

Strategisch beleggingsbeleidsplan PWRI 2022-2024

versie januari 2024



Inhoud

1. Inleiding	3
2. Doelstelling beleggingsbeleid	4
3. Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten	5
3.1 Inleiding	5
3.2 Beleggingsovertuigingen	6
3.3 Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen	7
3.3.1 Beleid	7
3.3.2 Uitvoering	8
3.3.3 Monitoring	13
3.3.4 Verantwoording van het MVB-beleid	13
3.4 Risicohouding	13
3.4.1 Kwalitatieve risicohouding	14
3.4.2 Kwantitatieve risicohouding	15
4. Governance en organisatie vermogensbeheer	16
4.1 Inleiding	16
4.2 Taken en verantwoordelijkheden	16
4.2.1 Het bestuur	16
4.2.2 Beleggingscommissie	16
4.2.3 Commissie Interne Beheersing	17
4.2.4 Bestuursbureau	17
4.2.6 Fiduciair manager	17
4.2.7 Vermogensbeheerders	18
4.2.8 Custodian	18
4.2.9 Externe deskundigen	18
4.2.10 RACI-tabel	18
4.3 Inrichting risicomanagement	18
5. Strategisch beleggingsbeleid	20
5.1 Inleiding	20
5.2 Evaluatie beleggingscategorieën	20
5.3 Investment cases	22
5.4 ALM-studie 2021	22
5.4.1 Doelstelling en onderzoeksvragen ALM-studie 2021	22
5.4.2 Uitgangspunten ALM-studie 2021	22
5.4.3 Resultaten ALM-studie 2021	23
5.5 Strategische portefeuille en overlaymanagement inclusief exposurelimieten	24
5.5.1 Strategische portefeuille	24
5.5.2 Match/returnverdeling	24
5.5.3 Rentebeleid	25
5.5.4 Valutabeleid	28
6. Risicobeheersing	30
6.1 Algemeen	30
6.2 Risico-identificatie	30
6.3 Risicomonitoring	31
Bijlage A: Investment Cases	32
Bijlage B: Actieplan Klimaatakkoord PWRI	92
Bijlage C: Normportefeuille	95
Bijlage D: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer	96
Bijlage E: Ondertekening	101

1. Inleiding

Dit document beschrijft het strategisch beleggingsbeleid van PWRI voor de jaren 2022 tot en met 2024, 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 doelstelling, beleidsuitgangspunten en de risicohouding van het fonds. De invulling is tot stand gekomen op basis van kwantitatieve inzichten, primair resulterend uit de in het voorjaar van 2021 uitgevoerde ALM-studie, en kwalitatieve inzichten zoals de evaluatie van beleggingscategorieën en de beleggingsovertuigingen van het fonds. Daarnaast hebben bij de vaststelling van dit strategisch beleid randvoorwaarden als governance, liquiditeit, regelgeving en kosten een rol gespeeld.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt in principe elke drie jaar vastgesteld en gedocumenteerd. Het beleggingsplan betreft de jaarlijkse vertaling hiervan voor de kortere termijn met concrete en gedetailleerde normgewichten en bandbreedtes per beleggingscategorie.

Hieronder wordt allereerst in hoofdstukken 2 en 3 de doelstelling en de beleidsuitgangspunten van het fonds behandeld. Daarna wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op de governance en de organisatie met betrekking tot vermogensbeheer, inclusief de inrichting van het risicomanagement. Hoofdstuk 5 behandelt het strategisch beleid van het fonds en hoofdstuk 6, ten slotte, de risicobeheersing.

In de bijlagen zijn de investment cases, de gedetailleerde invulling van de normportefeuille die als startpunt is gebruikt bij de uitvoering van de ALM-studie, de opzet van de evaluatiecyclus voor vermogensbeheer en de ondertekening door het DB opgenomen.

Deze versie is een update van de versie van februari 2023. In deze versie zijn de bestuursbesluiten uit de tussenliggende periode verwerkt. Het gaat daarbij met name om de opvolging van de bevindingen van DNB uit het deep-dive-onderzoek rente- en marktrisico en de herziene beleggingsrichtlijnen voor de aandelenportefeuille opkomende markten.

2. Doelstelling beleggingsbeleid

De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen.

Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen en een aanvaardbare premie, een optimaal rendement te behalen ten behoeve van de (gewezen) deelnemers in het fonds.

Het fonds wil de toevertrouwde middelen op een verantwoorde en solide manier beleggen. Daarbij houdt het rekening met de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en de wenselijkheid van stabiele premies en spelen risicodiversificatie, kwaliteit en veiligheid een belangrijke rol.

Het bestuur houdt bij het beleggingsbeleid rekening met de belangen van de verschillende belanghebbenden. Hoewel het rendement op de portefeuille een hoge prioriteit heeft, staan een risicobewust karakter van het beleggingsbeleid en een weloverwogen afweging van risico en rendement voorop.

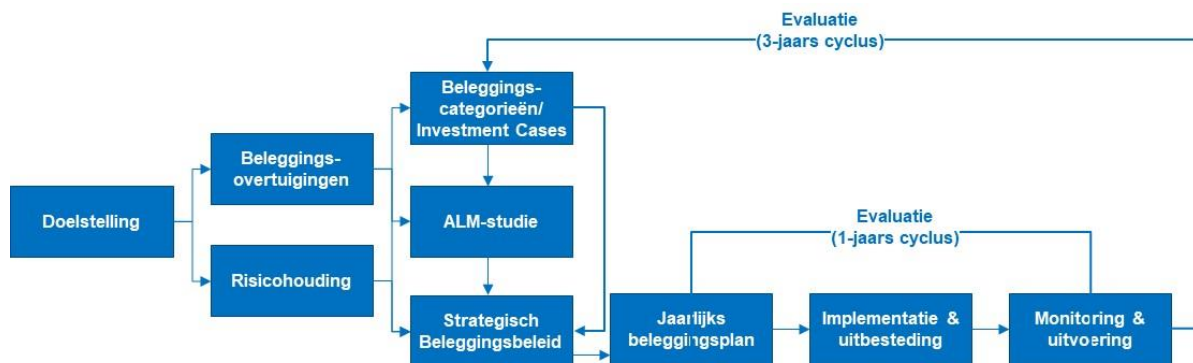
Bij het vaststellen van het beleggingsbeleid baseert het fonds zich op de beleggingsovertuigingen (zie paragraaf 3.2).

3. Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten

3.1 Inleiding

De basis van het beleggingsbeleid wordt gevormd door de beleggingsovertuigingen en risicohouding die beide volgen uit de eerder vastgestelde doelstelling van het fonds. Figuur 3.1 geeft de gehele beleggingscyclus van het fonds schematisch weer.

Figuur 3.1: De beleggingscyclus



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

Het strategisch beleggingsbeleid wordt elke drie jaar herijkt door middel van een ALM-studie. Met behulp van een dergelijke studie wordt vormgegeven aan het lange termijn premie-toeslagverlening- en beleggingsbeleid, waarbij het kader wordt gevormd door de risicohouding, de beleidsuitgangspunten, de beleggingsovertuigingen en de toegestane beleggingscategorieën. De studie kent een 15-jaarshorizon, is kwantitatief van aard en behelst zowel stochastische analyses als deterministische economische (stress) scenario's. Het resulteert in een beleggingsbeleid op hoofdlijnen, vertaald in een strategische assetallocatie en strategische renteafdekking.

De ALM-studie op zijn beurt vormt de basis voor het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds. Met behulp van een portefeuilleconstructiestudie worden, op basis van actuele economische verwachtingen en vasthoudend aan het uit de ALM-studie verkregen risicoprofiel, de vastrentendewaarden- en zakelijkewaardenportefeuille geoptimaliseerd.

Hieronder volgt allereerst een beschrijving van de beleidsuitgangspunten van het fonds: de beleggingsovertuigingen, het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen en de risicohouding.

3.2 Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen vormen de wezenlijke uitgangspunten en toetsstenen voor het beleggingsbeleid. Het fonds toetst het beleggingsbeleid en de beleggingsportefeuille voortdurend aan de beleggingsovertuigingen. Deze beleggingsovertuigingen worden periodiek herijkt. Dit is in januari 2024 voor het laatst gedaan.

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.
- **Langetermijnbeleggen loont.**
Als pensioenfonds met langjarige verplichtingen 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.

3.3 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.

Figuur 3.2: United Nations Sustainable Development Goals



3.3.1 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 Eumedion¹. 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.

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 fonds²:

- Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking;
- Klimaatverbetering³.

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 3.2). Met name het eerste speerpunt is echter meer specifiek en sluit nauw aan bij de behoeften van de deelnemerspopulatie van het fonds.

3.3.2 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 3.3.

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

a) Stemmen

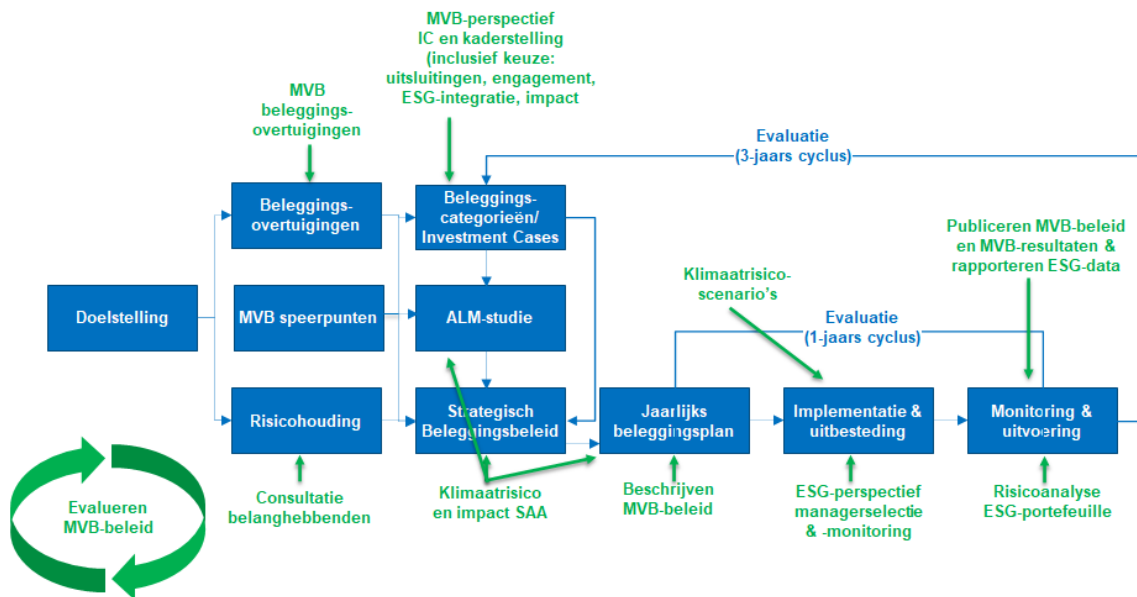
Het fonds voert wereldwijd zijn stemrecht uit. Hierbij wordt gekeken naar de context waarin een onderneming opereert en wordt ondernemingen gevraagd hun beleid toe te lichten. Indien wordt afgeweken van de zogenaamde “best practice”, wordt om een gedetailleerde uitleg gevraagd.

¹ Het fonds is ondertekenaar van de PRI, het IMVB-convenant, de tobacco-free finance pledge, het Investor Statement on Disability Inclusion en het Klimaatakkoord en aangesloten bij Eumedion.

² Dit is meest recent getoetst in 2021 door middel van een uitvraag bij de diverse stakeholders.

³ Het Actieplan Klimaatakkoord van PWRI is opgenomen in bijlage B.

Figuur 3.3: 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 stembedeid zijn er grofweg twee manieren te onderscheiden:

1. Stemmen tegen het management/managementbenoeringen;
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 fiduciër, 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 fiduciër 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 fiduciër 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 ingezet:

- In lijn met wet- en regelgeving⁴.
 - Het fonds sluit die ondernemingen uit die rechtstreeks betrokken zijn bij de productie van clustermunitie dan wel meer dan 50% eigenaar zijn van een bedrijf dat clustermunitie produceert. Ondernemingen die zelf geen betrokkenheid hebben bij clustermunitie, maar waarvan de eigenaar (vanwege aandelenconstructie) wel betrokken is, komen niet op de uitsluitingslijst voor.
 - In lijn met EU-sanctiewetgeving sluit het fonds Russische en Wit-Russische staatsobligaties en staatsgerelateerde obligaties uit alsook bedrijven waarin de Russische en/of Wit-Russische staat een significant belang heeft.
- 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 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.

⁴ Zie beheersafspraken PWRI voor de regels die gehanteerd worden om te komen tot wat PWRI exact uitsluit ten aanzien van tabak en de Russische of Wit-Russische staat.

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.

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 doelstellingen⁵ ten opzichte van de benchmark⁶ 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 benchmarks⁷ 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.

⁵ De verdere uitwerking is opgenomen in bijlage B van dit document en de Beheerafspraken PWRI.

⁶ De corresponderende reguliere MSCI standaard index.

⁷ 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.

3.3.3 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.

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.

3.3.4 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.

3.4 **Risicohouding**

In het Besluit Financieel Toetsingskader (artikel 1a) is vastgelegd dat het bestuur van het fonds zorg draagt voor de vastlegging van de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding van het fonds. De organen van het fonds gebruiken deze doelstellingen en beleidsuitgangspunten bij de toetsing van de opdrachtaanvaarding voor het fonds ten aanzien van de uitvoering van de pensioenregelingen en bij de besluitvorming, de verantwoording, de advisering en het toezicht binnen het fonds. Het bestuur dient hierbij ernaar te streven om zo veel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de doelstellingen, het ambitieniveau van de toeslagverlening en de risicohouding, die ten grondslag liggen aan de pensioenregeling.

De risicohouding vormt de basis voor:

- De aanvaarding van de opdracht door het fonds
- Het vaststellen van het beleid door het bestuur
- De verantwoording achteraf van het bestuur over het gevoerde beleid

Het bestuur heeft overleg gevoerd met het verantwoordingsorgaan, de raad van toezicht en de sociale partners over de risicohouding en de uitkomsten van de aanvangshaalbaarheidstoets. Het resultaat van deze overleggen vormt het uitgangspunt voor de risicohouding van het fonds, zoals beschreven in de volgende paragrafen.

De belangrijkste overweging van de sociale partners is een consistent beleid: er zijn geen nieuwe risico's gepresenteerd; de gepresenteerde risico's bestonden al en de impact van het eventueel voordoen van deze risico's is nu weergegeven.

De (aanvangs-)haalbaarheidstoets heeft een signaalfunctie. Het bestuur gaat tijdig in gesprek met de sociale partners als de situatie daarom vraagt.

De risicohouding zal ten minste eenmaal per vijf jaar door het bestuur worden geëvalueerd.

Voor de ALM-studies ten behoeve van het vaststellen van het strategisch beleggingsbeleid voor zowel de jaren 2019-2021 als de jaren 2022-2024, heeft het bestuur besloten dat de risicohouding niet opnieuw behoefde te worden vastgesteld. De in 2015, na overleg met de sociale partners en in overleg met het verantwoordingsorgaan, door het bestuur vastgestelde, risicohouding is als gegeven beschouwd. Dit op basis van de resultaten van de beperkte ALM-studie die in 2017 is gehouden⁸, waaruit naar voren kwam dat het risicoprofiel de komende vijf jaar niet zou hoeven te worden aangepast. De resultaten van de ALM-studie van 2021 hebben deze uitkomst herbevestigd.

3.4.1 Kwalitatieve risicohouding

Het bestuur heeft een risicobewuste houding. Het fonds streeft ernaar om de nominale aanspraken waardevast na te komen in overeenstemming met de ambitie van sociale partners, zoals door het bestuur als opdracht is geaccepteerd. Hierop is het beleid gebaseerd. Het nemen van beleggingsrisico kan hierbij acceptabel zijn.

De mate van risicoacceptatie van het bestuur is onder andere gebaseerd op de volgende kwalitatieve overwegingen:

- De uit de uitvoeringsovereenkomst voortvloeiende premieomvang is klein in relatie tot de pensioenverplichtingen, waardoor de sturingskracht van premie-aanpassingen beperkt is. Er bestaan geen bijstortverplichtingen bij lage dekkingsgraden.
- Het fonds streeft naar een waardevast pensioen. De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen. Toeslagverlening is echter altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van het fonds.
- Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen en een aanvaardbare premie, een optimaal rendement te behalen.
- Een afgewogen balans tussen te nemen risico's en het naar verwachting te realiseren beleggingsrendement is noodzakelijk om op langere termijn invulling te kunnen geven aan de pensioenambitie.
- Bij slechte economische omstandigheden acht het bestuur het uitlegbaar dat geen toeslagen worden verleend. Kortingen op de pensioenaanspraken en –uitkeringen dienen zoveel mogelijk voorkomen te worden.

De risicobereidheid van het bestuur kan worden beïnvloed door de actuele financiële positie van het fonds. Periodiek, minimaal eens per vijf jaar, wordt beoordeeld of de ambitie van het fonds nog haalbaar is. Het vasthouden aan een onmogelijke ambitie is immers niet zinvol. Bij de keuze voor een bepaald beleid wordt niet alleen een verwachte ontwikkeling beoordeeld maar ook scenario's die gunstiger of minder gunstig zijn dan de verwachte ontwikkeling. De ambitie dient in de meeste scenario's te kunnen worden behaald.

Als de financiële situatie van het fonds verbetert, wordt bij voorkeur minder risico genomen omdat de ambitie dan in evenveel of meer gevallen haalbaar is met minder risico.

⁸ Het primaire doel van deze ALM-studie was het onderzoeken van het beleggingsbeleid in relatie tot de indexatie-ambitie. Het betrof een vereenvoudigde ALM-studie, waarin (in eerste instantie) een aantal deterministische “wat-als” analyses (specifieke toekomstscenario's) werden uitgevoerd. Hierbij is onderzocht wat de effecten zouden zijn van een mogelijke geleidelijke afbouw van het risico in verband met de toekomst van het (krimpende) fonds.

3.4.2 Kwantitatieve risicohouding

De risicohouding wordt geconcretiseerd door de vaststelling van risicogrenzen (het vereist eigen vermogen en de grenzen van de haalbaarheidstoets). Bij een overschrijding vindt er een beleidsdiscussie plaats. Risicogrenzen maken het mogelijk om op een vooraf vastgelegde en objectieve manier te beoordelen of het risico hoger of lager is dan vooraf is toegestaan. Echter, bij overschrijding van risicogrenzen zal geen automatische aanpassing van beleid plaatsvinden, maar een kwalitatieve discussie, rekening houdend met de situatie en inzichten van dat moment.

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (lange termijn) vastgesteld met betrekking tot het pensioenresultaat:

Ondergrens 1: Vanuit de situatie waarbij dekkingsgraad gelijk is aan vereist eigen vermogen dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 100%.

Ondergrens 2: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 95%.

Ondergrens 3: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de maximale afwijking ten opzichte van de mediaan in het geval van een “slechtweer scenario” (lees: 5e percentiel) 45% te bedragen.

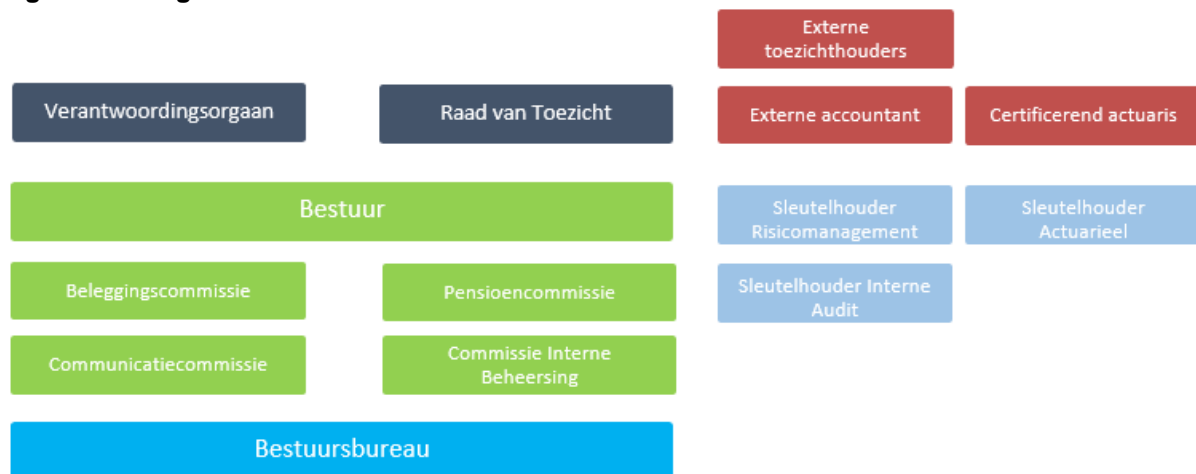
Het bestuur heeft de volgende risicohouding (korte termijn) vastgesteld met betrekking tot het vereist eigen vermogen: het vereist eigen vermogen van het fonds mag niet lager zijn dan 22% en niet hoger dan 28%. Hierbij wordt het VEV vastgesteld op basis van de lange termijn strategische gewichten zoals opgenomen in dit Strategisch Beleggingsbeleidsplan.

4. Governance en organisatie vermogensbeheer

4.1 Inleiding

Figuur 4.1 geeft de organisatiestructuur van het fonds weer naar de situatie medio 2021. De beschrijving van taken en verantwoordelijkheden die hieronder volgt, is beperkt tot hetgeen relevant is voor het vermogensbeheer.

Figuur 4.1: Organisatie PWRI



4.2 Taken en verantwoordelijkheden

4.2.1 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. Dit gebeurt volgens het uitbestedingsbeleid van het fonds.

Het bestuur beoordeelt op kwartaalbasis de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de risicopositie. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering van het beleggingsbeleid en stelt dit beleggingsbeleid vast. Het bestuur legt aan alle belanghebbenden verantwoording af over het gevoerde beleggingsbeleid en het risicobeheer door middel van het jaarverslag.

Het bestuur stelt de fiduciair manager aan, na advies van de beleggingscommissie.

4.2.2 Beleggingscommissie

De beleggingscommissie draagt zorg voor een adequaat strategisch beleggingsbeleid en jaarlijks beleggingsplan en legt dit ter advies voor aan het bestuur. Gezien het belang hiervan wordt het gehele bestuur bij de voorbereiding betrokken. 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. Extern deskundigen kunnen deel uitmaken van de beleggingscommissie.

4.2.3 Commissie Interne Beheersing

De commissie interne beheersing adviseert het bestuur over het intern beleid van het fonds, waaronder uitbestedingsbeleid, IT-beleid, integriteitsbeleid, geschiktheidsbeleid, gedragscode, screeningbeleid, regeling misstanden en het beloningsbeleid. De commissie interne beheersing is aanspreekpunt voor de sleutelfunctiehouders.

Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de commissie interne beheersing het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) integere en beheerste bedrijfsvoering en de andere beleidsgebieden die behoren tot de taken van de commissie interne beheersing. De taken gerelateerd aan de ondersteuning van de integere en beheerste bedrijfsvoering en de tweede/derdelijns risicobeheersing zijn belegd bij de commissie interne beheersing.

4.2.4 Bestuursbureau

Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie door het voorbereiden van vergaderingen en vergaderstukken (secretariaat) en het verzorgen van de operationele afstemming met de fiduciair 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.

4.2.5 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. De AF ondersteunt het bestuur met een oordeel over de berekening van de technische voorzieningen (TV).

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.

4.2.6 Fiduciair manager

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

De fiduciair manager adviseert en ondersteunt het bestuur bij het ontwikkelen en opstellen van het strategisch beleggingsbeleid van het fonds, inclusief ALM-studie. De fiduciair manager voert bovendien dit 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 jaarlijkse beleggingsplan en de beheerafspraken van het fonds, beperkte vrijheid om te beslissen over de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

Het bestuur verleent een mandaat aan de fiduciair manager om vermogensbeheerders te selecteren⁹. De fiduciair manager bereidt binnen de door het bestuur vastgestelde managersselectiecriteria de managersselectie voor en draagt zorg voor de adequate monitoring van fondsmanagers. De fiduciair manager legt verantwoording af over de managersselectie aan de beleggingscommissie.

De fiduciair manager volgt de vermogensbeheerders en de beleggingsinstellingen nauwlettend. 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 kwartaalrapportages. 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.

4.2.7 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.

4.2.8 Custodian

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

4.2.9 Externe deskundigen

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

4.2.10 RACI-tabel

Het fonds heeft een RACI-tabel opgesteld waarin inzicht wordt gegeven in de verantwoordelijkheden binnen de gehele vermogensbeheerketen. Dit gaat verder dan de juridische verantwoordelijkheden die zijn vastgelegd in de dienstverleningsovereenkomsten.

4.3 Inrichting risicomanagement

De taken en verantwoordelijkheden van de risicomanagementfunctie binnen het beleggingsproces zijn uitgewerkt 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.

⁹ Hiervoor kan daarnaast, indien de expertise van de fiduciair manager op onderdelen niet toereikend is, een derde partij worden ingeschakeld.

- 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 risk opinion.
- De derde lijn, de auditfunctie, geeft een onafhankelijke beoordeling van de risicobeheersing en het interne controlesysteem richting het bestuur.

5. Strategisch beleggingsbeleid

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het strategisch beleggingsbeleid van het fonds voor de jaren 2022 tot en met 2024 vastgelegd. De basis van dit beleid is de ALM-studie die in het voorjaar van 2021 is uitgevoerd.

5.2 Evaluatie beleggingscategorieën

Het fonds heeft voor aanvang van de ALM-studie van 2021 allereerst een evaluatie van de beleggingscategorieën uitgevoerd om vast te stellen welke categorieën in aanmerking komen voor opname in de beleggingsportefeuille van het fonds. Dit gebeurde aan de hand van de specifieke beleggingsovertuigingen¹⁰ van het fonds, een reeks generieke criteria (rendement, risico, kosten, liquiditeit, complexiteit, diversificatie, inflatieafdekking en MVB) alsook een viertal fondsspecifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille en het beleid van de beheerder moet consistent zijn met het eigen MVB-beleid). Op basis hiervan is besloten of een beleggingscategorie ‘passend’ is voor het fonds en dus mee wordt genomen in de ALM- en portefeuille-constructiestudie voor mogelijke opname in de beleggingsportefeuille. Passend betekent derhalve niet per se dat een categorie wordt opgenomen. Zo kan een categorie op zichzelf aantrekkelijk zijn, maar op totaal portefeuilleniveau te weinig toegevoegde waarde bieden. Tevens wordt de governancebelasting van de totale portefeuille in ogenschouw genomen bij de vraag of een categorie onderdeel van de portefeuille dient uit te maken.

Tabellen 5.1, 5.2 en 5.3 geven beknopt de conclusies van de evaluatie uit 2020 weer. De beleggingscategorie converteerbare obligaties is in 2022 geherevalueerd, waarop de beoordeling is aangepast. Deze werd eerder als passend beoordeeld. De categorie is in 2023 als gevolg van deze aangepaste beoordeling uit de portefeuille verwijderd.

Tabel 5.1: Evaluatie beleggingscategorieën – zakelijke waarden

		Vastgoed						
		Aandelen	Convertibles	Private Equity	Hedge Funds	Infrastructuur	Beursgenoteerd vastgoed	Niet-beurs gen. vastgoed
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger							
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities							
	3. Premie voor minder liquide beleggingen							
	4. Houd het simpel!							
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement							
	6. MVB loont							
Algemene criteria	1. Rendement							
	2. Risico (financieel)							
	3. Kosten							
	4. Liquiditeit							
	5. Eenvoud							
	6. Diversificatie							
	7. Inflatieafdekking							
	8. Specifieke criteria							
Oordeel		Passend		Niet passend	Niet passend		Passend	Passend

¹⁰ De beleggingsovertuigingen worden jaarlijks gezien. Voor de evaluatie van de beleggings-categorieën is de set gebruikt die in juni 2020 door het bestuur is vastgesteld. Deze wijkt weliswaar af van de meest recent geaccordeerde set die is opgenomen in paragraaf 3.2 in van dit document, maar dit leidt uiteindelijk niet tot een andere beoordeling van de passendheid van de beleggingscatgorieën

Tabel 5.2: Evaluatie beleggingscategorieën – vastrentende waarden

		Staatsobligaties			Bedrijfsobligaties				
		Staatsobligaties Euro kernlanden	Staatsobligaties Euro niet-kernlanden	Staatsobligaties niet euro	Hoogwaardige bedrijfsobligaties (credits)	Green en Social Bonds	Laagwaardige bedrijfsobligaties (high yield)	LDI pools en discretionaire swaps	Nederlandse hypotheek (particulier)
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger								
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities								
	3. Premie voor minder liquide beleggingen								
	4. Houd het simpel!								
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement								
	6. MVB loont								
Algemene criteria	1. Rendement								
	2. Risico (financieel)								
	3. Kosten								
	4. Liquiditeit								
	5. Eenvoud								
	6. Diversificatie								
	7. Inflatieafdekking								
	8. Specifieke criteria								
Oordeel		Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend

Tabel 5.3: Evaluatie beleggingscategorieën – vastrentende waarden (vervolg)

		EMD						
		Obligaties opkomende landen Harde valuta	Obligaties opkomende landen Lokale valuta	Private debt	Onderhandse leningen	WSW-leningen	ABS	Micro-financiering
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger							
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities							
	3. Premie voor minder liquide beleggingen							
	4. Houd het simpel!							
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement							
	6. MVB loont							
Algemene criteria	1. Rendement							
	2. Risico (financieel)							
	3. Kosten							
	4. Liquiditeit							
	5. Eenvoud							
	6. Diversificatie							
	7. Inflatieafdekking							
	8. Specifieke criteria							
Oordeel		Passend	Passend			Passend	Passend*	Niet passend

* Niet als aparte beleggingscategorie wel in fondsen

5.3 Investment cases

Voor de categorieën die als passend zijn bestempeld zijn investment cases opgesteld. Deze bestaan uit de volgende onderdelen:

1. Vaststelling of de categorie potentieel investeerbaar is voor het fonds.
2. Vastlegging van de wijze waarop het bestuur de categorie zou willen invullen (dit vormt input voor het managersselectieteam van de fiducair beheerder).

De uitgewerkte investment cases van alle, door het fonds als passend geclassificeerde, beleggingscategorieën zijn opgenomen in bijlage A. Voor de als niet-passend geclassificeerde beleggingscategorieën is in dezelfde bijlage alleen de argumentatie van die conclusie opgenomen. Deze categorieën zijn niet meegenomen in de ALM- en daaropvolgende portefeuilleconstructiestudie. Ook is voor deze categorieën geen investment case uitgewerkt.

5.4 ALM-studie 2021

5.4.1 Doelstelling en onderzoeksvragen ALM-studie 2021

Het primaire doel van de ALM-studie was om het strategisch beleggingsbeleid (inclusief de renteafdekking) vast te stellen dat aansluit op de doelstellingen en de risicohouding van het fonds. Daartoe is vooraf de volgende hoofdvraag geformuleerd:

- Is het huidige strategische beleggingsbeleid nog passend bij de risicohouding en ambitie van het fonds?

Er is zowel stilgestaan bij de resultaten bij het huidig FTK als het transitie-FTK¹¹.

De volgende onderliggende vragen werden behandeld:

- Is de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend bij het risicoprofiel van het fonds?
- Moet het bestaande dynamische rentebeleid aangepast worden als gevolg van de veranderde renteomgeving en/of de verwachte ontwikkeling van het deelnemersbestand van het fonds?
- Welke portefeuille is het best bestand tegen negatieve gevolgen van klimaatverandering?
- Wat is het maximum aan illiquide beleggingen dat het fonds zich kan permitteren?

Vooruitkijkend naar het veranderende deelnemersbestand wilde het bestuur bovendien graag een gevoeligheidsanalyse met betrekking tot de omvang en samenstelling van het deelnemersbestand laten uitvoeren. De onderliggende vraag die hier met name speelt is of het fonds al op relatief korte termijn risico moet gaan afbouwen vanwege (sterk) afnemende premie-instroom en, als gevolg daarvan, verminderde liquiditeit.

Ten slotte is getoetst of voorgenomen wijzigingen of het juist ongewijzigd laten van de strategische allocatie op hoofdlijnen op basis van de resultaten van de ALM-studie verstandig is om te implementeren gegeven de toekomst onder het nieuwe stelsel.

5.4.2 Uitgangspunten ALM-studie 2021

Voor de ALM-studie 2021 is uitgegaan van de financiële positie op 31 december 2020, het bestaande pensioen-, premie- en toeslagenbeleid en de beleggingsportefeuille volgens beleggingsplan 2021. Tevens is een robuustheidstoets uitgevoerd met een 10% hogere en lagere dekkingsgraad dan de stand van ultimo 2020.

¹¹ Hierbij is het transitie-FTK zoals *primo 2021* werd aangenomen dat het er uit zou gaan zien gehanteerd.

Het fonds heeft ervoor gekozen om bij de studie met twee stochastische scenariosets te werken: een scenario waarbij de renteontwikkeling op basis van forwards is verondersteld en een scenario waarbij de renteontwikkeling op basis van mean-reversion¹² is verondersteld. Dit weerspiegelt het feit dat het fonds geen rentevisie heeft.

Verder is gekozen voor doorrekening met een zestal deterministische stress-scenario's: een Lockdown-, een stagflatie-, een voorspoed en een Goldilocksscenario en twee klimaatscenario's. Details ten aanzien van de uitgangspunten zijn opgenomen in bijlage B.

5.4.3 Resultaten ALM-studie 2021

Het bestuur heeft de resultaten van de ALM-studie in verschillende sessies uitgebreid besproken en is op grond daarvan tot de conclusie gekomen dat het huidig beleggingsbeleid nog passend is bij de risicohouding en ambitie van het fonds. Het bestuur kiest er daarbij voor om het langetermijnbeleid te blijven voeren en niet vooruit te lopen op een overgang naar het nieuwe pensioenstelsel en de dekkingsgraad voor de komende vijf jaar te stabiliseren.

De onderliggende vragen zijn als volgt beantwoord:

Is de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend bij het risicoprofiel van het fonds?

Op grond van de ambitie van het fonds om een koopkrachtbestendig pensioen na te streven en indexatieachterstanden in te halen is vastgesteld dat een 50/50-verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend is bij het risicoprofiel van het fonds en voor de komende drie jaar de optimale verhouding is.

Het offensiever insteken van de portefeuille (meer zakelijke waarden) leidt tot een verhoging van het risicoprofiel hetgeen gegeven de financiële situatie van het fonds (het fonds bevindt zich in een situatie van reservetekort) niet passend en mogelijk is.

Het defensiever insteken van de portefeuille (meer vastrentende waarden) leidt over een periode van vijf jaar tot eenzelfde pensioenresultaat, een grotere kans op rechtenkorting en (licht) lager toeslagresultaat. Over een periode van vijftien jaar zijn zowel het pensioen- als het toeslagresultaat lager en neemt de kans op rechtenkorting toe in het forwardsscenario en af in het mean-reversionscenario. Een defensievere portefeuille, dus met een grotere allocatie vastrentende waarden, leidt daarom niet tot een beter resultaat.

Moet het bestaande dynamische rentebeleid aangepast worden als gevolg van de veranderde renteomgeving en/of de verwachte ontwikkeling van het deelnemersbestand van het fonds?

Het bestuur heeft op basis van eerdere ALM-studies reeds geconcludeerd dat het voeren van een dynamisch rentebeleid waarde toevoegt. De veranderde renteomgeving leidt niet tot aanpassing van deze conclusie. Daarnaast is in 2020 de matchportefeuille, inclusief de renteafdekking in zijn geheel geëvalueerd en ge-optimaliseerd. In deze ALM-studie, ten slotte, is onderzocht of het renterisico voldoende wordt gemitigeerd of dat er meer of minder zou moeten worden afgedekt. De resultaten hebben niet geleid tot andere inzichten. Daarnaast is uit de analyses niet gebleken dat het fonds op korte of middellange termijn het totale risico moet gaan afbouwen. Het bestuur concludeert dat het dynamische rentebeleid geen aanpassing behoeft.

Welke portefeuille is het best bestand tegen negatieve gevolgen van klimaatverandering?

De resultaten van het onderzochte 4°-scenario verschillen nauwelijks van die van beide basisscenario's. De resultaten van het onderzochte 1,5°-scenario vertonen geen significant andere uitkomsten wanneer de verhouding zakelijk/vastrentend of de hoogte van de

¹² In het mean-reversionscenario is verondersteld dat de 20-jaarsrente in tien jaar naar 2,0% groeit.

renteafdekking wijzigt. Het bestuur concludeert dat geen van de onderzochte portefeuilles significant beter bestand is tegen de negatieve gevolgen van klimaatverandering.

Wat is het maximum aan illiquide beleggingen dat het fonds zich kan permitteren?

Het bestuur concludeert aan de hand van de uitkomsten van de ALM-studie dat het huidige percentage illiquide beleggingen van 14,2% (na gehele opbouw niet-beursgenoteerd vastgoed en afbouw private equity) een acceptabel risico behelst. Dit strategische percentage kan maximaal worden opgehoogd tot 20% van de totale beleggingsportefeuille.

5.5 Strategische portefeuille en overlaymanagement inclusief exposurelimieten

5.5.1 Strategische portefeuille

De resultaten van de ALM-studie 2021 hebben tot de volgende strategische portefeuille geleid voor de jaren 2022-2024:

- | | | |
|--------------------------|----|---|
| • Vastrentende waarden | -> | 50% |
| • Zakelijke waarden | -> | 50% |
| • Afdekking renterisico | -> | 30-100% afhankelijk van het renteniveau ¹³ |
| • Afdekking valutarisico | -> | 0% aandelen opkomende markten ¹⁴ en EMD LC
50% aandelen ontwikkelde markten ¹⁵
100% obligaties (excl. EMD LC) |

De onderliggende invulling van de beide subportefeuilles wordt jaarlijks aan de hand van actuele economische verwachtingen in het najaar door middel van een portefeuilleconstructiestudie vastgesteld. Uitgangspunt hierbij is de invulling zoals gebruikt in de ALM-studie. Eventuele wijzigingen leiden netto tot een vergelijkbaar of eventueel marginaal lager VEV zodat het uit de ALM-studie resulterende risicoprofiel behouden blijft. De precieze invulling van de subportefeuilles is terug te vinden in de beleggingsplannen van het fonds.

De lange termijn strategische gewichten van de illiquide beleggingscategorieën binnen zakelijke waarden, te weten private equity en niet-beursgenoteerd vastgoed, zijn vastgesteld op respectievelijk 0,0 en 7,0% van de totale beleggingsportefeuille.

5.5.2 Match/returnverdeling

Door middel van de ALM-studie wordt de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden vastgesteld. Daarnaast heeft het fonds een keuze gemaakt welke beleggingscategorieën onderdeel vormen van de match- en welke van de returnportefeuille. De verhouding matchportefeuille/returnportefeuille is derhalve een gecombineerd resultaat van de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden, de keuze of een categorie onderdeel vormt van de match- of de returnportefeuille en de uitkomsten van de portefeuilleconstructiestudie. Deze verhouding ligt voor het fonds rond de 40/60. De precieze strategische verhouding is terug te vinden in het beleggingsplan.

¹³ De details van het strategisch rentebeleid van het fonds zijn opgenomen in paragraaf 5.5.3 van dit document.

¹⁴ Inclusief posities in opkomende markten van zowel beursgenoteerd vastgoed als de insluitingsportefeuille.

¹⁵ Inclusief posities in ontwikkelde markten van beursgenoteerd vastgoed en de positie in Amerikaanse dollars in de insluitingsportefeuille. De exposure naar Britse ponden ten aanzien van de resterende beleggingen in private equity wordt 100% afgedekt.

5.5.3 Rentebeleid

Renterisico

Het renterisico, het risico dat het fonds loopt door renteontwikkelingen, is potentieel één van de belangrijkste risico's voor het fonds vanwege de veel langere looptijd van de verplichtingen ten opzichte van de bezittingen. Het fonds heeft daarnaast de wens de beleggingen te laten aansluiten bij de pensioenverplichtingen. Deze zijn in het huidige pensioencontract nominaal en een zekere mate van zekerstelling wordt daarom relevant geacht. In combinatie met de reële ambitie van het fonds heeft dit ertoe geleid dat het fonds ex ante ten minste 30% van het renterisico van de voorzieningen op basis van de marktrente (euroswapcurve) af wil dekken.

Het fonds waakt ervoor om het renterisico in isolement te beoordelen. Vanwege de ambitie om de pensioenen te indexeren loopt het fonds tevens inflatierisico. Bij de vaststelling van het rentebeleid kijkt het fonds daarom niet alleen naar de ontwikkeling van de nominale balanspositie, maar ook naar bijvoorbeeld de koopkrachtontwikkeling voor haar deelnemers. Voorts wenst het fonds zich niet blind te staren op één rentevisie, maar toetst het de robuustheid van zijn (rente-)beleid onder verscheidene economische scenario's.

Dynamisch rentebeleid en rentestaffel

Het fonds is de mening toegedaan dat het renterisico (de kans op een daling van de rente) groter is bij een hoge rente dan bij een lage rente, wat aansluit bij de solvabiliteitseisen van pensioenfondsen (de VEV-systematiek).

Uit ALM-resultaten is bovendien naar voren gekomen dat implementatie van een rentestaffel voor het fonds beter kan uitpakken dan een vaste afdekking. De kansen op een dekkingstekort en een reservetekort over vijftien jaar pakken lager uit in een staffelvariant omdat daar winst wordt genomen bij een hogere rente. Het fonds hanteert daarom een dynamisch rentebeleid, waarbij het fonds het renterisico meer afdekt naarmate de rente hoger is.

Tabel 5.4: Rentestaffel PWRI¹⁶

30-jaars euro swaprente		Afdekking renterisico
Ondergrens	Bovengrens	
<<	1,5499%	30,0%
1,3500%	1,7499%	32,5%
1,5500%	1,9499%	35,0%
1,7500%	2,1499%	38,0%
.....
3,7500%	4,1499%	66,0%
.....
5,7500%	6,1499%	92,5%
5,9500%	6,3499%	95,0%
6,1500%	6,5499%	97,5%
6,3500%	>>	100,0%

De gehanteerde economische scenario's en de daaruit voortvloeiende resultaten uit de ALM-studies hebben geleid tot de rentestaffel zoals weergegeven in tabel 5.4. De in de tabel weergegeven percentages voor de afdekking van het renterisico zijn op ex ante basis. Ultimo elke maand wordt bepaald wat het strategisch afdekkingspercentage voor het fonds is en of

¹⁶ De volledige staffel wordt elk jaar opgenomen in een bijlage van het Beleggingsplan: het document *Beheersafspraken PWRI*.

het werkelijke percentage hier nog in voldoende mate mee overeenkomt. Om al te grote stappen, en daarmee hoge transactiekosten, te vermijden is de strategische staffel verfiind tot rentestappen van 0,2%. De bandbreedte rondom het afdekkingspercentage zoals opgenomen in tabel 5.4 is +/-2,5%. Hiermee wordt enerzijds geborgd dat er niet te vaak hoeft te worden gehandeld, maar dat anderzijds een eventuele transactie niet als relatief groot in de markt wordt gekenmerkt.

De bijdrage van de vastrentendewaardeportefeuille aan de renteafdekking, die bij de huidige strategische assetmix rond de 20% ligt, vormt de absolute ondergrens voor de renteafdekking. De beleidsondergrens is hoger gelegd: op 30,0%. Dit betekent dat de vastrentendewaardenportefeuille de basis vormt voor de renteafdekking en dat deze, waar nodig, wordt aangevuld met derivaten.

De maximale renteafdekking is 100%. Dit wordt bereikt als de rente 6,35% of hoger is. Het fonds ziet geen toegevoegde waarde in een overafdekking.

Eind 2023 heeft het bestuur besloten het renterisico tijdelijk verder te verlagen om een beheerste overgang naar Wtp te faciliteren. Op een niveau van 51,5% is een floor neergelegd, waarmee de volatiliteit van de dekkingsgraad afneemt.

Componenten renterisico en beheersing daarvan

Het niveau van de renteafdekking levert de hoogste bijdrage aan het renterisico. Het renterisico verklaart ongeveer de helft van de tracking error¹⁷ versus de verplichtingen die circa 10% bedraagt. De bijdrage van het renterisico (S1) aan het VEV, wat meer een indicatie van de staartrisico's geeft, is bij de huidige rentestand rond de 10%-punt. Binnen het door het fonds afgegeven mandaat zijn de volgende basisrisico's te onderscheiden:

- **Spreadrisico:** Onderdeel uitmakend van de matchportefeuille, en dus meetellend voor de renteafdekking, zijn die instrumenten die een correlatie van 0,5 of hoger hebben met de euroswaprente. 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 looptijdbuckets en een bandbreedte per looptijdbucket van +/-5% (ten opzichte van

¹⁷ Maat voor het verschil in rendement tussen beleggingen en verplichtingen.

het totale renterisico, DV01, van de totale verplichtingen). 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 2,5% die geldt voor de totale renteafdekking acceptabel is. Curvemismatch heeft bij lage rentes betrekkelijk weinig invloed op de tracking error en het VEV.

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 vier buckets met de kortste looptijden en de vier buckets met de langste looptijden.

Het fonds monitort het curverisico elk kwartaal. 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 is ook dit risico voldoende ingeperkt.
- **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 is bij lage renteafdekking zeer beperkt.
- **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 check¹⁸ 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%¹⁹ zal bepalen of maatregelen noodzakelijk zijn. Dit is gedefinieerd als de mismatch in euro gedeeld door de afgedekte verplichtingen van het fonds en vormt geen harde grens maar is een

¹⁸ Uitgevoerd door Sprenkels.

¹⁹ 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 afgedekte verplichtingen. 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.

signaleringsgrens waarboven nogmaals beoordeeld moet worden of de restricties wel streng genoeg zijn en of aanvullende acties noodzakelijk zijn.

Inrichting matchingmandaat

De invulling van de renteafdekking vindt plaats middels de matchportefeuille. In de matchportefeuille bevinden zich LDI-pools, met daarin swaps en allocaties naar veilige staatsobligaties (discretionair, Nederland, Duitsland, Frankrijk, 10+ looptijden), staatsleningen van de euro kernlanden, staatsleningen van de euro-periferie, global credits, green bonds, social bonds, hypotheekleningen en WSW-leningen.

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

Er wordt alleen tot herbalanceren overgegaan op het moment dat de afdekking of de curveposities op maandeinde buiten de bandbreedtes zijn geraakt.

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

5.5.4 Valutabeleid

Het fonds hanteert als uitgangspunt dat valutarisico op lange termijn onbeloond 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. Valutarisico levert echter wel extra volatiliteit op, wat via de solvabiliteitsstoets tot hogere solvabiliteits-eisen leidt. Voor nominale beleggingscategorieën zoals obligaties is het valutarisico veelal dezelfde orde van grootte als het rente- en/of kredietrisico en weegt het kortetermijnrisico daarom zwaarder. Hierdoor valt afdekken van het valutarisico te prefereren. Voor de meer reële beleggingscategorieën zoals aandelen heeft het niet volledig afdekken de voorkeur.

Ongeveer de helft van de beleggingsportefeuille is belegd in valuta's anders dan de euro. Indien het valutarisico helemaal niet wordt afgedekt zou dit tot een ca. 3% hoger vereist eigen vermogen leiden dan wanneer het valutarisico volledig wordt afgedekt. Gehele of gedeeltelijke afdekking van het valutarisico speelt dus risicobudget vrij dat rendabel ingezet kan worden, bijvoorbeeld door te beleggen in aandelen. Daar staat tegenover dat afdekking van valutarisico kosten met zich brengt, in het bijzonder de kosten van het aangaan en doorrollen van valutatermijntransacties. De meeropbrengsten van het vrijspelen van risicobudget door het afdekken van valutarisico dienen derhalve afgezet te worden tegen de kosten daarvan.

Door de methodiek die bij de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV) wordt gehanteerd, neemt het VEV steeds minder af, naarmate er meer van het valutarisico wordt afgedekt. Tegelijkertijd nemen de kosten voor verdere afdekking toe. Met name voor de valuta's van opkomende markten zijn deze kosten relatief hoog. Bovendien spelen diverse andere praktische overwegingen een rol ten aanzien van valuta's van opkomende landen, zoals:

- de controles die diverse landen van tijd tot tijd op hun valuta's uitoefenen;
- diverse valutatermijncontracten, waaronder die van enkele grotere opkomende landen zoals Korea en Taiwan, kunnen off-shore alleen verhandeld worden door middel van non-deliverable forwards (NDFs) die hun eigen vraag-aanbod dynamiek kennen;

- soms is alleen afdekking via de Amerikaanse dollar mogelijk, waardoor er twee transacties aangegaan moeten worden, hetgeen tot een stapeling van kosten leidt.

Van de beleggingen in vreemde valuta's is circa 75% in valuta's van ontwikkelde landen belegd en circa 25% in valuta's van opkomende landen. Door de vreemde valuta's van de obligaties ontwikkelde landen geheel en aandelen ontwikkelde landen gedeeltelijk af te dekken, wordt de grootste reductie in het VEV behaald tegen beperkte kosten. Additionele afdekking van het valutarisico van opkomende landen zou slechts tot een marginale verdere vermindering van het VEV leiden. Daarentegen zijn de kosten voor deze additionele afdekking aanzienlijk. Bovendien is er sprake van spreiding over meerdere vreemde valuta's.

Alles afwegende heeft het fonds ervoor gekozen om het valutarisico als volgt af te dekken:

Tabel 5.5: Strategische doelstelling valuta-afdekking

	Ontwikkelde markten	Opkomende markten
Aandelen ²⁰ en beursgenoteerd vastgoed	50%	0%
EMD local currency	0%	0%
Overige obligaties	100%	100%
Private equity ²¹	100%	0%

Inrichting valuta-afdekking

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, behalve bij beursgenoteerd vastgoed waar dit wordt gedaan op basis van de benchmarkexposure.

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.

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.

²⁰ Voor de insluitingsportefeuille wordt alleen de positie in Amerikaanse dollars voor 50% afgedekt.

²¹ De GBP-exposure ten aanzien van de resterende allocatie naar private equity wordt afgedekt.

6. Risicobeheersing

6.1 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. Op basis van de risicohouding stelt het bestuur het acceptabele risicobudget vast, waarbij tevens een kader wordt geformuleerd op welke wijze omgegaan wordt met positieve of negatieve uitkomsten. De beleggingsrisico's komen terug in het vereist eigen vermogen (VEV), zijnde de omvang van het eigen vermogen waarover het pensioenfonds minimaal zou moeten beschikken. Het VEV mag maximaal drie punten afwijken van de vastgestelde strategische norm. Bij de maximale overschrijding vindt herallocatie plaats, zodanig dat de VEV wordt teruggebracht naar de norm. De vaststelling van het VEV, en daarmee van de weging van de afzonderlijke financiële risico's, is voorgeschreven in de pensioenwet (art 132 PW en art.138 PW). Het pensioenfonds heeft deze financiële risico's geïdentificeerd. Conform wet- en regelgeving wordt hier in de uitvoering van het beleggingsbeleid rekening mee gehouden middels het deels afdekken van deze risico's en het zorgdragen voor een grote mate van spreiding over de verschillende beleggingscategorieën, hetgeen risicomitigerend werkt.

Het risico- en rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille wordt afgestemd op het deelnemersbestand en de pensioenaanspraken. Dit gebeurt in de ALM-studie. Het totale risiconiveau van het vermogen dient gegeven de rendementsdoelstelling van het fonds zo laag mogelijk te zijn. Het strategisch beleggingsbeleid en het jaarlijks beleggingsplan geven hier invulling aan. In de uitvoering van het beleggingsbeleid loopt het fonds een aantal risico's waarvan de belangrijkste onderstaand zijn benoemd.

6.2 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 verplichtingen 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 collateral management 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 risicocomponenten 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. Een portefeuille van leningen die sterk sectorgebonden is, kan door deze sectorconcentratie een verhoogd risico lopen. Indien aandelen in dezelfde sector worden aangehouden is sprake van een cumulatief concentratierisico.

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.

6.3 Risicomonitoring

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

- de (beleids)dekkingsgraad
- het VEV
- de tracking error ten opzicht van de verplichtingen
- de premies ten opzichte van de uitkeringen
- het verloop en ontwikkeling van de beleggingen
- de renteafdekking
- de valuta-afdekking
- tegenpartijrisico's
- liquiditeitsrisico's
- concentratierisico's
- operationele risico's.

Bijlage A: 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 zal komen.

Daarna is een uitwerking van de toets op de passendheid opgenomen. Dit is op basis van de beleggingsovertuigingen²² 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 van het fonds

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 lending²³;
- 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.

²² De beleggingsovertuigingen zijn nadat deze toets meest recent is uitgevoerd, in aanloop naar de ALM-studie van 2021, herzien. Het bestuur heeft vastgesteld dat deze herziene set beleggings-overtuigingen hier niet tot andere uitkomsten leidt.

²³ 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. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Aandelen hebben een plek in de returnportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn op aandelen wordt behaald, komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities.

Rendement

Het rendement op aandelen is een vergoeding voor het risico dat de verschafter 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.²⁴

Beschrijving risico's

De risico's voor aandelen worden binnen het FTK vooral gevat in S2, daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico (S3) dat voor ontwikkelde markten goed afgedekt kan worden; voor opkomende markten is dat lastiger.

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.

Tabel A1: Impact aandelen op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Hoog voor ontwikkelde landen, zeer hoog voor opkomende landen.
S3: Valutarisico	Voor ontwikkelde markten op 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, maar wordt juist veelal verwacht dat de valuta zich gunstig zal ontwikkelen en het risico dus beloond wordt. Het afdekken is daarnaast vaak moeilijk en kostbaar.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error.

²⁴ 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.

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 0,1% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, waarbij beheerfees afhankelijk van de subcategorie waarin wordt belegd op kunnen lopen richting 1,0%. Ook zullen 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 A2: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Weliswaar is de volatiliteit van aandelen hoog, op de lange termijn staat hier ook een hoog rendement tegenover.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Het hoge rendement dat op de lange termijn op aandelen wordt behaald komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities. Bij aandelen is voorts sprake van een kasstroom in de vorm van een dividendrendement, hetgeen aansluit bij de verplichtingen die immers ook uit kasstromen bestaan. De samenhang van aandelenkoersen met de rente is afhankelijk van de economische omgeving.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Aandelen behoren tot de meest liquide beleggingscategorieën.
	4. Houd het simpel!	De fundamenteën van aandelen zijn eenvoudig uitlegbaar en leiden niet tot bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	In de categorie aandelen is het eenvoudig mogelijk om meer te alloceren naar markten met een hoge reële groei, zoals opkomende markten, alsook aan ondernemingen die op groei gericht zijn
	6. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

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	Tegenover het hoge verwachte rendement staat ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van aandelen laag, waarbij beheerfees van 0,1% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt. Actief beheer is duurder, waarbij beheerfees op kunnen lopen richting 1%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.
	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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Op alle subcriteria scoren aandelen goed. Het is een transparante beleggingscategorie. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico's en de vereiste monitoringcapaciteit zijn 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.
	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. 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.

		Aandelen scoren goed op vrijwel alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar hoog, maar met name de risicopremie is interessant voor de beleggingsportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn wordt behaald komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities. 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.
	Eindoordeel	

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. Vanwege de beleggingsovertuiging dat markten met een verwachte hoge reële groei uiteindelijk een hoger rendement opleveren wordt gekozen voor een overweging van opkomende ten opzichte van ontwikkelde markten. De hogere volatiliteit die daarmee gepaard gaat, kan het fonds als langetermijnbelegger dragen. Op basis van marktkapitalisatie zou de weging naar opkomende markten 10 tot 15% bedragen. Op basis van BBP (Bruto Nationaal Product) is dit echter veel meer: ruim 40%. Het fonds meent vanwege de verwachte hogere reële groei en het beduidend grotere belang van opkomende markten in de wereldeconomie dan op grond van marktkapitalisatie dat een allocatie van 1/3 naar opkomende en 2/3 naar ontwikkelde markten te rechtvaardigen is.

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 om niet in small-cap aandelen te beleggen. Dit vanwege de zeer hoge correlatie met large- en mid-cap aandelen. Het verwacht rendement ligt weliswaar hoger, maar ook het risico is navenant hoger, waardoor de rendementsrisicoverhouding hetzelfde blijft als voor large- en mid-cap aandelen. 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 Index²⁵

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.

²⁵ 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 + $(y-50\%)$.

Vreemde valuta worden afgedekt volgens het geldende valutabeleid van het fonds zoals opgenomen in het jaarlijkse beleggingsplan.

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 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 aandelencategorieën het meest passend. Dit geldt ook voor de insluitingsportefeuille.

Gewenste restricties

Voor de aandelenportefeuilles gelden als uitgangspunt de restricties zoals weergegeven in tabel A3.

Tabel A3: Gewenste 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 - 1:2 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	- Het verbeteren van de algehele score op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen ²⁶	- De 50 bedrijven met de hoogste positie op de PSO ²⁸ -ladder, zo nodig aangevuld met bedrijven waarvan de

²⁶ Deze verbetering geldt ten opzichte van de benchmark en is afhankelijk van de absolute hoogte daarvan. Zie het document *Beheerafspraken PWRI* voor de details.

²⁸ 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.

	<ul style="list-style-type: none"> - Reductie van de carbon footprint²⁷ - Verbetering van de score op de sociale factoren Labor Management en Health and Safety met 20% binnen ontwikkelde markten - Verbetering van de algemene Social score met 15% binnen opkomende markten - Uitsluiten volgens algemene uitsluitingenbeleid van het fonds 	<p>verwachting is dat deze op korte termijn het PSO-keurmerk verwerven, worden in de portefeuille opgenomen. De weging 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

²⁷ 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.

Vastgoed

1. Karakteristieken 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 verplichtingen 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

De risico's voor vastgoed worden binnen het FTK vooral gevat in S2, daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico (S3) 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.

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

Tabel A4: Impact vastgoed op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Gematigd voor niet-beursgenoteerd vastgoed met lage leverage, hoog voor beursgenoteerd vastgoed.
S3: Valutarisico	Geen op ontwikkelde landen, voor zover afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan voor beursgenoteerd vastgoed doorgaans op 0% blijven. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed is er wel sprake van liquiditeitsrisico.
S8: Concentratierisico	Kan voor beursgenoteerd vastgoed doorgaans op 0% blijven, voor niet-beursgenoteerd vastgoed afhankelijk van de mate van spreiding die bereikt wordt.
S10: Actief beheer risico	Voor beursgenoteerd vastgoed afhankelijk van de tracking error. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed niet van toepassing.

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. Aan de onderkant is 0,35% à 0,40% voor Nederlands vastgoed zeer wel mogelijk²⁹, maar vooral internationaal gaan de fees eerder richting de 1%, met in sommige gevallen bovendien een performance gerelateerde component. Wanneer belegd wordt in fund-of-funds is er sprake van een dubbele feelaag, waardoor de totale kosten hoger uitkomen.

Daarnaast is sprake van toe- en uittredingskosten van enkele procentpunten indien posities worden op- of afgebouwd. Overige kosten die zich kunnen voordoen bij "closed-end"fondsen zijn de kosten (discount) in het geval van een eventueel gedwongen liquidatie bij het einde van de looptijd. Bij "open-end"fondsen kunnen zich kosten (discount) voordoen in het geval participanten tijdens de crisis tegelijkertijd uit een fonds willen stappen.

²⁹ Dit geldt voor woningen en winkels, voor de sectoren kantoren en zorg liggen de fees zo'n 10 bps hoger.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A5: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	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.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Vastgoed levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten. Deze 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, waarvan omvang en teken afhankelijk is van de economische en demografische ontwikkeling, regelgeving, schaarste, tempo van afschrijving en inflatie, maar die op termijn veelal positief zal zijn.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Beursgenoteerd vastgoed behoort tot de liquide beleggingscategorieën.
		Niet-beursgenoteerd vastgoed is een illiquide beleggingscategorie.
	4. Houd het simpel!	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.
		Vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de waardering en het risicomanagement van niet-beursgenoteerd vastgoed worden hogere eisen gesteld aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het is eenvoudig om in deze categorie meer te alloceren naar markten met een hoge reële groei zoals opkomende markten.
	6. 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 door middel van engagement en het inzetten op duurzaam vastgoed.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	Als afgezien wordt van leverage, kan een rendements-risicoprofiel verwacht worden data 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	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.
		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.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten laag. Dit komt door een combinatie van lage beheerfees en beperkte transactiekosten. Bij actief beheer zijn beide hoger, maar mag verwacht worden dat dit goed gemaakt zal worden door het hogere verwachte rendement.
		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.
	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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Op alle subcriteria scoort beursgenoteerd vastgoed goed. Het is een transparante beleggingscategorie, er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico's en de vereiste monitoringcapaciteit zijn 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.

		<p>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.</p>
	6. Diversificatie	<p>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.</p> <p>Diversificatie binnen niet-beursgenoteerd vastgoed 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.</p>
	7. Inflatiehedge	<p>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.</p> <p>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 waardeinstijging.</p>

	8. 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 bij de verplichtingen. 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 dan 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. Groot nadeel van allocaties naar vastgoedaandelen uit opkomende markten is dat de valuta-afdekking lastig en vooral duur is. Ook 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 alle beleggingen in andere ontwikkeldemarktenvaluta's dan de euro voor 50% 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 restricties

De volgende restricties gelden als uitgangspunt voor beleggingen in vastgoed:

Tabel A6: Gewenste restricties voor de vastgoed subportefeuilles

	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 €1000)	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. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Euro staatsobligaties hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers uitermate goed aan bij de verplichtingen. 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 termijn³⁰ 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 (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

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.

³⁰ Ten opzichte van de tienjaarsrente.

Tabel A7: Impact Euro staatsobligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

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

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Euro staatsobligaties laag, waarbij beheerfees van 0,05% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is iets duurder, met beheerfees tussen 0,1% en 0,3%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A8: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk. Er worden ook staatsobligaties met langere looptijd uitgegeven.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Er is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Naast nominale staatsobligaties zijn er ook inflatiegeïndexeerde staatsobligaties, wat zou aansluiten bij de reële ambities. Voor staatsobligaties met een wat lagere kredietwaardigheid geldt dat er sprake is van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risico-premie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Tot slot spelen staatsobligaties een rol als onderpand voor OTC-derivaten die ingezet worden om het renterisico op de verplichtingen te beperken.

	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Europese staatsobligaties behoren tot de meest liquide beleggingscategorieën.
	4. Houd het simpel!	Staatsobligaties zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met in het algemeen zeer beperkt kredietrisico.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Verschillen in reële groei tussen de landen in de Eurozone leiden niet tot rendementsverschillen. De rendementsverschillen die er zijn, zijn veelal terug te voeren op verschillen in kredietwaardigheid en liquiditeit.
	6. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement op Euro staatsobligaties van kernlanden is in het algemeen, in lijn met het vrijwel risicoloze karakter van deze categorie, bijzonder laag.
		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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	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.
	8. 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. Staatsobligaties sluiten uitermate goed aan bij de verplichtingen. 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 langetermijnverplichtingen 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 dan 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 (Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk) en de Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury index (België, Ierland, Italië, Letland, Litouwen, Malta, Portugal, Slowakije, Slovenië en Spanje³¹).

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 restricties

Tabel A9 geeft een overzicht van de limieten waaraan de twee subportefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

³¹ Estland heeft wel de euro, maar heeft geen staatsobligaties uitstaan.

Tabel A9: Gewenste restricties voor de euro staatsobligatieportefeuilles

	Euro Core	Euro (long)
Universum ³²	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
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%

³² Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of 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

Global Credits

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Global Credits hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers goed aan bij de verplichtingen. 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 verplichtingen 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 (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

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.

Tabel A10: Impact Global Credits op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

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

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Global Credits laag, waarbij beheerfees van 0,1% en lager mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,3-0,4%. 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 A11: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Er zijn bedrijfsobligaties beschikbaar met looptijden van 20, 30, 30 en soms zelf 100 jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Met een gemiddelde kredietwaardigheid van A is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Hoogwaardige bedrijfsobligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties is wel sprake van een beperkte risicopremie.
	4. Houd het simpel!	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.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een beperkte premie voor liquiditeit.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het MVB-beleid van het fonds kan worden toegepast op hoogwaardige bedrijfsobligaties. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement is bijzonder laag, hoewel er nog wel sprake is van een redelijke risicopremie. Voor Amerikaanse bedrijfsobligaties 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 bedrijfsobligaties 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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren hoogwaardige bedrijfsobligaties 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 bedrijfsobligaties overheerst is sprake van een hoge correlatie met staatsobligaties en een lage correlatie met aandelen.
	7. Inflatiehedge	Nominale hoogwaardige bedrijfsobligaties 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. 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	Hoogwaardige bedrijfsobligaties 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 verplichtingen, 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 30 september 2020) voor 67,7% uit USD credits, 23,7% uit eurocredits en 8,6% uit credits in dertien overige valuta's. 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 verplichtingen 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 worden 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.

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 restricties

Tabel A12 geeft een overzicht van de limieten waaraan de Global-Creditsportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A12: Gewenste restricties voor de Global-Creditsportefeuille

	Global Credits
Universum ³³	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	<ul style="list-style-type: none"> - 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 ³⁴ +10% (geen minimum) Financiële instellingen 10% Non-corporates: 15%
Toegestane tracking error	1,5%

³³ *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.*

³⁴ *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 verplichtingen: 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 verplichtingen 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 onzekere 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 (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

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.

Tabel A13: Impact Green en Social Bonds op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error.

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 A14: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Er zijn Green en Social Bonds beschikbaar met looptijden van 20, 30, 40 en soms zelf 100 jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Met een gemiddelde kredietwaardigheid van Aa3/A1 is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.

	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Deze obligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties is wel sprake van een beperkte risicopremie.
	4. Houd het simpel!	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.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een beperkte premie voor liquiditeit.
	6. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	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 hoogwaardige bedrijfsobligaties. Voorts is er sprake van overlap met de beleggingen in reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, 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. 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 verplichtingen, 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 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 restricties

Tabel A15 geeft een overzicht van de limieten waaraan beide portefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel A15: Gewenste restricties voor de Green- en Social-Bondsportefeuilles

	Green Bonds	Social Bonds
Universum ³⁵	<ul style="list-style-type: none"> - Wereldwijde Green Bonds uitgegeven door SSA's³⁶ 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 emmitent van SSA 20% Per onderneming 5%	Per emmittent van SSA 35% Per onderneming 5%
Maximaal toegestane afwijking gewicht tov de benchmark	SSA Green Bonds +/- 20% Corporate Green Bonds +/- 20%	
Minimale kredietwaardigheid ³⁷ (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%

³⁵ 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.

³⁶ Supranationals, overheden, overheidsgegarandeerde instellingen, lokale overheden en/of agencies.

³⁷ In geval van downgrade onder Baa3 verkoop binnen drie maanden of contact met het fonds.

High Yield

1. Karakteristieken 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 verplichtingen, 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. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van ca. 2%.

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 (S5). Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1). 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.

Tabel A16: Impact High-Yieldobligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege rentecomponent.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Hoog.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

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

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van High Yield laag, waarbij beheerfees van 0,2% en lager mogelijk zijn. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,5%. De transactiekosten bij actief beheer hoeven niet noodzakelijkerwijs hoger te liggen dan bij passief beheer. Door de hoogte van de spreads voor High Yield (bid-ask spread gemiddeld ca. 0,8%) kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen tot hogere transactiekosten leiden dan een stabiele actief beheerde portefeuille. Bovendien is de verwachting dat actief beheer de transactiekosten meer dan goed maakt door het hogere verwachte rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A17: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Hoewel de meeste obligaties niet langer lopen dan tien jaar, zijn looptijden beschikbaar tot vijftientwintig jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	<p>Laagwaardige bedrijfsobligaties sluiten goed aan bij de verplichtingen, aangezien – behoudens kredietrisico - sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen.</p> <p>Met een gemiddelde kredietwaardigheid van B is wel 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.</p> <p>Ten aanzien van USD-obligaties geldt nog dat valutarisico wordt gelopen. Wanneer dit valutarisico niet wordt afgedekt, sluiten USD bedrijfsobligaties minder goed aan bij de verplichtingen dan EURO bedrijfsobligaties.</p>
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Laagwaardige bedrijfsobligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën, maar zijn binnen deze categorie relatief illiquide, waardoor wel sprake is van een beperkte liquiditeitspremie.

Algemene criteria	4. Houd het simpel!	Laagwaardige bedrijfsobligaties 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.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement op laagwaardige bedrijfsobligaties is een optelsom van de risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een premie voor illiquiditeit. Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt, verdwijnt dit verschil echter.
	6. 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 laagwaardige bedrijfsobligaties.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
	1. Rendement	Het gemiddelde rendement (yield) op (wereldwijde) laagwaardige bedrijfsobligaties 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	<p>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.</p>
	4. Liquiditeit	<p>Laagwaardige bedrijfsobligaties worden publiek verhandeld, zijn vanuit een pensioenfonds-perspectief een liquide categorie en vallen binnen de liquide returnportefeuille. Binnen het universum van de liquide returnportefeuille echter behoren laagwaardige bedrijfsobligaties 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.</p>
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	<p>Wat betreft alle subcriteria scoren laagwaardige bedrijfsobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. Voorts bevatten de nominale couponnen van deze categorie –net als bij staatsobligaties- een inflatieonzekerheidspremie. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over rating-categorieën) resp. om gebruik te maken van derivaten.</p>
	6. Diversificatie	<p>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.</p> <p>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 beleggings-portefeuille nog wel voor diversificatie.</p>

	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. 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	Laagwaardige bedrijfs- of High-Yieldobligaties scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar weer iets hoger dan dat op hoogwaardige bedrijfsobligaties (credits), maar daar staat dan ook een weer wat hoger rendement tegenover. Door het hogere rendements-risicoprofiel ten opzichte van hoogwaardige bedrijfsobligaties 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 verplichtingen.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie High Yield

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 restricties

Tabel A18 geeft een overzicht van de limieten waaraan de High-Yieldportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A18: Gewenste 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	30%
Maximale sectorafwijking vs bm	20%
Toegestane tracking error	6,0%

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 verplichtingen, 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 verplichtingen.

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 (S5). Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1). Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Voor EMD hard currency bevat de benchmark zo'n 60 landen (dit varieert over de tijd), voor EMD local currency bevat de benchmark ca. 16 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.

Tabel A19: Impact EMD op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege rentecomponent.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen op harde valuta, mits afgedekt. Wel op lokale valuta.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Redelijk hoog.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

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

Passieve oplossingen voor EMD zijn de laatste jaren in opkomst, met name voor EMD local currency. Daarbij zijn beheerfees van 0,2% en lager zeer wel mogelijk. Actief beheer is duurder, met beheerfees van 0,4% - 0,6%. Door de hoogte van de spreads voor EMD (bid-ask spread gemiddeld ca. 0,8%) kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen (en zeker een benchmark waarbij regelmatig geherbalanceerd wordt in verband met een maximale weging per emittent) tot hogere transactiekosten leiden dan een stabiele actief beheerde portefeuille. Bovendien is de verwachting dat actief beheer de transactiekosten meer dan goed maakt door extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A20: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk, zowel in lokale als harde valuta.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Obligaties opkomende landen sluiten goed aan bij de verplichtingen, aangezien – behoudens kredietrisico – sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een gemiddelde kredietwaardigheid van BB+ voor harde valuta en BBB voor lokale valuta is wel 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. Op obligaties opkomende landen wordt valutarisico gelopen, hetzij op de USD (in geval van harde valuta), hetzij op een aantal lokale valuta's. Wanneer dit valutarisico niet wordt afgedekt, sluiten obligaties opkomende landen minder goed aan bij de verplichtingen dan wanneer het valutarisico wel wordt afgedekt.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Obligaties opkomende landen behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties van westerse landen is wel sprake van een beperkte liquiditeitspremie.
	4. Houd het simpel!	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.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van de risicovrije rente (de optelsom van de reële rente en inflatieverwachtingen plus een premie voor inflatieonzekerheid), een opslag voor kredietrisico en een premie voor illiquiditeit. Voor een obligatie die in USD luidt (harde valuta) is de risicovrije rente van de VS de basis. Voor een obligatie die in een lokale valuta luidt, is (in theorie) de risicovrije rente van dat land de basis (in de praktijk is er voor opkomende landen echter geen direct waarneembare risicovrije rente, omdat bij elke belegging in een dergelijk land sprake is van kredietrisico). Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt, verdwijnt dit verschil echter.

Algemene criteria	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	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 (staats)obligaties opkomende landen zijn daarmee consistent met het huidige MVB-beleid. Er is een trend gaande om ook (opkomende) landen op ESG-criteria te scoren en deze scores mee te wegen in de selectie van EMD-obligaties.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
	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.

	<p>5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)</p>	<p>Wat betreft alle subcriteria scoren obligaties opkomende markten goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark resp. om gebruik te maken van derivaten.</p>
	<p>6. Diversificatie</p>	<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>
	<p>7. Inflatiehedge</p>	<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>
	<p>8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)</p>	<p>Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.</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 markten met een hogere reële groei uiteindelijk ook een hoger rendement bieden (via een hogere rente).
	Eindoordeel	

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie Emerging Market Debt

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 zogenaamde harde valuta's (voornamelijk de Amerikaanse dollar). De diversified variant beperkt de wegingen 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 zestig landen maken onderdeel uit van de JP Morgan EMBI Global diversified Index, waarbij er een maximum geldt van 5% per land.

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 wegingen 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. Zestien landen maken onderdeel uit van de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index, waarbij er een maximum geldt van 10% per land.

Er is voor EMD gekozen voor een beperking van concentratierisico door middel van een maximum weging per land van 5% resp. 10% in de benchmark en niet door te kiezen voor weging 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 restricties

Tabel A21 geeft een overzicht van de limieten waaraan de EMD subportefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel A21: Gewenste 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 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%
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. Deze beleggingscategorie sluit immers goed aan bij de verplichtingen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen die in euro's luiden. Met hypotheke zijn looptijden tot dertig jaar mogelijk waardoor ook aansluiting met langer lopende verplichtingen mogelijk is. 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. 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 (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

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.

Tabel A22: Impact hypotheke op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Veelal beperkt, maar hoogste schok van toepassing indien geen rating beschikbaar is.
S7: Liquiditeitsrisico	Aanwezig.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

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

Kosten

Door de aard van de belegging is er alleen sprake van actief beheer. De kosten voor hypotheekfondsen bedragen maximaal 0,4%.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A23: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Beleggingen in hypotheek kennen looptijden tot en met dertig jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Hypotheek sluiten goed aan bij de verplichtingen aangezien – behoudens kredietrisico – sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen. Daar staat een hogere risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities net zoals een illiquiditeitspremie.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Er is sprake van een illiquiditeitspremie.
	4. Houd het simpel!	De fundamenteën 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 risicomanagement.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het betreft hier slechts Nederlandse hypotheek. Voor deze regio is geen sprake van hoge groei.
	6. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

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	De volatiliteit is beperkt.
	3. Kosten	De management fees zijn relatief hoog.
	4. Liquiditeit	De onderliggende hypotheke 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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	De fundamenteën van hypotheke zijn eenvoudig uitlegbaar. Als beleggingscategorie stellen hypotheke wel hogere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	6. Diversificatie	Enerzijds is er sprake van enorme spreiding binnen de categorie, aangezien de fondsen duizenden individuele leningen bevatten. Anderzijds zijn de verstrekte hypotheke allemaal geconcentreerd in Nederland.
	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. 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 verplichtingen 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. Tegelijkertijd zijn de kosten niet hoog. 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 deelportefeuilles:

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

Actief/passief

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

Beleggingsvehikel

Het verdient de voorkeur om te beleggen in hypotheke 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.

Gewenste restricties

Tabel A24 geeft een overzicht van de limieten waaraan de hypothekeportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A24: Gewenste restricties voor de hypotheekportefeuille

	Particuliere hypotheek
Universum	Nederlandse woninghypotheek
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 verplichtingen.
Spreading	Spreading 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 de afdekking van de verplichtingen. Tevens sluiten de WSW-leningen goed aan bij de verplichtingen aangezien er sprake is 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 ten opzichte van de verplichtingen.

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 (S1) c.q. spread. Er geldt een vrijstelling voor het risicobeslag uit hoogte van de kredietwaardigheid (S5).

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.

Tabel A25: Impact WSW-leningen op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

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 A26: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. PWRI is een langetermijnbelegger	Looptijden tot 50 jaar zijn beschikbaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Er is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, met name vanwege de hoge kredietwaardigheid door de impliciete overheidsgarantie. Daar komt bij dat er een risicopremie (spread) verdiend wordt, die bijdraagt aan de (reële) ambities.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Er is sprake van een beperkte secundaire markt. Daar staat een premie voor illiquiditeit tegenover, die afhankelijk van looptijd gemiddeld 30 - 50 basispunten boven Nederlandse staatsleningen bedraagt.
	4. Houd het simpel!	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.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente en een opslag voor kredietrisico en illiquiditeit. Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta.
	6. 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.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

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	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). Het lage risico wordt ondermeer weergegeven doordat er binnen het FTK geen buffereisen zijn voor WSW-leningen.
	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, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	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 monitoringcapaciteit. 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. De periodieke waardering betreft geen marktwaardering en dit vergt extra governance.

	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. 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 restricties

Tabel A27 geeft een overzicht van de limieten waaraan de portefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A27: Gewenste restricties voor de WSW-leningenportefeuille

	WSW-leningen
Universum	(Nederlandse) WSW-geborgde onderhandse leningen aan woningcorporaties (plain-vanilla-leningen conform WSW standaard 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 B: Actieplan Klimaatakkoord PWRI

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'. Zo kunnen we zien of we het goed of slecht doen. De scope 1 en scope 2-uitstoot die we met onze beleggingen financieren zijn allebei lager dan de benchmark. Dat is dus goed. Op onze [website](#) staat wat uitstoot van broeikasgassen van al onze aandelen bij elkaar is. Ook staat op de website per categorie aandelen hoe groot de uitstoot van broeikasgassen is. We actualiseren deze cijfers elk jaar.

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 zijn er internationale standaarden voor deze metingen. Dat is fijn. Want dat maakt de metingen betrouwbaarder. Het is alleen jammer dat de metingen nog niet zo vaak door bijvoorbeeld een accountant worden getoetst.

Wij gebruiken internationaal erkende methoden om bij te houden hoeveel scope 1 en scope 2-uitstoot we met onze beleggingen financieren. En uiteraard rapporteren we hierover volgens de wet- en regelgeving. Een goed voorbeeld is de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) uit 2021. Dit is Europese wetgeving. Het doel van de SFDR is betere informatie over duurzame beleggingen.

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. Wij publiceren liever geen onbetrouwbare cijfers. Daarom staan deze cijfers (nog) niet op onze website. Maar we bekijken de scope 3-cijfers wel goed. Onze vermogensbeheerder analyseert de kwaliteit van de scope 3-cijfers. Daarna gaat de vermogensbeheerder namens PWRI met bedrijven in gesprek over hun scope 3-cijfers. De vermogensbeheerder bespreekt dan ook waarom het belangrijk is om de uitstoot van broeikasgassen te verlagen. 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.

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.
- De scope 3-cijfers zijn nog onbetrouwbaar
We noemden het hierboven al: we vinden de scope 3-cijfers nog niet betrouwbaar genoeg. Helaas geldt dit ook voor bedrijven die de meeste scope 3-uitstoot hebben. Zoals energie- en nutsbedrijven, producerende bedrijven, mobiliteitsbedrijven en mijnbouwbedrijven. De scope 3-uitstoot van deze bedrijven wordt wel regelmatig gemeten. Onze vermogensbeheerder vraagt de bedrijven namens PWRI om de meting van hun scope 3-uitstoot betrouwbaarder te maken.
- De kwaliteit van de meting van andere soorten beleggingen is nog onvoldoende
We hebben goed zicht op de scope 1 en scope 2-uitstoot die we financieren met onze beleggingen in aandelen en obligaties. Maar we hebben nog niet zo goed zicht op de uitstoot die we financieren met onze beleggingen in onroerend goed, hypotheek en staatsobligaties. De uitstoot via deze andere soorten beleggingen wordt wel regelmatig gemeten. De cijfers krijgt het bestuur twee keer per jaar. Maar we publiceren die cijfers nog niet. Want het bestuur heeft nog niet genoeg vertrouwen in de kwaliteit van de meetmethoden.

Dit gaan we doen

Onze drie doelen zijn:

1. In 2050 financieren wij geen uitstoot van broeikasgassen meer met onze beleggingen.
2. In 2030 is de uitstoot van broeikasgassen die wij met onze beleggingen financieren de helft minder.
3. We gaan steeds meer beleggen in klimaatoplossingen.

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.

Eerst de aandelen en bedrijfsobligaties

We beginnen met de aandelen en bedrijfsobligaties. Want deze beleggingen vertegenwoordigen samen bijna 45% van ons totale belegde vermogen. In plaats van de benchmarks, of ‘meetlatten’, die beleggers meestal gebruiken, stappen wij over op speciale meetlatten: de ‘EU low carbon benchmarks’. Deze speciale meetlatten helpen ons om onze beleggingen sneller klimaatvriendelijk maken. Deze overstap maken we in de eerste helft van 2023. We leggen in onze overeenkomsten met de vermogensbeheerder vast 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. Ook leggen we vast dat de uitstoot van broeikasgassen in 2025 minimaal 25% lager moet zijn dan in 2020 en in 2030 minimaal 50% lager.

Daarna de andere soorten beleggingen

Daarna gaan we verder met de andere soorten beleggingen. Met welke soort belegging we dan beginnen hangt af van verschillende factoren:

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

Uiteindelijk willen wij dat minimaal twee derde van al onze beleggingen voldoet aan de afspraken in het Klimaatakkoord.

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 actief 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 'sustainability bonds'. Dat zijn obligaties van bedrijven of ontwikkelingsbanken of overheden die het geld dat ze lenen in groene, klimaat- of duurzaamheidsprojecten investeren. De afgelopen jaren zijn we meer gaan beleggen in deze 'bonds'.

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: Normportefeuille

Bij het uitvoeren van de ALM-studie is uitgegaan van de normportefeuille zoals weergegeven in tabel C1. Dit is de beleggingsportefeuille conform beleggingsplan 2021.

Tabel C1: Normportefeuille PWRI als startpunt ALM-studie (uit Eindrapportage ALM-studie 2021)

Belangrijkste uitgangspunten – economisch

(2|2)

Verwacht rendement

- Onderstaande tabel toont de verwachte meetkundige rendementen per categorie en op totaalniveau voor de ALM-studie 2021.
- Het rendement op de staatsobligaties volgt uit de markttrente. Zoals vastgesteld op 12/02/2021 zal in de ALM echter zowel een forwards regime als mean-reversion regime worden doorgerekend. In de tabel hieronder worden de verwachte rendementen en de volatiliteit van Staatsobligaties en Bedrijfsobligaties berekend op basis van de mean-reversion methodiek in haakjes () geplaatst.
- Voor bedrijfsobligaties en hypotheeklen wordt er gerekend met een (credit)spread bovenop de swaprente voor de vaststelling van het rendement. Deze credit spreads zijn gelijk aan de niveaus per 31/12/2020.
- De meetkundige rendementen voor de returncategorieën zijn vaste rendementen en vastgesteld op basis van verwachte netto lange termijn risicopremies zoals opgenomen in het beleggingsplan 2021.
- De volatiliteiten en correlaties in de ALM-studie zijn geschat op basis van 10-jaars historie.

1) De LDI-portefeuille bestaat uit renteswaps en een LDI-onderpandfonds. Dit is bij de allocatie naar staatsobligaties gevoegd.

2) Zowel de categorie Green bonds als de categorie Social bonds worden gerekend als onderdeel van de portefeuille credits. Dit is conform de ALM 2018. Hypotheken is ook samengevoegd bij bedrijfsobligaties, de karakteristieken in acht nemend.

3) Beursgenoteerd vastgoed wordt in het model geclassificeerd als aandelen ontwikkeld omdat de categorieën vergelijkbare risicorendementskarakteristieken bevatten.

4) Het insluitingsmandaat wordt volledig toegevoegd aan de categorie aandelen ontwikkeld. Dit is conform de ALM 2018.

5) Private Equity wordt, gezien de kleine allocatie, bij aandelen ontwikkeld gevoegd.

Verwachte rendementen (15 jaar, na kosten)

Categorie	Mix	Rekenkundig verwacht rendement	Volatiliteit	Meetkundig verwacht rendement
Vastrentende waarden				
Staatsobligaties	19,1%	0,0%/(-0,1%)	5,1%/(6,3%)	-0,2%/(-0,3%)
Bedrijfsobligaties	21,1%	1,0%/(1,5%)	4,3%/(4,7%)	1,0%/(1,4%)
EMD HC	1,7%	2,7%	9,7%	2,2%
EMD LC	2,4%	2,7%	9,9%	2,2%
High Yield	3,0%	2,8%	8,8%	2,4%
Converteerbare obligaties (40%)	2,6%	3,2%	10,4%	2,7%
Zakelijke waarden				
Aandelen ontwikkeld	29,6%	4,3%	14,0%	3,4%
Aandelen opkomend	11,5%	5,5%	15,7%	4,4%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	5,0%	3,6%	16,2%	2,4%
Converteerbare obligaties (60%)	3,9%	3,2%	10,4%	2,7%
Totaal	100,0%	2,7%/(2,8%)	7,9%/(8,1%)	2,4%/(2,5%)



SV-2021-0860 | MEuPZo

17



Bijlage D: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer

Inleiding

Het strategisch beleggingsbeleidsplan beschrijft de doelstellingen van het beleggingsbeleid, de beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten, de governance en organisatie van het vermogensbeheer van het fonds, het strategisch beleggingsbeleid (in principe voor een periode van drie jaar volgend op een ALM-studie) en de risicobeheersing. Daarnaast zijn in de bijlagen van het document de investment cases³⁸ van de door het fonds als passend beoordeelde beleggingscategorieën opgenomen.

Het beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid voor het komend kalenderjaar, gebaseerd op het beleid zoals vastgelegd in het strategisch beleidsplan en een portefeuilleconstructie- of risicobudgetteringstudie, waarin de huidige en voor het komend jaar verwachte economische omstandigheden worden meegenomen. De beheerafspraken worden opgenomen in de bijlagen van het beleggingsplan en vormen integraal onderdeel hiervan. Ze bevatten naast normwelingen, bandbreedtes en benchmarks, het herbalanceringsbeleid en gedetailleerde afspraken ten aanzien van de beheersing van valuta- en renterisico. De beheerafspraken worden jaarlijks, bij de voorbereiding van het beleggingsplan, geëvalueerd en, zo nodig, herzien.

Het fiduciair vermogensbeheer is uitbesteed aan Columbia Threadneedle Investments Netherlands B.V.. De afspraken met betrekking tot de te leveren producten en diensten zijn vastgelegd in de SLA. Om te borgen dat Columbia Threadneedle het beleggingsbeleid uitvoert 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 dit document wordt uiteengezet hoe de monitoring en evaluatie van het (fiduciair) vermogensbeheer en fiduciair vermogensbeheerder door het fonds wordt vormgegeven.

³⁸ Een investment case beschrijft waarom een beleggingscategorie potentieel investeerbaar is voor het fonds. Daarnaast wordt de wijze waarop het bestuur de categorie zou willen invullen erin vastgelegd. Dit vormt input voor het managersselectieteam, de fiduciair beheerder en de evaluatie van het mandaat. De investment cases worden ten minste elke drie jaar geëvalueerd.

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:

- Dekkingsgraadrapportages (aanlevering uiterlijk T+8)
Het gehele bestuur ontvangt maandelijks de door Columbia Threadneedle opgestelde dekkingsgraadrapportage per email. Dit is een one-pager met daarin de ontwikkeling van de verschillende dekkingsgraden in de afgelopen maand. Deze wordt niet geagendeerd voor bestuurs- of commissievergaderingen omdat de hierin opgenomen informatie ook wordt weergegeven in de, later te ontvangen, kwartaalrapportages die wel besproken worden (zie hieronder).

- 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 algehele 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 Sprengels&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.
- *Niet-financiële risico's rapportage (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 mandatevaluaties. (Zie ook tabel 1, 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 D1, hieronder, geeft het overzicht van de evaluaties die in 2021 waren gepland en zijn uitgevoerd, inclusief de eerder genoemde mandatevaluaties.

De risicomanager is bij alle evaluaties betrokken geweest. Zijn oordeel wordt altijd meegenomen in de risicoafweging zoals opgenomen in de voorleggers behorende bij de diverse evaluaties.

Tabel D1: Evaluatiekalender 2021

Evaluatiekalender 2021		
Mandaatevaluatie	Andere evaluaties	Planning evaluatie
Bedrijfsobligaties	Evaluatie investment cases vastrentend liquide	22-jan-2021
Euro Staatsleningen		12-mrt-2021
Lange Euro Staatsleningen	Evaluatie uitvoering	16-apr-2021
		21-mei-2021
Green Bonds	Beleggingsovertuigingen en effectiviteit rente-afdekking	11-jun-2021
Emerging Markets Debt HC	Opmerkingen accountant en certificeerder	27-aug-2021
Emerging Markets Debt LC		5-nov-2021
	Zelfevaluatie commissie, evaluatie externen, BMO en State Street	10-dec-2021

Strategische thermometer

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&Verschuren. 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 D2: Vragenlijst evaluatie fiduciair vermogensbeheerder door beleggingscommissie PWRI

ANALYSE:		CTI
Hoofdvragen	Selecteer mate van tevredenheid:	Opmerkingen
	GROEN, ORANJE, ROOD	
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		
Aantal Groen	0	0
Aantal Oranje	0	0
Aantal Rood	0	0

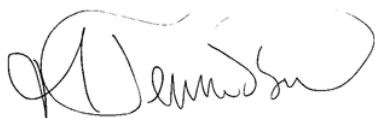
De beleggingscommissie evalueert bovendien jaarlijks, in de laatste vergadering van het jaar, de fiduciair vermogensbeheerder. Dit laatste gebeurt aan de hand van een voor dit doel opgezette vragenlijst (zie tabel D2). Deze lijst bevat naast vragen over de geleverde beleggingsperformance, vragen met betrekking tot het proces, risicomanagement en – rapportage en het partnership. Daarmee komen alle voor de beleggingscommissie relevante aspecten van de dienstverlening aan bod.

Daarnaast evalueert het bestuur jaarlijks, eveneens in de laatste vergadering van het jaar, alle uitbestedingspartijen, waaronder ook Columbia Threadneedle. Bovendien vindt eens in de drie jaar een uitgebreidere evaluatie door het bestuur plaats, waarbij benchmarking ten opzichte van de markt plaatsvindt.

Bijlage E: Ondertekening

Het bestuur heeft dit strategisch beleggingsbeleidsplan op 26 januari 2024 vastgesteld.

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie



C.P.M. Teunissen
Voorzitter



D. de Boer
Vicevoorzitter