is gebaseerd op de volgende drie uitgangspunten:

1. *Beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen*

De beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen luiden als volgt:

“Maatschappelijk verantwoord beleggen loont”

Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.

“Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG-factoren de optimale beleggingsbeslissingen te nemen”

Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.

2. *Voldoen aan wet- en regelgeving en aan maatschappelijk geaccepteerde standaarden en uitgangspunten*

Het fonds vindt het belangrijk om niet alleen te voldoen aan wet- en regelgeving maar ook aan diverse maatschappelijk geaccepteerde standaarden en uitgangspunten ten aanzien van duurzaamheid in brede zin. Dit betreft (inter-)nationale verdragen en gedragscodes zoals de Principles for Responsible Investment (PRI), Global Compact van de Verenigde Naties, de Nederlandse Stewardship Code en “best practice”-bepalingen van Eumedion⁴. Het fonds onderschrijft ook de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Het fonds gebruikt het OESO-richtsnoer voor institutionele beleggers als leidraad en we verwachten van onze dienstverleners dat zij ook conform deze internationale standaarden handelen.

⁴ Het fonds is ondertekenaar van de PRI, de tobacco-free finance pledge, het Investor Statement on Disability Inclusion en het Klimaatakkoord en aangesloten bij Eumedion.

3. Risico-identificatie en fondsspecifieke speerpunten

Het bestuur is verantwoordelijk voor het MVB-beleid en het toezicht op de uitvoering ervan. Hiertoe stelt de fiduciair jaarlijks, op basis van de wensen van het fonds en andere klanten, een lijst met prioriteitsbedrijven, bedrijven waar de grootste risico's worden gezien, op. Het vaststellen van de risico's gebeurt met name op basis van:

- ESG-rating;
- ESG-ranking binnen de sector;
- Specifieke gebieden waar een onderneming slecht op scoort;
- Controverses en schandalen (mede op basis van de UN Global Compact).

Verder heeft het fonds twee fondsspecifieke speerpunten gedefinieerd die gedragen worden door de diverse stakeholders van het fonds⁵:

- Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking;
- Klimaatverbetering.

Met de keuze voor deze speerpunten wil het fonds gericht een bijdrage leveren aan het mitigeren van het risico van niet-evenwichtige sociale verhoudingen en klimaatrisico. Ze komen op hoofdlijnen overeen met SDG's 1, 8 en 13 (zie figuur B1). Met name het eerste speerpunt is echter meer specifiek en sluit nauw aan bij de behoeften van de deelnemerspopulatie van het fonds.

Figuur B1: United Nations Sustainable Development Goals



Uitvoering

Het fonds betreft de gehele portefeuille bij de MVB-doelstellingen en speerpunten zoals hiervoor geformuleerd. Daarbij kent nagenoeg elk onderdeel van het strategisch beleggingsbeleidsproces een MVB-invalshoek, zoals weergegeven in figuur B2.

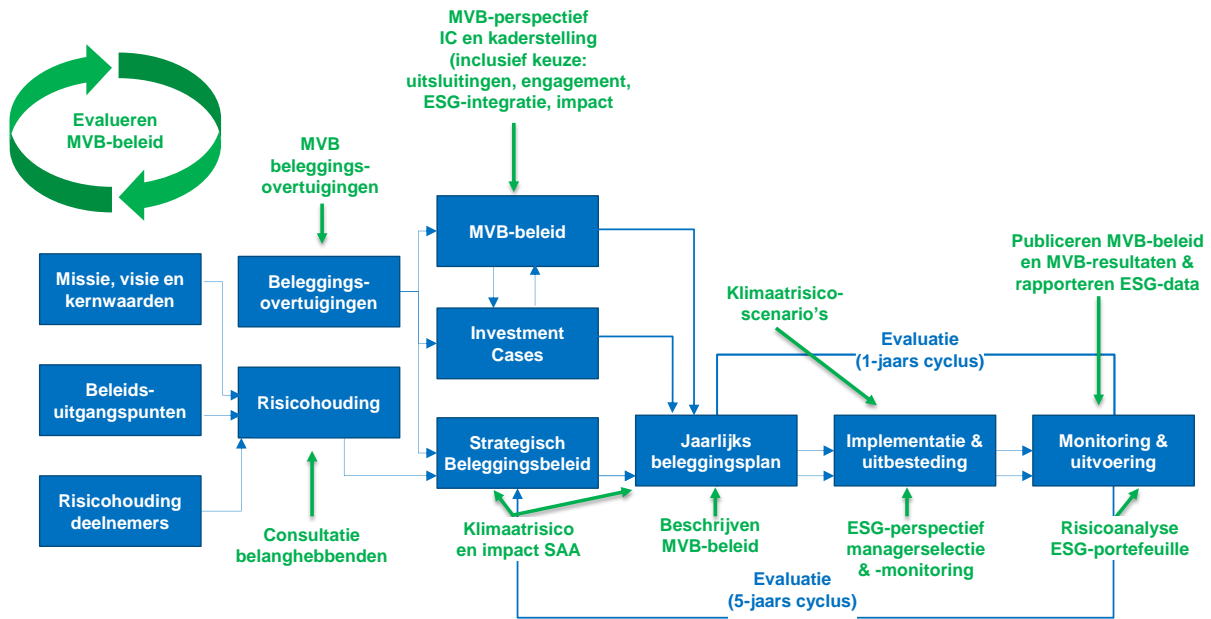
Concreet wordt aan het MVB-beleid invulling gegeven door middel van:

a) Stemmen

Het fonds voert wereldwijd zijn stemrecht uit. Hierbij wordt gekeken naar de context waarin een onderneming opereert en wordt ondernemingen gevraagd hun beleid toe te lichten. Indien wordt afgeweken van de zogenaamde "best practice", wordt om een gedetailleerde uitleg gevraagd.

⁵ Dit is meest recent getoetst in 2024 door middel van een uitvraag bij de diverse stakeholders.

Figuur B2: De rol van Maatschappelijk verantwoord beleggen in het beleggingsproces



Proactief worden de minimale standaarden die het fonds hanteert aan de ondernemingen waarin wordt belegd, gecommuniceerd:

- Verbeteren van de bestuursstructuur en –samenstelling;
- Optimaliseren van het remuneratiebeleid om te waarborgen dat het (uitvoerend) management beloond wordt voor het creëren en waarborgen van aandeelhouderswaarde;
- Ontwikkelen van interne controles en risicomanagementsystemen;
- Beschermen van rechten van minderheidsaandeelhouders.

Ook als er een tegenstem wordt uitgebracht, wordt aan de onderneming een uitgebreide toelichting gestuurd over de reden van deze tegenstem.

Bij het uitoefenen van het stembeleid zijn er grofweg twee manieren te onderscheiden:

1. Stemmen tegen het management/managementbenoemingen;
2. Stemmen voor specifieke voorstellen van aandeelhouders.

Dit vertaalt zich bijvoorbeeld voor de speerpunten van het fonds als volgt:

Op het gebied van klimaatverbetering stemt het fonds tegen managementvoorstellen van de grotere bedrijven in sectoren met een grote klimaatimpact of die betrokken zijn bij de ontbossing van het tropisch regenwoud en die geen relevante klimaatinformatie rapporteren of die geen strategie hebben over hoe hier mee om te gaan.

Op het gebied van sociale verhoudingen constateert het fonds dat ernstige mensenrechtenkwesties en arbeidsrechtenkwesties, die worden genoemd in diverse internationale normen en verdragen vaak de meest kwetsbare groepen treffen. De kwesties zijn gekoppeld aan bestaande of zich ontwikkelende regelgeving die van invloed kan zijn op de bedrijfsprestaties. Het fonds is van mening dat het beperken van deze problemen zal bijdragen aan duurzame waardecreatie op lange termijn door de ondernemingen waarin het wil beleggen. In het bijzonder verwachten wij van

ondernemingen die geen gedragscode hebben voor hun toeleveranciers of geen verwijzing maken naar het verbod op dwangarbeid en/of kinderarbeid, dat zij een overzicht geven van hun inspanningen om deze problemen te verhelpen. Bij ondernemingen zonder gedragscode en met ontoereikende mitigatiestrategieën stemt het fonds tegen managementvoorstellen en verleent geen steun aan bestuursbesluiten, waaronder het verslag en de jaarrekening of de verkiezing van bestuurders. Ook worden voorstellen van aandeelhouders waarin wordt gevraagd om beter beleid op dit gebied gesteund.

Daarnaast hanteert het fonds de paragraaf “Diversiteit en gelijke kansen op werk” in het hoofdstuk Sociale en milieufactoren van de Global-Corporate-Governancerichtlijn als leidend voor het stembeleid en wordt er tegen gestemd als er sprake is van serieuze zorgen over dit beleid of als de voorgestelde verbeteringen niet passend zijn bij de bijbehorende risico’s.

b) Engagement

Het fonds spoort ondernemingen waarin wordt belegd (via zakelijke waarden en bedrijfsobligaties) aan om een beter MVB-beleid toe te passen door op een actieve, structurele en constructieve wijze de dialoog aan te gaan. Ondernemingen met oog voor het milieu, de maatschappij en goed ondernemingsbestuur verbeteren daarmee hun bedrijfsprestaties en stellen zo de vermogenswaarde op de lange termijn veilig.

Het engagementprogramma dat wordt uitgevoerd door onze fiduciair, aan wie het fonds de uitvoering van het stem- en engagementbeleid heeft uitbesteed, speelt een belangrijke rol in de identificatie, beoordeling en beheersing van ESG-risico’s van de beursgenoteerde aandelen- en bedrijfsobligatieportefeuilles op maatschappij en milieu en van ESG-risico’s die mogelijk een materiële impact hebben op de portefeuille. De identificatie en beoordeling van daadwerkelijke en potentiële negatieve impacts gebeurt aan de hand van gespecialiseerde dataleveranciers en is het startpunt van de ontwikkeling van het engagementprogramma.

De voortgang en de resultaten bij engagement worden gemeten via de zogenoemde mijlpalen. Een mijlpaal geeft een positief engagementresultaat weer, ofwel een verbetering van het MVB-beleid van de betreffende onderneming. Engagement is een continu proces, met geleidelijke stappen van verbetering op weg naar een mijlpaal. Hierbij wordt uitgegaan van twee tot drie jaar als een typisch tijdpad voor engagement om die mijlpaal te bereiken. De voortgang in de richting van de doelstellingen wordt gevolgd door middel van een permanente dialoog. Zodra mijlpalen zijn bereikt, blijft de fiduciair de relaties met de betrokken ondernemingen monitoren en onderhouden om ervoor te zorgen dat de verandering langdurig en fundamenteel is en wordt voortgezet.

Ieder kwartaal worden schendingen van de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen door ondernemingen in portefeuille beoordeeld door de fiduciair op basis van eigen inzichten en onderzoek door gespecialiseerde dataleveranciers. Daarbij wordt gekeken naar ernst, schaal en onomkeerbaarheid van de negatieve impact en de reactie van de onderneming daarop. Engagement met geselecteerde ondernemingen richt zich op het beëindigen van de schending, aanpak van de negatieve effecten door herstel en/of verhaal en het voorkomen van schade in de toekomst.

c) Uitsluiting

Het fonds meent dat engagement het instrument bij uitstek is om noodzakelijke veranderingen bij ondernemingen te bewerkstelligen en is daarom geen voorstander van uitsluiten. Dit middel wordt alleen ingezet⁶:

- In lijn met wet- en regelgeving inclusief EU-sanctiewetgeving.
- Als de desbetreffende sector haar bestaansrecht haalt uit het schenden van E-, S- of G-factoren en engagement daarom nooit tot het gewenste resultaat kan leiden. Het fonds kiest er daarom voor producenten van
 - controversiële wapens of essentiële en specifieke onderdelen van dit type wapens;
 - tabaksproducenten en daaraan gerelateerde sectoren uit te sluiten.
- In het geval van bedrijven met zeer ernstige ESG-controverses specifiek op de indicatoren 'labour management' en 'human capital development', volgens de MSCI controverses-methodologie, waarbij engagement over ten minste drie jaar geen significante verbetering heeft opgeleverd.
- Indien langdurig engagement niet de gewenste resultaten oplevert.

De uitsluitingen gelden voor alle beleggingscategorieën waar in bedrijfstitels wordt belegd, dus aandelen, bedrijfsobligaties, high yield, green bonds en social bonds.

d) Impact investing

De omvang van specifieke beleggingen uit hoofde van impact investing is als richtlijn op 5% van de portefeuille gesteld. Daarnaast heeft het fonds een aantal criteria gedefinieerd op basis waarvan het beleggingsvoorstellen in dit kader wil evalueren (impact, governance, risico-rendement, kosten, liquiditeit, transparantie en implementatie). Als uitgangspunt hanteert het fonds dat er geen concessie zal worden gedaan aan het te verwachten rendement van impact investing ten opzichte van andere beleggingen maar dat wel het daarbij behorende risico hoger mag zijn.

Uit hoofde van impact investing is nu via een apart mandaat geïnvesteerd in beursgenoteerde bedrijven die bijdragen aan de werkgelegenheid van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland. Het fonds is daarvoor met ruim honderd bedrijven in gesprek. Doelstelling is om de portefeuille te bouwen rondom bedrijven die aantoonbaar stappen hebben gezet in het bijdragen aan de werkgelegenheid voor mensen met een arbeidsbeperking in Nederland. Voor dit mandaat geldt een langetermijnallocatiedoel van 1,2% met een bandbreedte van 0,95-1,45%.

Daarnaast heeft het fonds een specifieke investering in social bonds opgenomen. Dit zijn beursgenoteerde obligaties van ondernemingen of organisaties die de opbrengst van de obligatielening inzetten voor sociale doeleinden. Doelstelling van deze portefeuille is het bijdragen aan het realiseren van het speerpunt ten aanzien van evenwichtige sociale verhoudingen.

Ten slotte is een specifieke investering in WSW-leningen opgenomen. Dit zijn onderhandse leningen aan woningcorporaties met een borgstelling door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). De leningen zijn bestemd voor nieuwbouw, onderhoud, renovatie en verduurzaming van sociale woningbouw. Doelstelling van deze portefeuille is daarmee eveneens het bijdragen aan het realiseren van het speerpunt ten aanzien van evenwichtige sociale verhoudingen.

⁶ In de Beheerafspraken van het fonds (een bijlage bij het jaarlijkse beleggingsplan) zijn de regels opgenomen die gehanteerd worden om te komen tot wat exact door het fonds wordt uitgesloten.

e) Integratie van ESG-criteria

Het fonds maakt voor het fiduciair beheer van zijn beleggingsportefeuille gebruik van externe portefeuillebeheerders. Bij de selectie en evaluatie van portefeuillebeheerders worden duurzaamheidscriteria nadrukkelijk meegenomen. Ook is het fonds van mening dat portefeuillebeheerders ESG-criteria in hun beleggingsbeslissingen moeten meenemen. Verder wordt van portefeuillebeheerders verwacht dat zij het MVB-beleid van het fonds handhaven en naleven.

Naast de hiervoor genoemde specifieke investering in beursgenoteerde bedrijven die bijdragen aan de werkgelegenheid van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland bestaat de aandelenportefeuille uit één portefeuille voor ontwikkelde markten en één voor opkomende markten. Deze discretionaire portefeuilles worden in principe passief beheerd, met dien verstande dat een aantal doelstellingen op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen wordt gerealiseerd. Deze doelstellingen zijn alle ten opzichte van de benchmark en gebaseerd op de MSCI ESG-methodiek.

De doelstellingen⁷ ten opzichte van de benchmark⁸ zijn als volgt:

- het verbeteren van de algehele score op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen;
- reductie van de carbon footprint;
- verbetering van de score op de sociale factoren Labor Management en Health and Safety met 20% voor aandelen ontwikkelde markten;
- verbetering van de algemene Sociale score met 10% voor aandelen opkomende markten.

Daarnaast zijn ook voor de (reguliere) global-credits- en de EMD-HC-portefeuille vergelijkbare doelstellingen ten opzichte van de respectievelijke benchmarks⁹ gedefinieerd.

Voor global credits:

- een hogere ESG-totaalscore;
- een lagere carbon footprint;
- een hogere score op zowel de Sociale als de Governance-score.

Voor EMD HC:

- een hogere ESG-totaalscore;
- een lagere carbon footprint;
- een hogere Freedom-Housescore.

en heeft het fonds een separate allocatie naar green bonds opgenomen.

Monitoring

Het fonds monitort periodiek de effecten van zijn MVB-beleid door middel van diverse rapportages:

a) Reo-rapportage

Het fonds ontvangt elk kwartaal een uitgebreid rapport met gedetailleerde informatie over de ontwikkelingen en resultaten van het engagementbeleid dat namens het fonds wordt uitgevoerd.

⁷ De verdere uitwerking is opgenomen aan het eind van deze bijlage en in de Beheerafspraken PWRI.

⁸ De corresponderende reguliere MSCI standaard index.

⁹ Een gelijkgewogen combinatie van de Bloomberg US en Euro Aggregate Credit Index voor global credits en de JP Morgan EMBI Global Diversified Total Return Index voor EMD HC.

b) Insluitingsbeleid

De resultaten van het insluitingsbeleid worden elk kwartaal met het fonds gedeeld.

c) Resultaten integreren ESG-criteria in de aandelenportefeuilles

In het kwartaalrapport wordt een overzicht gegeven van het bereiken van de geformuleerde doelstellingen ten opzichte van de benchmark. Daarnaast rapporteert het fonds over de carbon footprint van de aandelenportefeuille. Dit gebeurt in lijn met de Montreal Pledge die het fonds heeft onderschreven.

d) Integraal ESG-risicorapport

Tweemaal per jaar ontvangt het fonds een ESG-risicorapport waarin de resultaten worden weergegeven van een portefeuille-analyse op basis de volgende risicoperspectieven: ESG-score, carbonintensiteit, waterstress en een ESG-screen van de ondernemingen in portefeuille.

Verantwoording van het MVB-beleid

Inherent aan een MVB-beleid is het afleggen van verantwoording aan onze deelnemers en aan andere belanghebbenden. Om een volledig beeld te geven van de activiteiten en resultaten op het vlak van maatschappelijk verantwoord beleggen, publiceert het fonds:

- managementsamenvattingen op kwartaalbasis over engagementactiviteiten;
- stemrapportages op kwartaalbasis;
- MVB-jaarverslag: samenvatting van de belangrijkste activiteiten op het gebied van stemmen en engagement;
- uitsluitingenlijst: ondernemingen die niet voor belegging in aanmerking komen;
- de holdings inclusief omvang per holding op de website op kwartaalbasis.

Actieplan Klimaatakkoord

In dit kader staat informatie die je nodig hebt om ons actieplan Klimaatakkoord te begrijpen.

Er zijn verschillende categorieën uitstoot van broeikasgassen

- Scope 1: bedrijven stoten broeikasgassen uit als ze producten maken of vervoeren. Dit noemen we 'directe uitstoot'.
- Scope 2: bedrijven hebben elektriciteit, verwarming en koeling nodig. Bij de opwekking hiervan komen broeikasgassen vrij. Dit noemen we 'indirecte uitstoot'.
- Scope 3: bedrijven werken samen met andere bedrijven, zoals leveranciers. Die andere bedrijven stoten ook broeikasgassen uit. Dit noemen we ook 'indirecte uitstoot'. Deze indirecte uitstoot is moeilijker te meten. Maar is vaak wel de grootste categorie.

Dit doen we al

Al sinds 2015 meten we hoeveel uitstoot van broeikasgassen we met onze beleggingen financieren. We meten de scope 1 en de scope 2-uitstoot. De cijfers vergelijken we met een benchmark. Dat is een objectieve 'meetlat' en geeft weer hoe de financiële markt als geheel ervoor staat. Zo kunnen we zien of we het goed of slecht doen, in vergelijking met anderen. De scope 1 en scope 2- uitstoot die we met onze beleggingen financieren zijn voor een groot deel van de portefeuille beide lager dan de benchmark. Dat is dus goed. Op onze [website](#) staat wat de uitstoot van broeikasgassen van al onze beleggingen in aandelen en bedrijfsobligaties is. We actualiseren deze cijfers elk jaar. Voor andere belangrijke delen van de portefeuille, zoals staatsobligaties, vastgoed en hypotheek, staan die uitstootcijfers er nog niet. Verderop in dit stuk leggen we uit waarom dat zo is en wat we daaraan gaan doen.

Scope 1- en scope 2-uitstoot

Op dit moment rapporteren we alleen de scope 1- en de scope 2-uitstoot die we met onze beleggingen financieren. Want deze uitstoot is goed te meten. Bedrijven doen dat vaak zelf en publiceren die metingen ook. Steeds vaker gelden er ook internationale standaarden voor. Dat is fijn. Want dat maakt de metingen betrouwbaarder. En steeds vaker worden de metingen onafhankelijk door een derde, zoals een accountant of een NGO, getoetst. Wij gebruiken internationaal erkende methoden om bij te houden hoeveel uitstoot we met onze beleggingen financieren. En natuurlijk rapporteren we hierover volgens de wet- en regelgeving.

Scope 3-uitstoot

De scope 3-uitstoot is moeilijker te meten. Om de scope 3-uitstoot te meten moet je de hele productie- en handelsketen van een bedrijf bekijken. Dat is heel veel werk. Daarom baseren bedrijven hun scope 3-uitstoot vaak (deels) op schattingen. Dat maakt de cijfers minder betrouwbaar. Daarom staan deze cijfers (nog) niet op onze website. Maar we bekijken de scope 3-cijfers wel goed. En onze vermogensbeheerder analyseert de kwaliteit ervan.

Daarnaast gaat de vermogensbeheerder namens PWRI met bedrijven in gesprek over hun scope 3-cijfers. De vermogensbeheerder dringt aan op betere data én op het verlagen van de uitstoot van broeikasgassen. De vermogensbeheerder laat ons regelmatig weten met hoeveel bedrijven hij praat. En wat de gesprekken opleveren. Praten met bedrijven waarin wij beleggen noemen we 'actief aandeelhouderschap'. Dit is een standaard onderdeel van ons beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Onze vermogensbeheerder voert dit beleid uit [en we rapporteren er over](#).

Onze uitdagingen

- Er zijn verschillende meet- en publicatiemomenten
De rapportages op onze website gaan altijd over de situatie van een tijdje geleden. Dat komt doordat er verschillende meet- en publicatiemomenten zijn. Bedrijven rapporteren hun metingen op verschillende vaste momenten in het jaar. En ook wij hebben vaste meetmomenten in een jaar. Dat betekent dat we altijd 'terugkijken' in onze rapportages.
- 'Vooruitkijken' – en dat ook openbaar maken – is nog moeilijk
We proberen wel vooruit te kijken. Want we willen graag weten hoeveel uitstoot we in de toekomst met onze beleggingen financieren. Daarvoor gebruiken we bijvoorbeeld informatie uit de gesprekken die onze vermogensbeheerder met bedrijven voert. Ook krijgen we klimaatgegevens van leveranciers die gespecialiseerd zijn in dit soort informatie. Deze informatie kunnen we helaas niet delen omdat het bijna altijd vertrouwelijke informatie is. Of het gaat om data die onze vermogensbeheerder inkoop en waarvan de dataleverancier verdere openbaarmaking niet toestaat.

Dit willen we bereiken

Onze drie doelen zijn:

1. In 2030 is de uitstoot van broeikasgassen die wij met onze beleggingen financieren de helft minder.
2. We gaan steeds meer beleggen in klimaatoplossingen.
3. Met als einddoel een beleggingsportefeuille in 2050 die per saldo op nul uitkomt voor de uitstoot van broeikasgassen

Naast het korte actieplan hebben we ook een uitgebreid actieplan. Daarin staat hoe we per soort beleggingen in de periode 2021 tot 2025 onze doelstellingen gaan halen. Nu leggen we uit wat we tot eind 2023 hebben bereikt.

Betere data

Hiervoor hebben we uitgelegd dat scope 3 vaak de bulk van de uitstoot van een bedrijf uitmaakt. Maar helaas is dat ook het meest lastig te meten door productie- en handelsketens heen. Gelukkig is deze data in de afgelopen jaren - ook met dank aan ons aandringen - zo zeer verbeterd dat we er meer en meer op durven te sturen. Achter de schermen zijn we hiermee al druk bezig. We verwachten deze data in onze rapportages over 2024 te kunnen laten zien, dus in 2025.

Beleggingen in aandelen en bedrijfsobligaties voldoen nu aan onze doelstellingen

We zijn in onze klimaataanpak begonnen met de aandelen en bedrijfsobligaties. Want deze beleggingen vormen samen ongeveer de helft van ons totale belegde vermogen. In 2023 hebben wij in onze afspraken met verschillende vermogensbeheerders vastgelegd dat de uitstoot van broeikasgassen die we met onze aandelen en bedrijfsobligaties financieren op elk moment 30% lager moet zijn dan die van de gewone benchmark, dus het gemiddelde van de markt. Ook leggen we vast dat de uitstoot van broeikasgassen in 2025 minstens 25%, en in 2030 minstens 50% lager moet zijn dan in 2019.

En we zijn aan het verduurzamen van een ander deel van onze beleggingen begonnen: 'high yield' obligaties. Dat zijn beursgenoteerde leningen in risicovollere ondernemingen, waarvoor je dan ook een hogere rente krijgt. Het gaat om zo'n 3% van onze portefeuille. We hebben meerdere gesprekken met de beheerder van deze gelden gevoerd. Hij past een eigen klimaataanpak toe, die grotendeels tegemoetkomt aan onze doelstellingen. Maar kritisch als we zijn, hebben we dit toch maar vergeleken met wat andere partijen doen. Er blijken maar weinig beleggers te zijn die hiervoor op dit moment een goede aanpak hebben. Dat is omdat het om vaak kleinere bedrijven gaat die niet altijd even goed hun uitstoot meten. Of die dat wel doen, maar gewoon vervuilender zijn vanwege het type producten dat ze maken. Daarom gaat onze vermogensbeheerder extra veel aandacht besteden aan het verduurzamen van deze bedrijven en aandringen op betere metingen. We geloven hiermee juist een goede impact te hebben voor een schoner milieu en houden deze beleggingen daarom aan.

Dit gaan we doen

Volgens ons klimaatplan gaan we na aandelen en bedrijfsobligaties, waar we in 2023 dus mooie voortgang hebben geboekt, verder met de andere soorten beleggingen. Met welke soort belegging we dan beginnen hangt af van verschillende zaken:

- of er goede metingen van de uitstoot van broeikasgassen zijn;
- of er goede methoden zijn om te volgen of we onze doelen bereiken; en
- hoe groot het belegd vermogen in de soort belegging is.

Het liefst waren we daarom begonnen met het vergroenen van een volgende grote beleggingscategorie. Dat zijn de beleggingen in staatsobligaties, dus gelden die overheden bij beleggers lenen. Dat is nog eens zo'n 13% van onze beleggingen. Daarvoor wilden we de uitkomsten van een internationaal initiatief van beleggers afwachten. Hier zou een meetmethode voor de broeikasgasemissies van overheden uitkomen, plus goede databronnen. Helaas is dat initiatief vertraagd, en wat het tussentijds opleverde stelde ons teleur. Daarom is onze vermogensbeheerder begonnen om een eigen methode te ontwikkelen. Dat schiet aardig op. Ook heeft hij goede data gevonden. Die wordt sinds eind 2023 getest. In de loop van 2024 hopen wij daarmee beter inzicht te krijgen in de overheidsuitstoot die wij financieren. We hopen tegen eind 2024 een plan van aanpak te kunnen maken hoe wij ook deze beleggingen kunnen gaan verduurzamen. Uiteindelijk willen wij dat minstens twee derde van al onze beleggingen voldoet aan de afspraken in het Klimaatakkoord. Als volgende categorie gaan we nu kijken naar de klimaatimpact van onze hypotheek- en vastgoedbeleggingen. Dat is zo'n 14% van de gehele pensioenpot. Ook die beleggingen vallen onder onze klimaatdoelen.

Ondersteunende doelen

In het uitgebreide actieplan hebben we onze drie doelen uitgewerkt in kleinere, ondersteunende doelen. Deze zijn voor intern gebruik en publiceren we dus niet. Het is een hulpmiddel voor het bestuur om te beoordelen of de uitvoering van ons actieplan goed gaat. We willen bijvoorbeeld een bepaald percentage beleggingen hebben in bedrijven en overheden en hypotheekverstrekkers die hard werken aan de vermindering van hun uitstoot van broeikasgassen. Het liefst verhogen we dat percentage dan. Als het nodig en zinvol is, vragen we onze vermogensbeheerder om met zo'n bedrijf in gesprek te gaan, als actieve aandeelhouder. Want wij willen met onze beleggingen graag een positieve invloed op de 'echte wereld' hebben. We gaan dus liever in gesprek dan dat we stoppen met beleggen in bedrijven. Dit heet 'engagement'.

De focus van ons 'engagement' ligt op bedrijven die veel uitstoot van broeikasgassen hebben. We stimuleren deze bedrijven om hun uitstoot te verminderen. Zodat ze aan de eisen van het Klimaatakkoord voldoen. Daarbij vergeten we onze sociale doelen niet! Wij willen juist een sociaal rechtvaardige overgang naar een klimaatvriendelijkere economie.

Groene beleggingen

Sinds 2016 beleggen we in 'green bonds' en 'social bonds'. Dat zijn obligaties van bedrijven, ontwikkelingsbanken of overheden die het geld dat ze lenen in sociale, groene, klimaat- of duurzaamheidsprojecten investeren. De afgelopen jaren zijn we meer gaan beleggen in deze 'bonds'. Inmiddels is dat zo'n 4% van onze portefeuille.

Zo voeren we het uit

Onze vermogensbeheerder helpt ons bij onze klimaataanpak. De vermogensbeheerder geeft advies over onze plannen en voert de plannen uit. Ons bestuur neemt de besluiten over de plannen en over belangrijke onderdelen van de uitvoering. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering en is altijd eindverantwoordelijk.

Beleggingscommissie

De beleggingscommissie adviseert het bestuur. In de beleggingscommissie zitten ook een paar bestuursleden. In bijna elke vergadering praat de beleggingscommissie over het klimaat. De vermogensbeheerder rapporteert minstens twee keer per jaar aan de beleggingscommissie over alle onderdelen van ons beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Dus ook over het klimaat. De beleggingscommissie houdt toezicht op de uitvoering van ons actieplan Klimaatakkoord.

Bijlage C: Investment Cases

In deze bijlage volgt per categorie de doelstelling om er in te beleggen en de rendementsverwachting, de risico's die daarmee gepaard gaan, een korte beschrijving van de mate van transparantie en de te verwachte kosten die gepaard gaan met het beleggen in de desbetreffende categorie. Dit staat dus nog los van de huidige aantrekkelijkheid (onderdeel 3), welke bij de voorbereiding van het beleggingsplan aan de orde komt.

Daarna is een uitwerking van de toets op de passendheid opgenomen. Dit is op basis van de beleggingsovertuigingen van het fonds en een aantal algemene criteria.

Ten slotte volgt een beschrijving van de manier waarop de beleggingsmandaten volgens het fonds bij voorkeur ingericht moeten worden. Dit geeft invulling aan het vraagstuk hoe het fonds in een categorie wenst te beleggen. Tegelijkertijd vormt dit kader het uitgangspunt voor de managerselectie en de feitelijke opdrachtformulering richting de geselecteerde manager.

De inrichting van de beleggingsmandaten wordt periodiek (elke drie jaar) geëvalueerd. Hiervoor vormen de investment cases de basis.

Algemene vereisten voor alle mandaten en fondsen, voor zover mogelijk

Naast de vereisten zoals hierna beschreven in de individuele investment cases is er nog een aantal criteria dat voor alle mandaten geldt. Ten eerste heeft het fonds een viertal specifieke criteria gedefinieerd waaraan alle mandaten moeten voldoen:

- Geen outperformance fee (tenzij er zwaarwegende argumenten zijn om dit wel toe te staan);
- Geen securities lending¹⁰;
- Volledige doorkijk in de portefeuille;
- Het beleid van de beheerder moet consistent zijn met het eigen MVB-beleid.

Daarnaast mogen derivaten niet ingezet worden voor performancedoeleinden. Deze instrumenten kunnen alleen gebruikt worden voor efficiënt portefeuillebeheer en/of risicobeheersing.

Uitgangspunt voor de keuze tussen een actief of passief mandaat is dat er door het fonds een pragmatische keuze wordt gemaakt gegeven de afwegingen binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG. Hierbij geldt voor kosten het uitgangspunt dat deze marktconform moeten zijn.

¹⁰ Het fonds heeft als beleid dat het in principe geen security lending toestaat. In die gevallen waarin het niet toestaan van security lending zou leiden tot onevenredig hoge extra kosten, doordat er bijvoorbeeld vanuit een gepoolde belegging een overgang zal moeten plaatsvinden naar een discretionaire belegging, zal het fonds een zorgvuldige afweging maken tussen deze extra kosten en de principiële bezwaren tegen security lending.

Aandelen

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/Return

Aandelen hebben een plek in de returnportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn op aandelen wordt behaald, levert een belangrijke bijdrage aan de ambitie van het bieden van een koopkrachtig pensioen.

Rendement

Het rendement op aandelen is een vergoeding voor het risico dat de verschaffer van het eigen vermogen van een onderneming loopt. Tegenover dat risico staat een aandeel in de winst. Theoretisch is het rendement op aandelen gelijk aan het dividendrendement plus de winstgroei. Het rendement op aandelen varieert enorm over de tijd, afhankelijk van economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. Gemiddeld kan worden uitgegaan van een risicopremie op de lange termijn van 3% voor de ontwikkelde markten. Voor opkomende markten is, in lijn met de hogere groei en het hogere risico, een risicopremie van 4% een goede aanname.¹¹

Beschrijving risico's

Het belangrijkste risico voor aandelen wordt gevormd door de beweeglijkheid van de aandelenbeurzen. De beweeglijkheid en hoogte van de rente blijkt hier ook van grote invloed op te zijn.

Voor ontwikkeldemarktenaandelen is het valutarisico op de lange termijn naar verwachting beperkt. Daarbij komt dat afdekken kosten met zich meebrengt. Op korte termijn is dit risico groter, maar het kan goed, tegen beperkte kosten, worden afgedekt. Voor opkomende markten is dit risico veel groter, hoewel veelal verwacht wordt dat de valuta zich gunstig zal ontwikkelen en het risico dus wel wordt beloond. Belangrijker is dat het afdekken vaak moeilijk en kostbaar is.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Gegeven het grote aantal aandelen in de benchmark (bijna tweeduizend voor ontwikkelde markten, ruim duizend voor opkomende markten) is het concentratierisico goed beheersbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van vastrentende waarden.

De liquiditeit van de beleggingscategorie aandelen is zeer goed.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in aandelen worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van aandelen laag, waarbij beheerfees van enkele basispunten mogelijk zijn, afhankelijk van de omvang van het mandaat. Met name grotere mandaten zijn over het algemeen voordeliger

¹¹ Om het hieruit volgende verwachte rendement te bepalen dat het fonds als doelstelling hanteert, wordt de hier vermelde lange termijn risicopremie opgeteld bij de 10-jaarsrente.

dan een standaard fondsoptlossing. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. De aandelenmarkt voor ontwikkelde markten is de beleggingscategorie met één van de laagste omloopsnelheden: jaarlijks slecht circa 2%. De aandelenmarkt voor opkomende markten kende in 2023 een omloopsnelheid van 6,6%.

Enhanced/geoptimaliseerde strategieën, waarbij het uitgangspunt passief is maar waarbij wel eigen (ESG-)beleid wordt toegepast of 'rules-based' kwantitatieve strategieën waarbij bijvoorbeeld factorbeleggen wordt nagestreefd, beogen vaak een lage TE en lage kosten. Qua managementfee zitten vooral de enhanced/geoptimaliseerde mandaten dicht tegen passief aan met fees van zo'n 2 tot 5 bps.

Puur actief beheer is duurder, waarbij beheerfees, afhankelijk van de subcategorie waarin wordt belegd en omvang van het mandaat, variëren van circa 20 tot 50 bps. Ook liggen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden maakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C1: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Het aandelenrisico is een beloofd beleggingsrisico waarmee extra rendement wordt behaald dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.
	2. Lange termijn beleggen loont	Weliswaar is de volatiliteit van aandelen hoog, op de lange termijn staat hier ook een hoog rendement tegenover.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	De fundamenteën van aandelen zijn eenvoudig uitlegbaar en leiden niet tot bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Er kan gemakkelijk invulling gegeven worden aan het MVB-beleid van het fonds door toepassing van een uitsluitingenlijst, engagement en integratie van ESG-criteria.
Algemene criteria	1. Rendement	Er bestaat in de academische literatuur weliswaar geen eenduidigheid over de hoogte van de risicopremie op aandelen, dat deze bestaat is goed onderbouwd.
	2. Risico (financieel)	Tegenover het hoge verwachte rendement staat ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn.
	3. Kosten	De beheerfees lopen uiteen van enkele basispunten voor passief beheer tot circa 50 basispunten voor actief beheer. Ook zijn de transactiekosten beperkt.

	4. Liquiditeit	Aandelen hebben keer op keer bewezen een bijzonder liquide categorie te zijn, hoewel dit in tijden van stress wel een prijs kan hebben.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	De beleggingscategorie aandelen is een transparante beleggingscategorie. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico's zijn beperkt.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van vastrentende waarden, hoewel de mate waarin dit het geval is sterk varieert in de tijd, afhankelijk van de economische omgeving.
	7. Inflatiehedge	Over kortere tot middellange perioden (één maand tot vijf jaar) is er vrijwel geen verband tussen aandelen en inflatie, op de lange termijn (tien jaar) is er wel sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt.
	8. ESG	Deze beleggingscategorie leent zich bij uitstek voor het implementeren van een MVB-beleid.
	9. Productbeschikbaarheid	Er kan heel gemakkelijk in aandelen worden belegd via diverse beleggingsvehicles.
	10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark respectievelijk om gebruik te maken van derivaten.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	Aandelen scoren goed op vrijwel alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar hoog, maar kan worden ingeperkt door diversificatie en met name de risicopremie is interessant voor de beleggingsportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn wordt behaald komt bij uitstek tegemoet aan de ambitie de uitkeringen te kunnen verhogen. Het is geen complexe categorie, er kan tegen lage kosten in aandelen belegd worden en er kan makkelijk invulling gegeven worden aan het eigen beleid op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Het fonds maakt de keuze voor een wereldwijd gespreide aandelenportefeuille om zo ook binnen de aandelenportefeuille optimale diversificatie te bereiken. Bovendien wordt voor de gehele aandelenportefeuille invulling gegeven aan de doelstellingen op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.

Om concreet invulling te kunnen geven aan het tweede deel van het speerpunt “Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van de kansen van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland” binnen het MVB-beleid van het fonds, wordt een beperkt deel van de aandelenportefeuille belegd via een insluitingsportefeuille.

In het reguliere stuk van de aandelenportefeuille wordt maatschappelijk verantwoord beleggen en realisatie van de twee speerpunten van het fonds geïntegreerd door het nastreven van specifieke doelstellingen (zie richtlijnen) ten aanzien van ESG-factoren.

Er wordt binnen de reguliere aandelenportefeuille verder een opsplitsing gemaakt tussen ontwikkelde en opkomende markten vanwege de duidelijke verschillen tussen beide markten en de mogelijkheden om daar verschillend mee om te gaan. Het fonds is van mening dat zijn beleggingsovertuiging dat lange termijn beleggen loont, impliceert dat meer dan gemiddeld kan worden belegd in markten met een hoog groeipotentieel. Dit zal naar verwachting uiteindelijk een hoger rendement opleveren. Een overweging van opkomende ten opzichte van ontwikkelde markten verhoogt dus naar verwachting het rendement, waarbij het fonds de hogere volatiliteit die daarmee gepaard gaat als langetermijnbelegger goed kan dragen. De hogere kosten moeten opwegen tegen het hogere verwacht rendement.

Duurzaam beleggen is lastiger in opkomende markten, maar dit betekent ook dat het verbeterpotentieel op dit vlak groot is.

Op basis van marktkapitalisatie zou de weging naar opkomende markten ongeveer 10% bedragen. Op basis van BBP (Bruto Nationaal Product) is dit veel meer: ongeveer 60%. Het fonds is van mening dat een verhouding tussen beide regio's in lijn met de MSCI All Country World Index (full float), waarbij de allocatie naar opkomende markten dus nog steeds groter is dan gewogen naar marktkapitalisatie maar kleiner dan wanneer naar GDP wordt gekeken, een goede balans reflecteert tussen verwacht rendement, risico, kosten en ESG-aspecten..

De categorie aandelen wordt binnen de beleggingsportefeuille van het fonds dus onderverdeeld in drie subportefeuilles:

1. ESG-portefeuille aandelen ontwikkelde markten
2. ESG-portefeuille aandelen opkomende markten
3. Insluitingsportefeuille

Keuze benchmark

De meest gangbare indices voor aandelenmandaten zijn de MSCI indices. Daar waar wordt gekozen voor het afdekken van het valutarisico ligt het voor de hand om de naar euro afgedekte indices te gebruiken. Afhankelijk van de mate waarin dividendbelasting naar verwachting terug kan worden gekregen wordt gekozen voor een netto index of bruto index.

Ook binnen de ontwikkelde markten kiest het fonds voor een van de marktkapitalisatie afwijkende regionale verdeling. Bij deze keuze speelt met name concentratierisico een

belangrijke rol. Vanuit het oogpunt van risicospreiding is het onderwegen van de regio Amerika, dat naar marktkapitalisatie ruim 60% uitmaakt van de wereldindex, te prefereren. Het fonds meent dat de weging naar Amerika binnen de ontwikkeldemarktenportefeuille maximaal 50% moet zijn.

Het fonds kiest er voor de reguliere aandelenportefeuille voor om niet in small-capaandelen te beleggen. Dit vanwege de zeer hoge correlatie met large- en mid-capaandelen. Het verwacht rendement ligt weliswaar hoger, maar ook het risico is navenant hoger, waardoor de rendementsrisicoverhouding hetzelfde blijft als voor large- en mid-capaandelen. Daarmee levert het geen toegevoegde waarde maar wel extra governance indien extra regel(s) aan de portefeuille zouden worden toegevoegd.

Het fonds hanteert voor de aandelenmandaten een reguliere index als benchmark en geen ESG-index. Door een reguliere index te kiezen heeft het fonds de meeste grip op het voeren van een eigen beleid, zowel ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen als ten aanzien van regiowegingen binnen het wereldwijde mandaat ontwikkelde markten. De meeste ESG-indices hebben een uitgebreidere principiële uitsluitingenlijst dan het pensioenfonds. Het eigen beleid kan echter eenvoudig worden vormgegeven door middel van een ESG-tilts-benadering versus de reguliere index. Enerzijds brengt dit licht hogere kosten voor het vermogensbeheer met zich mee, anderzijds worden kosten bespaard ten opzichte van het afnemen van een ESG-index. Dit laatste kost namelijk enkele basispunten over het belegd vermogen. Per saldo pakt dit kostenneutraal uit, terwijl het fonds wel een eigen beleid kan voeren en dit eenvoudig in de toekomst kan aanpassen. Het bestuur is zich ervan bewust dat een ESG-tilts-benadering versus een reguliere index een beperkte tracking error met zich meebrengt en acht dit acceptabel.

De resulterende samengestelde strategische benchmark voor ontwikkelde markten ziet er als volgt uit:

$x\%$ MSCI Europe Net Return Standaard Index + $y\%$ MSCI USA Total Return Standaard Index) + $z\%$ MSCI Pacific Net Return Standaard Index ¹²

Bij het opstellen van het beleggingsplan zal elk jaar de definitieve verdeling worden vastgesteld, waarbij de dan geldende economische verwachtingen en het vermijden van onnodige transactiekosten een belangrijke rol zullen spelen.

Voor opkomende markten wordt de MSCI Emerging Markets Net Return Large Cap Index gebruikt.

Vanwege het specifieke karakter van de insluitingsportefeuille is er geen representatieve strategische benchmark voorhanden. Het portefeuillerendement geldt daarom als benchmarkrendement.

Vreemde valuta worden voor deze beleggingscategorie niet afgedekt conform het valutabeleid van het fonds.

Actief/passief

Voor een naar marktwaarde gewogen aandelenportefeuille is de keuze voor een passief mandaat het meest passend. Dit brengt geringe kosten met zich mee, zowel wat betreft management fee als transactiekosten. De verwachting dat actief beleid waarde zou kunnen toevoegen wordt voor de aandelenportefeuille door het fonds als niet heel waarschijnlijk

¹² Hierbij zijn x , y en z in beginsel gelijk aan de weging van de regio's in de MSCI World Standaard Index onder de voorwaarde dat y niet groter is dan 50%. Als dit wel het geval is wordt x gelijk aan de weging van Europa in de MSCI World Standaard Index + $(y-50\%)$.

gezien. Additionele restricties ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen dienen te worden opgenomen in de mandaten, waardoor een actieve component wordt geïntroduceerd in de zin dat actief wordt afgeweken van de benchmark.

De inrichting van het insluitingsmandaat is primair actief, door de keuze volgend uit de vooraf opgestelde richtlijnen voor de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd (zie restricties hieronder). Het gaat hier verder om een buy-and-hold-portefeuille, die éénmaal per jaar wordt herzien.

Beleggingsvehikel

Vanwege de gewenste specifieke eigenschappen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen zijn discretionaire mandaten voor de verschillende aandelen categorieën het meest passend. Dit geldt ook voor de insluitingsportefeuille.

Gewenste richtlijnen en restricties

Voor de aandelenportefeuilles gelden de volgende richtlijnen en restricties als uitgangspunt:

Tabel C2: Gewenste richtlijnen en restricties aandelenportefeuille

	Reguliere aandelenportefeuille	Insluitingsportefeuille
Universum	Beursgenoteerde large- en midcapaandelen van ontwikkelde markten en largecapaandelen van opkomende markten	Large- mid- en smallcapaandelen van beursgenoteerde bedrijven uit Europa, de Verenigde Staten en Azië met voldoende werknemers in Nederland
Regioverdeling	Opkomend:Ontwikkeld – in lijn met de MSCI AC World Index (full float) Pacific binnen ontwikkelde markten gelijk aan de allocatie in MSCI World Standaard Index. Europa en Verenigde Staten 50/50	Er wordt gestreefd naar een regioverdeling van 50% Nederland 50% Europa, de Verenigde Staten en Azië
Strategie	<ul style="list-style-type: none"> - Het verbeteren van de algehele score op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen¹³ - Reductie van de carbon footprint¹⁴ - Verbetering van de score op de sociale factoren Labor Management en Health and Safety met 	<ul style="list-style-type: none"> - De 50 bedrijven met de hoogste positie op de PSO¹⁵-ladder, zo nodig aangevuld met bedrijven waarvan de verwachting is dat deze op korte termijn het PSO-keurmerk verwerven, worden in de portefeuille opgenomen. De weging

¹³ Deze verbetering geldt ten opzichte van de benchmark en is afhankelijk van de absolute hoogte daarvan. Zie het document *Beheerafspraken PWRI* voor de details.

¹⁴ Volgens het klimaatplan van PWRI welke is opgenomen in de bijlagen van dit document en de daarin opgenomen net-zero richtlijnen. Zie ook het document *Beheerafspraken PWRI*.

¹⁵ De Prestatieladder Sociaal Ondernemen (PSO) bestaat uit twee componenten: een vrij toegankelijk meetinstrument dat objectief bepaald in welke mate een organisatie sociaal onderneemt en een keurmerk dat bedrijven ontvangen na hun certificering. Organisaties groeien op de PSO-prestatieladder als zij werkgelegenheid bieden aan mensen met een afstand tot de arbeidsmarkt en/of aantoonbaar sociaal inkopen.

	<p>20% binnen ontwikkelde markten</p> <ul style="list-style-type: none"> - Verbetering van de algemene Social score met 15% binnen opkomende markten - Uitsluiten volgens algemene uitsluitingenbeleid van het fonds 	<p>is op basis van marktwaarde</p> <ul style="list-style-type: none"> - Niet opnemen van ondernemingen met een totale ESG-score lager dan 25, met een very severe controversie op Labour of Human capital development en volgend uit het algemene uitsluitingenbeleid van het fonds
Limiet (land/industrie/aandeel)	Respectievelijk +/-2,5%, 2,5%, 1,5%	Maximaal 10% per bedrijf per regio op moment van herbalanceren
Herbalancering	Verhouding EM/DM: Jaarlijks Verhouding regio's binnen DM: per kwartaal	Jaarlijks met ingang van het nieuwe beleggingsplan
Dividend	Niet van toepassing	Zo veel mogelijk in stock laten uitkeren. In geval alleen cashdividend wordt uitgekeerd, wordt de opbrengst herbelegd in de liquide returnportefeuille
Toegestane tracking error	DM 1,5% EM 3,0%	Niet van toepassing
Omzetlimiet	DM 25% (eenzijdig) EM 20% (eenzijdig)	Niet van toepassing

Vastgoed

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Vastgoed heeft een plek in de returnportefeuille. Vastgoed levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten, hetgeen aansluit bij de verwachte pensioenuitkeringen die immers ook uit kasstromen bestaan. De huuropbrengsten zijn veelal gekoppeld aan de inflatie, waardoor ook aan de reële ambitie tegemoet kan worden gekomen. Voorts is er sprake van indirect rendement in de vorm van de waardeontwikkeling van het vastgoed. Het returnkarakter overheerst.

Rendement

Het rendement op vastgoed bestaat uit twee componenten: Enerzijds is er sprake van huuropbrengsten (direct rendement), die veelal gekoppeld zijn aan de inflatie. Anderzijds is er sprake van waardeontwikkeling (indirect rendement). De waardeontwikkeling is afhankelijk van de economische en demografische ontwikkeling, regelgeving, schaarste, tempo van afschrijving en inflatie. Voorts is de mate van financiering met vreemd vermogen (leverage) van belang: hoe hoger de leverage, hoe hoger het risicoprofiel en hoe hoger het verwacht rendement. Als wordt afgezien van het effect van leverage, kan een rendements/risicoprofiel verwacht worden dat tussen vastrentende waarden en aandelen in ligt. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is sprake van een illiquiditeitspremie. Bij afwezigheid van leverage kan daarmee voor niet-beursgenoteerd vastgoed een risicopremie van 1,5% worden verondersteld. Bij beursgenoteerd vastgoed is er geen sprake van een illiquiditeitspremie, maar is de gemiddelde leverage zodanig hoog dat het risicoprofiel in de buurt komt van dat van aandelen. Daarom kan voor beursgenoteerd vastgoed een risicopremie van 2,5% worden aangenomen.

Beschrijving risico's

Het belangrijkste risico voor vastgoed wordt gevormd door fluctuaties in de waarderingen, wat voor niet-beursgenoteerd vastgoed wordt gedempt en voor beursgenoteerd vastgoed sterk beïnvloed wordt door volatiliteit op de aandelenbeurzen in het algemeen. Daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico dat voor ontwikkelde markten goed afgedekt kan worden.

Diversificatie binnen de subcategorie beursgenoteerd vastgoed is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en vastgoedondernemingen. Een reguliere wereldwijde benchmark bevat bijna vijfhonderd vastgoedondernemingen, waardoor het concentratierisico goed beheersbaar is. Bovendien is bij elke vastgoedonderneming onderliggend sprake van een grote spreiding over verschillende vastgoedbeleggingen. Voorts diversifieert beursgenoteerd vastgoed goed ten opzichte van vastrentende waarden. De correlatie met aandelen is echter zeer hoog.

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed geldt eigenlijk het omgekeerde: Diversificatie binnen de categorie over landen, sectoren en vastgoedbeheerders resp. -objecten is lastiger te bereiken, omdat niet-beursgenoteerde fondsen veelal gespecialiseerd zijn in een bepaalde sector, land of regio. Bovendien is het aantal objecten binnen een fonds vaak ook nog beperkt. Een alternatief is gebruik te maken van fund-of-funds, maar dat brengt een extra kostenlaag met zich mee en gaat ten koste van transparantie en grip op de uiteindelijke beleggingen. Niet-beursgenoteerd vastgoed diversifieert echter goed in de context van de totale portefeuille, vooral doordat herwaardering van vastgoed via taxaties een geleidelijk proces is.

De liquiditeit van de beleggingscategorie beursgenoteerd vastgoed is zeer goed terwijl de liquiditeit van de beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed beperkt is.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in vastgoed worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren. Uitzondering vormen fund-of-funds, waarbij volledige transparantie lastiger te realiseren is.

Kosten

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

Niet-beursgenoteerd vastgoed: de kosten voor het beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed variëren sterk, waarbij aan de onderkant 0,3% à 0,4% voor Nederlands vastgoed zeer wel mogelijk is.

Daarnaast is sprake van toe- en uittredingskosten van enkele procentpunten indien posities worden op- of afgebouwd.

In het laatste advies van de Commissie Parameters wordt uitgegaan van een kostenafslag van 0,6% voor niet-beursgenoteerd vastgoed. Dit is gebaseerd op kosten zoals gerapporteerd door pensioenfondsen aan DNB en betreffen de afgeronde optelsom van beheerkosten (0,51%) en transactiekosten (0,08%).

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C3: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Het vastgoedrisico is een beloond beleggingsrisico waarmee extra rendement wordt behaald dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.
	2. Lange termijn beleggen loont	Van beursgenoteerde vastgoedaandelen is de volatiliteit weliswaar hoog, op de lange termijn staat hier een hoog rendement tegenover. Van niet-beursgenoteerd vastgoed wordt met de illiquiditeit pas optimaal geprofiteerd op de langere termijn.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	De fundamenteën van vastgoed zijn eenvoudig uitlegbaar. Wanneer toegang wordt gezocht tot deze categorie via vastgoedaandelen worden geen bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid gesteld.

Algemene criteria		Vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de waardering en het risicomangement van niet-beursgenoteerd vastgoed worden hogere eisen gesteld aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Er kan weliswaar niet zozeer invulling aan MVB-beleid worden gegeven via toepassing van een uitsluitingenlijst, dit is echter goed mogelijk dmv engagement en het inzetten op duurzaam vastgoed.
	1. Rendement	Als afgezien wordt van leverage, kan een rendements-risicoprofiel verwacht worden dat tussen aandelen en vastrentende waarden in ligt. Bij beursgenoteerd vastgoed is echter sprake van een zodanige leverage dat dit resulteert in een risicoprofiel en een risicopremie vergelijkbaar met aandelen. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is er ook sprake van een illiquiditeitspremie.
	2. Risico (financieel)	<p>Tegenover het hoge verwachte rendement staat bij beursgenoteerd vastgoed ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn, forser zelfs dan op "gewone" aandelen.</p> <p>Het risico op niet-beursgenoteerd vastgoed is lager dan op beursgenoteerd vastgoed. De relatief lage volatiliteit is voornamelijk terug te voeren op het feit dat herwaardering via taxaties een geleidelijk proces is en dit is dus deels kosmetisch. Het risico is hoger in bepaalde sectoren alsook in het geval van projectontwikkeling en bij gebruik van een hoge mate van leverage. Tenslotte speelt de mate van spreiding van de portefeuille een rol.</p>
3. Kosten	<p>Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten laag door een combinatie van lage beheerfees en beperkte transactiekosten. Bij actief beheer zijn beide hoger, maar wordt verwacht dat dit goed gemaakt wordt door het hogere verwachte rendement.</p> <p>Kosten voor beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed variëren sterk. Vooral voor internationaal vastgoed kunnen beheerfees oplopen, met in sommige gevallen bovendien een performancegerelateerde component. Wanneer belegd wordt in fund-of-funds is er sprake van een dubbele feelaag.</p>	

	4. Liquiditeit	Beursgenoteerd vastgoed is een bijzonder liquide categorie.
		De liquiditeit van niet-beursgenoteerd vastgoed is beperkt. Wanneer een belegger uit een fonds wenst te treden, kan er sprake zijn van wachttijden die oplopen tot langer dan een jaar en/of kan het zo zijn dat bij de verkoop een forse afslag geaccepteerd moet worden.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Beursgenoteerd vastgoed is een transparante beleggingscategorie, er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico's monitoringcapaciteit zijn beperkt.
		Bij niet-beursgenoteerd vastgoed gelden wat aandachtspunten. Toegang tot de risicopremie is veelal indirect, namelijk via fondsen of zelfs fund-of-funds met niet altijd de meest eenvoudige juridische en fiscale structuren. Met dat laatste liggen ook de operationele risico's en de vereiste monitoringscapaciteit hoger. Ook speelt het vraagstuk van (onafhankelijke) waardering, hoewel het taxatiebeleid van de fondsbeheerder hier aan tegemoet kan komen.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen beursgenoteerd vastgoed is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en/of ondernemingen. Echter de sector woningen komt nauwelijks voor bij beursgenoteerd vastgoed. Verder is het concentratierisico naar individuele vastgoedondernemingen bij de diverse vastgoedindices aan de hoge kant. Bij elk van de toptienfondsen is onderliggend echter wel sprake van een grote spreiding over verschillende vastgoedbeleggingen. Voorts diversifieert de categorie slecht ten opzichte van aandelen. Daarnaast is er sprake van enige overlap omdat sommige ondernemingen deel uitmaken van vastgoed- en aandelenindices.
		Diversificatie binnen niet-beursgenoteerd vastgoed kan bereikt worden door over verschillende sectoren en managers te spreiden, maar is lastiger te bereiken omdat deze veelal gespecialiseerd zijn in een bepaalde sector of regio. Bovendien is het aantal objecten binnen een fonds vaak beperkt. De categorie diversifieert goed in de context van de totale beleggingsportefeuille.

	7. Inflatiehedge	Over kortere tot middellange perioden (één maand tot vijf jaar) is er vrijwel geen verband tussen vastgoedaandelen en inflatie, op de lange termijn (tien jaar) is er wel sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt.
		Voor niet-beursgenoteerd vastgoed waarbij sprake is van beperkte leverage en lange termijn huurcontracten, met huren die contractueel verhoogd mogen worden met de inflatie, kan voor wat betreft het directe rendement een goede inflatiehedge verwacht worden. Bij een breed gespreide portefeuille zal dit minder het geval zijn. Bovendien ligt de relatie tussen de waardeontwikkeling van vastgoed en inflatie gecompliceerder. Stijgende inflatie leidt op korte termijn eerder tot waardedaling en pas op langere termijn tot nominale waardestijging.
	8. ESG	ESG speelt inmiddels een belangrijke en niet meer weg te denken rol bij vastgoed. Er is steeds meer mogelijk doordat meer data, tools en standaarden beschikbaar zijn door technologische ontwikkelingen en een toenemend aanbod aan fondsen met een ESG-focus.
	9. Productbeschikbaarheid	De beschikbaarheid van beleggingsvehicles voor beursgenoteerd vastgoed is goed. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed zijn er minder maar nog ruim voldoende opties beschikbaar.
	10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit voor beursgenoteerd vastgoed is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark, met name bij actief beheer. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed ligt de monitoringscapaciteit veel hoger. Ook speelt het vraagstuk van (onafhankelijke) waardering, hoewel het taxatiebeleid van de fondsbeheerder hier aan tegemoet kan komen.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.

Eindoordeel	<p>Niet-beursgenoteerd vastgoed is passend bij de beleggingsovertuigingen. Het levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten, hetgeen aansluit op de verwachte pensioenuitkeringen. Doordat huren veelal gekoppeld zijn aan inflatie kan ook aan de reële ambitie tegemoet worden gekomen. Het is bovendien een illiquide categorie waar een extra rendement van wordt verwacht. Het diversifieert goed ten opzichte van aandelen en obligaties.</p> <p>Beursgenoteerd vastgoed gedraagt zich erg als aandelen. De onderliggende risicopremie vinden wij interessant. De fund-of-fundsstructuur die veelal bij internationaal niet-beursgenoteerd vastgoed voorkomt is niet passend bij onze criteria, met name door gebrekkige transparantie en hoge kosten. Beursgenoteerd vastgoed kan een welkome aanvulling zijn om exposure te bereiken.</p>
--------------------	---

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Beleggen in vastgoed biedt de meeste toegevoegde waarde wanneer dit gebeurt via directe investeringen, dus in niet-beursgenoteerd vastgoed. Waar vastgoedaandelen hoog gecorreleerd zijn met de “gewone” aandelenportefeuille, vertoont een allocatie naar niet-beursgenoteerd vastgoed, vooral in tijden van stress, veelal ander gedrag en biedt daarmee dus meer diversificatievoordelen. Daarnaast meent het fonds dat er een illiquiditeitspremie bestaat voor niet-beursgenoteerd vastgoed. Om de liquiditeit te kunnen blijven waarborgen, zowel binnen de vastgoedportefeuille als binnen de totale beleggingsportefeuille wil het fonds de portefeuille daarnaast wel aanvullen met beursgenoteerd vastgoed.

Het fonds meent dat voldoende spreiding van belang is. Dit geldt niet alleen voor de totale beleggingsportefeuille maar ook binnen de verschillende beleggingscategorieën. Uitgangspunt voor de vastgoedportefeuille is daarom om deze wereldwijd te beleggen. De governance van een niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille vergt echter veel meer van het bestuur dan van meer liquide onderdelen van de beleggingsportefeuille. Het fonds voelt zich comfortabel bij het opnemen van Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed als basis voor de vastgoedportefeuille. Verdere diversificatie kan worden verkregen door de beursgenoteerde vastgoedportefeuille wereldwijd te spreiden.

Behalve de regionale spreiding is ook de spreiding naar sectoren van belang. Het fonds meent dat de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille gespreid moet worden naar een viertal sectoren:

- Woningen
- Winkels
- Kantoren
- Zorgvastgoed

In beginsel volgt het fonds voor de sectorallocatie de Nederlandse vastgoedmarkt. Woningen hebben het grootste aanbod in beleggingsfondsen, betreft de grootste beschikbare vastgoedsector en is een stabiele corebelegging. Winkels betreft een uitdagende sector. Gezien de (zeer) beperkte beschikbaarheid van goed winkelvastgoed en dus het risico om in minder rendabel winkelvastgoed terecht te komen is een allocatie in lijn of iets lager dan volgens de markt voldoende. Omdat Nederlands logistiek niet beschikbaar is in een institutioneel fonds, ziet het fonds af van een allocatie naar deze sector. Ook in industrieel vastgoed zal het fonds geen aparte allocatie opnemen. Kantoren zijn bij uitstek een cyclische sector waarbij een beperkt aanbod van institutionele beleggingsfondsen beschikbaar is. Gezien de hogere volatiliteit van deze sector wordt geen al te grote allocatie opgenomen.

Demografische trends en MVB-overwegingen maken de zorgsector een aantrekkelijke sector. Door de beperkte beschikbaarheid van zorgvastgoed houdt het fonds de beoogde allocatie relatief laag.

Alles samennemende stelt het fonds zich ten doel 65% van de vastgoedportefeuille in te richten met investeringen in Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% in wereldwijd beursgenoteerd vastgoed, om zo optimaal te kunnen profiteren van de specifieke eigenschappen van investeringen in vastgoed in het algemeen en niet-beursgenoteerd vastgoed in het bijzonder. Op die manier kan het fonds voldoende liquiditeit, spreiding en controle en overzicht houden. De doelallocatie binnen de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille is 60% naar woningen, 15% naar zowel winkels als kantoren en 10% naar zorgvastgoed.

Keuze benchmark

Voor de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille geldt dat de eigenschappen van een dergelijke illiquide portefeuille dermate specifiek zijn, dat het lastig, zo niet onmogelijk, is een representatieve strategische benchmark te identificeren. Voor dit deel van de portefeuille zal daarom strategisch het benchmarkrendement gelijk zijn aan het portefeuillerendement. Dat wordt dan tevens gebruikt voor de z-score. De manager(s) van de onderliggende subportefeuilles worden beoordeeld versus de corresponderende MSCI (voorheen ROZ IPD) sectorindices. Dit zijn de meest gehanteerde benchmarks voor Nederlands vastgoed.

Voor de beursgenoteerde vastgoedportefeuille zijn meerdere wereldwijd gespreide indices voorhanden die kunnen dienen als strategische benchmark. De meest gehanteerde index voor wereldwijd internationaal vastgoed is de FTSE EPRA/NAREIT. Dit is een zeer liquide en goed investeerbare index waarvan verschillende varianten voorhanden zijn.

Het fonds kiest voor de FTSE EPRA/NAREIT Developed NR Index als benchmark. In tegenstelling tot de, ook beschikbare, Global variant bevat de Developed variant geen allocaties naar opkomende markten. Hoewel daarmee de spreiding dus iets minder groot is, verschillen de resultaten van beide indices nauwelijks ten aanzien van rendement en risico. De kosten voor het beheer worden hoger wanneer niet alleen in ontwikkelde maar ook in opkomende markten wordt belegd. Daarmee is de keuze voor de Developed variant goed te rechtvaardigen.

Het beleid dat aandelenbeleggingen in andere ontwikkeldemarktenvaluta's dan de euro niet afgedekt worden, geldt ook voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille van het fonds.

De resulterende index die gehanteerd wordt als benchmark is daarmee de FTSE EPRA/NAREIT Custom Developed NR Index (EUR hedged).

Actief/passief

Het beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed wordt per definitie uitgevoerd door middel van actief beheer.

Voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille is de keuze voor een passief mandaat het meest passend. Dit brengt (aanzienlijk) lagere kosten met zich mee, zowel wat betreft management fee als transactiekosten. De verwachting dat actief beleid waarde zou kunnen toevoegen wordt voor deze portefeuille door het fonds als niet heel waarschijnlijk gezien. Indien integratie van maatschappelijk verantwoord beleggen echter eenvoudiger en/of eerder mogelijk wordt voor deze portefeuille, tegen acceptabele kosten, kan actief beheer worden overwogen.

Beleggingsvehikel

Het verdient de voorkeur om te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed via een fonds om zo voldoende diversificatie en liquiditeit te kunnen waarborgen. De allocatie is van onvoldoende omvang om dit via een discretionair mandaat uit te laten voeren. Het fonds kiest daarbij voor open-endfondsen.

Ook voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille heeft een fonds de voorkeur. Vanwege de keuze voor een passief mandaat moet dit zeer goed mogelijk zijn. Zo kan bespaard worden op beheerkosten en kan bovendien geprofiteerd worden van vrijstelling van 21% BTW over de beheerkosten.

Een verregaand en bij het fonds passend duurzaamheidsbeleid geldt als vereiste voor investeringen in nieuwe fondsen.

Gewenste richtlijnen en restricties

De volgende richtlijnen en restricties gelden als uitgangspunt voor beleggingen in vastgoed:

Tabel C4: Richtlijnen en restricties voor de vastgoedfondsen

	Niet-beursgenoteerd vastgoed	Beursgenoteerd vastgoed
Universum	Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed	Beursgenoteerde vastgoedaandelen uit ontwikkelde markten
Sectorverdeling	<ul style="list-style-type: none"> - Woningen (50-70%) - Winkels (10-20%) - Kantoren (10-20%) - Zorgvastgoed (5-15%) 	Volgens de FTSE EPRA/NAREIT Custom Developed NR Index (EUR hedged)
Subsectorverdeling	Ten aanzien van woningen moet het fonds zich focussen op woningen in het middeldure huursegment (vanaf de liberalisatiegrens tot ongeveer €1200)	Niet van toepassing
Beoogd aantal beleggingsregels	<ul style="list-style-type: none"> - Portefeuille 5-7 - Woningen 2-4 - Winkels 1-2 - Kantoren 2 - Zorgvastgoed 1 	Niet van toepassing
Regioverdeling	Niet van toepassing	Ontwikkelde markten, marktwaardegewogen
Risicoprofiel	<ul style="list-style-type: none"> - Core (80-100%) - Value add (0-20%) - Opportunistic (0%) 	Volgens brede benchmark, geen specifieke stijltits, off-benchmarkbeleggingen niet toegestaan
Maximale leverage op portefeuilleniveau	30% (doel <20%) (alleen toegestaan voor voorfinanciering)	Niet van toepassing
Maximale leverage op fondsniveau	40% (doel <30%) (alleen toegestaan voor voorfinanciering)	Niet toegestaan
Kosten	Marktconform en in voldoende mate in verhouding tot het verwachte rendement	Maximale beheerfee van 0,1%
Duurzaamheid	Deelname aan GRESB vereist	Deelname aan GRESB gewenst
Maximale tracking error	Niet van toepassing	1,0%

Euro staatsobligaties

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Euro staatsobligaties hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers uitermate goed aan bij de verwachte pensioenuitkeringen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Dit geldt in het bijzonder voor Euro staatsobligaties van landen met een hoge kredietwaardigheid (kernlanden zoals Duitsland en Nederland). Bij Euro staatsobligaties van landen met een lagere kredietwaardigheid (niet-kernlanden zoals Italië en Spanje) is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op Euro staatsobligaties is voor de landen met een hoge kredietwaardigheid (kernlanden) min of meer gelijk aan het risicovrije rendement, vanwege het vrijwel risicoloze karakter van de staatsobligaties van deze landen. Bij Euro staatsobligaties van landen met een lagere kredietwaardigheid (niet-kernlanden) is er sprake van een risicopremie voor het kredietrisico dat op deze landen wordt gelopen.

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

Gemiddeld kan worden uitgegaan van een risicopremie op de lange termijn¹⁶ van 0,5% voor Euro staatsobligaties, dat wil zeggen 0,0% voor de meer kredietwaardige Euro staatsobligaties en 1,0% voor Euro staatsobligaties in de periferie, en 0,4% voor langlopende Euro staatsobligaties.

Beschrijving risico's

De risico's voor Euro staatsobligaties zijn zeer beperkt. De waardering zal hoofdzakelijk fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente, daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico.

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

De liquiditeit van de beleggingscategorie Euro staatsobligaties is bijzonder hoog.

¹⁶ Ten opzichte van de tienjaarsrente.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Euro staatsobligaties worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Voor passief beheer zijn bij Euro staatsobligaties beheerfees mogelijk van minder dan 0,1% (tot enkele basispunten). Voor actief beheer liggen de beheerfees eerder tussen de 0,1% en 0,3%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer en bij 'buy-and-maintain', hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (respectievelijk lager risicoprofiel). De transactiekosten worden ingeschat op slechts één basispunt, de laagste van alle categorieën.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C5: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Staatsobligaties zijn zeer risicoarm en sluiten goed aan op de verwachte pensioenuitkeringen. Het beperkte kredietrisico op staatsobligaties uitgegeven door non-corelanden levert een extra rendement.
	2. Lange termijn beleggen loont	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk. Er worden ook staatsobligaties met langere looptijd uitgegeven.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	Staatsobligaties zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met in het algemeen zeer beperkt kredietrisico.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	De onderdelen van het MVB-beleid van het fonds betreffen voornamelijk ondernemingen. Beleggingen in staatsobligaties zijn daarmee niet in tegenspraak met het beleid. Mogelijkheden om actief ESG-criteria op overheden toe te passen zijn beperkt. Eventueel kan een ESG-gewogen benchmark worden gehanteerd.
Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement op Euro staatsobligaties van kernlanden is in het algemeen bijzonder laag. Dit is in lijn met het vrijwel risicoloze karakter van deze categorie.
		Het rendement op Euro staatsobligaties van niet-kernlanden ligt vanwege de risicopremie voor het kredietrisico hoger dan op kernlanden.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement van kernlanden is laag.
		De volatiliteit van het rendement van niet-kernlanden is wat hoger dan van kernlanden.

3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van staatsobligaties laag. Ook zijn dan de transactiekosten beperkt. Actief beheer is iets duurder. Dit geldt ook voor de transactiekosten hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het verwachte extra rendement.
4. Liquiditeit	Staatsobligaties niet-kernlanden zijn een liquide beleggingscategorie. Alleen in tijden van zeer grote marktonrust (zoals in maart 2020) wordt het moeilijk(er) om transacties uit te voeren.
5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft alle subcriteria scoren Euro staatsobligaties goed.
6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen en looptijden. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Met name bij onrust in de financiële markten worden staatsobligaties van kernlanden met een zeer hoge kredietwaardigheid als veilige haven gezien.
7. Inflatiehedge	Nominale staatsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Inflatiegeïndexeerde obligaties bieden wel bescherming tegen inflatie, daar staat echter een (nog) lager reëel rendement tegenover.
	Non-core Euro staatsobligaties leveren een iets betere inflatiehedge door het hogere verwacht rendement.
8. ESG	Voor overheden is weinig ESG-data voorhanden. Het geringe aantal emittenten in de markt beperkt de ESG-mogelijkheden.
9. Productbeschikbaarheid	De beschikbaarheid van zowel core- als non-core Euro staatsobligaties is goed.
10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark respectievelijk om gebruik te maken van derivaten.

	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	Euro staatsobligaties scoren goed op bijna alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het rendement is weliswaar laag, maar daar staat veel zekerheid tegenover. Ze sluiten zeer goed aan bij de verwachte pensioenuitkeringen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

De categorie Europese staatsobligaties wordt binnen de beleggingsportefeuille van het fonds onderverdeeld in twee subportefeuilles:

1. Europa Euro (long)
2. Europa Euro

De eerste is belegd via een discretionaire portefeuille en is bedoeld voor matching van de verwachte pensioenuitkeringen en wordt ook gebruikt om de onderpandverplichtingen van het fonds na te komen. De tweede is een fondsbelegging waarin korter lopende obligaties worden opgenomen van zowel kern- als periferielanden.

Keuze benchmark

Voor de weging van de diverse landen binnen de portefeuille is het voor staatsobligaties niet logisch om voor weging naar marktwaarde te kiezen, zoals bij aandelen als meest neutraal wordt gezien. Immers hoe meer staatsobligaties een land uitgeeft, dus hoe meer schuld het heeft uitstaan, hoe hoger de weging in de portefeuille zou zijn. Het fonds geeft daarom voor de Europa Europortefeuille de voorkeur aan een onderverdeling naar BBP (bruto binnenlandsproduct). Daarnaast is gekozen voor een vaste verhouding van de meest kredietwaardige eurolanden (met een rating van AA of hoger) ten opzichte van eurolanden met een lagere rating dan AA, maar hoger dan BB, van 80/20.

De resulterende index die als benchmark wordt gehanteerd is een combinatie van de Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury index Core en de Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury index non-Core. Core (of kern-)landen zijn landen die de euro als wettig betaalmiddel hebben en die een AAA-AA (zeer kredietwaardig) rating hebben. De non-core (of niet-kern-)landen hebben een A-BBB rating.

Concreet resulteert dit in zeven overheden voor de core-landen: Duitsland, Nederland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk, België en Ierland, waarvan de eerst drie landen over de hoogste rating (AAA) beschikken. Ierland behoorde voorheen tot de niet-kernlanden, maar beschikt sinds april 2023 over een AA-rating van zowel Standard & Poor's als van Moody's. De non-corelanden bestaan uit: Slovenië, Slowakije, Litouwen, Malta, Spanje, Letland, Portugal, Italië en Cyprus.

In de Europa Euro (long)portefeuille wil het fonds alleen staatsobligaties opnemen uit Nederland, Duitsland en Frankrijk. Deze bieden ruim voldoende liquiditeit en kennen een hoge kredietwaardigheid. Daardoor kan deze portefeuille goed als onderpand worden

ingezet. Vanwege concentratierisico is gekozen voor een gelijke verdeling. De gehanteerde benchmark is derhalve als volgt samengesteld:

1/3 Bloomberg Euro Treasury Duitsland 10+jr + 1/3 Bloomberg Euro Treasury Frankrijk 10+jr + 1/3 Bloomberg Euro Treasury Nederland 10+jr

Actief/passief

Gegeven de doelstelling en aard van de Europese staatsobligatieportefeuilles is het uitgangspunt dat deze mandaten passief moeten worden beheerd. Een allocatie naar een actief beheerd mandaat kan worden geaccepteerd indien aannemelijk kan worden gemaakt dat binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG de voordelen duidelijk opwegen tegen de nadelen.

Beleggingsvehikel

Voor de Europa Europortefeuille is het goed mogelijk een passend fonds te selecteren zodat geprofiteerd kan worden van schaal- en belastingvoordelen. De Europa Euro (long)portefeuille heeft wat meer specifieke vereisten waardoor een discretionair mandaat passender is.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C6 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de twee subportefeuilles bij voorkeur moeten voldoen.

Tabel C6: Gewenste restricties voor de euro staatsobligatieportefeuilles

	Euro Core	Euro (long)
Universum ¹⁷	In euro genoteerde staatsobligaties van landen in de eurozone met een kredietwaardigheid van BB of hoger en beperkte off-benchmarkposities	In euro genoteerde staatsobligaties van Nederland, Duitsland en Frankrijk en beperkte off-benchmarkposities
Minimale allocatie naar staatsobligaties	95%	90%
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 1 jaar	+/- 1 jaar
Minimale kredietwaardigheid	Binnen benchmark BB Buiten benchmark BBB	AA-
Maximum landengewicht vs benchmark	AAA en AA +/- 15% per land A en BB +/- 10% per land	NL/FR/DLD +/- 15% per land Overig +/-5% per land

¹⁷ *Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:*

- *Inflatiegerelateerde staatsobligaties*
- *Obligaties van overheidsgerelateerde instellingen/supranationale instellingen*
- *Covered bonds*
- *Liquiditeiten/liquiditeitsfondsen/floating rate notes/geldmarktfondsen*
- *Staatsobligaties van zeer kredietwaardige niet-eurolanden (VK, VS, Canada, Australië)*
- *Rentederivaten, credit default swaps*

Maximum gewicht EU-leningen	5%	5%
Maximum gewicht per niet-staatsleingen emittent (niet zijnde EU leningen)	3%	1% (3% voor SSA-leningen)
Toegestane tracking error	1,75%	1,0%

Global Credits

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Global Credits hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers goed aan bij de verwachte pensioenuitkeringen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een kredietwaardigheid die zich in het investment grade gebied bevindt (BBB- en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Ten aanzien van credits in andere valuta's dan de euro, geldt dat het valutarisico afgedekt dient te worden om te zorgen voor aansluiting met de verwachte pensioenuitkeringen die immers in euro's luiden.

Rendement

Het rendement op Global Credits is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch onzekerdere tijden zal de opslag hoger zijn. Gemiddeld kan nu uitgegaan worden van een risicopremie van iets onder de 1,0%.

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

Voor credits in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor Global Credits zijn beperkt. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente, daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en emittenten. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark (ca. 9.000) is het concentratierisico verwaarloosbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Ten tijde van onrust op de financiële markten echter kunnen spreads stijgen, waardoor deze categorie tijdelijk minder diversificatie biedt.

De liquiditeit van de beleggingscategorie Global Credits is hoog.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Global Credits worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Voor passief beheer zijn bij Global Credits beheerfees van slechts enkele basispunten mogelijk. Voor actief beheer schatten wij de gemiddelde beheerfee in op circa 30 bps (met een bandbreedte van 15-40 bps). Ook zullen de transactie kosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (respectievelijk lager risicoprofiel). De bid-ask spread binnen credits bedraagt circa 20-30 bps.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C7: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	De risicopremie compenseert het beperkte kredietrisico ruimschoots.
	2. Lange termijn beleggen loont	Er zijn global credits beschikbaar met looptijden van 20, 30, 30 en soms zelf 100 jaar.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	Het zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. Ze worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het MVB-beleid van het fonds kan worden toegepast op Global Credits. Naast engagement en uitsluitingen bestaat er de mogelijkheid om bedrijven die beter presteren op de specifieke ESG-speerpunten een hoger gewicht te geven en bedrijven die slecht scoren een lager gewicht of niet in portefeuille op te nemen.
Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement op Credits is vrij laag, hoewel er nog wel sprake is van een redelijke risicopremie. Voor Amerikaanse Credits ligt het rendement hoger, vanwege de hogere risicovrije rente en de veelal langere gemiddelde looptijd. Bij afdekken van het valutarisico verdwijnt dit verschil.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is laag. Voor Amerikaanse Credits waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt ligt dit beduidend hoger.
	3. Kosten	Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer laag en de transactiekosten beperkt. Bij actief beheer is de verwachting dat de hogere kosten goed worden gemaakt door het extra rendement.
	4. Liquiditeit	Dit is een liquide beleggingscategorie.

	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft alle subcriteria scoren Global Credits goed.
	6. Diversificatie	Binnen de categorie kan eenvoudig worden gespreid over subcategorieën, rating-categorieën, sectoren en uitgevende bedrijven. Doordat de risicovrije component doorgaans het karakter van Global Credits overheerst is sprake van een hoge correlatie met staatsobligaties en een lage correlatie met aandelen.
	7. Inflatiehedge	Nominale Global Credits bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zie bieden echter geen bescherming tegen onverwachte inflatie. Daarom bevatten nominale rentes tevens een inflatie-onzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is de correlatie met inflatie daardoor negatief en pas op de lange termijn positief wanneer coupons van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatiepeil.
	8. ESG	Deze beleggingscategorie leent zich behoorlijk goed voor het implementeren van een MVB-beleid.
	9. Productbeschikbaarheid	Er kan gemakkelijk in Global Credits worden belegd via diverse beleggingsvehicules.
	10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over ratingcategoriën) respectievelijk om gebruik te maken van derivaten.
	11. Specifieke criteria (geen out-performance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	Global Credits scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is iets hoger dan dat op staatsobligaties, maar daar staat een wat hoger rendement tegenover. Er is een goede aansluiting op de verwachte pensioenuitkeringen, terwijl de risicopremie bijdraagt aan de (reële) ambities. Liquiditeit is hoog, er kan tegen lage kosten in belegd worden, en een brede spreiding kan eenvoudig bereikt worden.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

De beleggingscategorie Global Credits kan zeer goed ingericht worden in een enkele portefeuille, het is niet nodig een onderverdeling naar bijvoorbeeld regio's te maken. Wel maakt het fonds een eigen keuze in de onderverdeling van de regio's binnen de portefeuille (zie keuze benchmark). Maatschappelijk verantwoord beleggen wordt geïntegreerd door het nastreven van specifieke doelstellingen (zie richtlijnen) ten aanzien van ESG-factoren.

Keuze benchmark

Voor deze beleggingscategorie is de naar marktwaarde gewogen Bloomberg Aggregate Credit Index de meest gebruikelijke keuze als benchmark. De wereldwijde variant hiervan bestaat (per 16 april 2024) voor 67,6% uit credits genoteerd in Amerikaanse dollars, voor 23,5% uit eurocredits en 9,0% uit credits in elf overige valuta's (voornamelijk Britse pond en Canadese dollar). Omdat credits onderdeel uitmaken van de matchportefeuille is het logisch om een significante exposure naar credits genoteerd in euro aan te houden. Tegelijkertijd is vanuit het oogpunt van diversificatie een brede spreiding van de creditportefeuille wenselijk. Door ook USD credits op te nemen wordt een veel groter deel van het credituniversum aangeboord dan wanneer alleen in eurocredits zou worden belegd. Door het valutarisico daarvan af te dekken, wordt een adequate correlatie met de verwachte pensioenuitkeringen behouden. Het vervolgens ook opnemen van credits in overige valuta's zou tot weinig additionele spreiding leiden, terwijl het afdekken van het valutarisico van de dertien additionele valuta's extra complexiteit en kosten met zich zou brengen. Het fonds heeft daarom een afweging gemaakt tussen enerzijds de rol van credits als matchingcategorie en anderzijds de wens tot brede spreiding wat resulteert in de keuze voor de volgende samengestelde index:

50% Bloomberg US Aggregate Credit Index + 50% Bloomberg Euro Aggregate Credit Total Return Index (100% afgedekt naar euro)

Daarbij kiest het fonds ervoor om binnen bepaalde bandbreedtes de gemiddelde duration en credit rating van de benchmark te volgen.

Met de keuze voor deze benchmark wordt bijna 90% van het universum van de wereldwijde index gecovered. De rest bestaat uit obligaties in andere valuta's. Met ongeveer 9000 uitgaven in deze index is spreiding in voldoende mate gegarandeerd.

Actief/passief

Het fonds vindt het acceptabel dat de Global-Creditsportefeuille beperkt actief wordt beheerd. Dit heeft de voorkeur omdat bij passief beheer stukken moeten verkocht wanneer deze door economische ontwikkelingen buiten de benchmark vallen. Dit geldt echter op dat moment voor veel fondsen waardoor dit zeer ongunstig kan uitpakken. Bij actief beheer kan veel beter op een dergelijke situatie worden ingespeeld. Bovendien kunnen hierdoor onze specifieke ESG-criteria beter worden meegenomen zonder in te hoeven leveren op de outperformancedoelstelling.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdient een beleggingsfonds de voorkeur boven een discretionair mandaat, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven. Een discretionair mandaat biedt echter meer vrijheid in het implementeren van eigen restricties op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C8 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de Global-Creditsportefeuille bij voorkeur moet voldoen.

Tabel C8: Gewenste richtlijnen en restricties voor de Global-Creditsportefeuille

	Global Credits
Universum ¹⁸	Investment-grade-obligaties in euro en Amerikaanse dollar en beperkte posities in niet-investment-grade-obligaties en effecten in andere valuta
Regioverdeling	50% Europa 50% Verenigde Staten
Strategie	- Een hogere ESG totaalscore dan de benchmark - Een lagere carbon footprint dan de benchmark - Een hogere score op zowel de Sociale als de Governance-score dan de benchmark
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de duratie van de benchmark)	+/- 1 jaar
Minimale kredietwaardigheid	B-
Maximaal percentage belegd met een rating lager dan BBB-	2,5%
Maximum regiogewicht vs benchmark	+/- 15%
Maximale afwijking van de ratingcategorie vs benchmark	+/-15%
Maximale sectorafwijking vs benchmark	Corporates ¹⁹ +10% (geen minimum) Financiële instellingen 10% Non-corporates: 15%
Toegestane tracking error	1,5%

¹⁸ Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:

- Beperkte posities in niet-investment grade bedrijfsobligaties en in andere valuta's;
- Staatsobligaties, covered bonds, floating rate notes en commercial paper;
- Beperkte posities in cash, geldmarktfondsen en overnightdeposito's.

¹⁹ De categorie corporates bestaat uit de sectoren industrials, utilities en financial institutions.

Green en Social Bonds

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Green en Social Bonds zijn obligaties waarvoor geldt dat met de gelden aantoonbaar en meetbaar respectievelijk milieuwinst moet worden gemaakt (in geval van Green Bonds), of een specifiek sociaal doel moet worden behaald (in geval van Social Bonds). Ze hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorieën sluiten goed aan bij de verwachte pensioenuitkeringen: er is immers sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een kredietwaardigheid die zich in het investment grade gebied bevindt (Baa3 en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Ten aanzien van Green en Social Bonds in andere valuta's dan de euro, geldt dat het valutarisico afgedekt dient te worden om te zorgen voor aansluiting met de verwachte pensioenuitkeringen die immers in euro's luiden.

Rendement

Het rendement op Green en Social Bonds is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch onzekerdere tijden zal de opslag hoger zijn. Een relatief groot deel van het universum bestaat uit de staats gerelateerde bonds, de zogenaamde SSA's: Supranationals, overheidsgegarandeerde instellingen, lokale overheden en/of agencies. Het risico op de SSA's is nagenoeg gelijk aan dat van staatsobligaties.

Door het beperktere aanbod en de gemiddeld hogere kredietwaardigheid van Green en Social Bonds door o.a. het relatief grote aandeel SSA's is de risicopremie lager dan die van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties en ligt medio 2021 rond de 0,6%. De risicopremie voor Green Bonds en Social Bonds is echter nagenoeg gelijk aan die van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, wanneer gecorrigeerd wordt voor rating en looptijd.

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

Voor obligaties in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor Green en Social Bonds zijn beperkt. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente, daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico.

Diversificatie binnen Green en Social Bonds is door het beperktere universum minder goed dan voor hoogwaardige bedrijfsobligaties waar je beter kunt spreiden over landen, sectoren en emittenten. De categorieën diversifiëren goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen, maar er is veel overlap met reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, zowel qua emittenten als qua emissies. Ten tijde van onrust op de financiële markten kunnen spreads stijgen, waardoor Green en Social Bonds tijdelijk minder diversificatie bieden.

De liquiditeit van Green en Social Bonds is hoog.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Green en Social Bonds worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Green en Social Bonds zijn relatief nieuwe beleggingscategorieën. Voor Green Bonds zijn er passieve oplossingen beschikbaar, maar het aanbod is minder groot dan voor bijvoorbeeld reguliere bedrijfsobligaties en indices voor Green Bonds zijn minder gediversifieerd dan voor reguliere bedrijfsobligaties. De markt voor Social Bonds groeit weliswaar hard maar is nog minder goed ontwikkeld in vergelijking met Green Bonds. Passieve oplossingen voor Social Bonds zijn dan ook nog niet beschikbaar.

Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Green Bonds laag, waarbij beheerfees van 0,2% mogelijk zijn. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,4-0,5%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C9: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Het kredietrisico van Green en Social Bonds is een beloond risico.
	2. Lange termijn beleggen loont	Er zijn Green en Social Bonds beschikbaar met looptijden van 20, 30, 40 en soms zelf 100 jaar.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	Het zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. Ze worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Een extra aspect is dat de 'groene' of 'sociale' aanwending van de gelden objectief herleidbaar en toetsbaar moet zijn. Emittenten geven namelijk naast Green of Social Bonds veelal ook gewone bedrijfsobligaties uit.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	De toegevoegde waarde van Green en Social Bonds zit in de mogelijkheid om invulling te geven aan de specifieke MVB speerpunten van het fonds.

Algemene criteria	1. Rendement	Zowel het beperkte aanbod als de gemiddeld hogere kredietwaardigheid van Green en Social Bonds leiden tot een wat lager gemiddeld verwacht rendement op deze categorieën ten opzichte van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, waarvoor geldt dat het rendement, hoewel er nog wel sprake is van een redelijke risicopremie, momenteel bijzonder laag is.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is laag. Voor Amerikaanse obligaties waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt ligt dit beduidend hoger. Het kredietrisico is, door het relatief grote aandeel van supranationale instellingen, lager dan voor reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer laag en de transactiekosten beperkt. Bij actief beheer is de verwachting dat de hogere kosten goed worden gemaakt door het extra rendement.
	4. Liquiditeit	Dit is een liquide beleggingscategorie.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft alle subcriteria scoren Green en Social Bonds goed. Er geldt dat de 'groene' of sociale aanwending van de gelden objectief herleidbaar en toetsbaar moet zijn. Via het 'Green Bond Initiative' zijn twee sets handvatten en richtlijnen tot stand gekomen: de Green Bond Principles en de Social Bond Principles.
	6. Diversificatie	De diversificatie binnen Green en vooral Social Bonds is minder groot dan voor reguliere Global Credits. Voorts is er sprake van overlap met de beleggingen in reguliere Global Credits, zowel qua emittenten als emissies.
	7. Inflatiehedge	Nominale obligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Ze bieden echter geen bescherming tegen onverwachte inflatie. Daarom bevatten nominale rentes tevens een inflatie-onzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is de correlatie met inflatie daardoor negatief en pas op de lange termijn positief wanneer coupons van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatiepeil.
	8. ESG	Met Green en Social Bonds worden per definitie duurzaamheidsdoelstellingen nagestreefd.

	9. Productbeschikbaarheid	De productbeschikbaarheid is behoorlijk goed. In eerste instantie werden ze vooral uitgegeven door supranationale instellingen, maar in de afgelopen jaren is dat enorm verbreed naar overheden en bedrijven.
	10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over ratingcategoriën) respectievelijk om gebruik te maken van derivaten.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	Green en Social Bonds scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar iets hoger dan dat op staatsobligaties, maar daar staat een wat hoger rendement tegenover. Er is een goede aansluiting op de verwachte pensioenuitkeringen, terwijl de risicopremie bijdraagt aan de (reële) ambities. Liquiditeit is hoog, er kan tegen lage kosten in belegd worden, en een brede spreiding kan eenvoudig bereikt worden. Doordat een koppeling wordt gelegd met groene of sociale investeringen en projecten, kan een aantoonbare winst worden behaald op de E- en S-factor. Dit biedt een mogelijkheid om invulling te geven aan onze fondsspecifieke speerpunten.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Om in het kader van het MVB-beleid gericht invulling te geven aan het realiseren van de klimaatdoelstelling en, in lijn met het speerpunt 'bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen', de nadruk nog meer te kunnen leggen op de sociale component wordt een deel van de portefeuille gealloceerd naar Green en Social Bonds. Het fonds kiest er voor dit vorm te geven in twee aparte mandaten.

Keuze benchmark

Voor de Green-Bondsportefeuille acht het fonds de Euro Green Bonds Index van ICE BofA het meest passend vanwege lagere kosten ten opzichte van de tevens gangbare Bloomberg MSCI Index. Met een global Green-Bondsindex zou het risicoprofiel van de portefeuille toenemen. Daarnaast heeft de Euro Green Bonds Index een verhouding tussen staats/staatsgerelateerde obligaties en bedrijfsobligaties van 1:1. Een index die alleen bedrijfsobligaties omvat is momenteel nog te beperkend.

Voor de Social-Bondsportefeuille, waarvoor een geschikte index die gebruikt kan worden als benchmark vooralsnog ontbreekt, wordt geen strategische benchmark gekozen. Het portefeuille-rendement geldt daar als benchmarkrendement. De belangrijkste redenen voor deze keuze ten opzichte van een customized benchmark zijn kosten en het minimaliseren van het z-scorerisico.

Actief/passief

De Green-Bondsportefeuille wordt semi-passief beheerd. Een volledig passieve strategie zou leiden tot te veel leningen in portefeuille die over onvoldoende groene karakteristieken beschikken.

De Social-Bondsportefeuille wordt ingericht volgens een buy&maintainprincipe. Daarmee is het mogelijk de eigen MVB-richtlijnen en impactbeleid te volgen terwijl tegelijkertijd de kosten worden beperkt.

Beleggingsvehikel

Om de voor het fonds belangrijkste eisen ten aanzien van het MVB-beleid zo goed mogelijk te kunnen integreren is voor beide portefeuilles een discretionair mandaat het meest wenselijk.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C10 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan beide portefeuilles bij voorkeur moeten voldoen.

Tabel C10: Gewenste richtlijnen en restricties voor de Green- en Social-Bondsportefeuilles

	Green Bonds	Social Bonds
Universum ²⁰	<ul style="list-style-type: none">- Wereldwijde Green Bonds uitgegeven door SSA's²¹ of ondernemingen- Staatsobligaties (VS, VK, Duitsland, Frankrijk, Nederland)- ETD bond futures in EUR, USD, GBP, AUD, CAD- FX- en Forward FX-instrumenten (voor afdekkingsdoeleinden)- Cash (+/-2%)	<ul style="list-style-type: none">- Wereldwijde Social Bonds uitgegeven door SSA's of ondernemingen- Staatsobligaties (VS, VK, Duitsland, Frankrijk, Nederland)- ETD bond futures in EUR, USD, GBP, AUD, CAD- FX- en Forward FX-instrumenten (voor afdekkingsdoeleinden)- Cash (+/-5%)
Strategie	Semi-passief	Buy & maintain
Beoogde ex-ante tracking error	1%	Niet van toepassing
Minimum gewicht	SSA Green Bonds 40%	SSA Social Bonds 40%
Maximum gewicht	Per emittent van SSA 20% Per onderneming 5%	Per emittent van SSA 35% Per onderneming 5%

²⁰ Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:

- Beperkte posities in niet-investment grade bedrijfsobligaties en in andere valuta's;
- Staatsobligaties, covered bonds, floating rate notes en commercial paper;
- Beperkte posities in cash, geldmarktfondsen en overnightdeposito's.

²¹ Supranationals, overheden, overheidsgegarandeerde instellingen, lokale overheden en/of agencies.

Maximaal toegestane afwijking gewicht tov de benchmark	SSA Green Bonds +/- 20% Corporate Green Bonds +/- 20%	
Minimale kredietwaardigheid ²² (ratingdefinitie volgens Bloomberg Index-ratingmethodologie)	Baa3	Baa3
Toegestane valuta	USD, EUR, GBP, AUD, CAD, SEK, NOK, DKK	USD, EUR, GBP, AUD, CAD, SEK, NOK, DKK
Minimum omvang uitstaande lening	USD 250m EUR 250m GBP 100m AUD 100m CAD 100m SEK 1000m NOK 1000m DKK 1000m	USD 250m EUR 250m GBP 100m AUD 100m CAD 100m SEK 1000m NOK 1000m DKK 1000m
Minimale risicopremie	0,4%	0,4%

²² In geval van downgrade onder Baa3 verkoop binnen drie maanden of contact met het fonds.

High Yield

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

High Yield heeft een plek in de returnportefeuille. Er is weliswaar sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, waardoor deze categorie aansluit bij de verwachte pensioenuitkeringen, maar met een kredietwaardigheid die zich beneden het investment grade gebied bevindt (BB+ en lager) is de mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen, zodanig hoog dat dit aspect overheerst. Het gaat bij High Yield primair om de risicopremie (spread) die tegenover die onzekerheid staat en die bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op High Yield is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch slechtere onzekerder tijden zal de opslag hoger zijn. Voor alle horizonnen geldt dat het rendement op High Yield circa 2%-punt hoger was dan dat op staatsobligaties.

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

Voor High Yield in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor High Yield zijn voornamelijk gerelateerd aan de kredietwaardigheid. Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente. Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en emittenten. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark (twee- à drieduizend) is het concentratierisico goed beheersbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de minder risicovolle beleggingen zoals staatsobligaties.

De liquiditeit van de beleggingscategorie High Yield is goed.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in High Yield worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Voor passief beheer zijn bij High Yield beheerfees van 0,1-0,2% mogelijk via indexfondsen en ETF's. Voor actief beheer liggen de beheerfees eerder tussen de 0,2% en 0,6%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (respectievelijk lager risicoprofiel).

De bid-ask spread binnen High Yield ligt rond de 0,7%-punt. De jaarlijkse turnover van de index is circa 40% tot 60%. Een volledig passieve replicatie van een index zou daarmee in theorie resulteren in ongeveer 30 tot 50 basispunten aan transactiekosten per jaar. Deze kosten kunnen gemitigeerd worden via slim actief beleggen of door 'enhanced' te repliceren (bijvoorbeeld via nieuwe uitgiftes), waardoor in de praktijk de transactiekosten kunnen uitkomen op circa 25 bps voor een actieve strategie die erop gericht is om de turnover te beperken. Agressief actieve strategieën zullen gepaard gaan met kosten die nog boven de 30 tot 50 bps liggen.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C11: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	De spread op High-Yieldobligaties compenseert voor het hogere kredietrisico dat wordt gelopen.
	2. Lange termijn beleggen loont	Hoewel de meeste obligaties niet langer lopen dan tien jaar, zijn looptijden beschikbaar tot vijftientig jaar. Er is bovendien sprake van een langetermijnpremie en over tijd compenseert de spread voor het hogere risico van deze beleggingscategorie.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	High-Yieldobligaties zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het beleid van het fonds op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen betreft engagement, het uitvoeren van stemrecht, uitsluitingen, impact investing en integratie van ESG-criteria. Veel van dit beleid (engagement, uitsluitingen en integratie) kan toegepast worden op High-Yieldobligaties.
Algemene criteria	1. Rendement	Het gemiddelde rendement (yield) op (wereldwijde) High-Yieldobligaties ligt momenteel rond 7% (de optelsom van een gemiddelde spread van 6,5% en een risicovrije rente van 0,5%). Dit ligt net onder het langetermijngemiddelde van 8,5%. Op de lange termijn (vijftien jaar) hanteert CTI Global Asset Management een verwacht rendement van 2,9% voor deze categorie. Deze aanname is gebaseerd op een gemiddelde spread van 5,5% minus een verwacht verlies wegens faillissementen van ruim 3% op bedrijfsobligaties met een investment-gradebeoordeling.

	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is gemiddeld te noemen: aanzienlijk lager dan dat van aandelen, maar hoger dan van staatsobligaties en hoogwaardige bedrijfsobligaties. De verklaring voor het relatief stabiele rendement in verhouding tot aandelen is, dat de spreadcomponent en de risicovrijerente-component vaak in tegengestelde richting bewegen wat elkaar compenseert.
	3. Kosten	Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van laagwaardige bedrijfsobligaties veelal laag. Door de hoogte van de spreads kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen echter tot hoge transactiekosten leiden.
	4. Liquiditeit	High-Yieldobligaties worden publiek verhandeld, zijn vanuit een pensioenfondsperspectief een liquide categorie en vallen binnen de liquide returnportefeuille. Binnen het universum van de liquide returnportefeuille echter behoren High-Yieldobligaties tot de minder liquide instrumenten. De liquiditeit is de laatste jaren afgenomen als gevolg van regelgeving, waardoor banken minder voor eigen rekening zijn gaan handelen.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft alle subcriteria scoren High-Yieldobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. Voorts bevatten de nominale couponnen van deze categorie –net als bij staatsobligaties– een inflatieonzekerheids-premie. De operationele risico's zijn beperkt.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sub-categorieën, sectoren, ratings en over uitgevende bedrijven. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark is het concentratie-risico beperkt. In tegenstelling tot hoogwaardige bedrijfsobligaties, overheerst bij laagwaardige obligaties het spreadkarakter ten opzichte van de risicovrijerentecomponent. Zo vertoont deze categorie een correlatie van +0,75% versus aandelen, terwijl de correlatie met staatsobligaties growfweg nul is. Al met al, zorgt deze categorie binnen de beleggingsportefeuille nog wel voor diversificatie.

	7. Inflatiehedge	Nominale laagwaardige bedrijfsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief wanneer de couponnen van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatienpeil. Doordat de gemiddelde looptijd van deze categorie korter is dan die van hoogwaardige bedrijfsobligaties alsook staatsleningen, passen de couponnen zich wel sneller aan bij wijzigingen in het inflatieniveau.
	8. ESG	Op het gebied van ESG nemen de mogelijkheden toe en zijn sinds kort enkele klimaatbenchmarks beschikbaar. Het implementeren van een MVB-beleid kan gevolgen hebben voor het verwachte rendement aangezien binnen deze categorie de hogerrenderende, maar ook meer risicovolle bedrijven dan worden onderwogen of uitgesloten.
	9. Productbeschikbaarheid	Er kan eenvoudig in High-Yieldobligaties worden belegd via diverse beleggingsvehicles.
	10. Governance	De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over rating-categorieën) resp. om gebruik te maken van derivaten.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	High-Yieldobligaties scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar weer iets hoger dan dat op Global Credits, maar daar staat dan ook een weer wat hoger rendement tegenover. Door het hogere rendementsrisicoprofiel ten opzichte van Global Credits ligt de nadruk bij deze categorie meer op de bijdrage aan de (reële) ambities en minder op de nauwkeurige aansluiting van de kasstromen met die van de verwachte pensioenuitkeringen.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

De beleggingscategorie High Yield kan zeer goed ingericht worden in een enkele portefeuille, het is niet nodig een onderverdeling naar bijvoorbeeld regio's te maken.

Keuze benchmark

De twee belangrijkste aanbieders van indices voor Global High Yield, die gebruikt kunnen worden als benchmark, zijn Bloomberg en Bank of America Merrill Lynch. Er is geen groot verschil tussen beide indices. Voor deze beleggingscategorie heeft het pensioenfonds uiteindelijk gekozen voor Bloomberg, dat vrij conservatief is wat aantrekkelijk is voor een dergelijke risicovolle categorie. Het gaat dan om een aangepaste versie van gecombineerde regionale indices:

Bloomberg Capital Customized High Yield Index 60% US High Yield en 40% Pan European High Yield, BB-B non-financials (100% afgedekt naar euro)

De issuerexposure wordt gecapped op 3% per issuer om concentratierisico te beperken.

De afwijkende regionale weging (60% Amerika, 40% Europa) beperkt enerzijds het concentratierisico naar Amerika (veelal 70-80% in de naar marktkapitalisatie gewogen globale index), maar onderkent dat de meeste High-Yieldobligaties in die regio uitgegeven worden.

Achtergesteld papier van financials zijn geen typische high-yieldinstrumenten. Ze zijn veelal vervroegd aflosbaar, maar hebben lange looptijden (denk aan perpetuums). De combinatie van achtergesteldheid en lange looptijden betekent dat in perioden van stress, zoals gedurende de financiële crisis, deze instrumenten extreem volatiel worden. Gezien het atypische karakter van achtergesteld papier van financiële instellingen kiest het fonds ervoor deze buiten de benchmark te houden.

Een beperking tot BB en B betekent dat de laagste kredietwaardigheidsklassen, CCC en lager, niet wordt opgenomen wat resulteert in een kredietwaardiger portefeuille met bovendien een betere risico/rendementsverhouding. De maximale weging per emittent van 3% tenslotte, beperkt het concentratierisico naar individuele emittenten.

De omvang van hetgeen door de keuze voor deze index als benchmark wordt uitgesloten varieert over de tijd. Bijvoorbeeld obligaties met een creditrating van CCC en obligaties uit de regio Azië maken momenteel (medio 2018) respectievelijk ongeveer 10% en minder dan 10% van de benchmark uit.

Actief/passief

Voor deze beleggingscategorie zijn geen goede passieve trackers voorhanden. Dit is een gevolg van het grote universum met de nodige turnover en de beperkte liquiditeit van een deel van de markt. Passief beleid zou daarom tot gegarandeerde underperformance leiden. Het fonds vindt het daarom acceptabel dat de high-yieldportefeuille actief wordt beheerd. Binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG, meent het fonds dat het mogelijk is om minimaal de beheerkosten te kunnen compenseren en zelfs waarde toe te voegen. Daarnaast kan met actief beheer beter worden ingespeeld op economische veranderingen die nadelig zouden kunnen uitpakken voor de portefeuille.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdient een beleggingsfonds de voorkeur boven een discretionair mandaat, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C12 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de High-Yieldportefeuille bij voorkeur moet voldoen.

Tabel C12: Gewenste richtlijnen en restricties voor de High-Yieldportefeuille

	High Yield
Universum	Europese (in euro of Britse ponden) en Amerikaanse High-Yieldobligaties en beperkte posities in High-Yieldpapier uitgegeven door ondernemingen met valuta in OECD-landen (anders dan EUR, USD en GBP)
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 2 jaar
Minimale kredietwaardigheid	Maximaal 15% van NAV in High-Yieldpapier met rating onder B- Maximaal 15% van NAV in unrated bonds
Minimaal aantal issuers	75 (maximum gewicht per issuer 5%)
Maximale allocatie naar off-benchmarkcategorieën ²³	30%
Maximale allocatie in cash, liquiditeiten en geldmarktfonds en AAA-staatsobligaties	10%
Maximale sectorafwijking vs bm	20%
Toegestane tracking error	6,0%

²³ Onder off-benchmarkcategorieën vallen onder meer obligaties die minder dan een jaar lopen of die nog geen rating hebben.

Emerging Market Debt

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Emerging market debt (EMD) heeft een plek in de returnportefeuille. Er is weliswaar sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, waardoor deze categorie aansluit bij de verwachte pensioenuitkeringen, maar met een kredietwaardigheid die zich deels binnen, deels beneden het investment-gradegebied bevindt is de mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen, zodanig hoog dat dit aspect overheerst. Het gaat bij EMD primair om de risicopremie (spread) die tegenover die onzekerheid staat en die bijdraagt aan de (reële) ambities. Bovendien is er sprake van valutarisico, hetzij op de Amerikaanse dollar in het geval van EMD hard currency, hetzij op de lokale valuta's van opkomende landen in het geval van EMD local currency. Voor zover dit valutarisico niet wordt afgedekt, is er nog minder aansluiting met de beweging van de verwachte pensioenuitkeringen.

Rendement

Het rendement op EMD is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch slechtere onzekerder tijden zal de opslag hoger zijn. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van ca. 1,8%.

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

Voor EMD zal als basis de risicovrije rente van de valuta gelden waarin deze is uitgegeven. In de praktijk zijn dit de Amerikaanse dollar en de lokale valuta's van de betreffende opkomende landen. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor EMD zijn voornamelijk gerelateerd aan de kredietwaardigheid. Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Voor EMD hard currency bevat de benchmark zo'n 71 landen (dit varieert over de tijd), voor EMD local currency bevat de benchmark ca. 20 landen (ook dit varieert over de tijd), wat het concentratierisico op zich goed beheersbaar maakt, mits er gelet wordt op de maximale weging van individuele landen. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van andere beleggingen.

De liquiditeit van de beleggingscategorie EMD is goed.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in EMD worden belegd. Het beleggen via een discretionair mandaat is echter wel operationeel zeer bewerkelijk gezien de rekeningen die in vele opkomende landen geopend en onderhouden moeten worden. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Voor passief beheer zijn bij EMD HC beheerfees van circa 3-10 bps mogelijk, afhankelijk van de omvang van het mandaat, het type product en de manager. Voor actief beheer liggen de beheerfees tussen de 35 en 63 bps. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (respectievelijk lager risicoprofiel). De transactiekosten, in de vorm van een bid-ask spread, worden ingeschat op 60 bps.

Voor passief beheer zijn bij EMD LC beheerfees mogelijk van 5-15 bps, afhankelijk van het mandaat, het type product en de manager. Voor actief beheer schatten wij de gemiddelde beheerfee in op circa 40 bps (met een bandbreedte van 25-55 bps). Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement (respectievelijk lager risicoprofiel). De bid-ask spread binnen EMD LC bedraagt circa 50 bps.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C13: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	De spread compenseert het relatief hoge kredietrisico dat wordt gelopen ruimschoots.
	2. Lange termijn beleggen loont	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk, zowel in lokale als harde valuta.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	Obligaties opkomende landen zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het is inmiddels mogelijk om ook (opkomende) landen op ESG-criteria te scoren en deze scores mee te wegen in de selectie van EMD-HC-obligaties. Ons MVB-beleid betreft engagement, het uitvoeren van stemrecht, uitsluitingen, impact investing en integratie van ESG-criteria. Veel van dit beleid betreft ondernemingen en strekt zich niet uit tot overheden. Beleggingen in EMD-LC-obligaties zijn daarmee consistent met het huidige MVB-beleid.

Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement (yield) bedraagt momenteel 2,8% op harde valuta en 3,1% op lokale valuta. Dit is vóór afdekking van het valutarisico en zonder rekening te houden met eventuele verliezen als gevolg van wanbetaling. De gemiddelde looptijd voor lokale valuta ligt lager dan voor harde valuta (duratie van circa vijf jaar en respectievelijk zeven jaar) terwijl de gemiddelde kredietwaardigheid iets hoger is (BBB respectievelijk BB+). Dit impliceert dat de risicovrije rente in de opkomende landen duidelijk hoger ligt dan in de VS, in lijn met de hogere reële groei in deze landen. Indien het valutarisico wordt afgedekt naar euro's, dan verdwijnen de verschillen in risicovrije rentes. Wat dan resteert is de risicopremie voor het kredietrisico, welke zich tussen die voor hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties in bevindt. Op de lange termijn hanteert CTI Global Asset Management een verwacht rendement van 6,5% voor harde valuta (hedged) en 3,6% voor lokale valuta. Gezien de kortere duratie en hogere kredietwaardigheid ligt het verwacht rendement voor lokale valuta onder dat van harde valuta.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement bedraagt, afhankelijk van de gekozen historische periode, zo'n 11% op jaarbasis voor harde valuta (hedged) en 8% voor lokale valuta (unhedged).
	3. Kosten	Bij passief beheer zijn fees van 0,2% en lager zeer wel mogelijk. Actief beheer is duurder, met beheerfees van 0,4% à 0,6%.
	4. Liquiditeit	Obligaties van opkomende landen zijn een liquide categorie, zij het minder liquide dan bijvoorbeeld euro staatsobligaties.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft alle subcriteria scoren obligaties opkomende markten goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. De operationele risico's zijn beperkt.

	6. Diversificatie	<p>Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Bij harde valuta bevat de index ruim zeventig landen, bij lokale valuta negentien. Bij lokale valuta is bovendien sprake van spreiding over meerdere valuta's.</p> <p>Voorts diversifieert de categorie ten opzichte van andere vastrentende beleggingen met een vergelijkbaar kredietrisico zoals hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties. Voor harde valuta (hedged) liggen deze correlaties op circa 0,6-0,7, voor lokale valuta (unhedged) op circa 0,4-0,6.</p>
	7. Inflatiehedge	<p>Nominale obligaties opkomende markten bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Het betreft hier overigens niet de Nederlandse of de euro-inflatie, maar de Amerikaanse inflatie (in het geval van harde valuta) respectievelijk de inflatie van de opkomende landen (in het geval van lokale valuta).</p>
	8. ESG	<p>Op het gebied van ESG is steeds meer mogelijk, al zijn de mogelijkheden beperkt in vergelijking met aandelen en bedrijfsobligaties (bijvoorbeeld geen klimaatbenchmarks).</p>
	9. Productbeschikbaarheid	<p>De productbeschikbaarheid voor EMD-obligaties is goed.</p>
	10. Governance	<p>De vereiste monitoringcapaciteit is beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark resp. om gebruik te maken van derivaten.</p>
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	<p>Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.</p>
Eindoordeel	<p>(Staats)obligaties van opkomende landen scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risicoprofiel ligt tussen dat van hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties in, met een bijpassend rendement, dat ook het politieke risico naar verwachting adequaat compenseert. Voor obligaties opkomende markten luidende in lokale valuta's geldt bovendien dat wordt aangesloten bij het investment belief dat lange termijn beleggen loont omdat markten met een hogere reële groei uiteindelijk ook een hoger rendement bieden (via een hogere rente).</p>	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Binnen de beleggingscategorie staatsobligaties opkomende markten maakt het fonds onderscheid tussen obligaties uitgegeven in “harde valuta” (meestal in Amerikaanse dollars, maar ook in euro, Britse ponden of Japanse yen is mogelijk), EMD HC en obligaties uitgegeven in lokale valuta, EMD LC.

Keuze benchmark

Voor de EMD-HC-portefeuille kiest het fonds de JP Morgan EMBI Global Diversified Index als benchmark. De JP Morgan EMBI Global Index is de dominante benchmark voor EMD HC, die twee varianten kent: diversified en niet-diversified. De index bestaat uit staatsleningen uit opkomende landen over de gehele wereld uitgegeven in de Amerikaanse dollar. De diversified variant beperkt de gewingen van landen met grote uitstaande schulden en reduceert zodoende het concentratierisico. Dit maakt de diversified variant vanuit het oogpunt van risicomanagement en diversificatie te prefereren boven de gewone JP Morgan EMBI Global Index. Meer dan zeventig landen maken onderdeel uit van de JP Morgan EMBI Global diversified Index, waarbij er een maximum geldt van 10% per land.

De gemiddelde EMD-HC-obligatie in de JP Morgan EMBI Global Diversified Index (per 24 april 2024) heeft een BB1 credit rating, een ‘yield’ van 7,75% en een spread van 3,4% ten opzichte van Amerikaanse staatsobligaties, een looptijd en duratie van respectievelijk 11,5 en 6,6 jaar, en een marktwaarde van €712 miljoen.

Voor de EMD-LC-portefeuille kiest het fonds de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index als benchmark. De JP Morgan GBI-EM Global Index is de dominante benchmark voor EMD LC, die twee varianten kent: diversified en niet-diversified.. De index bestaat uit staatsleningen uit opkomende landen over de gehele wereld uitgegeven in de eigen, lokale valuta’s van de betreffende landen. De diversified variant beperkt de gewingen van landen met grote uitstaande schulden en reduceert zodoende het concentratierisico. Dit maakt de diversified variant vanuit het oogpunt van risicomanagement en diversificatie te prefereren boven de gewone JP Morgan GBI-EM Global Index.

De gemiddelde EMD-LC-obligatie in de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index(per 9 oktober 2023) heeft een BAA1/BBB+ credit rating, een ‘yield’ van 6.9%, een looptijd en duratie van respectievelijk 7,1 en 4,9 jaar, en een marktwaarde van €4,1 miljard. De wereldwijde markt voor EMD LC overheidsobligaties kent een omvang van omgerekend circa USD 1457 miljard (op basis van de JP Morgan index) met 346 individuele obligaties uit twintig verschillende landen.

Er is voor EMD gekozen voor een beperking van concentratierisico door middel van een maximum gewing per land van 5% resp. 10% in de benchmark en niet door te kiezen voor gewing op basis van GDP zoals voor Euro staatsobligaties. Dit sluit aan bij wat gebruikelijk is in de markt voor deze categorie. GDP is bovendien notoir onbetrouwbaar voor EM.

Alle voor buitenlandse beleggers toegankelijke (en niet door sancties uitgesloten) landen worden nu in principe opgenomen in de gekozen benchmark, waarmee het hele beschikbare universum wordt bestreken

Actief/passief

Het fonds vindt het verstandig en acceptabel om de emerging-market-debt-portefeuilles actief te laten beheren. Met name voor het LC-mandaat zijn er geen goede passieve mogelijkheden voorhanden. Binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG, meent Het fonds dat het mogelijk is om minimaal de beheerkosten te kunnen compenseren en zelfs waarde toe te voegen. Daarnaast kan met actief beheer veel beter worden ingespeeld op economische veranderingen die nadelig zouden kunnen uitpakken voor de portefeuille.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdienen beleggingsfondsen de voorkeur boven een discretionaire mandaten voor deze beleggingscategorie, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C14 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de EMD subportefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel C14: Gewenste richtlijnen en restricties voor de EMD subportefeuilles

	EMD HC	EMD LC
Universum	Publieke sector overheidspapier en overheid gegarandeerd en ondernemingspapier van opkomende landen dat voor 100% in overheidshanden is gedenomineerd in USD, EUR, GBP of JPY.	Effecten van issuers die economisch verbonden zijn met opkomende markten of waarvan de performance is verbonden aan die markten, economieën of dat betalingssysteem uitgegeven in lokale valuta.
MVB-doelstellingen	<ul style="list-style-type: none"> - Hogere ESG-score dan de benchmark - Er wordt niet belegd in landen met de laagste ESG-scores - Lagere CO₂-uitstoot dan de benchmark - Uitsluiten quasi-sovereigns - Focus op beleggen in duurzame obligaties - Hogere score op de 'Freedom House Index' dan de benchmark 	Niet van toepassing
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 2 jaar	+/- 2 jaar
Maximale afwijking kredietwaardigheid vs benchmark	Investment grade: +/- 35% BB: +/- 20% <BB: +/- 10% Zonder rating: +/- 10%	Zowel beleggingen in investment grade als non-investment grade zijn toegestaan.

Maximale allocatie naar off-benchmarkcategorieën	10% in structured notes of credit linked notes	Totaal: 25% Corporates: 20% EUR/USD: 20% Overig: 10%
Maximale cashpositie	5%	10%
Toegestane leverage	5%	10%
Toegestane derivaten	Rentefutures, credit default swaps en valutaforwards	Instrumenten voor efficiënt portefeuillebeheer, afdekken en beleggingsdoelstellingen
Toegestane tracking error	6,0%	6,0%

Particuliere hypotheke

1. Karakteristieke beleggingscategorie

Matching/return

Particuliere Nederlandse hypotheke hebben een plek in de matchportefeuille. Er is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen die in euro's luiden. Bovendien zijn looptijden tot dertig jaar mogelijk. Met een kredietwaardigheid die zich in principe in het investment grade gebied bevindt (BBB- en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op hypotheke is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van de economische omstandigheden en de situatie op de vastgoedmarkt. Voorts is er sprake van een bepaalde mate van illiquiditeit wat tot een illiquiditeitspremie leidt. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van 1,3%.

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

Beschrijving risico's

De risico's voor hypotheke kunnen worden gemitigeerd. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente, daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over debiteuren, looptijden, regio's, onderliggende objecten. Tegelijkertijd is de categorie als zodanig geheel geconcentreerd in Nederland. De categorie diversifieert goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen.

De beleggingscategorie hypotheke is relatief illiquide.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als (bij voldoende omvang) via discretionaire mandaten in hypotheke worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

De managementfees voor particuliere hypotheke bedragen circa 0,2-0,3% De Total Expense Ratio (TER) bedraagt 0,3-0,4%.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C15: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Ondanks alle garanties zijn hypotheek een iets risicovoller beleggingscategorie dan staatsobligaties. De spreads zijn beperkt maar compenseren na aftrek van kosten dit grotere risico in voldoende mate.
	2. Lange termijn beleggen loont	Beleggingen in hypotheek kennen looptijden tot en met dertig jaar.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	De fundamente van hypotheek zijn eenvoudig uitlegbaar. Als beleggingscategorie stellen hypotheek wel hogere eisen aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de waardering en het risicomangement.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Hoewel bij deze categorie geen invulling kan worden gegeven aan MVB op reguliere wijze is het beleggen niet strijdig met het MVB-beleid van het fonds. Het is bijvoorbeeld mogelijk te investeren in groene hypotheek en gegeven de huidige woningmarkt kan het investeren in hypotheek maatschappelijk bijdragen.
Algemene criteria	1. Rendement	In lijn met het lage kredietrisico is het rendement op lange termijn beperkt. Ten opzichte van hoogwaardige bedrijfsobligaties is sprake van illiquiditeitspremie.
	2. Risico (financieel)	De volatiliteit is beperkt.
	3. Kosten	De management fees zijn relatief hoog.
	4. Liquiditeit	De onderliggende hypotheek worden voor langere tijd verstrekt en zijn relatief illiquide. Wel is het zo dat de fondsen waarin beleggers deelnemen veelal een maandelijkse liquiditeit kennen. In de praktijk kan dit weer tegenvallen.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	De fundamente van hypotheek zijn eenvoudig uitlegbaar.
	6. Diversificatie	Enerzijds is er sprake van enorme spreiding binnen de categorie, aangezien de fondsen duizenden individuele leningen bevatten. Anderzijds zijn de verstrekte hypotheek allemaal geconcentreerd in Nederland.

	7. Inflatiehedge	Hypotheke worden verstrekt tegen zowel vaste als variabele rentetarieven. Gemiddeld kennen hypotheke een vaste nominale rentevergoeding. Hierdoor biedt deze categorie geen bescherming tegen (onverwachte) inflatie. Pas op langere termijn mag enige correlatie verwacht worden, indien rentetarieven van nieuw verstrekte hypotheke zich aanpassen aan het inflatiepeil.
	8. ESG	Het is voor deze beleggingscategorie vrij goed mogelijk duurzaamheidseisen mee te nemen.
	9. Productbeschikbaarheid	Er zijn verschillende beheerders van Nederlandse hypothekefondsen en/of mandaten. De markt is echter niet heel groot.
	10. Governance	Als beleggingscategorie stellen hypotheke wel hogere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	Nederlandse hypotheke scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Er is aansluiting bij de verwachte pensioenuitkeringen gezien de over de tijd voorspelbare kasstromen. Het is geen ingewikkelde categorie. Ten opzichte van de andere vastrentende categorieën wordt extra rendement verwacht door de illiquiditeit van de categorie. Dit past uitstekend bij onze beleggingsovertuigingen. Spreiding over debiteuren is eenvoudig te bereiken door middel van een fondsbelegging.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Het fonds kiest ervoor om alleen in Nederlandse particuliere hypotheke te beleggen. Voorwaarde voor behoud in de portefeuille is een voldoende hoge spread ten opzichte van de risicovrije rente. Wanneer de brutospread kleiner wordt dan 1,0% vindt heroverweging plaats.

Keuze benchmark

Voor de hypothekeportefeuille geldt dat de eigenschappen van een dergelijke illiquide portefeuille dermate specifiek zijn, dat het lastig, zo niet onmogelijk, is een representatieve strategische benchmark te identificeren. Voor dit deel van de portefeuille zal daarom het benchmarkrendement gelijk zijn aan het portefeuillerendement.

Doelstelling voor beoordeling van de manager is een hoger rendement, na aftrek van kosten en na correctie voor de prijs van de risico's die worden gelopen door te beleggen in hypotheke, boven een swapindex met een duratie die vergelijkbaar is met die van de respectievelijke deelp portefeuilles:

100 basispunten op jaarbasis over de laatste vijf kalenderjaren op de Bloomberg Customized Swap Index 4-7 jaar

Actief/passief

Het beheer van een hypotheekportefeuille wordt per definitie uitgevoerd door middel van actief beheer.

Beleggingsvehikel

Het verdient de voorkeur om te beleggen in hypotheek via een fonds om zo voldoende diversificatie en liquiditeit te kunnen waarborgen. Het pensioenfonds is niet toegerust om dit via een discretionair mandaat uit te laten voeren en bovendien is de omvang van de allocatie hiervoor te beperkt.

Indien het lange termijn normgewicht van deze beleggingscategorie groter is dan 5%, heeft het bovendien de voorkeur om twee hypotheekfondsen te selecteren. Daarmee wordt het fonds minder afhankelijk van één beheerder en kunnen wachtrijen voor in- en uitredingen beter benut worden.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C16 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de hypotheekportefeuille bij voorkeur moet voldoen.

Tabel C16: Richtlijnen en restricties voor de hypotheekportefeuille

	Particuliere hypotheek
Universum	Nederlandse woning hypotheek
Maximale allocatie	Woningen in krimpregio 20% Aflossingsvrije hypotheek 50%
NHG	Minimaal 30%
LTV	Gemiddeld <90% LTV>110% kleiner dan 5%
Duratie	Het streven is de modified duration zo min mogelijk af te laten wijken van de benchmark. Het duratieprofiel sluit bij voorkeur aan bij de verwachte pensioenuitkeringen.
Spreiding	Spreiding over looptijdsegmenten/momenten van verstrekking is gewenst. De verschillende managers zijn complementair.
Minimale rating	A
Spread boven staatsobligaties met vergelijkbare rating en duratie	>1%
Gebruik derivaten	Alleen toegestaan om duratie te sturen.
Maximale lening aan één debiteur	Niet van toepassing
Maximale lening met betrekking tot één registergoed	Niet van toepassing
Target leverage	0%
Maximale leverage op subportefeuilleniveau	10% van de netto vermogenswaarde
Dividend	Uitkering in cash
Minimale omvang fonds	€500 miljoen

Waardering	Minimaal conform eisen wet- en regelgeving voor pensioenfondsen. Voorkeur voor waardering op basis van discounted cash flow (rekening houdend met prepaymentrisico) met een disconteringsvoet die aansluit bij de hypotheekrente en die niet direct door de manager te beïnvloeden is.
Minimale GRESB-score	Green star

WSW-leningen

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Algemeen

WSW-leningen zijn onderhandse leningen die worden verstrekt aan woningcorporaties in Nederland. Deze onderhandse leningen aan woningcorporaties hebben een borgstelling door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Dit betekent dat via een garantiestructuur via WSW het tegenpartijrisico van deze lening uiteindelijk wordt opgevangen door de Nederlandse overheid. De leningen zijn bestemd voor nieuwbouw, onderhoud, renovatie en verduurzaming van sociale woningbouw.

WSW-leningen zijn een illiquide beleggingscategorie en in principe dient een WSW-lening in portefeuille tot einde looptijd te worden aangehouden. Er is echter een beperkte secundaire markt ontstaan, waardoor de liquiditeit wel is toegenomen, maar de verhandelbaarheid is beduidend minder groot dan voor bijvoorbeeld bedrijfsobligaties.

Aan het WSW nemen bijna 300 Nederlandse woningcorporaties deel, hetgeen 98% van alle woningcorporaties in Nederland vertegenwoordigt. Er staan (2019) ruim 12.000 leningen met een waarborg uit met een totaalvermogen van 80 miljard euro. Dit is in institutionele termen een kleine beleggingscategorie.

Matching/return

WSW-leningen hebben een plek in de matchportefeuille. De categorie biedt leningen met looptijden van 2 t/m 50 jaar en met name de langere looptijden zijn interessant voor het afdekking van het renterisico. Tevens is er sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen.

Met een hoge kredietwaardigheid (AAA voor het WSW garantiefonds) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. WSW-leningen noteren in euro en hebben dus geen valutarisico..

WSW-leningen zijn echter geen geaccepteerd onderpand voor derivaten (bilateraal of cleared).

Rendement

Het rendement op WSW-leningen is gelijk aan het risicovrije rendement (Nederlandse staatsleningen) plus een opslag (spread) met name in verband met de illiquiditeit. Deze opslag varieert door de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. Er is - normaliter - sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

De spread voor 10-jaars WSW-leningen ten opzichte van een Nederlandse staatslening met gelijke looptijd is ca. 30 basispunten (historisch gemiddelde) en varieert tussen 15 en 50 basispunten. Voor 30-jaars WSW-leningen ligt de gemiddelde historische spread op ca. 45 basispunten met variaties tussen 35 en 70 basispunten.

Gezien de hoge rating van AAA bieden de WSW-leningen een aantrekkelijke spread ten opzichte van Nederlandse staatsleningen (en euro renteswaps).

Het verwacht bruto rendement komt daarmee uit op het rendement op Nederlandse Staatsobligaties van vergelijkbare looptijd + 30 bps en het verwacht netto rendement op het rendement op Nederlandse Staatsobligaties van vergelijkbare looptijd.

Beschrijving risico's

De risico's voor WSW-leningen zijn beperkt. Uiteindelijk is er een garantie op de leningen vanuit de Nederlandse Rijksoverheid.

De leningen worden uitgegeven door Nederlandse woningcorporaties. WSW borgt vervolgens de leningen van corporaties die een risicoscore hebben van minimaal BB-, tenminste aan de financiële ratio's van WSW voldoen en waarvan de omvang van borg kleiner of gelijk is aan €3,5 miljard.

De WSW borgstelling kent een viertrapsvangnet:

1. De solvabiliteitsbuffer en toezichtseisen van de woningcorporaties;
2. Het aanwezige risicokapitaal bij WSW (ca. €500 miljoen);
3. Obligo: opvraagbaar risicokapitaal bij woningcorporaties ter grootte van ca. €3 miljard;
4. Garantie van 50% Nederlandse gemeenten en 50% Nederlandse overheid. Via renteloze achtergestelde leningen zolang WSW niet aan de minimum kapitaalgrens voldoet. Uiteindelijk staat de Nederlandse overheid garant voor de gemeenten.

Deze borgstellingsconstructie heeft een AAA-rating.

De waardering van WSW-leningen vindt periodiek plaats tegen een WSW-rentecurve. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente c.q. spread. Er geldt een vrijstelling voor het risicobeslag uit hoogte van de kredietwaardigheid.

Diversificatie binnen WSW-leningen is beperkt. Aanbieders beperken zich tot Nederlandse woningcorporaties en derhalve is er alleen sprake van spreiding naar emittenten en niet over landen en sectoren. De categorie diversifieert goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Ten tijde van onrust op de financiële markten kunnen spreads stijgen, waardoor WSW-leningen tijdelijk minder diversificatie bieden.

Transparantie

Aanbod via institutionele beleggingsfondsen alleen gericht op WSW-leningen is nog niet aanwezig. Wel bestaan er bredere fondsen die zich richten op minder liquide door de overheid gegarandeerde leningen in EU en OECD-landen. De voorkeur gaat daarom uit naar beheer via een discretionair mandaat. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is dan eenvoudig te realiseren.

Kosten

De kosten voor het beheer van WSW-leningen liggen tussen 0,20 en 0,40%, waarbij het iets goedkoper is om een eigen mandaat te laten beheer dan te kiezen voor een oplossing via een fonds. De transactiekosten zijn beperkt, te vergelijken met passief beheer.

2. Toets aan de beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel C17: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Wij nemen bewust beleggingsrisico	Het beperkte kredietrisico op WSW-leningen is een beloond risico dat extra rendement oplevert.
	2. Lange termijn beleggen loont	Looptijden tot 50 jaar zijn beschikbaar.
	3. Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen	WSW-leningen zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden zeer beperkt publiek verhandeld en de garantiesteller kent een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid. De specifieke garantiestructuur en het complexere beheer van een portefeuille WSW-leningen vergt weer enige deskundigheid en verdiepingsslagen.
	4. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	WSW-leningen passen goed bij het MVB-beleid van PWRI. Ze dragen bij aan de verduurzaming van de woningbouwsector en passen dus goed bij de klimaatdoelstelling. Daarnaast betreft het leningen specifiek voor de sociale woningbouwsector en dat sluit aan bij de 'social' doelstelling. Daar staat wel tegenover dat er geen publiek beschikbare ESG-scores voor woningcorporaties voorhanden zijn.
Algemene criteria	1. Rendement	In relatie tot de impliciete overheidsgarantie is er een aantrekkelijk extra rendement in vergelijking met Nederlandse staatsleningen. De spread ligt tussen de 15 en 70 bps.
	2. Risico (financieel)	Het risico is laag en te vergelijken met een Nederlandse staatslening. Er bestaat wel risico dat spreads gaan uitlopen (lager rendement) dan wel inkomen (herbeleggingsrisico).

	3. Kosten	Passief beheer is niet mogelijk. Wel is buy-and-hold een goede beheerstrategie. Door het onderhandse karakter is het beheer echter complex en arbeidsintensief. De kosten voor beheer zijn derhalve relatief (ten opzichte van staatsleningen) hoog (schatting: 0,2%-0,4%).
	4. Liquiditeit	Dit is een illiquide beleggingscategorie. Er is weliswaar een kleine secundaire markt, maar deze is qua liquiditeit niet te vergelijken met de markt voor staatsleningen.
	5. Eenvoud (Transparantie, begrijpelijke risicopremie en operationele risico's)	Wat betreft de subcriteria scoren WSW-leningen gemengd. Het is eenvoudig te weten in welke WSW-leningen men belegt, anderzijds kan de documentatie en toepasselijke regelgeving van lening tot lening verschillen. De beperkte secundaire markt maakt het lastig om tot een goede waardering te komen gedurende de looptijd. Dit levert operationele risico's op en stelt eisen aan de monitoring-capaciteit. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor het verstrekken van een lening met een bepaalde mate van kredietrisico en een vergoeding voor illiquiditeit. Omdat het onderhandse leningen zijn, dient er een leningenadministratie opgezet te worden. Vanuit deze specifieke administratie dienen informatiestromen opgezet te worden voor rapportagedoeleinden. Daarnaast moeten de diverse kasstromen beheerd worden en dienen er contracten opgezet, beoordeeld en vastgelegd te worden. Dit alles moet bij gespecialiseerde uitvoerders worden neergelegd, hetgeen kostenverhogend werkt en de complexiteit doet toenemen.
	6. Diversificatie	Er is weinig diversificatie binnen de categorie te bereiken; alle leningen worden uitgegeven door een woningcorporatie in Nederland. De enige spreiding is over corporaties en looptijden. Ten opzichte van bedrijfsobligaties zorgt de categorie voor enige spreiding omdat het een emittent betreft die op een andere wijze niet te bereiken is.

	7. Inflatiehedge	Wat betreft inflatiehedge scoren WSW-leningen vergelijkbaar met bedrijfsobligaties, zij het dat de score wat lager zal zijn bij langere looptijden.
	8. ESG	Het beleggen in deze beleggingscategorie draagt bij aan sociale doelstellingen.
	9. Productbeschikbaarheid	WSW-leningen zijn in voldoende mate voorhanden.
	10. Governance	De periodieke waardering betreft geen marktwaardering en dit vergt extra governance.
	11. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van PWRI)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
Eindoordeel	WSW-leningen scoren goed op alle beleggingsovertuigingen. Aandachtspunten vormen met name de relatief hoge kosten, illiquiditeit, zeer beperkte diversificatie binnen de categorie en de mate van complexiteit.	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Niet van toepassing

Keuze benchmark

Voor deze beleggingscategorie is staatsobligaties plus een opslag van 0,3% de meest passende benchmark.

Actief/passief

Passief beheer is niet mogelijk voor deze beleggingscategorie. Het fonds kiest daarom voor buy&hold.

Beleggingsvehikel

Omdat het fonds zich wil beperken tot WSW-leningen is het alleen mogelijk om via een discretionair mandaat te beleggen in deze beleggingscategorie.

Gewenste richtlijnen en restricties

Tabel C18 geeft een overzicht van de richtlijnen en restricties waaraan de portefeuille moet voldoen.

Tabel C18: Richtlijnen en restricties voor de WSW-leningenportefeuille

	WSW-leningen
Universum	(Nederlandse) WSW-geborgde onderhandse leningen aan woningcorporaties (plain-vanilla-leningen conform standaard WSW-leningovereenkomsten)
Strategie	Buy & hold
Type	Vastrentende leningen zonder renteherziening of mogelijkheid tot vervroegde aflossing
Minimale rating	AA-ratingequivalent of hoger (obv WSW-rating) Geen leningen aan woningbouwcorporaties met risicoscore 'hoog', die saneringssteun ontvangen of anderszins onder verscherpt toezicht staan AAA op moment van aankoop
Looptijdenverdeling	Doel: 10 tot 30 jaar bij aankoop
Minimale hoofdsom	€1 miljoen
Aantal tegenpartijen	Minimaal 10
Maximum gewicht	Maximaal 50% exposure naar één borgende gemeente of achtervang Maximaal 10% van de uitstaande schuld van een geldnemer

Bijlage D: Normportefeuille

In onderstaande tabel zijn de resulterende WTP-normportefeuille 2024, de Wtp-normportefeuille voor 2025 en de langetermijngewichten opgenomen.

Tabel D1: Beoogde Wtp-normportefeuille PWRI 2025

	Wtp "2024" portefeuille	WTP-portefeuille 2025	Langetermijn- gewichten
= minder liquide			
1) Matchportefeuille			
Renteafdek	18,3%	18,5%	17,9%
LDI-fondsen	5,1%	10,0%	9,7%
Liquide middelen	0,0%	0,0%	0,0%
Eurostaatsleningen	6,3%	3,5%	3,4%
Langlopende eurostaatsleningen	6,9%	5,0%	4,8%
Overig liquide	17,1%	17,3%	16,7%
Global Credits	13,0%	13,1%	12,7%
Green Bonds	3,6%	3,6%	3,5%
Social Bonds	0,5%	0,5%	0,5%
Minder liquide	8,5%	8,1%	9,2%
WSW-leningen	2,0%	2,0%	2,0%
Hypotheke	6,5%	6,1%	7,2%
Totaal Matchportefeuille	43,9%	43,9%	43,9%
2) Returnportefeuille			
Liquide	47,3%	47,4%	47,9%
Vastrentende waarden (return)			
Emerging Markets Debt HC	1,7%	1,7%	1,7%
Emerging Markets Debt LC	2,4%	2,4%	2,4%
High Yield	2,9%	3,0%	3,0%
Aandelen			
Ontwikkelde markten	24,5%	27,5%	27,8%
Opkomende markten	12,2%	9,2%	9,3%
Vastgoed			
Beursgenoteerd vastgoed	3,6%	3,6%	3,7%
Minder liquide	8,8%	8,7%	8,2%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	7,0%	7,0%	7,0%
Overig minder liquide			
Private Equity	0,5%	0,4%	0,0%
Insluitingsmandaat	1,3%	1,3%	1,2%
Totaal Returnportefeuille	56,1%	56,1%	56,1%
Hoogte rentebeschermt vermogen	40,9%	40,9%	40,9%

Bijlage E: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer

Inleiding

Het fonds heeft het fiduciair vermogensbeheer uitbesteed. De afspraken met betrekking tot de te leveren producten en diensten zijn vastgelegd in een SLA. Om te borgen dat het beleggingsbeleid wordt uitgevoerd conform het door het fonds vastgestelde beleggingsbeleid, zoals vastgelegd in het strategisch beleggingsbeleidsplan en het beleggingsplan (inclusief beheerafspraken), wordt het beleid en de uitvoering daarvan op verschillende manieren gemonitord en geëvalueerd. In deze bijlage wordt uiteengezet hoe de monitoring en evaluatie van het (fiduciair) vermogensbeheer en fiduciair vermogensbeheerder door het fonds wordt vormgegeven.

Rapportages

Om vast te kunnen stellen of het vermogensbeheer naar behoren wordt uitgevoerd door de fiduciair en vermogensbeheerders en zij binnen het normenkader behorende bij het door het bestuur vastgestelde beleid blijven, en om daarnaast de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille nauwgezet te kunnen volgen, ontvangt het fonds periodiek de volgende rapportages:

- Maandelijkse en kwartaalbeleggingsrapportages (aanlevering uiterlijk resp. T+15, T+20)

Deze beleggingsrapportages worden opgesteld door de fiduciair vermogensbeheerder en geven een overzicht van de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de verschillende onderdelen daarvan in de afgelopen maand dan wel het afgelopen kwartaal. Dit biedt inzicht in de resultaten van het beleggingsbeleid. Alle bestuursleden ontvangen deze rapportages. Daarnaast worden deze besproken in de beleggingscommissie en geagendeerd voor de informatieve agenda van het bestuur.

Over de vastgoed- en hypotheekbeleggingen worden bovendien separaat elk kwartaal rapportages ontvangen van vermogensbeheerder SAREF (aanlevering T+25).

- Risicorapportage (elk kwartaal, aanlevering uiterlijk T+20))

In de, eveneens door de fiduciair vermogensbeheerder opgestelde, risicorapportage wordt een overzicht gegeven van de financiële risico's waarmee het fonds te maken heeft en de resultaten van de beheersing daarvan. Met name het risicodashboard in dit document informeert het bestuur door middel van een stoplichtensystematiek in één oogopslag of er binnen de geformuleerde doelstellingen en het normenkader wordt geopereerd en of er aanleiding is om actie te ondernemen.

Het risicorapport wordt elk kwartaal geagendeerd, besproken en gevalideerd in de vergadering van de beleggingscommissie. Dit rapport vormt daarmee belangrijke input voor het gehele beeld van de risicomanager ten aanzien van de risicobeheersing zoals opgenomen in het document Risicobeeld PWRI dat de risicomanager elk kwartaal oplevert en bespreekt met de commissie interne beheersing. Dit laatste rapport wordt vervolgens ter bespreking en vaststelling geagendeerd voor de bestuursvergadering.

- Samenvatting kwartaalrapport en risicorapportage (aanlevering kort na aanlevering kwartaalrapport en risicorapportage, afhankelijk van datum behandeling in beleggingscommissie)
Naast de hiervoor genoemde kwartaal- en risicorapportages ontvangt het bestuur tevens een door de fiduciair opgestelde samenvatting van de hoofdpunten van beide rapporten. Deze samenvatting wordt zowel in de beleggingscommissievergaderingen als de bestuursvergadering geagendeerd ter bespreking.
- Dashboard (elk kwartaal, aanlevering uiterlijk T+20)
Het dashboard geeft een onafhankelijke second opinion op de door Columbia Threadneedle geleverde rapportages en wordt opgesteld door Sprekels&Verschuren. Naast het monitoren van het bereiken van de doelstellingen en opereren binnen het afgesproken normenkader biedt dit rapport ook peergroepvergelijkingen van de resultaten. Ook dit rapport wordt zowel in de vergaderingen van de beleggingscommissie als het bestuur geagendeerd ter bespreking.
- Compliance statement (elk kwartaal, aanlevering rond dezelfde datum als de risicorapportage)
De risicomanager ontvangt elk kwartaal een compliance statement vanuit Columbia Threadneedle dat gehandeld is binnen de met het fonds overeengekomen mandaatafspraken. De onafhankelijke compliance-afdeling van Columbia Threadneedle voert hiertoe controles uit.
- Rapportage niet-financiële risico's (elk kwartaal, aanlevering rond dezelfde datum als de risicorapportage)
De risicomanager ontvangt tevens elk kwartaal een rapportage met daarin risicoscores voor operationele, IT- en integriteitsrisico's van Columbia Threadneedle.

De gewenste inhoud van de verschillende rapportages is uitgebreid bediscussieerd door het bestuur, zodat de op te leveren documenten de voor het bestuur meest nuttige en relevante informatie bevatten, die op inzichtelijke wijze wordt weergegeven. Bovendien wordt regelmatig nagegaan of aanpassingen hierin ter optimalisatie van de monitoring gewenst zijn.

Managersselectieproces en -monitoring

Het managersselectieproces en de rolverdeling is beschreven in de notitie "Inrichting managersselectie PWRI" en de RACI van het fonds.

Ten behoeve van de monitoring van de manager zijn per manager, door het managersselectie- en monitoringteam van Columbia Threadneedle opgestelde, scorecards aan de kwartaalrapportages toegevoegd. Evaluatie van de individuele mandaten door het bestuur gebeurt daarnaast in een driejaarlijkse cyclus aan de hand van door het fonds opgestelde vragenlijsten ten behoeve van mandaatevaluaties. (Zie ook tabel E1, hieronder).

In aanvulling hierop bezoekt het bestuur bovendien jaarlijks één of meerdere van zijn vermogensbeheerders.

Evaluatiekalender

De evaluatie van de verschillende onderdelen van het vermogensbeheer gaat volgens de evaluatiekalender van het fonds. Tabel E1, hieronder, geeft het overzicht van de jaarlijkse evaluaties van het fonds. De evaluatie van de beleggingscategorieën, investment cases en diverse mandaten en fondsen vindt in principe eens per drie jaar plaats.

Tabel E1: Jaarlijkse evaluaties voor beleggingscommissie

Jaarlijkse evaluaties
Zelfevaluatie commissie en externen
Valuta-afdekking en -beleid
Evaluatie van de uitvoering
Opmerkingen accountant en certificeerder
Effectiviteit rente-afdekking
Beleggingsovertuigingen
Evaluatie fiduciair

Naast de hiervoor genoemde evaluaties evalueert het fonds jaarlijks in hoeverre de vermogensbeheerresultaten passen binnen de verwachtingen zoals meegenomen in de meest recente ALM-studie. In aanloop naar het opstellen van het beleggingsplan wordt de zogenaamde strategische thermometer opgesteld door Sprenkels. Deze one-pager geeft weer waar het fonds staat met betrekking tot dekkingsgraden, rendementen en economische ontwikkeling in vergelijking met de in de ALM gehanteerde uitgangspunten. Aan de hand hiervan kan het bestuur vaststellen of er een nieuwe ALM-studie benodigd is, of dat de portefeuilleconstructiestudie, die input vormt voor het opstellen van het jaarlijkse beleggingsplan, op basis van de meest recente studie en het daaruit volgend driejarig strategisch beleggingsbeleidsplan kan worden uitgevoerd.

Evaluatie fiduciair vermogensbeheerder

Tabel E2: Vragenlijst evaluatie fiduciair vermogensbeheerder door beleggingscommissie PWRI

	Hoofdvragen	Selecteer mate van tevredenheid: GROEN, ORANJE, ROOD	Opmerkingen
1	Kwaliteit van afgeleverde werk		
2	Tijdigheid van afgeleverde werk		
3	Professionaliteit, kennis en kunde		
4	Prijs van afgeleverde werk		
5	Klantvriendelijkheid		
6	Strategisch denken en meedenken met het fonds		
7	Pro-activiteit		
8	Flexibiliteit en Servicegerichtheid		
9	Samenwerking met bestuur en BB		

Het bestuur evalueert jaarlijks alle uitbestedingspartijen, waaronder ook Columbia Threadneedle. Dit wordt voorbereid door de beleggingscommissie aan de hand van een voor dit doel opgezette vragenlijst (zie tabel E2). Deze lijst bevat naast vragen over de geleverde beleggingsperformance, vragen met betrekking tot het proces, risicomanagement en –rapportage en het partnership. Daarmee komen alle voor de beleggingscommissie relevante aspecten van de dienstverlening aan bod.

Daarnaast vindt eens in de drie jaar een uitgebreidere evaluatie door het bestuur plaats, waarbij benchmarking ten opzichte van de markt plaatsvindt.

Bijlage F: Ondertekening

Het bestuur heeft dit strategisch beleggingsbeleidsplan op 22 november 2024 vastgesteld.

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie

C.P.M. Teunissen
Voorzitter

D. de Boer
Vicevoorzitter