

# Beleggingsplan 2021

Stichting Pensioenfonds KPN

# Inhoudsopgave

Inhoudsopgave .....	1
1. Inleiding .....	2
2. Normportefeuille 2021 .....	3
2.1. Normportefeuille versus strategisch.....	3
2.2. DB vermogen .....	4
2.2.1. Kwantitatieve onderbouwing .....	6
2.2.2. Impact op risicobudgetten .....	6
2.3. Premiedepot.....	7
2.4. Life Cycles en Vrij Beleggen .....	7
3. Beleggingscyclus.....	10
3.1. Governance.....	10
3.2. Beleggingsproces .....	10
3.3. Doelstellingen, ambitie en risicohouding .....	11
3.4. Beleggingsovertuigingen .....	12
3.5. Strategisch kader.....	12
3.6. Wettelijk kader .....	12
4. Portefeuilleconstructie .....	15
4.1. Strategisch.....	15
4.2. Economische visie .....	16
4.3. Maatschappelijk Verantwoord Beleggen .....	17
5. Invulling beleggingscategorieën .....	21
5.1. Aandelen .....	21
5.2. Vastgoed .....	25
5.3. Vastrentende waarden.....	28
6. Risicomanagement .....	31
6.1. Renterisico .....	31
6.2. Aandelenrisico .....	32
6.3. Valutarisico .....	32
6.4. Inflatierisico .....	33
6.5. Krediet- en tegenpartijrisico .....	34
6.6. Liquiditeitsrisico .....	34
6.7. Actief risico .....	35
6.8. Overige risico's .....	35
6.9. Monitoring .....	35

## 1. Inleiding

In dit beleggingsplan 2021 is het beleggingsbeleid voor de middellange termijn en onderbouwing hiervan vastgelegd. De belangrijkste uitgangspunten hiervoor zijn de risicohouding, de beleggingsovertuigingen, het strategisch kader en de actuele economische visie en waarderingen. Om te komen tot de normportefeuille voor 2021 zijn in het beleggingsplan de volgende punten uitgewerkt:

- Welke normportefeuille het pensioenfonds aanhoudt;
- Hoe deze normportefeuille tot stand is gekomen;
- Welke restricties van toepassing zijn op de normportefeuille.

Het beleggingsbeleid en het financieringsbeleid (pensioenpremie) zijn erop gericht om de doelstellingen van het pensioenfonds te behalen. Het pensioenvermogen wordt belegd, omdat het verwacht rendement zonder beleggingsrisico laag is. Het extra rendement op risicovolle beleggingen heeft het pensioenfonds nodig voor koopkrachtbehoud van de pensioenen.

Met behulp van ALM analyses worden de kaders van het beleggingsbeleid voor de lange termijn vastgesteld. In het beleggingsplan wordt het beleggingsbeleid in meer detail uitgewerkt en ligt de focus op de kortere tot middellange termijn.

De normportefeuille voor 2021 wordt weergegeven in hoofdstuk 2. De totstandkoming en monitoring van het beleggingsbeleid is een continu proces. Na vaststelling van het beleggingsplan kunnen actuele ontwikkelingen leiden tot wijzigingen in het beleggingsbeleid binnen de vastgestelde kaders. Zodoende wordt het beschikbare risicobudget efficiënt gebruikt door de tijd heen. Dit wordt nader beschreven in hoofdstuk 3.

Hoofdstuk 4 bespreekt het proces van de portefeuilleconstructie en de interactie daarvan met economische omstandigheden. In hoofdstuk 5 wordt ingezoomd op de afzonderlijke beleggingscategorieën. Hoofdstuk 6 staat in het teken van risicomanagement.

## 2. Normportefeuille 2021

### 2.1. Normportefeuille versus strategisch

De economische visie en de middellange termijn inschattingen van rendement en risico geven aanleiding om in de normportefeuille voor 2021 enkele wijzigingen aan te brengen ten opzichte van de strategische portefeuille. Hiermee tracht het pensioenfonds onder andere om:

- Het risicobudget optimaal in te zetten;
- Op cyclische veranderingen in te spelen bij een gelijkblijvende strategische mix en binnen de gestelde strategische kaders;
- Risico's te beperken wanneer deze als minder beloond worden beschouwd.

Voor de normportefeuille van 2021 gelden de volgende afwijkingen ten opzichte van het strategische beleid:

- Het gewicht van Nederlandse hypotheke wordt overwogen ten opzichte van het strategische gewicht met 2,0%-punt (van 20,0% naar 22,0%).  
Nederlandse woning hypotheke blijven een aantrekkelijk verwacht rendement bieden. Deze categorie kent een spread die ruimschoots vergoedt voor de verwachte en historische verliezen, de kosten en het specifieke risico van de categorie.
- Het gewicht van de categorie Bedrijfsobligaties wordt onderwogen ten opzichte van het strategische gewicht met 2,0%-punt (van 16,0% naar 14,0%).  
De verlaging binnen bedrijfsobligaties vindt plaats in de subcategorie ABS AAA. De categorie ABS AAA kent een vergelijkbare rol als hypotheke in de portefeuille (alternatief voor staatsobligaties). AAA ABS kent een (indirecte) blootstelling naar hypotheke van circa 90%. De spread is de laatste jaren ingekomen. Hier heeft het pensioenfonds van geprofiteerd, maar gaat ook ten koste van verwacht rendement in de toekomst. Het verschil in spread niveaus (hypotheke 2,0% t.o.v. ABS AAA 0,2% - 0,3%) staat naar verwachting niet meer in verhouding tot verschil in risico / liquiditeit. Het pensioenfonds hanteert een minimumgewicht van 2,5%-punt voor een categorie in de portefeuille. Na 2,0%-punt afbouw bedraagt het gewicht van de categorie ABS AAA 0,5%-punt. Een verdere verhoging van het gewicht van hypotheke is niet gewenst in verband met de beperkte ruimte in het liquiditeitsbudget van het pensioenfonds. Deze zal worden gealloceerd binnen de categorie bedrijfsobligaties naar Euro Credits en Global Credits ex Financials. Deze categorieën kennen eveneens een aantrekkelijker rendements-/risicoprofiel dan ABS AAA.

## 2.2. DB vermogen

Het strategische beleid wordt voor meerdere jaren vastgesteld aan de hand van de ALM-studie en de aanpassingen in het kader van het beleggingsplan worden toegepast binnen de vastgestelde bandbreedtes rondom de strategische gewichten en binnen de vastgestelde grenzen ten aanzien van de risicohouding (in termen van het VEV).

Het strategische beleggingsbeleid wordt getoetst in de ALM-studie. In de ALM-studie worden alleen beleggingscategorieën meegenomen die onderscheidende karakteristieken hebben. De volgende beleggingscategorieën worden meegenomen in de ALM-studie en vormen het strategisch beleggingsbeleid:

- Aandelen ontwikkelde markten
- Aandelen opkomende markten
- Private Equity
- Niet-beursgenoteerd vastgoed
- Inflatie gerelateerde staatsobligaties
- Investment grade bedrijfsobligaties
- Obligaties opkomende markten
- High Yield
- Hypotheken

In het beleggingsplan wordt het beleggingsbeleid verder uitgewerkt en dit komt tot uiting in de normportefeuille. De normportefeuille kan afwijken van de strategische portefeuille door afwijkende gewichten voor beleggingscategorieën en een verdere onderverdeling naar subcategorieën binnen een beleggingscategorie (bijvoorbeeld aandelen en bedrijfsobligaties).

Onderstaande tabel toont de strategische portefeuille.

Categorie/subcategorie	Strategisch gewicht (%)	Minimum (%)	Maximum (%)
<b>Zakelijke waarden</b>	<b>43,0</b>	<b>38,0</b>	<b>48,0</b>
<b>Aandelen</b>	<b>34,5</b>	<b>30,0</b>	<b>39,0</b>
Ontwikkelde markten	24,0	19,0	29,0
Opkomende markten	6,0	4,5	7,5
Private Equity	4,5	3,0	6,0
<b>Niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>8,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,0</b>
<b>Vastrentende waarden</b>	<b>57,0</b>	<b>52,0</b>	<b>62,0</b>
Inflatiegerelateerde obligaties	11,5	9,0	14,0
Bedrijfsobligaties	16,0	12,5	19,5
Obligaties opkomende markten	5,5	4,4	6,6
High Yield obligaties	4,0	3,0	5,0
Nederlandse hypotheke	20,0	16,0	24,0

Onderstaande tabel toont de normportefeuille voor 2021. In de normportefeuille worden de categorieën aandelen opkomende markten en aandelen ontwikkelde markten uitgesplitst naar Europa, wereld, LTI en Small Caps. De categorie bedrijfsobligaties wordt verder verfijnd naar Euro Credits, Global Credits ex Financials, Green Bonds en ABS. In de normportefeuille is voor vastgoed een liquide buffer met beursgenoteerd vastgoed opgenomen.

Categorie/subcategorie	Beleggingsfonds	Norm gewicht 2021 (%)	Minimum (%)	Maximum (%)
<b>Zakelijke waarden</b>		<b>43,0</b>	<b>38,0</b>	<b>48,0</b>
<b>Aandelen</b>		<b>34,5</b>	<b>30,0</b>	<b>39,0</b>
Europa Best in Class	MM European Equity Index SRI Fund	5,0	4,0	6,0
Wereld	MM World Equity Fund	15,0	12,0	18,0
Opkomende markten	MM Emerging Markets Fund	3,0	2,0	4,0
Long Term Investing	MM Long Term Investment Fund	2,5	1,5	3,5
Small Caps	MM Equity Small Cap Fund	4,5	3,5	5,5
Private Equity	Discretionair	4,5	3,0	6,0
<b>Niet-beursgenoteerd vastgoed</b>		<b>8,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,0</b>
Vastgoed	Discretionair TKPI European Real Estate Fund MM Asian Real Estate Fund MM Global Listed Index Real Estate Fund - Unhedged <sup>1</sup>	8,5	6,0	11,0
<b>Vastrentende waarden</b>		<b>57,0</b>	<b>52,0</b>	<b>62,0</b>
Inflatiegerelateerde obligaties	Discretionair MM Inflation Index Linked Bond Fund Germany	11,5	9,0 <sup>2</sup>	14,0
Kas <sup>3</sup>				
Bedrijfsobligaties	MM Credit Fund	5,25	3,75	6,75
Bedrijfsobligaties ex. Financials	MM Global Credit Ex Financials Fund - Unhedged	3,75	2,75	4,74
Green Bonds	MM Global Green Bond Fund	2,5	2,0	3,0
Asset Backed Securities	MM Asset Backed Securities Fund MM AAA Asset Backed Securities Fund	2,5	2,0	3,0
Obligaties opkomende markten	MM Emerging Market Debt Fund – USD	5,5	4,4	6,6
High Yield obligaties	MM High Yield Fund - Unhedged	4,0	3,0	5,0
Nederlandse hypotheke	MM Dutch Mortgage Fund	22,0	16,0	24,0

<sup>1</sup> De vastgoed allocatie betreft in principe een allocatie naar niet-beursgenoteerd vastgoed. Als gevolg van beperkte liquiditeit kan beursgenoteerd vastgoed worden aangehouden.

<sup>2</sup> Voor inflatie gerelateerde obligaties geldt een minimum gewicht van 5,0%.

<sup>3</sup> Geen strategische exposure naar Kas. Op het moment dat OTC derivaten worden afgesloten op kas als onderpand condities (bilateraal dan wel centraal gecleard) dan zal er kas op de balans worden aangehouden.

### 2.2.1. Kwantitatieve onderbouwing

De volgende tabel toont de effecten van de normportefeuille ten opzichte van de strategische portefeuille op basis van de verwachte lange termijn overrendementen en de verwachte overrendement op basis van de beleggingsvisie van AAM<sup>4</sup>.

Kwantitatieve onderbouwing normportefeuille				
Verwachte rendemente o.b.v.:	ALM		Visiedocument AAM	
Portefeuille:	Strategisch	Normportefeuille	Strategisch	Normportefeuille
Overrendement	2,49%	2,52%	2,79%	2,83%
Standaard deviatie	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Tracking error (t.o.v. verplichtingen)	10,67%	10,64%	10,67%	10,64%
Informatie ratio	23,4%	23,7%	26,2%	26,6%

Op basis van de verwachte overrendementen in de long term outlook van AAM neemt het verwachte overrendement van de portefeuille licht toe. Tegelijkertijd neemt de tracking error ten opzichte van de verplichtingen licht af waardoor de verhouding tussen het verwachte overrendement en de tracking error, uitgedrukt in de informatie ratio, licht toeneemt.

De kwantitatieve onderbouwing sluiten aan bij de kwalitatieve onderbouwing waarbij hypotheek een aantrekkelijker verwacht rendement hebben dan ABS. Het risico op totaal portefeuilleniveau is vergelijkbaar.

### 2.2.2. Impact op risicobudgetten

Om te borgen dat de normportefeuille passend is bij de risicohouding heeft het pensioenfonds naast een geheel risicobudget op een aantal onderdelen van het beleid triggers gedefinieerd. In onderstaande tabel wordt weergegeven wat de impact is van de normportefeuille op de verschillende beleidskaders.

	Strategisch	Norm 2021	Beleid	Binnen beleid?
Risico (vereist eigen vermogen, excl. BPR)	18,0%	17,9%	16,5% > 24,0%	Ja
Renteafdekking	50,0%	50,1%	47,5% > 52,5%	Ja
Grenswaarde risicobudget actief beheer	0,24%	0,24%	< 0,25%	Ja
Liquiditeitsbudget	33,0%	34,15%	< 50%	Ja
Liquiditeit risicobereidheid	33,0%	34,15%	< 36%	Ja
Bruto valuta exposure	39,3%	39,3%	< 50%	Ja
Netto valuta exposure	18,9%	18,9%	< 30%	Ja

<sup>4</sup> Zoals beschreven in het visiedocument van AAM.

## 2.3. Premiedepot

Het premiedepot heeft als beleggingsdoelstelling hoofdsombehoud. Onderstaande tabel toont de beleggingsmix voor het premiedepot.

Beleggingscategorie	Strategisch gewicht
Euro bedrijfsobligaties	33 1/3%
Nederlandse hypotheek	33 1/3%
AAA Asset Backed Securities	33 1/3%

## 2.4. Life Cycles en Vrij Beleggen

Bij het pensioenfonds is naast het reguliere vermogen (voor rekening en risico van het pensioenfonds) sprake van belegd vermogen in het kader van de beschikbare premieregeling (BPR) en individueel pensioensparen (IPS), welke voor rekening en risico van de deelnemer zelf is.

### *Life cycle*

De Pensioenwet stelt bij regelingen voor rekening en risico van de deelnemer (BPR en IPS) bepaalde eisen, dit wordt de "zorgplicht" genoemd. De kern hiervan is dat het pensioenfonds verantwoordelijk is voor de beleggingen en daarbij moet handelen volgens de zogeheten prudent person regel. Dit houdt in dat er moet worden belegd in het belang van de deelnemer. Dit betekent dat naarmate de pensioendatum dichterbij komt, het beleggingsrisico moet worden afgebouwd. Dit wordt aangeduid met de term 'Life Cycle'.

### *Vrij beleggen*

Een deelnemer mag, conform de PW, de verantwoordelijkheid voor de beleggingen overnemen. Voor deelnemers die de verantwoordelijkheid voor de beleggingen overnemen, onderzoekt het pensioenfonds jaarlijks of de deelnemer niet te veel risico neemt.

Maandelijks wordt de beleggingsmix binnen de Life Cycles en Vrij Beleggen depots bijgestuurd naar de in onderstaande tabellen genoemde gewichten. Gedurende de maand is er sprake van buy and hold. Binnen de categorie zakelijke waarden wordt de volgende verdeling gehanteerd:

- 10% beursgenoteerd vastgoed
- 90% beursgenoteerde aandelen.

De regioverdeling binnen aandelen is:

- 50% Wereld aandelen
- 16,7% Europa aandelen
- 10% aandelen opkomende markten
- 8,3% aandelen Long-Term Investing
- 15% Aandelen Small caps

De richtlijn voor her afdekken van het valutarisico binnen zakelijke waarden betreft om circa 50% van het valutarisico van de USD, GBP en JPY af te dekken. Binnen beursgenoteerd vastgoed wordt 50% van het valutarisico van de USD, GBP en JPY afgedekt.

Als 'default' biedt het pensioenfonds voor deelnemers in de opbouwfase (tot pensioendatum) een Life Cycle aan gericht op een stabiele uitkering.



Tabel – gewichten Life Cycle gericht op stabiele uitkering - opbouwfase

Beleid Life Cycle gericht op stabiele uitkering - opbouwfase								
Depot	Jaren tot pensioen	Zakelijke waarden	Staatsobl.	Bedrijfsobl.	Obl. opk. markten	High Yield	NL hypo.	Geldmarkt
1	>18	90,0%	0,0%	0,0%	2,0%	1,0%	6,0%	1,0%
2	18-17	80,0%	0,0%	0,0%	4,0%	2,0%	12,0%	2,0%
3	16-15	70,0%	0,0%	0,0%	6,0%	3,0%	12,0%	9,0%
4	14-13	60,0%	0,0%	0,0%	8,0%	4,0%	12,0%	16,0%
5	12-11	50,0%	0,0%	5,0%	9,0%	4,5%	12,0%	19,5%
6	10-9	40,0%	10,0%	3,5%	10,0%	5,0%	12,0%	19,5%
7	8-7	30,0%	20,0%	3,5%	10,0%	5,0%	12,0%	19,5%
8	6-5	20,0%	44,0%	2,5%	7,0%	3,5%	12,0%	11,0%
9	4-3	10,0%	70,0%	2,0%	3,0%	1,5%	12,0%	1,5%
10	2-0	5,0%	75,0%	2,0%	3,0%	1,5%	12,0%	1,5%

#### Wet verbeterde premieregeling

Binnen de Life Cycle gericht op een stabiele uitkering wordt naarmate de pensioendatum nadert de beleggingsrisico's afgebouwd. Als een deelnemer gebruik wil maken van de optie 'doorbeleggen na pensionering' is dit niet gewenst. Voor die deelnemers is een extra Life Cycle ontwikkeld. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen de opbouwfase (tot aan pensioendatum) en uitkeringsfase (na pensioendatum).

In de opbouwfase wordt in deze Life Cycle het beleggingsrisico in mindere mate afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert. Deze extra Life Cycle is tot 10 jaar voor de pensioendatum gelijk aan de 'default' Life Cycle (opbouwfase) gericht op een stabiele uitkering. Vanaf 10 jaar voor de pensioendatum wordt in de Life Cycle gericht op een variabele uitkering meer risico genomen.

Tabel – gewichten Life Cycle gericht op variabele uitkering - opbouwfase

Beleid Life Cycle gericht op variabele uitkering - opbouwfase									
Depot	Jaren tot pensioen	Zakelijke waarden	Staatsobl.	Bedrijfsobl.	Obl. opk. markten	High Yield	NL hypo.	Geldmarkt	
	>10 jaar	Conform life cycle gericht op stabiele uitkering							
6	10-9	47,0%	0,0%	5,0%	10,0%	5,0%	12,0%	21,0%	
7	8-7	43,0%	6,0%	6,0%	9,0%	4,5%	12,0%	19,5%	
8	6-5	38,0%	15,0%	7,0%	8,0%	4,0%	12,0%	16,0%	
9	4-3	34,0%	24,0%	8,0%	7,0%	3,5%	12,0%	11,5%	
10	2-0	30,0%	37,0%	9,0%	6,0%	3,0%	12,0%	3,0%	

Bovenstaande Life Cycle sluit op pensioendatum aan op de Life Cycle gericht op een variabele uitkering in de uitkeringsfase.

Tabel – gewichten Life Cycle gericht op variabele uitkering - uitkeringsfase

Beleid Life Cycle gericht op variabele uitkering - uitkeringsfase								
Depot	Jaren na pensioen	Zakelijke waarden	Staatsobl.	Bedrijfsobl.	Obl. opk. markten	High Yield	NL hypo.	Geldmarkt
N1	0-9	25,0%	43,0%	10,0%	5,0%	2,5%	12,0%	2,5%
N2	10-14	25,0%	34,0%	10,0%	5,0%	2,5%	12,0%	11,5%
N3	15-19	25,0%	24,5%	10,0%	5,0%	2,5%	12,0%	21,0%
N4	20-24	25,0%	17,5%	10,0%	5,0%	2,5%	12,0%	28,0%
N5	> 24	25,0%	10,5%	10,0%	5,0%	2,5%	12,0%	35,0%

### Vrij Beleggen

Deelnemers hebben de mogelijkheid om de verantwoordelijkheid voor de beleggingen overnemen. Het pensioenfonds biedt hiervoor onderstaande Vrij Beleggen depots aan.

Tabel – gewichten Vrij beleggen depots

Beleid Vrij Beleggen							
Depot	Zakelijke waarden	Staatsobl.	Bedrijfsobl.	Obl. opk. markten	High Yield	NL hypo.	Geldmarkt
A	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B	75,0%	0,0%	0,0%	5,0%	2,5%	12,0%	5,5%
C	50,0%	0,0%	0,0%	9,0%	4,5%	12,0%	24,5%
D	25,0%	38,0%	0,0%	9,0%	4,5%	12,0%	11,5%
E	0,0%	75,0%	0,0%	5,0%	2,5%	12,0%	5,5%
F	50,0%*	0,0%	0,0%	6,0%	3,0%	12,0%	29,0%
G	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

\* betreft aandelen Wereld en Europa met een best-in-class strategie.

Binnen Depot F wordt belegd in een wereld best-in-class strategie. Om de regioverdeling beter aan te laten sluiten bij de regioverdeling binnen het hoofdvermogen (onderweging Verenigde Staten, overweging Europa) wordt een deel van de alloactie naar wereld best-in-class aandelen omgezet naar een allocatie in Europa best-in-class aandelen.

Onderstaande tabel toont oude en nieuwe samenstelling van vrij beleggen depot F.

Samenstelling vrij beleggen Depot F		
Depot	Oude samenstelling	Nieuwe samenstelling
Aandelen Wereld Best in Class (afgedekt)	22,5	17,0
Aandelen Wereld Best in Class (niet afgedekt)	22,5	17,0
Aandelen Europa Best in Class (afgedekt)	0,0	5,5
Aandelen Europa Best in Class (niet afgedekt)	0,0	5,5
Beursgenoteerd vastgoed (afgedekt)	2,5	2,5
Beursgenoteerd vastgoed (niet afgedekt)	2,5	2,5
Obligaties opkomende markten (afgedekt)	6,0	6,0
High Yield obligaties (afgedekt)	3,0	3,0
Nederlandse hypotheke	12,0	12,0
Geldmarkt	29,0	29,0

### 3. Beleggingscyclus

#### 3.1. Governance

In het beleggingsbeleid wordt onderscheid gemaakt tussen het lange termijn strategisch beleid en de jaarlijkse normportefeuille. Besluitvorming betreffende het lange termijn strategische beleggingsbeleid vindt plaats door het Bestuur. De Beleggingscommissie adviseert het Bestuur over het te voeren meerjarig strategisch beleid. De Beleggingscommissie besluit over het vaststellen van de jaarlijkse normportefeuille. De Beleggingscommissie wordt zowel voor de strategische als normportefeuille geadviseerd door AAM. Door deze wijze van governance is het pensioenfonds 'in control' met betrekking tot uitvoering van het beleggingsbeleid, waarbij wel de flexibiliteit is ingericht om op basis van de economische visie en actuele waarderingen voor de middellange termijn (1 tot 3 jaar) af te wijken van het lange termijn strategische beleggingsbeleid. Het resultaat van deze afwijkingen ten opzichte van het meerjarig beleggingsbeleid wordt periodiek inzichtelijk gemaakt en geëvalueerd.

#### 3.2. Beleggingsproces

Onderstaande figuur geeft schematisch de beleggingscyclus weer.

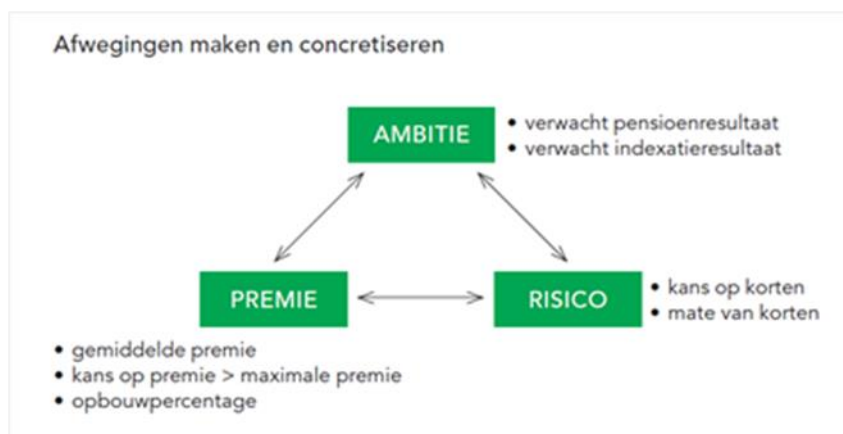


### 3.3. Doelstellingen, ambitie en risicohouding

Het pensioenfonds kent als doelstelling het streven naar maximalisatie van het pensioenresultaat (prijsinflatie) op de lange termijn (15 jaar). Het pensioenfonds streeft naar voldoende rendement om hieruit de voorwaardelijke toeslag te kunnen financieren. Bij het uitvoeren van de regeling hanteert het pensioenfonds het principe van evenwichtige belangenafweging tussen alle groepen belanghebbenden.

#### Risicohouding

In de volgende figuur wordt de pensioendriehoek weergegeven. De pensioendriehoek geeft het kader weer om te komen tot de uitvoering van de pensioenregeling. De risicohouding en doelstellingen hebben een nauwe wederzijdse relatie: de risicohouding moet een pensioenfonds in staat stellen om de doelstellingen te kunnen realiseren. Dit impliceert dat het pensioenfonds enerzijds voldoende risicovolle posities zal moeten innemen om de doelstellingen te kunnen realiseren, maar anderzijds niet te veel risico's wil lopen. Dit resulteert in een gewenst rendement-/risicoprofiel die in de operationele uitvoering ingericht en bewaakt wordt.



Door middel van een ALM-studie wordt onder andere getoetst in hoeverre de risicohouding (en premiestelling) passend is bij de ambitie van het pensioenfonds. Op basis van de gewenste risicohouding (en ambitie) wordt het lange termijn strategische beleggingsbeleid opgesteld. Het lange termijn strategisch beleggingsbeleid is het richtpunt om op lange termijn de ambitie te kunnen realiseren. Hierbij wordt een horizon van 15 jaar gehanteerd.

De opgestelde risicohouding vormt het vertrekpunt met betrekking tot de uitvoering van de regeling en het (beleggings)beleid. De lange termijn risicohouding van een pensioenfonds wordt vastgesteld op basis van de uitkomsten van de haalbaarheidstoets (HBT): de toetsing op de mediane en 5<sup>e</sup>-percentiel pensioenresultaat. Uit de HBT die dit jaar voor het pensioenfonds is uitgevoerd blijkt dat het beleidskader van het pensioenfonds voldoet aan de opgestelde grenzen vanuit de aanvangshaalbaarheidstoets.

De korte-termijn risicohouding wordt gedefinieerd in een risicobudget voor de portefeuille middels het vereist eigen vermogen (VEV). De minimale VEV van het pensioenfonds bedraagt 16,5% en de maximale VEV bedraagt 24,0%. Bij de berekening van de VEV grenzen wordt geen rekening gehouden met de BPR-kapitalen.

### 3.4. Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds zijn een leidraad voor de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Het pensioenfonds hanteert de volgende beleggingsovertuigingen:

- Het pensioenfonds is een lange termijn belegger;
- Beleggen in risicovolle beleggingscategorieën voegt waarde toe;
- Diversificatie verlaagt risico;
- Beleg alleen in transparante categorieën en strategieën;
- Actief, als het waarde toevoegt;
- Maatschappelijk Verantwoord Beleggen loont en zal bijdragen aan een positief risicorendement profiel. Geld wordt ingezet als sturende kracht voor duurzame ontwikkeling.

De hierboven genoemde beliefs vormen de basis van het beleggingsbeleid. Ieder investeringsvoorstel wordt getoetst aan deze beliefs. Bij de periodieke evaluatie van alle beleggingscategorieën worden tevens getoetst of een beleggingscategorie nog voldoet aan de vastgestelde beleggingsovertuigingen.

### 3.5. Strategisch kader

In het beleggingsbeleid wordt onderscheid gemaakt tussen het lange termijn strategisch beleid en de normportefeuille. Het lange termijn strategische beleggingsbeleid wordt in de ALM-studie getoetst en moet het pensioenfonds in staat stellen om op lange termijn haar doelstellingen en ambities te kunnen realiseren bij een passend risicoprofiel. Het lange termijn strategische beleggingsbeleid wordt in beginsel voor een tijdshorizon van 3 jaar vastgesteld.

Op middellange termijn kan de economische visie van het pensioenfonds, mede op basis van het advies van AAM, aanleiding geven om tijdelijk (periode van 1 tot 3 jaar) af te wijken van het lange termijn strategische beleggingsbeleid. Het verwachte overrendement en het risico van een beleggingscategorieën op middellange termijn (1-3 jaar) kan afwijken van de lange termijn veronderstellingen (ALM-studie). Doel hiervan is een optimale inzet van het beschikbare risicobudget. Dit gebeurt in het kader van het beleggingsplan en binnen de bandbreedtes die voor de strategische asset allocatie en de risicohouding zijn vastgelegd (onder andere in de ABTN).

### 3.6. Wettelijk kader

Vanuit de prudent person regel worden eisen gesteld aan het beleggingsbeleid van een pensioenfonds. De belangrijkste uitgangspunten voor toepassing van de prudent person regel zijn vastgelegd in Artikel 135 PW en Artikel 13 en 13a besluit ftk, en zijn in het kort:

- Het beleggingsbeleid sluit aan op de aard en duur van de toekomstige pensioenuitkeringen.
- Het strategisch beleggingsbeleid past bij de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding van het pensioenfonds, en is gebaseerd op gedegen onderzoek.
- Beleggingen worden gediversifieerd, zodat een bovenmatige afhankelijkheid van of vertrouwen in bepaalde waarden, of een bepaalde emittent of groep van ondernemingen wordt vermeden (geldt niet voor staatsobligaties).
- Beleggingen op niet-gereguleerde financiële markten worden tot een prudent niveau beperkt.
- De veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de beleggingsportefeuille als geheel worden gewaarborgd.

*Het beleggingsbeleid sluit aan op toekomstige pensioenuitkeringen en past bij doelstellingen en beleidsuitgangspunten*

Het pensioenfonds belegt in het belang van haar pensioengerechtigden. De lange en korte termijn risicohouding van het pensioenfonds met daar bijbehorende normen zijn gedefinieerd in de ABTN. Middels het strategisch beleggingsbeleid wordt invulling gegeven aan de gewenste risicohouding. Het strategische beleggingsbeleid is de samenstelling van de beleggingsportefeuille waarmee op lange termijn aan de doelstellingen van een pensioenfonds wordt voldaan. Het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds is getoetst door middel van een ALM-studie. Zodoende is onderzocht dat het beleggingsbeleid past bij de doelstellingen en de risicohouding.

In beginsel wordt het strategisch beleggingsbeleid eens in drie jaar geëvalueerd middels een ALM-studie, tenzij er tussentijds sprake is van significante wijzigingen in de uitgangspunten van het strategisch beleggingsbeleid. In dat geval kan er frequenter een evaluatie worden uitgevoerd. De uitgangspunten van de ALM-studie worden door het bestuur vastgesteld. Tevens wordt jaarlijks een haalbaarheidstoets uitgevoerd.

In het beleggingsbeleid wordt onderscheid gemaakt tussen het lange termijn strategisch beleid en de jaarlijkse normportefeuille. In de normportefeuille komt de economische visie voor de middellange termijn (1 tot 3 jaar) tot uiting. De normportefeuille kan afwijken van de lange termijn strategische gewichten mits binnen de bandbreedtes van strategisch beleggingsbeleid. Besluitvorming betreffende het lange termijn strategische beleggingsbeleid en de jaarlijkse normportefeuille vindt plaats door het Bestuur. Het resultaat van deze afwijkingen ten opzichte van het strategisch beleggingsbeleid wordt periodiek inzichtelijk gemaakt en geëvalueerd.

#### *Diversificatie*

Het pensioenfonds belegt in verschillende beleggingscategorieën en binnen de beleggingscategorieën wordt belegd in veel verschillende entiteiten gespreid over verschillende regio's en sectoren. Derhalve zijn de beleggingen van het pensioenfonds goed gediversifieerd. Beleggingen in de bijdragende onderneming worden beperkt middels een brede spreiding binnen de portefeuille. In het vervolg van het beleggingsplan komt het beleggingsbeleid van het pensioenfonds verder ter sprake, waaruit blijkt dat het pensioenfonds aan de vereisten van de prudent person ten aanzien van diversificatie voldoet.

#### *Gereguleerde markten*

Het pensioenfonds belegt het merendeel van de portefeuille op gereguleerde markten waar de beleggingen zijn gewaardeerd op basis van de beschikbare marktnotering. Echter, bepaalde beleggingen en financiële instrumenten zijn gewaardeerd door middel van gebruikmaking van waarderingmodellen en -technieken, inclusief verwijzing naar de huidige reële waarde van vergelijkbare instrumenten. De beleggingen die hier onder vallen zijn hypotheek, private equity en niet-beursgenoteerd vastgoed. Het pensioenfonds waardeert deze beleggingen op de volgende manier:

- Hypotheken worden verhandeld op de onderhandse markt. Deze beleggingen worden gewaardeerd op marktwaarde. Dat wil zeggen dat toekomstige kasstromen contant worden gemaakt tegen de actuele hypotheekrente, rekening houdend met vervroegde aflossingen, verwachte kredietverliezen en verhuisoctie van de hypotheeknemer. Er is echter geen objectieve bron voor de actuele hypotheekrente. De meest voor de hand liggende bron voor de actuele hypotheekrente zijn de eigen venstertarieven of een gemiddelde van bijvoorbeeld de top 3 aanbieders in de markt.
- Het pensioenfonds belegt in Private equity door middel van rechtstreekse beleggingen in niet-beursgenoteerde beleggingsfondsen. De waardering is gebaseerd op de meest recente beschikbare informatie die wordt aangeleverd door de externe manager van het private equity fonds. In de meerderheid van de gevallen wordt eenmaal per kwartaal een waardering ontvangen, en in sommige

gevallen iedere maand. De waarderingen van de private equity fondsen worden ieder jaar door een externe accountant gecontroleerd. De managers van de private equity beleggingsfondsen waarderen hun beleggingen waar mogelijk volgens de International Private Equity And Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines. Deze richtlijn sluit aan bij het Fair Value concept in IFRS en US GAAP en schrijft waarderingsprincipes en -technieken voor, zoals 'Marktbenadering' (aankoopprijs, multiples, marktprijs), 'Discounted Cash Flows' of 'Replacement Cost'.

- De waardering van niet-beursgenoteerd vastgoed komt tot stand op basis van taxaties. Minimaal 1 keer per jaar wordt het niet-beursgenoteerd vastgoed door een externe taxateur getaxeerd. Eventuele incurante en/of niet aan een effectenbeurs genoteerde beleggingen worden gewaardeerd op basis van de voor deze beleggingen meest recente beschikbare informatie waarover de beheerder beschikt.

### *Liquiditeit*

Het pensioenfonds heeft een liquiditeitsbeleid vastgesteld en evalueert dit periodiek. In het liquiditeitsbeleid wordt onderscheid gemaakt tussen twee vormen van liquiditeit. Ten eerste is een liquiditeitsbudget vastgesteld. Dit is het (theoretisch) maximum percentage dat het pensioenfonds in illiquide beleggingen kan beleggen zonder dat het in de problemen komt om aan haar financiële verplichtingen (pensioenuitkeringen en onderpand) te voldoen. Hierom wordt hoofdzakelijk belegd in beleggingen die naar verwachting binnen een maand verkocht kunnen worden zonder dat het een significante impact heeft op de prijs. De illiquide beleggingen van het pensioenfonds zijn hypotheek, private equity en niet-beursgenoteerd vastgoed. Voor deze beleggingen geldt dat het meerder jaren duurt voordat deze beleggingenvolledig verkocht kunnen worden zonder dat het een significante impact heeft op de prijs. Daarnaast beschikt het pensioenfonds over beleid ten aanzien van het beheer van fysieke kas en het vrijmaken van kas. Hiermee wordt gewaarborgd dat er voldoende fysieke kas beschikbaar is om aan de financiële verplichtingen uit hoofde van portefeuillebeheer te kunnen voldoen.

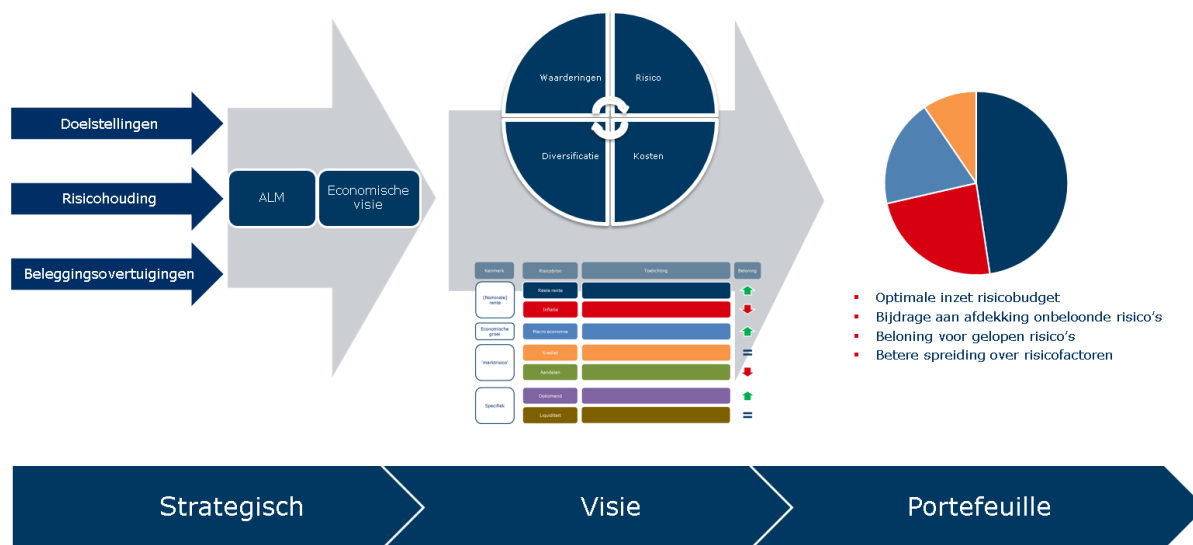
Ten tweede heeft het pensioenfonds een risicobereidheidsanalyse uitgevoerd voor illiquide beleggingen. De liquiditeit risicobereidheid is gebaseerd op het tijdig kunnen bijsturen van de beleggingsportefeuille, zodat deze binnen de strategische kaders blijft. Het uitgangspunt voor de liquiditeit risicobereidheid is dat er bij schokken in zoals gehanteerd bij de vaststelling van het Vereist Eigen Vermogen (VEV) geen overschrijding van de bandbreedtes mag plaatsvinden. Op basis van de uitgevoerde analyses is geconcludeerd dat het huidige strategische beleid past bij de liquiditeit risicobereidheid van het pensioenfonds.

### *Monitoring*

De door het pensioenfonds aangestelde fiduciair beheerder is verantwoordelijk voor de dagelijkse monitoring van de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds. Monitoring vindt plaats op basis van de door het pensioenfonds verstrekte mandaat. Het pensioenfonds ontvangt maandelijks rapportages inzake de financiële positie van het pensioenfonds. Een keer per kwartaal wordt een integraal risicorapportage verstrekt, waar inzicht wordt verkregen in de ontwikkeling van de financiële positie, risicobeheersing maatregelen (o.a. renteafdekking, valuta afdekking, tegenpartijenrisico, kredietrisico).

## 4. Portefeuilleconstructie

Onderstaande figuur geeft schematisch het proces van de portefeuilleconstructie weer.



### 4.1. Strategisch

De doelstelling en de beleggingsovertuigingen creëren het kader waarbinnen de beleggingsportefeuille tot stand komt. Lange termijn karakteristieken van beleggingscategorieën en verwachtingen ten aanzien van macro economische variabelen zoals de rente maken het mogelijk meerjarig strategisch beleggingsbeleid vast te stellen. Het risicoprofiel van de portefeuille is daarmee op hoofdlijnen vastgesteld en vormt het kader voor de constructie van de jaarlijkse normportefeuille.

In 2020 is de meest recente ALM studie uitgevoerd waarin het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille is geëvalueerd. De conclusie was dat met het huidige beleid de doelstelling van het pensioenfonds behaald kan worden. Een aantal aanpassingen in het strategisch beleid zorgen voor een betere verhouding tussen het verwacht pensioenresultaat en de risico's gegeven de financiële positie. Naar aanleiding van deze ALM studie heeft het Bestuur op 30 oktober 2020 besloten tot de volgende aanpassingen van de strategische beleggingsportefeuille:

- Aanpassen rentestafel waaronder verhogen van laagste niveau van renteafdekking van 35% naar 50%;
- Verhogen gewicht High Yield (+2,5%-punt) ten kosten van bedrijfsobligaties (-2,5%-punt);
- Strategische allocatie naar vastgoed volledig niet-beursgenoteerd.

Voor verdere details wordt verwezen naar de rapportage van de ALM-studie.



## 4.2. Economische visie

### COVID-19 pandemie

Het jaar 2020 staat in het teken van de razendsnelle wereldwijde verspreiding van Covid-19, een aantal maanden na de eerste waarnemingen eind 2019 in China. Zonder een farmaceutische oplossing of bewezen medische behandeling raakten zorgsystemen snel overbelast en werd de situatie in sommige landen zeer ernstig. 'Social distancing' bleek de meest efficiënte manier om de verspreiding van het virus te beperken en zo werden veel samenlevingen en daarmee economieën wereldwijd in 'lockdown' gezet. Productie in meerdere economische sectoren kwam tot stilstand en bewegingsvrijheid werd sterk ingeperkt. In de geschiedenis van de mensheid hebben maar een klein aantal pandemie-uitbraken plaatsgevonden met net zo'n wereldwijde maatschappelijke en economische impact als de Covid-19 uitbraak. Het sluiten van fabrieken veroorzaakte een verstoring van de toeleveringsketens en deed de werkloosheid stijgen. Ontslagen vonden ook plaats in bedrijfstakken die afhankelijk zijn van de interactie tussen mensen, zoals in de horeca en de detailhandel. Maatregelen om afstand te nemen en het persoonlijk contact te minimaliseren hadden ernstige gevolgen voor de consumentenvraag doordat ze de uitgaven temperen. Bovendien hebben onzekerheden met betrekking tot inkomen en werk ertoe geleid dat consumenten hun uitgaves hebben uitgesteld en meer gingen sparen. Evenzo hebben onzekerheden met betrekking tot omzet en winst bedrijven ontmoedigd om investeringen te doen. De impact van COVID-19 is grotendeels ongelijk verdeeld over de wereld. Deze verschillen zijn voornamelijk te wijten aan de timing, maar ook aan de strenge inperkingsmaatregelen.

Om de gevolgen van de lockdown op de economische samenleving te beperken hebben overheden en centrale banken wereldwijd omvangrijke stimuleringspakketten ingezet. In Europa heeft de ECB zich gecommitteerd aan lage rentes en heeft onder andere een steunprogramma ten hoogste van EUR 1,350 mrd geïmplementeerd. De Europese Unie, maar ook de lidstaten hebben verschillende fiscale pakketten ingezet om werkgelegenheid te beschermen en financiering van de zorg-gerelateerde uitgaves veilig te stellen. Ook in de Verenigde Staten is een breed pakket van maatregelen ingezet, waaronder een verlaging van beleid rentes door de Federal Reserve, een kwantitatief verruimingsprogramma en directe financiering van bedrijven en banken. Om het effect van COVID-19 tegen te gaan, kondigde de Chinese regering discretionaire fiscale maatregelen aan ter waarde van 4,5% van het Chinese bbp. Aan het monetaire einde biedt de People's Bank of China (PBC) monetaire steun om de financiële markt te stabiliseren.

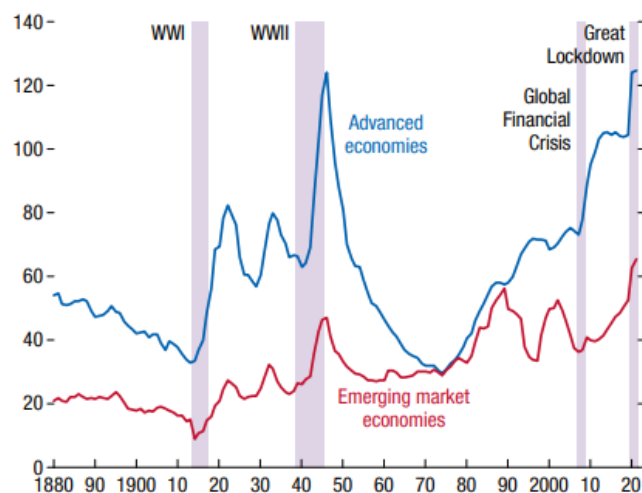
De wereldwijde financiële markten hebben door de Covid-19-pandemie een aanzienlijke schok gehad en er ontstond een echt 'risk-off'-scenario waarbij beleggers vluchtten naar veilige havens en de risicovolle beleggingen in koers daalden. In het tweede kwartaal begonnen financiële markten weer aan te trekken als gevolg van de gedeeltelijke heropening van vele landen en van de steunpakketten. Large cap aandelen benchmarks zijn sindsdien hersteld naar de niveaus van voor de pandemie en de kredietopslag op risicovolle vastrentende waarden zijn ingekomen. Zolang een medische oplossing voor het virus uitblijft, hebben overheden weinig stuurmiddelen over om bij een eventuele nieuwe uitbraak de schade voor de economie te kunnen beperken. Als gevolg zal het op nieuw sluiten van economieën verschillende landen nog dieper in recessie kunnen duwen en volatiliteit op de financiële markten doen stijgen. Tegelijkertijd wordt wereldwijd aan tientallen vaccins gewerkt en zijn meerdere deals gesloten tussen overheden en farmaceutische bedrijven om een onmiddellijke toegang tot een vaccin veilig te stellen. Het tijdig uitvinden en uitrollen van een medische oplossing zal een rugwind betekenen voor economisch herstel wereldwijd. Desondanks blijven sommige sectoren naar verwachting lijden onder de gevolgen van de pandemie en ook op langere termijn zal de 'lockdown' invloed hebben op consumentengedrag, werkgelegenheid en samenleving.

## Schuldenniveaus

Al voor de uitbraak van de pandemie was het schuldenniveau in de ontwikkelde wereld hoog. Als gevolg van de fiscale stimuleringsmaatregelen zijn de schulden overal ter wereld toegenomen. In ontwikkelde landen is de overheidsschuld opgelopen tot niveaus gelijk aan die tijdens de Tweede Wereld Oorlog en ook in opkomende markten heeft de ratio van overheidsschuld tot het BBP historische record bereikt. Deze stijging is enerzijds het gevolg van enorme steunpakketten en anderzijds van de uitval van inkomsten. In veel ondernemingen is sprake van een soortgelijke situatie. Om deze situatie houdbaar te maken dienen renteniveaus langdurig laag blijven.

Overheden hoeven de schulden niet per se te verlagen, zolang de reële rente lager is dan de reële groei en de begroting in evenwicht is. Dat betekent echter dat de terugkeer naar structureel positieve reële rentes vrijwel onmogelijk is. Aanhoudend negatieve reële rentes hebben verregaande gevolgen voor financiële markten. Ten eerste betekenen negatieve reële rentes uiteraard negatieve reële rendementen op een groot aantal vastrentende activa. Ten tweede zijn negatieve reële rentes een factor voor de waarde van reële beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur. Hoewel negatieve reële rentes ook een factor zijn voor de waarde van aandelen, verschilt de impact per sector; lage rentes hebben vaak nadelige gevolgen voor banken en verzekeraars, terwijl veel andere sectoren hier juist van profiteren. Aanhoudend negatieve reële rentes vergroten ook de kans op meer uitgesproken financiële uitslagen, doordat beleggers de waarderingen van beleggingen kunnen opdrijven, wat ze in grotere mate afhankelijk maakt van groeivoorzichten.

### Overheidsschuld heeft recordniveaus bereikt



Sources: IMF, Historical Public Debt Database; IMF, World Economic Outlook database; Maddison Database Project; and IMF staff calculations.  
Note: The aggregate public-debt-to-GDP series for advanced economies and emerging market economies is based on a constant sample of 25 and 27 countries, respectively, weighted by GDP in purchasing-power-parity terms. WWI = World War I; WWII = World War II.

## 4.3. Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

### Investment belief en speerpunten

Het pensioenfonds hanteert de volgende beleggingsovertuiging:

*"Maatschappelijk Verantwoord Beleggen loont en zal bijdragen aan een positief risicorendement profiel; als grote institutionele belegger neemt het pensioenfonds zijn verantwoordelijkheid om op een maatschappelijk verantwoorde manier te beleggen, in de overtuiging dat daarmee het risico-rendementsprofiel van zijn beleggingen verbetert en de wereld waarin wij leven leefbaar blijft.*

*Geld wordt ingezet als sturende kracht voor duurzame ontwikkeling; het pensioenfonds zal zijn middelen inzetten om maatschappelijk verantwoord te beleggen waardoor een bijdrage kan worden geleverd aan een duurzame samenleving (impact). Deze belief wordt integraal in overweging wordt genomen met de overige beleggingsovertuigingen."*

Het pensioenfonds wil focus houden in de beleggingsportefeuille in het algemeen en dat geldt ook voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Daarom heeft het pensioenfonds een drietal speerpunten vastgesteld:

- Klimaat (energietransitie)
- Technologische bedrijven
- Watermanagement

## Instrumenten

### *ESG integratie*

Het pensioenfonds acht het van groot belang dat bij de beleggingsbeslissingen in al haar beleggingsportefeuilles rekening wordt gehouden met het milieu (Environment), met sociale factoren (Social) en met maatstaven voor goed bestuur (Governance). Zoals het pensioenfonds in haar beleggingsovertuigingen heeft opgenomen heeft zij de overtuiging dat dit bijdraagt aan het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van haar beleggingen. ESG integratie speelt daarom een belangrijke rol bij het selecteren van externe vermogensbeheerders voor de beleggingsportefeuilles van het pensioenfonds.

### *Screening en dialoog*

Het pensioenfonds streeft ernaar dat alle ondernemingen waarin belegd wordt zich gedragen volgens de Global Compact Principles (GCP), zoals samengesteld door de Verenigde Naties (VN). Dit zijn principes op het gebied van mensenrechten, milieu, arbeidsomstandigheden en anticorruptie.

Met een aantal van de ondernemingen die onvoldoende scores, vindt jaarlijks een dialoog plaats. Het doel hiervan is de bedrijven te wijzen op hun tekortkomingen en een toelichting te vragen op het gevoerde beleid en het toekomstig beleid.

Het pensioenfonds is aangesloten bij het samenwerkingsverband Business Conduct Engagement van een gespecialiseerde externe partij, Sustainalytics. Business Conduct Engagement toetst of ondernemingen waarin wordt belegd zich gedragen volgens internationale conventies en standaarden, waaronder de UN Global Compact en de OECS richtlijnen. Sustainalytics voert binnen dit samenwerkingsverband eigen MVB-research, uitgebreide engagement trajecten en de mogelijkheid om thematisch engagement uit te voeren. Het pensioenfonds neemt deel aan thematische engagement op de onderwerpen Watermanagement en Energietransitie. Als na een periode van drie jaar blijkt dat de engagementactiviteiten niet tot het gewenste resultaat hebben geleid, wordt het betreffende bedrijf in principe van de portefeuilles uitgesloten.

Het pensioenfonds maakt gebruik van een client platform van Sustainalytics, waarin alle activiteiten die tijdens een project plaatsvinden worden gelogd. Bij vragen of opmerkingen kan het pensioenfonds direct met de manager spreken en het zelf bijwonen van vergaderingen/calls (engagement) is een mogelijkheid. Het proces is daarmee transparant en het pensioenfonds kan zelf bepalen hoeveel verdieping het wil zoeken.

Daarnaast wordt van de externe managers verwacht dat zij een dialoog voeren met ondernemingen in de portefeuille. Deze dialoog dient zich toe te spitsen op onderwerpen op het gebied van ESG die specifiek voor die bedrijven relevant zijn. De waargenomen inspanningen ten aanzien van deze dialogen alsmede de rapportage hieromtrent wordt meegewogen bij de beoordeling van de externe managers.

### *Stemmen*

Het pensioenfonds maakt wereldwijd gebruik van het stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een gespecialiseerd stemadviesbureau, ISS (Institutional Shareholder Services). Gezien het gewicht dat het pensioenfonds hecht aan duurzaamheid hanteert het pensioenfonds hierbij de ISS Sustainability policy. Dit stembeleid is erop gericht om ondernemingen aan te moedigen een strategie te ontwikkelen ten aanzien van duurzaamheid en hierover transparant te rapporteren.

### *Uitsluitingen*

De volgende beleggingen worden uitgesloten:

- Het pensioenfonds belegt niet in bedrijven die direct betrokken zijn bij de productie, ontwikkeling, handel en onderhoud van controversiële wapens. Voor de bepaling van de lijst met uit te sluiten bedrijven maakt het pensioenfonds gebruik van de 'Controversial Weapons Radar' die door Sustainalytics wordt opgesteld.;
- Bedrijven die meer dan 30% van de omzet behalen uit het winnen van thermische kolen. Dit type kolen wordt verbrand met als doel elektriciteit en/of hitte op te wekken en heeft een sterk vervuilende impact op het milieu. Deze mijnen van deze bedrijven lopen een groot risico om in de toekomst onrendabel te worden (de zogenaamde 'stranded assets').
- Bedrijven die 30% of meer van hun olieproductie halen uit teerzanden en/of bedrijven die een significante betrokkenheid hebben bij het transport van teerzandolie; beleggingen in tabaksproducenten die 5% of meer van de omzet uit tabak en tabak gerelateerde producten behalen;
- Op basis van universeel erkende veroordelingen op het gebied van schending van mensenrechten sluit het pensioenfonds een aantal landen uit. De uit te sluiten beleggingen zijn staatsobligaties en overige leningen uitgegeven door centrale en lagere overheden van deze landen.

### *MVB guidelines*

Voor de categorieën Private Equity en Vastgoed worden de vastgelegde MVB guidelines in acht genomen bij het selecteren van nieuwe investeringen.

### **Toepassingen**

#### *Long Term Investing*

Bij deze portefeuille ligt de nadruk primair op eigenaarschap van de ondernemingen in portefeuille. De managers selecteren deze ondernemingen zorgvuldig met een beleggingshorizon van 5-10 jaar. Zij kiezen ondernemingen waarbij de belangen van de onderneming en de vermogensverschaffer parallel lopen, door scherp te letten op maatstaven van goed bestuur. Ook wordt nadrukkelijk gelet op milieu- en sociale factoren omdat deze door de managers worden beschouwd als belangrijke stimulansen voor het lange termijn succes van de onderneming. Tenslotte maakt de lange periode waarin de aandelen worden gehouden een dialoog met de management teams goed mogelijk. De gekozen managers maken actief gebruik van deze mogelijkheid.

#### *Green Bonds*

Het pensioenfonds belegt 2,5%-punt van de strategische portefeuille in Green Bonds. Green Bonds zijn obligaties die worden uitgegeven om duurzame projecten te financieren en dragen nadrukkelijk bij aan doelstellingen op het gebied van klimaat en energie. Green Bonds horen dan ook bij thematische beleggingen en passen goed bij de door het pensioenfonds gekozen speerpunt Klimaat (energietransitie).

#### *Vastgoed*

Het pensioenfonds heeft de overtuiging dat vastgoedfondsen met een hoger dan gemiddelde ESG focus een beter risico-/rendementsprofiel hebben dan gemiddeld. Duurzame panden hebben lagere kosten wat betreft energie- en waterverbruik en dragen meer dan gemiddeld bij aan goed leefklimaat voor de gebruikers en een leefbare wereld in het algemeen. Daardoor zijn deze vastgoedfondsen beter gepositioneerd in een concurrerende markt, wat o.a. verhuurbaarheid en liquiditeit van vastgoed ten goede komt.

Voor het bepalen van de ESG score van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen gebruikt het pensioenfonds de score uit de jaarlijkse Global Real Estate Sustainability Benchmark

(GRESB). Voor alle nieuwe beleggingen in vastgoedfondsen door het pensioenfonds is deelname aan GRESB vereist.

Het track record van de fondsmanager op gebied van ESG vormt integraal onderdeel van de selectieprocedure van nieuwe vastgoedfondsen. Na selectie vindt minimaal eens per jaar engagement met de fondsmanager plaats ten aanzien van de ontwikkeling van de GRESB score.

#### *Best in class aandelenbeleggingen*

Binnen de regelingen Individueel Pensioensparen (IPS) en Beschikbare Premieregeling (BPR) is een duurzame (best in class) beleggingsstrategie beschikbaar (depot F). Met deze strategie wordt wereldwijd belegd in beursgenoteerde aandelen die aan bepaalde eisen van duurzaamheid voldoen. Er wordt bij de aandelenselectie, naast de financiële doelstellingen, ook uitdrukkelijk rekening gehouden met waarden en normen ten aanzien van mens en milieu.

Daarnaast bestaat de volledige allocatie naar aandelen Europa uit een passieve best in class strategie. De benchmark hiervan is de MSCI Europe SRI Index.

## 5. Invulling beleggingscategorieën

### 5.1. Aandelen

#### Algemeen

Het pensioenfonds belegt wereldwijd in aandelen. Een marktkapitalisatie gewogen portefeuille vormt een neutraal uitgangspunt en komt overeen met de gemiddelde belegger in de markt. Het grote gewicht van de VS in een wereldwijd gespreide aandelenportefeuille en lange termijnverwachtingen zijn echter ook relevant voor de samenstelling van de portefeuille.

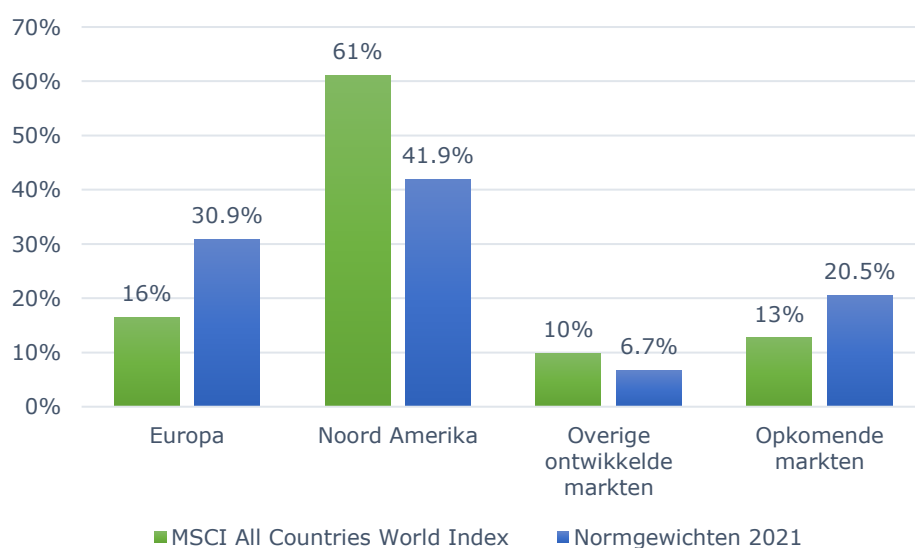
Maatstaven die prijzen relateren aan voor conjunctuur genormaliseerde winst, boekwaarde of omzet staan op dit moment hoog. Voor een deel wordt het veroorzaakt door lage rentes wereldwijd die in waarderingen doorwerken. Daarnaast maken zeer lage of zelfs negatieve yields op vastrentende activa aandelen relatief aantrekkelijk.

Binnen aandelen wordt een overweging van aandelen uit Europa en opkomende markten en onderweging naar aandelen uit de Verenigde Staten aangehouden.

Binnen aandelen ontwikkelde markten brengt de overweging naar Europese aandelen meer spreiding in de sectorverdeling en de blootstelling naar onderliggende ondernemingen. Amerikaanse aandelen hebben afgelopen jaren geprofiteerd van een sterke winstgroei, versterkt door omvangrijke belastingverlagingen. De hoge winstgevendheid en de verwachting van voortgaande groei veroorzaakt hoge waarderingen, bijvoorbeeld in de IT sector. De wereldwijde pandemie en verlaging van de rentes hebben verschillen in waarderingen tussen sectoren versterkt. De IT sector maakt op dit moment bijna een derde van de marktkapitalisatie van de VS. Amerikaanse aandelen kennen tevens een hoge concentratie naar een aantal bedrijven welke vanwege onder andere dataprivacy issues een risico naar de toekomst toe vormen.

De korte termijn hogere risico's van opkomende markten worden onderkend, maar op middellange termijn wordt verwacht dat deze markten beter presteren dan ontwikkelde markten, mede gezien de lagere waarderingen die deze aandelen nu hebben.

Bijgaande figuur toont de regioverdeling van de aandelen normportefeuille en de regioverdeling op basis van de MSCI All Country World Index.



Binnen aandelen is verder spreiding aangebracht met beleggingen in small cap aandelen, een long term investing strategie en private equity.

## Invulling

<b>Doelstelling</b>	Een gemiddeld jaarlijks overrendement (in de evenwichtssituatie) van ten minste 4% ten opzichte van de oprenting van de technische voorziening op de lange termijn (15 jaar).
<b>Risico</b>	Het absoluut risico voor de aandelenbelegging wordt in generieke zin weerspiegeld in de gekozen benchmarks. Er wordt wereldwijd belegd met diversificatie naar verschillende strategieën zodat concentratierisico's naar regio's worden beperkt. De mate van aansluiting tussen de portefeuille en de benchmark wordt gestuurd met behulp van de Tracking Error maatstaf. Het risico op de exposure naar aandelen (als categorie) wordt beheerst door bandbreedtes.
<b>Strategisch gewicht</b>	34,5%
<b>Bandbreedte</b>	30,0% - 39,0%
<b>Normgewicht 2021</b>	34,5%
<b>Onderverdeling</b>	De aandelenbelegging is gespreid over regio's, beleggingsstrategieën en externe vermogensbeheerders. Daarbij wordt onderscheidt gemaakt tussen beursgenoteerde aandelen en Private Equity (niet-beursgenoteerde aandelen).

### Onderverdeling binnen beursgenoteerde aandelen

Binnen beursgenoteerde aandelen wordt naast large- en mid cap aandelen ook in small cap aandelen belegd. Onderstaande tabel toont deze onderverdeling.

Onderverdeling binnen Aandelen		
	Strategisch	Norm 2021
Large en mid cap aandelen	85,0%	85,0%
Small cap aandelen	15,0%	15,0%

### Regio's

Voor de regioverdeling wordt afgeweken van een marktkapitalisatie gewogen verdeling. Dit geldt zowel voor large- en mid cap aandelen als voor small-cap aandelen. De strategische gewichten met bandbreedtes en de normweging 2021 van de verschillende regio's wordt in onderstaande tabellen weergegeven. In de strategische portefeuille wordt een onderscheid gemaakt tussen ontwikkelde markten en opkomende markten. In de normportefeuille vindt de verfijning naar regio's plaats.

Regio's large- en mid cap aandelen			
		Strategisch	Norm 2021
Ontwikkelde markten	Noord Amerika	80,0%	41,9%
	Europa		30,9%
	Overige		6,7%
<b>Totaal ontwikkelde markten</b>		<b>80,0%</b>	<b>79,5%</b>
<b>Opkomende markten</b>		<b>20,0%</b>	<b>20,5%</b>

Regio's small-cap aandelen				
	Strategisch	Norm 2021	Min	Max
Verenigde Staten	35,0%	35,0%	25,0%	45,0%
Europa	30,0%	30,0%	20,0%	40,0%
Japan	15,0%	15,0%	10,0%	20,0%
Azië (ex. Japan)	20,0%	20,0%	15,0%	25,0%

### Strategieën

Om de gewenste spreiding over beleggingsstrategieën te bewerkstelligen zijn verschillende aandelenmandaten verstrekt. Daarnaast heeft het pensioenfonds het selecteren van beleggingsstrategieën voor een deel van de aandelenportefeuille uitbesteed (zie beheer).

Beleggingsstrategieën beursgenoteerde aandelen			
		Doelstelling	Norm 2021
Actief	Long term investing	Waardetoevoeging van cumulatief 10% aan het rendement op de benchmark over lopende vijf-jaars periodes	8,3%
	Overige	Outperformance t.o.v. benchmark	75,0%
Passief	Best-in-class Europa	25% hoogst scorende bedrijven op het gebied van ESG, benchmark volgen	16,7%

Om het concentratierisico te beheersen dient binnen de Long-Term Investing strategie in tenminste vijftig verschillende ondernemingen in tenminste vijf verschillende sectoren (GICS classificatie) belegd te worden.

Voor de andere aandelenstrategieën geldt dat de spreiding over landen en sectoren volgt uit de gewenste regio-verdeling en de spreiding over beleggingsstrategieën. Hiervoor zijn geen additionele normwegingen en bandbreedtes gedefinieerd. Dit wordt weerspiegeld in de gekozen samenstelling van de benchmarks. Monitoring van concentratie naar regio's wordt gemonitord in de IRM rapportage.

### Onderverdeling binnen Private Equity

Binnen private equity wordt hoofdzakelijk belegd in Europa en Noord-Amerika. Daarnaast zal er een relatief kleine allocatie naar overige regio's zijn die voornamelijk zal worden ingevuld met beleggingen in Azië. Gedurende de opbouw van de private equity portefeuille kunnen de werkelijke gewichten afwijken van de in de tabel genoemde verdeling.

Regio's Private Equity		
	Min	Max
Europa	35%	55%
Noord-Amerika	35%	55%
Overige regio's	0%	15%

Binnen Private Equity zal overwegend worden belegd in private equity fondsen met een 'buyout' strategie. Daarnaast is er ook ruimte voor fondsen met andere strategieën zoals 'growth capital', 'distressed', 'mezzanine' en 'venture capital'. Er wordt gestreefd naar de volgende allocatie over strategieën:

Strategieën Private Equity		
	Min	Max
Buyout	60%	100%
Distressed, growth, mezzanine, overig	0%	30%
Venture capital	0%	10%

### Benchmarks

Om de gewenste onderverdeling te bewerkstelligen dient een combinatie van verschillende benchmarks als leidraad. Dit wordt in onderstaande tabel nader gedefinieerd.



Benchmarks		
	Fonds/discretionair	Norm 2021
MSCI All Country World Index Total Net Return	MM World Equity Fund	15,0%
MSCI Europe SRI Index Total Net Return	MM European Equity SRI Fund	5,0%
MSCI Emerging Markets Total Net Return Index	MM Emerging Markets Fund	3,0%
MSCI All Country World Index Net Return	MM Long Term Investment Fund	2,5%
MSCI USA Small Cap Index Total Net Return	MM Equity Small Cap Fund	1,6%
MSCI Europe Small Cap Index Total Net Return		1,4%
MSCI Japan Small Cap Index Total Net Return		0,7%
MSCI Asia Ex Japan Small Cap Index Total Net Return		0,9%
MSCI All Country World Index Net Return	Discretionair Private Equity	4,5%
<b>Totaal aandelen</b>		<b>34,5%</b>

Binnen de IPS en BPR regelingen wordt belegd in een best-in-class wereld aandelen strategie waarvoor de MSCI World SRI 5% Issuer Capped Index Total Net Return en de MSCI Europa SRI index de benchmarks zijn. Er wordt belegd middels het MM World Equity SRI Fund en het MM European Equity Index SRI Fund.

## Beheer

Het beheer van het beleid is zowel passief als actief. Voor de uitvoering van het beleid wordt er geparticipeerd in fondsen voor gemene rekening (FGR) die beheerd worden door AAM. Via Raad van Participanten kan het pensioenfonds invloed uitoefenen op het beleid van de FGR-en. De private equity portefeuille wordt volledig discretionair beheerd. Vanwege de afwijkende strategieën van long term investing en private equity is voor deze beleggingen geen tracking error restrictie van toepassing.

Beheer		
Fonds/discretionair	Actief/passief	Tracking Error
MM World Equity Fund	Actief	Max. 4,0%
MM European Equity Index SRI Fund	Passief	Max. 0,5%
MM Emerging Markets Fund	Actief	Max. 6,0%
MM Long Term Investment Fund	Actief	n.v.t.
MM Equity Small Cap Fund	Actief	Max. 6,0%
Discretionair Private Equity	Actief	n.v.t.

## 5.2. Vastgoed

### Algemeen

Een belegging in vastgoed kan een bijdrage leveren aan het behalen van overrendement en levert diversificatievoordelen op wanneer het gecombineerd wordt met andere beleggingscategorieën. Daarnaast kan met vastgoed invulling worden gegeven aan maatschappelijk verantwoord beleggen. Beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed hebben als kenmerk dat het rendement een beperkte correlatie heeft met de rendementen van andere beleggingscategorieën zoals bijvoorbeeld aandelen. Vastgoed is traditioneel een laat-cyclische beleggingscategorie en is in die zin trendvolger. Als economieën groeien, duurt het enige tijd voordat de toegenomen economische activiteit zich doorvertaalt in hogere huuropbrengsten en een toegenomen beleggingsvraag. In een neerwaartse markt geldt dit uiteraard omgekeerd.

Niet-beursgenoteerd vastgoed is een relatief aantrekkelijke categorie wanneer rekening wordt gehouden met de lage rente. De verwachte rendementen liggen lager dan de rendementen van de afgelopen 10 jaar, maar relatief gezien is niet-beursgenoteerd vastgoed nog steeds aantrekkelijk.

De vastgoedmarkt is in drie grote regio's te onderscheiden: Europa, Noord-Amerika en Azië. Elke regio wordt gekenmerkt door specifieke kenmerken, verdeling over sectoren en risicoklassen, waarbij het vastgoed in de regio's vaak een gemeenschappelijke regio-specifieke component hebben. Door vastgoed in de verschillende regio's te combineren kan dit effect worden gediversifieerd, waardoor het risico wordt verlaagd.

Daarnaast worden sectoren gekenmerkt door specifieke risico-/rendementsprofielen. Woningen zijn veelal het minst risicovol, terwijl winkels gekenmerkt worden door een hoger risico. De laatste jaren is er de tendens dat commercie zich verplaatst van de winkelstraat naar het internet. Dit heeft een negatieve impact op de vastgoedsector winkels. Tegelijkertijd wordt de sector logistiek positief beïnvloed door de toename van transport door deze trend.

### Invulling

<b>Doelstelling</b>	Een gemiddeld jaarlijks overrendement (in de evenwichtssituatie) van ten minste 3% ten opzichte van de oprenting van de technische voorziening op de lange termijn (15 jaar).
<b>Risico</b>	Het pensioenfonds is er zich van bewust dat het wereldwijd beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen naast diversificatievoordelen ook specifieke risico's introduceert. Het beleid van het pensioenfonds voor wat betreft vastgoed is gericht op beheersing van deze risico's in een vroeg stadium van het beleggingsproces. Concreet betekent dit dat de focus van het pensioenfonds ligt op: <ul style="list-style-type: none"><li>• Risicoreductie door afbakening van het beleggingsuniversum</li><li>• Risicoreductie door gebruik van bandbreedtes</li></ul> Daarnaast kent de categorie vastgoed specifiek (il)liquiditeitsrisico. Het pensioenfonds heeft een liquiditeitsbudget en liquiditeit risicobereidheid vastgesteld om het liquiditeitsrisico te beheersen.
<b>Strategisch gewicht</b>	8,5%
<b>Bandbreedte</b>	6,0% - 11,0%
<b>Normgewicht 2021</b>	8,5%
<b>Onderverdeling</b>	Binnen vastgoed is spreiding aangebracht over regio's, landen, sectoren, fondsen, managers, instrumenten en looptijden. Naast niet-beursgenoteerd vastgoed wordt ook

belegd in beursgenoteerd vastgoed. De allocatie naar beursgenoteerd vastgoed dient hoofdzakelijk als liquide buffer vanwege de mindere liquiditeit van niet-beursgenoteerd vastgoed.

#### Onderverdeling beursgenoteerd vastgoed en niet-beursgenoteerd vastgoed

Onderverdeling binnen Vastgoed		
	Strategisch	Norm 2021
Niet-beursgenoteerd vastgoed	100,0%	10,0%

De vastgoed allocatie betreft in principe een allocatie naar niet-beursgenoteerd vastgoed. Als gevolg van beperkte liquiditeit kan beursgenoteerd vastgoed worden aangehouden.

#### Regio's

Regio's niet-beursgenoteerd Vastgoed		
	Strategisch	Norm 2021
Europa	55%	55%
Noord-Amerika	25%	25%
Azië-Pacific	20%	20%

De regioverdeling binnen beursgenoteerd vastgoed volgt in beginsel uit de benchmark. Wel wordt elk jaar het gewicht van de regio Noord Amerika gemaximeerd op 40% en pro rata verdeeld over de overige regio's.

#### Benchmarks

Behalve risicoreductie hecht het pensioenfonds ook belang aan het monitoren van de prestaties van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Om die reden is besloten om voor de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille het behaalde rendement per regio te vergelijken met een benchmark/'peer group'.

Samengestelde index gebaseerd op de regiogewichten en de volgende indices:

- Europa: INREV Index
- Azië-Pacific: Customized ANREV Index (customized: alleen 'core' en geselecteerde landen)
- Noord-Amerika: NFI-ODCE

Voor de beleggingen in beursgenoteerd vastgoed wordt een customized FTSE EPRA/NAREIT Developed Rental Index Total Net Return gehanteerd. De customization betreft het de maximering van het regiogewicht voor Noord-Amerika.

#### Landen niet-beursgenoteerd vastgoed

Naast spreiding over regio's wordt tevens een spreiding binnen de regio's over landen nagestreefd binnen de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille.

Minimale spreiding over landen per regio:

- Europa: minimaal 5 landen
- Noord-Amerika: minimaal 1 land
- Azië-Pacific: minimaal 2 landen

De portefeuille moet voor minimaal 70% bestaan uit beleggingen in landen die voldoen aan de hierna weergegeven eisen:

- Transparantie: eis minimaal 'Transparent' vlg. JLL
- Kredietwaardigheid: eis minimaal 'AA rating' vlg. S&P
- Corruptie: positie in het hoogste kwintiel van de Corruption Perception Index.

#### Sectoren niet-beursgenoteerd vastgoed

Ten aanzien van spreiding over sectoren gelden volgende maximum gewichten voor de niet-beursgenoteerde vastgoed portefeuille zoals opgenomen in de volgende tabel.

Sector	Totaal	Europa	Noord-Amerika	Azië-Pacific
Winkels	30%	35%	35%	40%
Woningen	50%	55%	55%	50%
Logistiek	40%	45%	45%	50%
Kantoren	30%	35%	35%	35%
Overige	10%	15%	15%	15%

#### Beleggingsstijl niet-beursgenoteerd vastgoed

Om onderscheid te maken in beleggingsstijl hanteert het pensioenfonds de INREV (Association of Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) richtlijnen. In de regio Azië-Pacific mag alleen in 'core' worden belegd. In de regio's Europa en Noord-Amerika mag ook in 'non-core' beleggingen ('value added' en 'opportunity') worden belegd. Ten aanzien van de beleggingsstijl worden de volgende bandbreedtes gehanteerd:

- Core beleggingen 75%-100%
- Non-core beleggingen 0%-25%

#### **Beheer**

De vastgoedallocatie wordt op indirecte wijze belegd. Dat wil zeggen dat de vastgoedallocatie van het pensioenfonds niet rechtstreeks in beleggingsobjecten wordt belegd maar via fondsen. De implementatie van het vastgoedbeleid is uitbesteed. Het pensioenfonds heeft concrete grenzen gesteld waarbinnen de uitvoerder het beleid dient te implementeren. Dit is vastgelegd in het beleggingsmandaat.

## 5.3. Vastrentende waarden

### Algemeen

Vastrentende waarden categorieën dragen veelal zowel bij aan de renteafdekking als de overrendement doelstelling van het pensioenfonds. Doordat ze blootstelling hebben naar andere risicobronnen levert de combinatie met zakelijke waarden diversificatievoordelen op. Naast de bijdrage aan het afdekken van renterisico kan ook een bijdrage worden geleverd aan het afdekken van inflatierisico.

De aanhouden lage renteomgeving maakt vastrentende waarden beleggingen vanuit rendementsperspectief minder aantrekkelijk ten opzichte van aandelen. Echter dienen deze categorieën beoordeeld te worden ten opzichte van de eigen doelstelling.

Inflatiegerelateerde staatsobligaties maken deel uit van de portefeuille om de impact van het risico op een onverwachte stijging van de inflatie deels in te beperken en vanwege de lage break-even inflatie (aantrekkelijk geachte waardering). Hypotheken en investment grade bedrijfsobligaties zijn categorieën die zowel als doel hebben om de verplichtingen te matchen als ook om overrendement te genereren. High yield, emerging market debt en Asset Backed Securities zijn primair bedoeld voor het genereren van overrendement en diversificatievoordelen met andere (sub-) categorieën. Met de allocatie naar Green Bonds wordt specifiek bijgedragen aan Maatschappelijk Verantwoord Beleggen en in het bijzonder het thema Klimaat.

Voor (hoogwaardige) staatsobligaties geldt dat de rente veelal lager is dan de swaprente. Hierdoor blijven deze beleggingen achter bij het rendement op de verplichtingen. De categorie heeft vanwege zijn defensieve karakter echter nog steeds een belangrijke rol in de beleggingsportefeuille en heeft vanuit de risico's gezien de voorkeur boven renteswaps in tijden van financiële onrust (hoofdsombehoud en diversificatie). Hoewel het risico van Nederlandse hypotheken hoger is dan dat van staatsobligaties is het aantal wanbetalingen tijdens de Coronacrisis tot nu toe zeer beperkt gebleven. De spread is redelijk constant rond de 2,0% t.o.v. staatsobligaties en biedt daarom meer dan voldoende beloning voor het (beperkt) extra risico. Zodoende lijkt een overweging van hypotheken t.o.v. staatsobligaties gewenst. Hoewel de verwachte (break-even) inflatie zeer laag is, wordt er ook geen forse inflatiestijging verwacht de komende jaren. Zodoende is de waardering van inflatie-gerelateerde (staats)obligaties neutraal.

Voor de overige vastrentende waarden met kredietrisico geldt dat kredietrisico-premies n.a.v. de Coronacrisis fors zijn gestegen nu rond of boven het neutrale ALM-niveau liggen. Hiermee voldoen deze beleggingen aan hun strategische functie binnen de beleggingsportefeuille. Het risico voor deze categorieën is wel gestegen als gevolg van de Coronacrisis en de hogere schuldenniveaus, hoewel de specifieke risico's zeer sectorspecifiek zijn.

### Invulling

#### Doelstelling

Vastrentende waarden is een beleggingscategorie met een breed scala van subcategorieën. Sommige bieden lage verwachte rendementen, maar zijn relatief veilig en kunnen een belangrijke rol spelen bij het afdekken van het renterisico en inflatierisico van een pensioenfonds. Daarnaast dienen de inflatiegerelateerde staatsobligaties als onderpand voor derivatentransacties. Andere subcategorieën bieden een hoger verwacht rendement en daarmee een hoger risico.

#### Risico

Het absoluut risico voor de beleggingen in vastrentende waarden wordt in generieke zin weerspiegeld in de gekozen benchmarks. Er wordt wereldwijd belegd met diversificatie naar verschillende subcategorieën zodat concentratierisico's worden beperkt. De mate van aansluiting tussen de portefeuille en de benchmark wordt gestuurd met behulp van de Tracking Error maatstaf. Het risico op de exposure naar de verschillende subcategorieën wordt beheerst door bandbreedtes.

**Strategisch gewicht** 57,0%

**Bandbreedte** 52,0% - 62,0%

**Normgewicht 2021** 57,0%

**Onderverdeling**

Subcategorieën

Binnen vastrentende waarden wordt belegd in inflatiegerelateerde staatsobligaties, bedrijfsobligaties, obligaties uit opkomende markten, hypotheek en Asset Backed securities. Hierbij geldt dat er verschillende subdoelstellingen zijn.

Beleggingsstrategieën					
		Doelstelling	Benchmark	Strategisch	Norm 2021
Staats-obligaties	Inflatie-gerelateerd	Inflatie gerelateerde opbrengsten, onderpand	n.v.t.	11,5%	11,5%
Hypotheek	Nederlandse hypotheek	Renteafdekking, risicopremie, diversificatie	BofA Merrill Lynch Netherlands Government Index	20,0%	22,0%
Bedrijfs-obligaties	Uitgegeven in euro	Renteafdekking, risicopremie, diversificatie	BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index	16,0%	5,25%
	Exclusief financiële waarden	Renteafdekking, risicopremie, diversificatie	50% Barclays Capital EUR Corporate ex Financial 500M Single A or better Index and 50% Barclays Capital US Corporate ex Financial 500M Single A or better 100% hedged into EUR		3,75%
	Green Bonds	MVB, Renteafdekking, risicopremie, diversificatie	Customized Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index		2,5%
	Asset Backed Securities	Risicopremie, diversificatie	50% Geen, 50% Barclays Euro Floating ABS Bond Index		2,5%
Obligaties uit opkomende markten		Risicopremie, diversificatie	JP Morgan EMBI Global Diversified Index	5,5%	5,5%
High Yield	High Yield obligaties	Risicopremie, diversificatie	BofA Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index	4,0%	4,0%
<b>Totaal VRW</b>				<b>57,0%</b>	<b>57,0%</b>

*Beleggingskarakteristieken per subcategorie*

Beleggingskarakteristieken			
	Duratie/looptijd	Kredietwaardigheid	Regio/landen
Inflatiegerelateerde staatsobligaties	Target gewogen gemiddelde modified duration van 10 jaar met bandbreedte van +/- 2 jaar	Beperkt risico	Duitsland
Nederlandse hypotheke	Geen target	Gemiddeld risico	Nederland
Euro bedrijfsobligaties	+/- 1,5 jaar t.o.v.de benchmark	Gemiddeld risico	Wereldwijd (uitgegeven in Euro)
Bedrijfsobligaties excl. financiële waarden	+/- 0,25 jaar t.o.v.de benchmark	Gemiddeld risico	Wereldwijd (uitgegeven in USD en EUR)
Asset Backed Securities	Lager dan 0,5 jaar	Gemiddeld risico	Europa
Green Bonds	+/- 1 jaar t.o.v.de benchmark	Gemiddeld risico	Wereldwijd (uitgegeven in USD en EUR)
High Yield obligaties	+/- 2 jaar t.o.v.de benchmark	Hoog risico	Wereldwijd
Obligaties opkomende markten	+/- 20% t.o.v.de benchmark	Hoog risico	Opkomende markten

## Beheer

Het beheer is zowel passief als actief. Per categorie is beoordeeld of met actief beheer waarde kan worden toegevoegd, rekening houdend met de additionele kosten. Voor enkele categorieën zoals hypotheke en Asset Backed Securities geldt dat passief beheer niet mogelijk is. Voor de uitvoering van het beleid wordt er geparticipeerd in fondsen voor gemene rekening (FGR) die beheerd worden door AAM, of indien het niet de meest efficiënte invulling van een subcategorie is maakt het pensioenfonds gebruik van discretionaire mandaten.

	Beheer	Beleggingsstijl	Tracking Error
Inflatiegerelateerde staatsobligaties	Discretionair	Buy-and-maintain	N.v.t.
Nederlandse hypotheke	MM Dutch Mortgage Fund	Actief	N.v.t.
Euro bedrijfsobligaties	MM Credit Fund	Actief	Max: 4%
Bedrijfsobligaties excl. financiële waarden	MM Global Credit Ex Financials Fund	Passief	Max: 0,5%
Asset Backed Securities	MM AAA Asset Backed Securites Fund	Buy-and-maintain	N.v.t.
	MM Asset Backed Securities Fund	Actief	
Green Bonds	MM Green Bond Fund	Actief	Max: 1,5%
High Yield obligaties	MM High Yield Fund	Actief	Max: 7%
Obligaties opkomende markten	MM Emerging Market Debt Fund	Actief	Streefwaarde ex ante Tracking Error 0,5% tot 3,0% Max: 6%

## 6. Risicomanagement

Hieronder volgt een beschrijving van de beheersmaatregelen die het pensioenfonds inzet voor de beheersing van de verschillende risico's.

### 6.1. Renterisico

#### Rente afdekkingsbeleid

Het renterisico wordt afgedekt door middel van beleggingen in vastrentende waarden en renteswaps conform onderstaande rentestafel waarbij de mate van renteafdekking afhankelijk is van een referentierente (de 20-jaars swaprente). Bij het doorbreken van een opwaartse rentetrigger is AAM gemandateerd om de mate van renteafdekking in overeenstemming te brengen met de in de tabel genoemde waarden. Bij het doorbreken van een neerwaartse rentetrigger wordt het bestuur geïnformeerd en volgt in overleg met het bestuur een voorstel tot het aanpassen van de renteafdekking. Het bestuur neemt hierbij een besluit waarbij de werkelijke afdekking kan afwijken van de gestelde grenswaarden.

Er is een rentetrigger vastgesteld voor de 20-jaars swaprente op 3,0%. Hierbij wordt expliciet een afweging gemaakt ten aanzien van het maximum afdekkingspercentage, afhankelijk van de economische omstandigheden, de dekkinggraad en het risicoprofiel van het pensioenfonds. Het bestuur kan hierbij besluiten om af te wijken van de rentestafel.

Neerwaartse rentetrigger	Strategische mate van renteafdekking	Opwaartse rentetrigger	Strategische mate van renteafdekking
0,00%	50%		
0,50%	55%	0,50%	55%
		0,75%	60%
1,00%	65%	1,00%	65%
		1,25%	70%
1,50%	75%	1,50%	75%
		2,00%	80%
2,50%	85%	2,50%	85%
		3,00%	90%
3,50%	95%	3,50%	95%
		4,00%	100%

De mate van renteafdekking wordt maandelijks per maandeinde gemonitord. Er wordt een bandbreedte van +/- 2,5 procentpunt gehanteerd rondom de strategische mate van renteafdekking. Indien de renteafdekking buiten de bandbreedte komt wordt een voorstel voor bijsturing van de renteafdekking ingebracht en met de Beleggingscommissie besproken. De Beleggingscommissie besluit over een eventuele bijsturing van de renteafdekking.

#### Beleid curverisico

Om het curverisico te beheersen wordt voor ieder looptijdsegment rondom de beoogde mate van renteafdekking een bandbreedte van 5% van de totale PV01 van de verplichtingen gehanteerd. De gedefinieerde looptijdsegmenten betreft de rentegevoeligheid naar de 5-, 10-, 15-, 20-, 25-, 30-, 40- en 50-jaars swaprente.



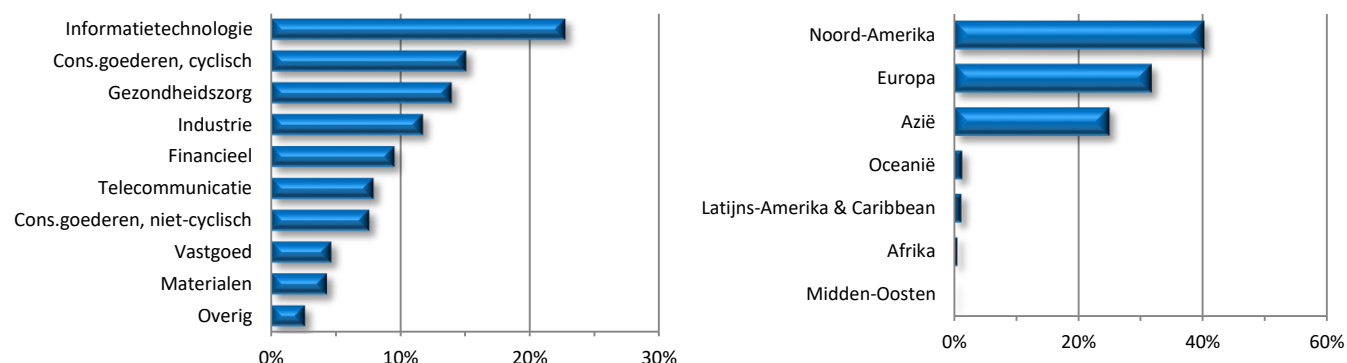
### Mate waarin vastrentende waarden bijdragen in renteafdekking

Het bestuur stelt vast in welke mate waarin elke VRW-categorie bijdraagt aan de afdekking van het renterisico. In onderstaande tabel worden de percentages getoond voor de mate waarin een categorie bijdraagt voor het bepalen van de mate van renteafdekking.

Beleggingscategorie	Percentage waarin categorie meetelt in de renteafdekking
Bedrijfsobligaties	100%
Bedrijfsobligaties ex. financials	100%
Green Bonds	100%
Nederlandse hypotheek	100%
Inflatie gerelateerde obligaties Duitsland	50%
Obligaties opkomende markten	0%
High yield	0%
Asset backed securities	0%

## 6.2. Aandelenrisico

Het zakelijke waarden risico ontstaat voornamelijk door de belegging in aandelen. Aandelenrisico wordt genomen omdat hiermee naar verwachting een risicopremie wordt verdiend. Dit sluit aan bij de beleggingsovertuigingen en daarmee verwacht het pensioenfonds op termijn de doelstellingen te kunnen realiseren. Om het risico te beperken wordt er binnen aandelen een brede spreiding over regio's en sectoren nagestreefd. Dit wordt inzichtelijk gemaakt door middel van onderstaande figuren (per eind september 2020) en gemonitord in de IRM rapportage.



Daarnaast wordt door het toevoegen van strategieën als private equity, small caps en long term investing aan de aandelenportefeuille het risico verder gespreid.

## 6.3. Valutarisico

De beleggingsportefeuille wordt wereldwijd belegd. Hierdoor ontstaat valutarisico. In het beleggingsbeleid wordt rekening gehouden met dit valutarisico. Om de gevolgen van wisselkoers veranderingen te beperken dekt het pensioenfonds het valutarisico af. De mate waarin het valutarisico wordt afgedekt is afhankelijk van de beleggingscategorie. Om het valutarisico op totaalniveau te beheersen geldt een maximum blootstelling van 30% naar vreemde valuta (na afdekking). Daarnaast wordt in het kader van Integraal Risicomanagement een grens van minimum blootstelling van 50% naar Euro bewaakt.

Valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingsportefeuille in waarde daalt als gevolg van het zwakker worden van vreemde valuta ten opzichte van de euro. Afhankelijk van de beleggingscategorie is de valuta van notering geen goede indicatie voor het daadwerkelijke valutarisico. Het beleid met betrekking tot afdekking van het valutarisico is als volgt:

### Aandelen

Aandelen zijn aan meerdere directe en indirecte valutarisico's onderhevig en de valuta van notering is steeds meer slechts een rapportagevaluta. Dit geldt vooral voor multinationals. Het internationale karakter van ondernemingsactiviteiten pleit voor het slechts deels afdekken van het valutarisico van aandelen. Binnen aandelen wordt de exposure naar USD, GBP en JPY strategisch voor 50% afgedekt naar Euro. Bij het afdekken van de 'kleine' vreemde valuta (CHF, NOK etc.) is de winst in een aandelenportefeuille marginaal. De operationele inspanning en kosten nemen dan disproportioneel toe. Hierom wordt de exposure naar overige valuta niet afgedekt.

De valutaexposure van Private Equity is vergelijkbaar met de valutaexposure voor aandelen. De economische blootstelling naar valuta is niet per definitie gelijk aan de valuta van notering. Er is geen sprake van vaste kasstromen, kasstromen kunnen afhankelijk zijn van valutabewegingen. In lijn met de valuta afdekking binnen aandelen wordt voor Private Equity 50% van het valutarisico van de USD, GBP en JPY afgedekt.

### Vastgoed

Vastgoedbeleggingen (zowel direct als indirect) bestaan over het algemeen grotendeels uit objecten met een relatief stabiele huuropbrengst. De volatiliteit van de opbrengsten is daardoor veel lager dan voor aandelenbeleggingen. Dit pleit in grotere mate voor het afdekken van valutarisico's. Direct vastgoedbeleggingen zijn daarnaast in grotere mate lokaal georiënteerd; de opbrengsten worden slechts beperkt beïnvloed door valutaschommelingen.

Beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoedfondsen die niet de euro als rapportagevaluta hebben en die exposure hebben naar één onderliggende valuta anders dan de euro worden naar euro afgedekt. Binnen beursgenoteerd vastgoed wordt het valutarisico naar USD, GBP en JPY voor 50% afgedekt, in lijn met het beleid voor reguliere aandelen.

### Vastrentende waarden

Voor obligaties geldt normaliter dat de valuta van notering een goede indicatie is van het daadwerkelijke valutarisico omdat de te verwachten kasstromen vaststaan in de valuta van notering. Dit pleit voor het afdekken van vreemde valuta voor obligaties.

Binnen vastrentende waarden wordt de exposure naar vreemde valuta strategisch voor 100% afgedekt. Binnen obligaties opkomende markten mag maximaal voor 20% in lokale valuta worden belegd. Dit valutarisico wordt niet afgedekt.

## 6.4. Inflatierisico

Het inflatierisico bestaat uit het uithollen van de koopkracht van de pensioenrechten door (een stijging van de) inflatie in scenario's waarin het pensioenfonds onvoldoende middelen heeft om rechten in lijn met de inflatie te verhogen. Dit risico wordt niet expliciet afgedekt. Wel wordt belegd in inflatiegerelateerde obligaties waarvan de opbrengsten een directe link met de inflatie hebben.

Bij een stijging van de inflatie is het waarschijnlijk dat ook de rente stijgt. Dit verlaagt de huidige waarde van de extra toekomstige uitkeringen als gevolg van indexaties. Bij een hogere rente is het dan ook goedkoper om indexaties toe te kennen. Daarnaast is het waarschijnlijk dat bij een stijging van de inflatie ook aandelen en vastgoed op termijn meer waard worden. Hierdoor is naar verwachting bij een hogere inflatie ook het rendement (gedeeltelijk) hoger. De mate waarin daadwerkelijk indexaties kunnen worden toegekend is afhankelijk van de ontwikkeling van de dekkingsgraad.

## 6.5. Krediet- en tegenpartijrisico

Kredietrisico is het risico dat tegenpartijen waaraan een kredietfaciliteit ter beschikking is gesteld hun verplichtingen niet of niet volledig nakomen. Het pensioenfonds loopt mede tegenpartijrisico op de portefeuille renteswaps. Inmiddels is de volledige renteswapportefeuille afgesloten via central clearing en is het beleid om nieuwe renteswaps via central clearing af te sluiten. Daarmee is het tegenpartijrisico voor rentederivaten fors beperkt.

Het tegenpartijbeleid is er voornamelijk op gericht om de kans te beperken dat een tegenpartij failliet gaat. Het onderpandbeheer en de ISDA zijn er voornamelijk op gericht om het financieel verlies op het moment van een faillissement te beperken. Om het tegenpartijrisico te mitigeren wordt onderpand uitgewisseld. Daarnaast geldt dat maximaal 15% van het renterisico van de verplichtingen wordt afgedekt met rentederivaten bij één (bilaterale) tegenpartij. Hier wordt alleen bij het aangaan van nieuwe bilaterale transacties in renteswaps rekening mee gehouden.

Het pensioenfonds loopt daarnaast kredietrisico op de vastrentende waarden beleggingen. De blootstelling naar kredietrisico wordt begrensd door het risicobudget. Door te beleggen in een breed gespreide vastrentende waarden portefeuille wordt het specifieke risico van individuele debiteuren beheerst.

## 6.6. Liquiditeitsrisico

Voor de beheersing van het liquiditeitsrisico wordt er onderscheid gemaakt tussen verschillende types van liquiditeitsrisico. Enerzijds bestaat liquiditeit uit het kunnen voldoen van de financiële verplichtingen die het pensioenfonds heeft, zoals de pensioenuitkeringen en de kas onderpand verplichtingen uit hoofde van de derivaten die op naam van het pensioenfonds worden gehandeld. Anderzijds bestaat liquiditeit uit het op tijd kunnen bijsturen van de beleggingsportefeuille. Hierbij is het van belang hoe snel er in een bepaalde positie gehandeld kan worden zonder (grote) impact op de prijs. Ook speelt mee hoe vaak er in een bepaald instrument gehandeld wordt.

Bij het samenstellen van de beleggingsportefeuille is rekening gehouden met de (onder normale marktomstandigheden) verwachte tijd om een positie te liquideren. Deze verwachte termijnen worden in de volgende tabel weergegeven per beleggingscategorie.

Beleggingscategorie	Verwachte termijn verkoop
<b>Aandelen</b>	
Europa	< 1 week
Wereld	< 1 week
Opkomende markten	< 1 week
Small Caps	< 1 maand
Long Term Investing	< 1 maand
Private Equity	< 10 jaar
<b>Vastgoed</b>	
Niet beursgenoteerd	< 10 jaar
Beursgenoteerd	< 1 week
<b>Vastrentende waarden</b>	
Bedrijfsobligaties	< 1 maand
Bedrijfsobligaties ex Financials	< 1 maand
Emerging Market Debt	< 1 maand
High Yield	< 1 maand
Nederlandse hypotheek	< 30 jaar
Asset Backed Securities	< 1 maand
Inflatiegerelateerde obligaties	< 1 kwartaal
Green Bonds	< 1 maand

Op basis van een analyse door middel van een stress scenario is een maximum percentage aan illiquide beleggingen bepaald. Het maximum percentage aan illiquide beleggingen bedraagt 50%. Dit betekent overigens niet dat het pensioenfonds dit liquiditeitsbudget volledig moet of wil gebruiken.

Daarnaast is vastgesteld dat het huidige strategische beleggingsbeleid binnen de liquiditeit risicobereidheid past. Hierbij wordt aangesloten bij de risicohouding op de korte termijn. Via de kwartaalverslagen wordt gemonitord of de liquiditeit van de portefeuille binnen de grenzen van het beleid is.

## 6.7. Actief risico

In lijn met de beleggingsovertuigingen wordt er alleen actief belegd binnen een categorie als dit naar verwachting waarde toevoegt. Er geldt een risicobudget voor actief beheer. Het risicobudget dient als extra risicobeheersingsmiddel om te voorkomen dat een stijging van de omvang van actief beheerde beleggingen het actief risico ongemerkt hoger maakt dan het pensioenfonds wenst. Het risicobudget voor actief beheer op totaalniveau wordt begrensd door een maximaal toegestane stijging in het VEV door alle actief beheerde posities te beschouwen. Op basis van het huidige beleggingsbeleid wordt een maximale stijging van 0,25 hiervoor gehanteerd.

## 6.8. Overige risico's

Naast de hierboven aangegeven risico's spelen ook verzekeringstechnische-, omgevings-, operationele-, uitbestedings-, IT-, integriteits-, en juridische risico's een rol bij pensioenfondsen. Deze worden in dit beleggingsplan niet nader beschreven. Voor de beheersmaatregelen wordt verwezen naar het Integraal Risicomanagement handboek.

## 6.9. Monitoring

In het kwartaalverslag wordt, naast de actuele ontwikkelingen van de beleggingsportefeuille, weergegeven wat de belangrijkste risico's voor het pensioenfonds zijn. Daarnaast wordt inzicht gegeven hoe de diverse risico's voor het pensioenfonds zich ontwikkelen.

In het kwartaalverslag wordt onder meer inzicht gegeven in:

- De dekkingsgraadirisico's door veranderingen in de marktrente en aandelenkoersen;
- Ontwikkeling van de kans op een daling van de dekkingsgraad tot onder kritische grenzen;
- De bijdrage van de risicofactoren als onderdeel van het vereist eigen vermogen;
- Het effect van DNB schokken op de dekkingsgraad; Het effect op de werkelijke dekkingsgraad als een (DNB)shok zich geïsoleerd voor zou doen. Een schok is hierbij een door DNB gedefinieerde negatieve gebeurtenis die zich met een kans van 2,5% kan voordoen. Dit kan worden opgevat als een 'worst case' scenario;
- Het renterisico van het pensioenfonds en de mate van ex-ante en ex-post renteafdekking;
- Het valutarisico binnen de portefeuille;
- Concentratie- en tegenpartijrisico;
- Liquiditeitsrisico's.

Pensioenfonds KPN  
Postbus 501  
9700 AM Groningen  
Pensioendesk (050) 582 79 00  
pensioendesk@knpensioen.nl



Meer weten? [www.knpensioen.nl](http://www.knpensioen.nl)