



Pensioenfonds UWV

Beleggingsplan 2025

STICHTING PENSIOENFONDS UWV

Inleiding

Dit document legt het beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds UWV (hierna te noemen 'het fonds') voor 2025 vast.

In 2023 heeft het fonds een ALM-studie uitgevoerd, op basis waarvan het nieuwe strategische beleggingsbeleid 2024-2026 is vastgesteld. Belangrijke onderdelen van het strategische beleid zijn de door het bestuur vastgestelde strategische beleggingsmix, inclusief het beleid met betrekking tot rente- en valuta-afdekking. Het strategisch beleggingsbeleid document bevat tevens een beschrijving van de beleggingsdoelstellingen, beleggingsbeginselen, risicohouding en de beleggingsfilosofie van het fonds, die gecombineerd het vertrekpunt vormen voor het strategisch beleid.

Naast het strategisch beleggingsbeleid wordt door het fonds jaarlijks een beleggingsplan uitgewerkt, waarin de beleggingsmix verder wordt uitgewerkt en waarin wordt ingegaan op de speerpunten met betrekking tot de beleggingen in het betreffende jaar. Het jaarplan kan op onderdelen afwijken van het strategisch beleggingsbeleid; de belangrijkste reden hiervoor is afwijkingen als gevolg van de implementatie van een illiquide categorie als private markets en/of onroerend goed. Op basis van de financiële positie, actuele thema's, de evaluatie van verschillende beleggingscategorieën en de economische omstandigheden wordt het beleggingsbeleid getoetst en eventueel aangepast.

Het fonds heeft Van Lanschot Kempen Investment Management N.V. ('VLK IM') als fiduciair manager aangesteld. VLK IM heeft het fonds geadviseerd bij het opstellen van het beleggingsplan 2025. In een separaat document worden de beleggingsrichtlijnen voor 2025 in detail uitgewerkt, die gelden als restricties in het kader van de vermogensbeheeropdracht aan de beheerder. Het fonds zal tijdens de periodieke bijeenkomsten met VLK IM overleggen of het beleggingsplan 2025 nog voldoet aan de doelstelling van het fonds, gegeven de actuele marktomstandigheden.

De ingangsdatum van het Beleggingsplan en de Beleggingsrichtlijnen is 31 januari 2025.

Beleggingsplan 2025

Het Beleggingsplan 2025 wordt weergegeven in onderstaande tabel, waarbij tevens de verschillen t.o.v. het strategisch beleggingsbeleid en de huidige portefeuille inzichtelijk worden gemaakt:

Wegingen (% van de portefeuille)	Strategisch Beleid 2024-2026¹	Beleggingsplan 2025	Portefeuille per 31-08-2024
Matchingportefeuille	27,9%	27,9%	27,8%
Renteafdekking (swap)	85%	85%	72,5%
Verhouding staat/swap	30% - 70%	30% - 70%	37%-63%
Rendementsportefeuille	72,1%	72,1%	72,2%
Aandelen	21,0%	21,0%	20,9%
Aandelen ontwikkelde landen	18,9%	18,9%	18,9%
Aandelen opkomende landen	2,1%	2,1%	2,1%
Onroerend Goed	10,0%	10,0%	9,3%
Niet-genoteerd Onroerend Goed	10,0%	10,0%	9,3%
Private Markets	7,0%	7,0%	7,0%
Direct Lending	3,0%	3,0%	2,3%
Private Equity & Infrastructuur	4,0%	4,0%	4,7%
Vastrentend Investment Grade	20,6%	20,6%	19,9%
Investment Grade Euro Bedrijfsobligaties	6,6%	6,6%	7,4%
Hypotheke	14,0%	14,0%	12,5%
Hoogrentend	12,4%	12,4%	12,5%
High Yield Europa (incl. bankleningen)	6,2%	6,2%	6,3%
EMD Hard Currency	3,1%	3,1%	3,1%
EMD Local Currency	3,1%	3,1%	3,1%
Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking)	1,1%	1,1%	2,4%

¹ In juli 2024 is een aanpassing gemaakt in het strategisch beleid ten aanzien van de onderlinge verdeling van ontwikkelde en opkomende landen binnen aandelen: de allocatie naar aandelen opkomende landen is verminderd (naar 10%) en de allocatie naar aandelen ontwikkelde landen is vergroot (naar 90%).

Beleggingsplan 2025 t.o.v. strategisch beleid

Het beleggingsplan 2025 volgt het vastgestelde strategisch beleid.

Daarnaast worden in 2025 parkeerregels gehanteerd voor illiquide beleggingen waarvan de beoogde allocatie nog niet volledig belegd kan worden (Direct Lending), of voor categorieën waarvoor de huidige allocatie groter is dan de norm (niet-genoteerd vastgoed en Private Equity & Infrastructuur).

Parkeerregels

Illiquide categorie	Liquide categorie
Niet-genoteerd onroerend goed	Aandelen ontwikkelde landen
Private Equity & Infrastructuur	Aandelen ontwikkelde landen
Direct Lending	Investment Grade Bedrijfsobligaties (EUR)
Hypotheken	Liquiditeiten (geldmarktfondsen)

Bandbreedtes

De bandbreedtes rondom de verschillende beleggingscategorieën staan beschreven in het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Voor de rentegevoeligheid van staatsobligaties, als onderdeel van de renteafdekking vanuit de matchingportefeuille, wordt een bandbreedte gehanteerd van 10%-punt t.o.v. de totale rentegevoeligheid. Gegeven de normallocatie van 30% is de bandbreedte voor 2024 t.a.v. de rentegevoeligheid vanuit staatsobligaties 20%-40% van de totale rentegevoeligheid vanuit swaps en staatsobligaties.

Rentebeleid

Het fonds voerde de afgelopen jaren een beleid van dynamische renteafdekking, waarbij de mate van rente-afdekking afhankelijk is van het niveau van de rente.

In juli 2023 steeg de 20-jaars swaprente naar een waarde boven de 3%. Het pensioenfonds heeft daarop de renteafdekking, op basis van de dynamische rentestafel, verhoogd van 65% naar 72,5%.

In 2024 heeft het pensioenfonds besloten om afscheid te nemen van de dynamische renteafdekking, en om de lineaire renteafdekking te verhogen naar 85%. Hiermee wordt voorgesorteerd op de invaardekkingsgraad onder WTP. De kans op een te lage dekkinggraad voor invaren onder WTP wordt verkleind door eerder al richting de WTP renteafdekking te bewegen. De verhoging van de renteafdekking is gebaseerd op de volgende afwegingen:

- De renteafdekking zal onder WTP stijgen naar een totaal niveau van 85%, o.b.v. het vastgestelde WTP beleggingsbeleid.
- Na transitie zal er, ten opzichte van een 85% “vlakke” afdekking, op de kortere looptijden wel meer moeten worden afgedekt, er op de langste looptijden zal er iets minder moeten worden afgedekt. Maar de verschillen zijn relatief beperkt.
- De impact op het Vereist Eigen Vermogen is beperkt en de liquiditeitsrisico's van het pensioenfonds blijven acceptabel: de Total Coverage Ratio zal naar verwachting groter zijn dan 100%.

- Een verhoging van de renteafdekking is uitlegbaar en evenwichtig:
 - o Er wordt geen gebruik gemaakt van complexe derivaten en er wordt geen optiepremie betaald.
 - o Er hoeven geen beleggingen uit de rendementsportefeuille te worden verkocht om de afdekking te verhogen: er is geen effect op het verwachte overrendement.
 - o Het is in ieders belang, jong en oud, dat de DG niet onder de invaar DG ligt. Met extra bescherming wordt de kans hierop verlaagd, tegenover een verminderd opwaarts potentieel in het geval van een rentestijging
 - o Na de WTP-transitie hoeft de renteafdekking slechts beperkt te worden aangepast. De totale renteafdekking ligt op het gewenste niveau, er dient wel in enige mate te worden bijgestuurd op de looptijden.

De implementatie van de verhoogde renteafdekking zal in het eerste kwartaal van 2025 plaatsvinden.

Implementatie

De matchingportefeuille bestaat uit renteswaps, staatsobligaties en obligaties van supranationale instellingen, lagere overheden en agentschappen (tezamen 'Staat'), en uit geldmarktfondsen. Alle voorgaande instrumenten zijn gedenomineerd in euro's.

Bij het samenstellen van de matchingportfolio wordt rekening gehouden met de renteafdekking die in de rendementsportefeuille door de zogenaamde "hidden pockets" categorieën worden geleverd, zijnde investment grade bedrijfsobligaties en hypotheke (alle euro-gedenomineerd).

Zoals beschreven in de LDI Investment Case van het fonds bedraagt de strategische verhouding tussen renteswaps en staatsobligaties in de matchingportefeuille 70%-30%. Dit betekent dat de beoogde afdekking van het renterisico vanuit de matchingportefeuille voor 70% wordt vormgegeven via swaps en voor 30% via staatsobligaties.

De bandbreedtes rondom de totale rente-afdekking en de afdekking per looptijd staan beschreven in het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds.

Leverage

Per eind september 2024 is de dekkinggraad op basis van de toezichtcurve 119,8% en is de allocatie van de matchingportefeuille 27,8% van de totale portefeuille. De matchingportefeuille dekt 64% van de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen af. De overige 10% wordt afgedekt met de rentegevoeligheid in de rendementsportefeuille via de zogenaamde 'hidden pockets'. De leverage-ratio (exposurewaarde versus marktwaarde) van de matchingportefeuille bedraagt hiermee circa 192% (per eind juli 2023 was deze waarde 161%). Deze ratio is berekend door de renteafdekking vanuit de matchingportefeuille te delen door het product van de allocatie van de matchingportefeuille en de dekkinggraad.

De leverage-ratio is met name afhankelijk van de allocatie van de matchingportefeuille ten opzichte van de totale portefeuille, de gehanteerde renteafdekkingsnorm en de dekkinggraad. Als de waarde van de leverage-ratio significant hoger zou worden dan het huidige niveau kan dat aanleiding voor het fonds zijn om het renteafdekkingsbeleid te evalueren met oog op de beheersing van liquiditeitsrisico's bij renteswaps. UWV vindt de leverage risico's van de huidige portefeuille acceptabel, omdat er voldoende liquiditeit in de portefeuille is om een sterke renteschok te kunnen absorberen. Het pensioenfonds monitort de liquiditeitsrisico's op basis van de zogenaamde Total Coverage Ratio, die een belangrijk onderdeel is van het liquiditeitsbeleid van het fonds.

Valutabeleid

Aangezien er geen valutarisico wordt genomen in de matchingportefeuille is afdekking hier in principe niet aan de orde. Binnen de rendementsportefeuille wordt het USD, GBP en JPY risico voor 50% afgedekt, met een bandbreedte van 47% tot 53%.

Uitzondering zijn de categorieën private markets, waarbinnen 80% van het valutarisico wordt afgedekt binnen een bandbreedte van 75% tot 100%, en high yield (inclusief bankleningen), waarbinnen 100% van het valutarisico wordt afgedekt. Binnen deze twee beleggingscategorieën wordt het valutarisico afgedekt door de managers van de mandaten. Het valutarisico (USD, GBP en JPY) binnen de overige beleggingscategorieën wordt afgedekt op basis van het normpercentage van 50%.

Rebalancing

Conform het strategisch beleggingsbeleid zullen de wegingen van de rendementsportefeuille en de matchingportefeuille op jaarbasis, per ingang van de nieuwe beleggingsrichtlijnen, worden teruggebracht naar de normwegingen. Op kwartaalbasis worden de wegingen van de beleggingscategorieën en de valuta-afdekking binnen de rendementsportefeuille teruggebracht naar de normwegingen. Hierbij zullen transactiekosten worden afgewogen tegen het te overbruggen verschil tot de norm. Binnen de matchingportefeuille is het uitgangspunt dat de rentegevoeligheid niet periodiek, maar alleen bij overschrijden van de bandbreedtes wordt teruggebracht richting de norm.

Macro-economische ontwikkelingen

In dit hoofdstuk wordt het centrale economische scenario voor het komend decennium (2025-2035) beschreven, zoals verwacht door VLK IM, de fiduciair manager van het pensioenfonds.

Centraal scenario komend decennium (2025-2035)

De reële groeiverwachtingen blijven gematigd voor het komende decennium vanwege lage groei van het arbeidsaanbod en arbeidsproductiviteit. De groei van de arbeidsproductiviteit zit al decennia in een dalende trend, ondanks toenemende automatisering en robotisering. Dit is het gevolg van het grotere aandeel van de dienstensector in ontwikkelde landen (moeilijker om productiviteitsverbeteringen door te voeren) en het bereiken van een opleidingsplafond. De adoptie van Generatieve Kunstmatige Intelligentie (GKI) biedt enige steun aan toekomstige arbeidsproductiviteit, met name vanaf de tweede helft van de tienjaarshorizon, en dan met name in de VS en het VK. Deze regio's ervaren eerder voordeel in de arbeidsproductiviteit vanwege de grote dienstensectoren, flexibele arbeidsmarkt, en minder strenge regulering. Daarbij is in de VS de ICT-sector groot met hogere (overheids)investeringen. Overige regio's ondervinden ook voordeel, maar dit zal op grote schaal wat langer op zich laten wachten met name in opkomende landen. Gezien de vergrijzingstrend en lage structurele groeivoorzichten in veel ontwikkelde landen en lange-termijn trends die veelal inflatoir zijn, is de steun voor productiviteit en de mogelijk deflatoire impact van GKI zeer welkom.

Inflatieverwachtingen

Inflatieverwachtingen blijven op lange termijn in ontwikkelde landen iets boven de doelstellingen van centrale banken. Inflatie wordt gesteund door verschillende structurele trends zoals regionalisering van productieketens, hogere overheidsbestedingen (bijvoorbeeld defensie-uitgaven), uitgaven aan en gevolgen van de energietransitie, en opwaartse druk op lonen door de krappe arbeidsmarkt (vanwege onder andere vergrijzing en een kortere werkweek). Deze trends wijzen op een structureel hogere (kern)inflatie in vergelijking met pre-covid niveaus.

Rentes

De periode van de 'nul-beleidsrente' ligt daarmee ook achter ons. Voor centrale bank beleid op langere termijn is de vraag op welk niveau de neutrale rente ligt. Dit is de beleidsrente die de economie noch stimuleert, noch afremt. De Fed legt die neutrale rente op 2,5%. De ECB zit iets lager met een niveau van 2-2,5%. Ervan uitgaand dat het structurele groeipotentieel gematigd blijft, lijken dit redelijke schattingen. Anderzijds, als de inflatie structureel hoger komt te liggen, zouden dit eerder ondergrenzen kunnen zijn. Per saldo zullen beleidsrentes nominaal de pre-covid periode overtreffen, maar laag blijven in reële termen (rond 0,0%). De Amerikaanse tienjaarsrente bevindt zich momenteel iets boven het evenwichtsniveau. Hierbij uitgaande van het evenwicht op basis van structurele nominale groei, waarbij centrale banken de renteniveaus nog wat drukken middels financiële repressie. Dit om de druk van schuldenlasten op overheden in enige mate te verlichten. In de Eurozone (Duitsland) ligt het evenwichtsniveau rond huidige renteniveaus. Het minder dynamische groeipotentieel van de Europese economie houdt de rente onder neerwaartse druk via lagere nominale groei. Samen met de wat hogere lange-termijn inflatie wordt een evenwichtsniveau verwacht voor de tienjaarsrente die hoger ligt dan de periode na de financiële crisis 2008-2009.

Energietransitie

De wereldwijde broeikasgasemissies zijn de afgelopen jaren verder gestegen en de globale temperatuur is +1,1°C hoger dan in de pre-industriële periode. Om de klimaatdoelstellingen van Parijs te halen, zijn forse investeringen nodig in de energietransitie. Zowel qua productie van duurzame energie (een verdrievoudiging van de capaciteit tegen 2030), als qua distributie (een verdubbeling van de investeringen) en ook het CO₂-neutraal maken van gebouwen, transport en



industrie. Overheidsinvesteringen in de energietransitie hebben ondanks de bestedingsimpuls geen positieve impact op reële groei vanwege initieel een lagere productiviteit en een opwaartse impact op inflatie. De algehele impact van klimaatverandering en de energietransitie op BBP-groei wordt nu ook negatief verondersteld voor ontwikkelde landen op een tienjaarshorizon. De hogere fysieke klimaatrisico's worden steeds zichtbaarder met onder andere meer overstromingen, droogte en hitte, met negatieve gevolgen voor economische groei in alle regio's. De energietransitie verloopt naar verwachting langzamer door verminderd politiek draagvlak, en daardoor uiteindelijk ook chaotischer, wat leidt tot een negatievere impact op de economie. Voor opkomende landen is de impact van klimaatverandering en de energietransitie negatiever door de grotere afhankelijkheid van fossiele brandstoffen, CO₂-intensievere industrieën, en grotere kwetsbaarheid ten aanzien van temperatuurstijgingen en de gevolgen daarvan op het klimaat en de economie. Inflatie zal voor alle regio's toenemen als gevolg van de energietransitie: dit wordt gedreven door (overheids)investeringen in de transitie, minder aanbod van fossiele energie, schaarste van materialen benodigd voor de transitie, en CO₂-beprijzing. Deflatoire technologische ontwikkelingen wegen hier niet tegenop.

Naast de energietransitie is ook een voedseltransitie benodigd. Onze voedselproductie- en consumptiewijzen zijn de grootste veroorzaker van het verlies van biodiversiteit en de op één-na-grootste veroorzaker van klimaatverandering (na fossiele brandstoffen). Deze voedseltransitie heeft bijgevolg een klimaatambitie, maar tevens een gezondheidsambitie en een politiek-maatschappelijk belang (voedselzekerheid bij een groeiende bevolking en stijgende welvaart). De voedseltransitie heeft ook een inflatoir karakter.

Geopolitiek

Op geopolitiek vlak polariseert de wereldeconomie verder richting enkele machtscentra: een blok landen gelieerd aan de Verenigde Staten, een blok landen gelieerd aan China en een blok van niet-verbonden landen met India als informele aanvoerder. Dit leidt tot een multipolaire wereld met minder multilaterale regels, meer lokale productieketens en minder uitwisseling van technologie, grondstoffen en investeringen. Europa zit hierbij in een delicate positie. Ideologisch aanleunend bij de VS, economisch nauwe banden hebbend met China. Europa zal daarom eerder een beleid van 'de-risking' in plaats van 'de-coupling' voeren richting China. In een ruimere context heeft Europa meer autonomie nodig qua defensie, kritische grondstoffen en energie, en een meer dynamische economie, zodat het zijn geopolitieke plaats in een gepolariseerde wereld in stand kan houden. Hiervoor is echter politieke wil tot meer EU-eenwording nodig. Wat niet evident is. In een meer gefragmenteerde wereld worden economische instrumenten als geopolitiek wapen gebruikt. De robuustheid van productieketens wordt belangrijker dan de efficiëntie van die ketens. Deze ontwikkelingen maken de wereldeconomie minder (kosten)efficiënt, wat leidt tot lagere productiviteitsgroei en hogere inflatie.

Terugblik en korte-termijn verwachting

Economieën hebben veerkracht getoond gedurende de inflatiegolf en het restrictieve monetaire beleid van de afgelopen jaren. Ruim fiscaal beleid heeft hierbij geholpen. De verwachting is dat de beleidsmix in de loop van 2024 en 2025 zal wijzigen. Het fiscaal beleid van overheden wordt minder ruim, maar het monetaire beleid wordt minder restrictief. Zonder grote onevenwichtigheden als overinvesteringen of excessieve schuldenlasten in private sectoren, wordt voorzien dat economische groei tendeert naar het trendmatige niveau van rond de 2% in de VS. Na een jaar stagnatie in de eurozone kan de groei rond 1,5% uitkomen, iets boven het potentiële niveau. Geleidelijk dalende inflatie richting 2% biedt centrale banken de mogelijkheid rentes te verlagen.

Aanhoudende nominale groei heeft begin 2024 tot verbetering in de winstgroei geleid, vooral in de VS. De verwachtingen voor de winstgroei in 2024 en 2025 hebben meebewogen met de verlaagde winstgroei in 2023. Daarmee zijn de verwachtingen voor 2024 en 2025 realistischer geworden. In de VS wordt wel meer winstgroei verwacht dan in de eurozone, mede door de hoge winstmarges bij

de grote techbedrijven. Wellicht zullen winstverwachtingen te ambitieus blijken, maar zolang de winstgroei positief blijft, zal dit steun bieden aan aandelenmarkten.

De Chinese economie, lange tijd een groeimotor voor de wereldeconomie, zucht onder de hoge schulden en een laag consumentenvertrouwen. De overheid (inclusief de centrale bank) is terughoudend met zowel het grootscheeps stimuleren van de economie (omdat dit in het verleden te veel onproductieve investeringen en schulden heeft opgeleverd) als het afschrijven van de hoge schulden. Daarmee is de verwachting dat de economie moeite zal hebben om het 5%-groei-doel van de overheid te halen.

Beleggingscategorieën

In dit hoofdstuk wordt voor verschillende beleggingscategorieën teruggekeken op 2024 en worden de voorgenomen aanpassingen en initiatieven voor 2025 besproken. Ook wordt de planning van de investment cases en de ALM-studie beschreven, en wordt ingegaan op ontwikkelingen ten aanzien van verschillende aspecten van het MVB-beleid van het fonds.

Aandelen ontwikkeld en opkomende landen

SDG-benchmarks

Het pensioenfonds heeft in 2022 besloten om binnen de categorieën aandelen ontwikkeld en aandelen opkomend over te gaan op SDG-benchmarks die door VLK IM in samenwerking met MSCI in 2022 zijn opgezet. Via deze benchmarks wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en SDG 13 (klimaatactie).

In 2023 heeft VLK IM de methodologie en de praktijk van de SDG-benchmarks geëvalueerd en deze met het pensioenfonds besproken. Uit de evaluatie kwam naar voren dat het duurzaamheidsprofiel van de SDG-benchmarks voldoet aan de verwachting: de CO₂-uitstoot van de SDG-benchmarks is sterk lager ten opzichte van de brede benchmark en de positieve bijdrages aan SDG's zijn hoger. Aandachtspunt is de hogere tracking error dan verwacht, evenals de actieve positionering van individuele bedrijven die een grote invloed heeft op de resultaten. Dit heeft geleid tot gerealiseerde rendementen die sterk afwijken van de brede benchmarks.

Als vervolgtraject is in 2024 een aantal verbeteringen aan de SDG-indices onderzocht. VLK IM wil deze doorvoeren in 2025. De geïdentificeerde verbeteringen:

- resulteren in betere diversificatie en verminderen de afhankelijkheid van dominante bedrijven;
- verlagen het actief risico: de tracking error wordt verlaagd en daarmee het relatief performance risico;
- bieden hetzelfde geaggregeerde ESG-profiel (zoals ESG-ratings, CO₂-reductie en SDG-bijdragen);
- voorzien in uitbreiding met SDG 8 (*Waardig werk en economische groei*, dit is onderdeel van het MVB-beleid van UWV) en SDG 12 (*Verantwoorde consumptie en productie*).

Deze aanpassingen zullen naar verwachting in het eerste kwartaal van 2025 worden geïmplementeerd.

Verdeling aandelen ontwikkeld en opkomend

In 2024 heeft het pensioenfonds besloten om de regioverdeling binnen aandelen aan te passen, van 78% aandelen ontwikkeld en 22% aandelen opkomend naar een verhouding van 90% aandelen ontwikkeld en 10% aandelen opkomend.

De nieuwe verdeling komt overeen met een verdeling op basis van marktkapitalisatie, gebaseerd op de marktwaarde van de MSCI Wereld en MSCI Opkomende landen benchmarks. Het pensioenfonds ziet een allocatie op basis van marktkapitalisatie als het startpunt van een passieve invulling.

Ten aanzien van opkomende landen ziet het pensioenfonds hogere risico's: de energietransitie en klimaatverandering kunnen een negatieve impact op de reële groei van opkomende landen hebben, vanwege de grotere afhankelijkheid van fossiele brandstoffen, CO₂-intensievere industrieën en grotere kwetsbaarheid t.a.v. temperatuurstijgingen, de rendementen van aandelen opkomend zouden in een de-globaliserende wereld lager kunnen uitvallen en een eventuele verdere economische of militaire escalatie tussen China en Taiwan vormt een belangrijk risico. Vanwege deze toegenomen risico's heeft het pensioenfonds geconcludeerd dat er geen overtuigende redenen meer zijn om af te wijken van een allocatie op basis van marktkapitalisatie.

Deze aanpassing is per eind juli geïmplementeerd.

Investment Grade Bedrijfsobligaties

In april 2024 heeft het pensioenfonds de invulling van de categorie Investment Grade bedrijfsobligaties geëvalueerd. De review heeft de positieve opinie op de huidige manager Blackrock bevestigd. BlackRock is in staat geweest om de huidige index nauwkeurig te volgen en op het gebied van duurzaamheid voldoet het mandaat aan de duurzaamheidsambities van UWV.

Hypotheke

In 2023 heeft het pensioenfonds een evaluatie uitgevoerd van de managers binnen de categorie hypotheke. De review bevestigt de positieve opinie op de managers a.s.r. en Aegon. De samenwerking tussen a.s.r. en Aegon resulteerde wel in het aandachtspunt dat er door de samenwerking tussen deze partijen minder concurrentie is op de door de fiduciare manager IM goedgekeurde lijst van managers in deze categorie. Uit de evaluatie is DMFCO als een interessante partij gekomen.

Eind 2024 heeft het pensioenfonds besloten om de allocatie naar Nederlandse woninghypotheke in de portefeuille te vergroten, van 9% naar 14%, ten koste van de allocatie naar de matchingportefeuille.

Op basis van de uitkomsten van de manager-evaluatie heeft UWV besloten om de allocatie naar NL woninghypotheke via een beleggingsfonds van DMFCO in te vullen. De voorkeur ging uit naar een beleggingsfonds boven een mandaat, vanwege de bredere verwachte spreiding, de lagere complexiteit en lagere benodigde governance, en vanwege de lagere verwachte kosten door poolingvoordeel.

DMFCO heeft een nieuw gemeenschappelijk fonds opgezet dat ook toegankelijk is voor andere type institutionele klanten, zoals verzekeraars. Hiermee ontstaat een bredere klantenbasis.

Begin 2024 is de due diligence naar DMFCO afgerond, met een positieve uitkomst. In maart 2024 is het beleggingsfonds van start gegaan en heeft UWV kapitaal gealloceerd naar het beleggingsfonds. Per einde van het jaar is het vrijwel de hele allocatie van €440 miljoen geïnvesteerd in dit fonds..

Aandachtspunt was dat pensioenfonds UWV bij aanvang van het beleggingsfonds de enige aandeelhouder van het beleggingsfonds. In de loop van 2024 zijn ook andere beleggers toegetreden tot het fonds, waarmee het pensioenfonds niet meer de enige participant is.

Emerging Market Debt

In 2024 is het in 2022 opgestelde landenbeleid van het pensioenfonds geëvalueerd en de uitwerking hiervan. Dit beleid is vooral van toepassing binnen de beleggingscategorie Emerging Market Debt. Aanleiding hiervoor waren oproepen van o.a. vakbond FNV aan pensioenfondsen om in gesprek te gaan over een beleid ten aanzien van conflictgebieden en mensenrechten. Hierbij werd het Israëlië-Palestijnse conflict als voorbeeld genoemd.

Het landenbeleid is in 2022 ontwikkeld om te bepalen hoe om te gaan met beleggingen in controversiële landen. Aanleiding hiervoor waren discussies over betrokkenheid bij controversiële activiteiten in landen zoals China, Myanmar en Saudi-Arabië. De noodzaak van een landenbeleid werd verder bevestigd door de Russische inval in Oekraïne in februari 2022. Het landenbeleid van het pensioenfonds focust zich hierbij op sociale en governance factoren. Het landenbeleid is een aanvulling op de sanctielijst en de lijst van financiële instrumenten uitgegeven door landen waarvoor een wettelijk besluit tot een handelsembargo door de EU of de VN is afgegeven.

Conclusie van de evaluatie was dat het landenbeleid van pensioenfonds UWV werkt zoals het bedoeld is:

- Op basis van een raamwerk met objectieve indicatoren worden landen die negatieve impact hebben op ESG-factoren geïdentificeerd en uitgesloten, waarbij er een sterke mate van overlap is met betrokkenheid bij mensenrechtenschendingen en conflictgebieden.
- Het landenbeleid sluit landen die betrokken zijn in een ernstig conflict veelal uit door de nauwe en logische relatie tussen de gebruikte indicatoren in het beleid en het belanden in een 'ernstig conflict'.
- Of een individuele situatie een 'ernstig conflict' is, is echter niet éénduidig gedefinieerd. Er blijven altijd situaties bestaan waar discussie over gevoerd kan worden. Het uitgangspunt van het landenbeleid is echter om discussies over individuele landen te voorkomen.

Europees High Yield en Bankleningen

UWV belegt via een gecombineerd mandaat dat beheerd wordt door Capital Four in de beleggingscategorieën Europees High Yield en Bankleningen.

In 2024 is er een manager evaluatie op de manager Capital Four uitgevoerd. Hierbij is het huidige gecombineerde mandaat van Capital Four geëvalueerd. Er is ook gekeken of er betere manager invullingen zouden zijn indien het mandaat zou worden ingevuld met een aparte Europese high yield en aparte Europese bankleningen manager:

- Binnen de categorie Europees High Yield komt Capital Four als beste manager naar voren. Qua strategie, portefeuille en ESG capaciteiten scoort Capital Four beter dan andere managers op de shortlist.
- Binnen Europees leveraged loans is Capital Four naar voren gekomen als goede tweede kandidaat.
- Capital Four is de beste beheerder binnen de groep van managers die Europees high yield en Europese leveraged loans kunnen beheren binnen een gecombineerde oplossing.

Op basis van de strategische asset allocatie blijft UWV beleggen in zowel Europees high yield als leveraged loans. Het pensioenfonds heeft geconcludeerd dat er geen reden is om de huidige structuur van een gecombineerde oplossing voor de twee categorieën loans aan te passen. De beheerkosten van een gecombineerde oplossing zijn lager ten opzichte van twee separate oplossingen. Een

eventuele omzetting van het Leveraged Loans deel van de portefeuille naar een alternatieve manager tot hoge transactiekosten leiden.

Capital Four heeft aangegeven het huidige beleggingsmandaat te kunnen omzetten naar een beleggingsfonds met vergelijkbare doorlopende kosten. De transactiekosten van een dergelijke draai zouden beperkt zijn. Een dergelijke omzetting zou goed kunnen passen binnen het bredere streven om de operationele complexiteit van het pensioenfonds te verminderen.

LDI

Het LDI-mandaat van UWV wordt sinds eind 2018 passief beheerd door Cardano. Dit LDI mandaat wordt beheerd ten opzichte van een verplichtingenbenchmark waarbij integraal rekening wordt gehouden met het vermogen in Nederlandse hypotheke en Europese bedrijfsobligaties.

In 2023 heeft het pensioenfonds een evaluatie van Cardano en andere mogelijke LDI-managers uitgevoerd. De evaluatie van de huidige invulling van het LDI-mandaat is positief: de beoordeling heeft geen aanleiding gegeven om het LDI mandaat bij Cardano te heroverwegen.

Vastgoed

Gedurende 2024 is de allocatie naar niet-genoteerd vastgoed onder de 10% gedaald, vanwege de dalende rente en daarmee gepaard gaande groei van het balanstotaal van het pensioenfonds. Per eind september 2024 is de allocatie naar vastgoed op het niveau van de totale portefeuille 9,1%.

Het pensioenfonds heeft besloten om de allocatie niet actief terug te brengen naar de strategische norm. Om het totale risicoprofiel van de portefeuille te bewaken wordt de onderweging naar niet-genoteerd vastgoed gecompenseerd door een overweging van aandelen ontwikkeld ten opzichte van de norm.

Private Markets

Eind 2023 is Partners Group als manager van het private markets mandaat, het private equity en infrastructuur mandaat geëvalueerd. Het direct lending gedeelte van het mandaat is hierbij niet meegenomen. Uit de review kwam naar voren dat Partners Group nog steeds een geschikte manager is om het private equity en infrastructuur mandaat te managen, vanwege de sterke performance, goede investeringskennis en een sterke portefeuille. Mogelijke verbeteringen werden gevonden op de volgende onderwerpen:

- Verdere integratie van ESG in het investeringsproces
- Het uitbreiden van de duurzaamheidsrapportage naar indirecte investeringen
- Het verminderen van co-investeringen binnen het mandaat.

In 2024 is door het pensioenfonds besloten om de huidige commitmentstrategie van het private equity & infrastructuur mandaat aan te passen. Met de aanpassing van de commitmentstrategie van het mandaat wordt een deel van de investeringscapaciteit van 2027 tot en met 2030 naar voren wordt gehaald zodat de beschikbare investeringscapaciteit gelijkmatiger wordt verdeeld. Met de aangepaste commitmentstrategie wordt een betere diversificatie van vintages (investeringsjaren) binnen de portefeuille bewerkstelligd, doordat er de komende jaren gelijk gespreid over de verschillende jaren kan worden geïnvesteerd. De aanpassing van de commitmentstrategie past naar verwachting binnen de bandbreedtes van de strategische allocatie naar private equity en infrastructuur.

Investment cases

In 2024 heeft het pensioenfonds, op basis van een driejaarscyclus, investment cases voor de categorieën direct lending, geldmarkten, beursgenoteerde aandelen, emerging markets debt, private equity, infrastructuur en LDI vastgesteld.

In 2025 zal de investment case voor investment grade credits en niet-genoteerd vastgoed worden besproken.

Reductie van complexiteit

Voor pensioenfonds UWV zijn het reduceren van complexiteit en een adequate en efficiënte bezetting van het bestuursbureau belangrijke uitgangspunten. Eén van de mogelijke manieren om complexiteitsreductie te realiseren is het omzetten, binnen de liquide beleggingscategorieën, van de huidige mandaatstructuur naar beleggingsfondsen. Dit zal in 2025 verder onderzocht worden, als onderdeel van een breder project om de operationele efficiëntie te verbeteren.

Wet toekomst pensioenen (Wtp)

Het pensioenfonds heeft in 2024 in het kader van de Wtp de volgende onderwerpen uitgewerkt:

- Het uitwerken van de eerste varianten van het beleggingsbeleid onder het nieuwe pensioencontract, als input voor de gesprekken met sociale partners;
- Het uitwerken van de implicaties van de solidariteitsreserve;
- Het optimaliseren van de beleggingsbeleid;
- De uitwerking van de toekomstige operationele inrichting;
- Het voorbereiden van het implementatie- en transitieplan;

In 2025 zullen deze onderwerpen verder worden uitgewerkt. Na vaststelling van de uitgangspunten en criteria zal in de eerste helft van 2025 de samenstelling van de rendementportefeuille worden geoptimaliseerd. Ook zal de toekomstige samenstelling van de matchingportefeuille, inclusief een passende mate van kredietrisico (spreadrisico), worden geanalyseerd, en zullen passende bandbreedtes en herbalanceringsfrequenties voor de portefeuille worden vastgesteld.

Ook zal aandacht worden besteed aan mogelijke manieren om beleggingsrisico's rondom het moment van invaren eventueel (sterk) te verminderen, naast de verhoging van de renteafdekking naar 85% die per begin 2025 zal worden geïmplementeerd. Hierbij zal onder andere het eventueel gebruik van aandelen- of renteopties worden onderzocht. In 2025 zal aandacht worden besteed aan de operationele inrichting en documentatie die nodig is om aandelen- of renteopties te kunnen gaan gebruiken.

Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

Klimaat

Het fonds heeft voor de periode vanaf 2021 een lange-termijn doelstelling ten aanzien van CO₂-reductie vastgesteld. Hierbij is gekozen voor de 'Paris Aligned benchmark', welke een initiële CO₂-reductie van circa 50% impliceert, gevolgd door een jaarlijkse CO₂-reductie van circa 7%. In 2021 zijn stappen genomen om deze doelstelling te halen, in het bijzonder het uitsluiten van de olie- en gasector en kolencentrales.

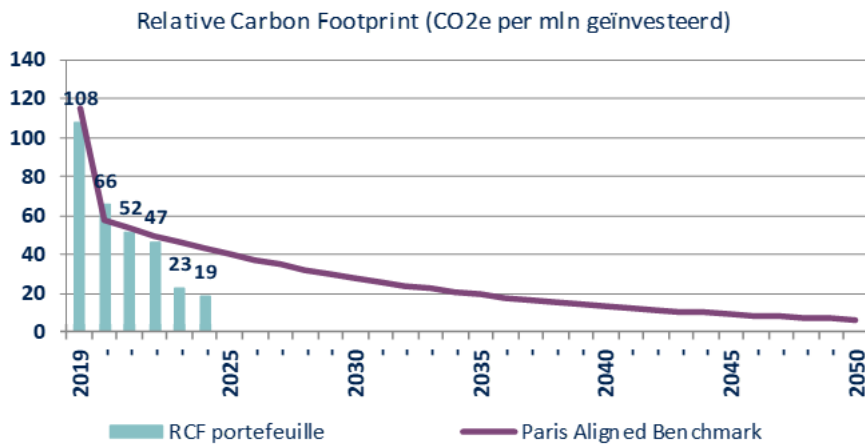
In 2022 is besloten om binnen de aandelen mandaten te gaan beleggen op basis van benchmarks waarin, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie wordt gerealiseerd en, naast SDG 3 (gezondheidszorg), gestuurd wordt op SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en SDG 13 (schone energie en klimaatadaptatie). Deze benchmarks zijn per begin 2023 doorgevoerd in de aandelenmandaten.

Binnen investment grade bedrijfsobligaties is gekozen voor een ESG-benchmark waarin, ten opzichte van de vorige benchmark van het bedrijfsobligaties mandaat van UWV, een strenger uitsluitingsbeleid wordt gehanteerd. Via deze benchmark wordt een verdere reductie van de CO₂-uitstoot gerealiseerd. In het eerste kwartaal van 2023 is het bedrijfsobligaties mandaat omgezet naar deze nieuwe benchmark.

Klimaatfilters kunnen de meest vervuilende bedrijven in sectoren als de cementindustrie of metaalindustrie uitsluiten. Gedachte hierbij is dat een beperkt aantal bedrijven verantwoordelijk zijn voor een groot deel van de uitstoot en deze bedrijven het meest gevoelig zijn voor de klimaattransitie. Het toevoegen van SDG's aan de benchmark zal op korte termijn niet zorgen voor een significant lagere CO₂-emissie, maar draagt bij aan het ontwikkelen van oplossingen zodat de maatschappij geleidelijk schone energie beschikbaar krijgt. Aangezien eindproducten zoals cement en staal – in tegenstelling tot olie en gas – op de lange termijn benodigd zullen blijven in het economische proces legt het fonds de nadruk op het veranderen van bedrijfsprocessen in de cement- en metaalindustrie zodat minder CO₂ wordt uitgestoten.

De onderstaande grafiek geeft een meting van de relatieve (Scope 1 en 2) CO₂-voetafdruk van de beursgenoteerde portefeuille van pensioenfonds UWV tot en met het tweede kwartaal van 2023 weer, waarbij de relatieve uitstoot per eind 2019 als startpunt wordt genomen. De ontwikkeling van de relatieve uitstoot wordt vergeleken met het verloop van de 'Paris Aligned benchmark'.

Klimaat benchmark o.b.v. de RCF (in %)



De grafiek laat zien dat de CO₂-voetafdruk van de beursgenoteerde portefeuille gedurende 2024 verder is gedaald. Reden hiervoor is de verkleinde allocatie naar aandelen opkomend, waarvan de CO₂-emissie relatief hoog is.

Arbeid

Waar mogelijk implementeert het pensioenfonds haar thema arbeid in de beleggingen. Binnen de Emerging Market Debt portefeuille (staatsleningen opkomende landen) gebeurt dit door de 10 grootste schenders van arbeidsrechten conform de ITUC global rights lijst uit te sluiten. Gezien de forse impact op het universum is hier een maatwerk index voor ontwikkeld. Het landenbeleid van pensioenfonds UWV bevat daarnaast criteria passend bij vrijheid van meningsuiting, persvrijheid en democratie (de Freedom House index); ook deze criteria worden toegepast binnen de categorie Emerging Market Debt.

Aangezien het thema arbeid minder direct belegbaar is dan klimaat heeft het fonds afgewogen wat de meest effectieve benadering is van het onderwerp. Het pensioenfonds heeft invulling gegeven aan het thema arbeid door een engagement manager te selecteren.

Engagement manager

UWV heeft in 2022 besloten om de uitvoering van het engagement-beleid te intensiveren door een selectietraject op te starten naar de aanstelling van een thematische engagement aanbieder, bij voorkeur met integratie van proxy voting en oplevering van Nederlandstalige rapportage. Reden om dit selectietraject te starten is dat hiermee invulling kan worden gegeven aan het thema arbeid en aan sub-klimaatthema's zoals biodiversiteit en ontbossing. Deze thema's kunnen in geringe mate door andere instrumenten (ESG-benchmarks, uitsluiting) geadresseerd worden.

Hiermee wordt invulling gegeven aan het MVB-beleid 2022-2024 van het pensioenfonds, dat voorziet in een intensivering van het engagement-instrument. Dit is ingegeven door:

- het gat tussen de huidige uitvoering en het door het bestuur vastgestelde beleid;
- toenemende wettelijke eisen rondom aandeelhoudersbetrokkenheid en transparantie;
- het IMVB-convenant dat aanwending van invloed via dialoog centraal stelt.

Op basis van een in 2023 afgerond selectietraject is de engagement-manager per medio 2023 met haar activiteiten gestart.

In 2024 zijn gesprekken gevoerd met de engagement manager met als doel de focus op het thema arbeid te vergroten in de engagement rapportage, om concreter te laten zien wat de voortgang op dit thema is. Doel is dat de rapportage op dit onderdeel in 2025 verbeterd zal worden.

SFDR

In 2021 is de Europese verordening die voorschrijft hoe de financiële sector informatie over duurzaamheid moet vastleggen ('SFDR') in werking getreden. Het pensioenfonds heeft de pensioenregeling en beleggingsportefeuille geclassificeerd als een financieel product dat duurzaamheidsaspecten promoot. Deze classificatie brengt specifieke vereisten over informatieverstrekking aan de deelnemer met zich mee.

Vanaf 1 juli 2022 bestaan er periodieke Rapportageverplichtingen, op basis van de gedetailleerde Regulatory Technical Standards (RTS, Level II). Deze verplichtingen gelden formeel over het boekjaar 2022. De RTS bevat technische voorschriften en templates voor precontractuele informatie en periodieke informatie (waaronder Principle Adverse Impacts (PAI)), en ook verplichtingen over informatie op de website.

In samenwerking met de Fiduciair Manager heeft het pensioenfonds invulling gegeven aan deze rapportageverplichtingen voor 2024. In juni 2024 is voor de tweede keer gerapporteerd over een uitgebreide set van duurzaamheidsindicatoren (Principle Adverse Impacts), over het boekjaar 2023; de deadline voor deze rapportage was 30 juni 2024. De fiduciair manager heeft deze rapportage voorbereid.

Eind 2024 zal de SFDR precontractuele informatie (annex II) van het pensioenfonds worden bijgewerkt om zo betere compliance te bewerkstelligen en de teksten beter te laten aansluiten bij de taxonomie begrippen. Deze zal ook op de website van het pensioenfonds worden geplaatst.

KPI's

Het pensioenfonds heeft in 2022 een 11-tal Key Performance Indicators (KPI's) opgesteld om de voortgang van de MVB-doelstellingen te monitoren. De KPI's geven het bestuur de managementinformatie om - indien nodig - tijdig bij te sturen. De KPI's worden ieder half jaar gemonitord en eens in de drie jaar grondig geëvalueerd.

De KPI's zijn onderverdeeld naar de aspecten governance, beleid, implementatie en verantwoording. De KPI's volgen daarmee goed gebruik in de sector.

Het meten en rapporteren van de KPI's is momenteel een handmatig en relatief arbeidsintensief proces. Momenteel onderzoekt het pensioenfonds of de KPI's (en Key Risk Indicators) kunnen worden vereenvoudigd en gestandaardiseerd, en op geautomatiseerde wijze kunnen worden geïntegreerd in de periodieke rapportages van de fiduciair beheerder.

Benchmarks

Het fonds is van mening dat de benchmarkkeuze een belangrijk uitgangspunt is voor de implementatie van de portefeuille en de evaluatie van de uitvoering. Per beleggingscategorie wordt daarom vastgelegd welke benchmark het fonds als uitgangspunt hanteert. Deze benchmarks zijn in de mandaatrichtlijnen voor de fiduciair manager vastgelegd.

Binnen het beleggingsplan worden implementatiekeuzes gemaakt waardoor kan worden afgeweken van de beleidsbenchmark. In de praktijk kan dit betekenen dat, via de uitvoeringsbenchmark, een beheerder een afwijkende benchmark als referentie kan meekrijgen. De benchmarks die het pensioenfonds hanteert voor de diverse beleggingscategorieën staan weergegeven in onderstaande tabel.

Voor de meeste categorieën geldt dat dezelfde benchmark wordt gehanteerd in de beleidsbenchmark en de uitvoeringsbenchmark (het jaarlijkse beleggingsplan). Uitzonderingen hierop zijn de (illiquide) categorieën niet-genoteerd onroerend goed, private equity & infrastructuur en Direct Lending.

- Als beleidsbenchmark voor niet-genoteerd vastgoed geldt een samengestelde benchmark die gebaseerd is op marktindices van MSCI (IPD). De benchmark wordt samengesteld op basis van de strategische regio- en sectorverdeling binnen de vastgoedportefeuille zoals hieronder weergegeven. Deze regio- en sectorverdeling (zie onderstaande tabel) is begin 2022 op basis van een evaluatie aangepast. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.

Sectoren	Norm
Woningen	32,5%
Winkels	15%
Logistiek	32,5%
Kantoren	20%
Regio's	Norm
Nederland	27,5%
Europa	42,5%
Noord-Amerika	20%
Azië Pacific	10%

- Voor Direct Lending/private debt wordt de Leveraged Loans index als beleidsbenchmark gebruikt. Vanwege de lage frequentie van updates en vertraging in gegevensaanlevering zijn voorgenoemde benchmarks niet geschikt voor opname in de uitvoeringsbenchmark. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.
- Als strategische benchmark van Private Equity & Infrastructuur wordt een vast rendement van 6% als benchmark gehanteerd. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.

Passief versus actief

In de laatste kolom van de tabel wordt per beleggingscategorie de gekozen beheerstijl weergegeven. Het fonds hanteert als uitgangspunt dat er passief belegd wordt, tenzij er overtuigende redenen zijn om actief te beleggen. In de matchingportefeuille staat beheersing van het renterisico centraal, waardoor het oormerk actief of passief beheer minder van toepassing is. De keuze voor actief versus passief richt zich met name op de liquide beleggingscategorieën in de rendementsportefeuille. Binnen deze beleggingscategorieën wordt alleen de categorie High Yield actief ingevuld; voor alle andere beleggingscategorieën heeft het fonds gekozen voor een passieve invulling.

Wegingen (% van de portefeuille)	Beleidsbenchmark	Uitvoerings- benchmark	Beheerstijl
Matchingportefeuille	Verplichtingen	Verplichtingen	N.v.t.
Rendementsportefeuille			
Aandelen			
Aandelen ontwikkelde landen	MSCI World Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief
Aandelen opkomende landen	MSCI EM Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief
Niet-genoteerd OG			
Niet-genoteerd OG	Samengestelde MSCI IPD benchmark o.b.v. strategische regio- en sectorverdeling	Portefeuillerendement	N.v.t.
Alternatieve beleggingen			
Direct Lending	CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR	Portefeuillerendement	N.v.t.
Private Equity & Infrastructuur	6% (absoluut rendement)	Portefeuillerendement	N.v.t.
Vastrentend IG			
IG Bedrijfsobligaties (EUR)	Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI Index	Idem	Passief
Hypotheken	ICE BofAML Neth. Governm. Index +1%	Idem	N.v.t.
Hoogrentend			
High Yield Europa (incl. Lev. Loans)	65% ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained Index (HPC0), 100% hedged to EUR 35% CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR	Idem	Actief
EMD Hard Currency	J.P.Morgan ESG EMBIG Diversified UWV Custom Exclusion Index	Idem	Passief
EMD Local Currency	J.P. Morgan ESG GBI-EM Global Diversified UWV Custom Exclusion Index	Idem	Passief
Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking)	Euro short-term rate (€STR)	Idem	Actief

ESG benchmarks

De liquide beleggingen worden voor een groot deel passief beheerd tegen een duurzame index of benchmark. In de loop van 2020 is het passieve beheer van deze liquide mandaten omgezet naar duurzame indices. Deze duurzame indices wijken op een aantal onderdelen van de brede marktindex zonder duurzaamheidscriteria af, waarbij controversiële bedrijven worden vermeden en binnen sectoren de meest duurzame ondernemingen worden geselecteerd. Op middellange termijn (5 jaar) en langer beoogt het pensioenfonds ten minste een gelijkwaardig rendement aan de brede markt te behalen. In de tabel op de vorige pagina staat weergegeven welke indices daadwerkelijk worden gebruikt.

In onderstaande tabellen wordt voor de categorieën aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend, investment grade bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt getoond hoe deze duurzame benchmarks vanaf 2020 hebben gepresteerd ten opzichte van de brede marktindices zonder duurzaamheidscriteria. Ook worden de feitelijke rendementen van de mandaten ten opzichte van de duurzame benchmarks getoond. Eventuele verschillen tussen deze rendementen worden voor een belangrijk deel verklaard door het uitsluitingsbeleid van UWV. Dit beleid ging tot maart 2023 op een aantal vlakken verder dan de uitsluitingen die zijn toegepast binnen de benchmark, zoals het uitsluiten van olie- en gasbedrijven en kolencentrales. Vanaf maart 2023 worden binnen aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend en investment grade credits verdergaande SDG-benchmarks toegepast, waardoor de impact van het uitsluitingsbeleid minder groot is geworden.

Samenvattend kan gesteld worden dat het ESG beleid in termen van de gekozen ESG benchmark en het uitsluitingsbeleid voor de categorieën Emerging Market Debt LC en aandelen ontwikkeld positief heeft uitpakkt, neutraal is geweest voor investment grade bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt HC en negatief voor aandelen opkomende landen. De in beschouwing genomen periode bedraagt circa 4 jaar.

ESG benchmarks – aandelen ontwikkeld

Aandelen ontwikkeld - UBS

Mandaatperiode: vanaf maart 2020

ESG benchmark:

MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders

Low Carbon Impact (vanaf maart 2023)

Algemene benchmark: MSCI Developed

	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	15.0%	15.1%	13.5%	-0.2%	1.6%
2024, t/m juni	18.2%	17.9%	15.2%	0.3%	2.7%
2023	27.1%	26.2%	20.3%	0.8%	5.9%
2022	-14.1%	-12.9%	-11.3%	-1.2%	-1.6%
2021	29.1%	29.2%	26.9%	-0.1%	2.3%
2020, vanaf maart (start mandaat)	9.8%	9.9%	10.9%	-0.1%	-1.0%

Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)

Standaard deviatie	16.1%	15.9%	15.3%
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.4%		
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	2.2%		

Vanaf maart 2020 werd het aandelen ontwikkeld mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders indices. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten tot en met eind juni 2024 is het rendement van de ESG-benchmarks 1,6% (op jaarbasis) hoger geweest dan het rendement van de brede benchmark, waarbij er van jaar op jaar wel verschillen zijn ontstaan. Over deze periode is de impact van de uitsluitingslijst van UWV negatief geweest (-0,2% op jaarbasis). Deze negatieve impact is met name ontstaan in 2022, vanwege de uitsluiting van de olie- en gassector die in 2022 goed gerendeerd heeft.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 2,2% redelijk beperkt gebleven. De volatiliteit van beide indices is vergelijkbaar.

ESG benchmarks – aandelen opkomend

Aandelen opkomend - Northern Trust

Mandaatperiode: vanaf juni 2020

ESG benchmark:

MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders

Low Carbon Impact (vanaf 01.03.2023)

Algemene benchmark: MSCI EM

	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	1.6%	1.6%	6.0%	0.0%	-4.4%
2024, t/m juni	4.1%	4.2%	10.8%	-0.2%	-6.5%
2023	-0.8%	-0.9%	6.1%	0.1%	-7.0%
2022	-17.1%	-17.7%	-14.9%	0.6%	-2.9%
2021	4.7%	5.4%	4.9%	-0.6%	0.5%
2020, vanaf juni (start mandaat)	18.8%	18.9%	20.4%	0.0%	-1.5%

Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)

Standaard deviatie	14.7%	14.7%	13.1%
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.5%		
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	4.5%		

Vanaf juni 2020 werd het aandelen opkomend mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders index. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO2-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten vanaf juni 2020, de startdatum van het mandaat van Northern Trust, is het rendement van de ESG-benchmark 4,4% op jaarbasis achtergebleven bij de brede benchmark. De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is neutraal geweest. In 2022 hebben waarde-aandelen binnen opkomende landen beter gepresteerd hebben dan groei-aandelen; door te beleggen op basis van de SDG-benchmarks is in 2022 echter een lagere allocatie naar waarde-aandelen ontstaan. In 2023 en 2024 tot met juni heeft de SDG-benchmark slechter gepresteerd dan de brede benchmark vanwege een overweging van Chinese bedrijven met een positieve SDG-tilt, die in deze periode slecht hebben gepresteerd.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is hoog geweest, met een waarde van 4,5%. Dit illustreert dat er significante verschillen in rendement kunnen ontstaan binnen aandelen opkomende landen door het toepassen van ESG-factoren. Ook is de volatiliteit van de ESG-benchmark hoger dan die van de algemene benchmark.

ESG benchmarks – investment grade bedrijfsobligaties

Investment grade credits - BlackRock

Mandaatperiode: vanaf oktober 2020

ESG benchmark:

Bloomberg MSCI Sustainable, Bloomberg MSCI Sustainable SRI (vanaf maart 2023)

Algemene benchmark: Bloomberg MSCI

	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	-1.5%	-1.5%	-1.4%	0.0%	-0.1%
2024, t/m juni	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%	-0.1%
2023	8.0%	8.0%	8.2%	0.0%	-0.2%
2022	-13.6%	-13.5%	-13.6%	-0.1%	0.1%
2021	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-0.1%	-0.1%
2020, vanaf oktober (start mandaat)	1.9%	1.9%	2.0%	0.0%	-0.1%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	6.1%	6.2%	6.2%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.2%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	0.1%				

Binnen het mandaat van investment grade bedrijfsobligaties is de financiële impact van het toepassen van de ESG-benchmarks en de uitsluitingenlijst zeer gering geweest. Gemeten vanaf oktober 2020, de start van het beheer op basis van ESG-benchmarks, zijn de rendementen van de ESG-benchmark en de algemene benchmark vrijwel gelijk (-0,1% verschil op jaarbasis). De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is ook zeer gering.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 0,1% zeer laag geweest. De volatiliteit van beide benchmarks is zeer vergelijkbaar.

ESG benchmarks – emerging market debt, hard currency

Emerging Market Debt HC - LGIM

Mandaatperiode: vanaf april 2020

ESG benchmark: JPM EMBI ESG customized

Algemene benchmark: J.P. Morgan EMBI

		ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	3.1%	2.9%	3.2%	0.2%	-0.2%
2024, t/m juni	5.0%	5.1%	5.5%	-0.1%	-0.4%
2023	6.7%	6.8%	7.3%	-0.1%	-0.5%
2022	-10.1%	-11.0%	-12.4%	1.0%	1.4%
2021	5.3%	5.3%	5.7%	0.0%	-0.4%
2020, vanaf april (start mandaat)	7.3%	7.4%	9.0%	-0.2%	-1.5%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	7.4%	7.5%	7.5%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.5%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	1.4%				

Per april 2020 worden de emerging market debt mandaten (hard currency en local currency) beheerd op basis van ESG-benchmarks. Halverwege 2021 zijn deze benchmarks verder aangescherpt, door landen uit te sluiten die het slechtst scoren op het thema arbeid. Vanaf juli 2022 worden ook landen waarin sprake is van ernstige schendingen op het vlak van governance uitgesloten.

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt hard currency mandaat licht negatief geweest (-0,2% op jaarbasis). Het rendement van het mandaat was gemiddeld hoger (+0,2% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard. Het negatieve rendement over 2023 en 2024 tot met juni wordt vooral verklaard door de uitsluitingen die gedaan worden op basis van het landenbeleid.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 1,4% redelijk beperkt. De volatiliteit van de ESG benchmark was licht lager dan de algemene benchmark.

ESG benchmarks – emerging market debt, local currency

Emerging Market Debt LC - LGIM

Mandaatperiode: vanaf april 2020

ESG benchmark: JPM GBI-EM ESG customized

Algemene benchmark: J.P. Morgan GBI-EM

	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	3.5%	3.8%	1.9%	-0.3%	1.8%
2024, t/m juni	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-0.3%	-0.5%
2023	9.1%	9.0%	8.9%	0.1%	0.1%
2022	1.1%	1.3%	-5.9%	-0.2%	7.2%
2021	-1.9%	-1.5%	-1.8%	-0.4%	0.3%
2020, vanaf april (start mandaat)	8.6%	9.1%	8.6%	-0.4%	0.4%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	5.8%	5.8%	6.1%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.3%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	2.7%				

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt local currency mandaat sterk positief geweest (+1,8% op jaarbasis). Dit is met name veroorzaakt doordat in de op maat gemaakte ESG-benchmark voor UWV Rusland was uitgesloten bij het uitbreken van de oorlog in Oekraïne in februari 2022. Het rendement van het mandaat was gemiddeld lager (-0,3% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 2,7% hoog geweest, wat voor een groot deel is veroorzaakt door het uitsluiten van Rusland in de ESG-benchmark van UWV. De volatiliteit was daarentegen licht lager ten opzichte van de algemene benchmark.

Risicomaatstaven

Bij bijstelling van het jaarlijkse beleggingsbeleid dient te worden vastgesteld of het risicoprofiel van dit beleid past bij het strategisch beleggingsbeleid. Om dit te beoordelen en om het risico doorlopend te kunnen monitoren hanteert het fonds diverse risicomaatstaven. De belangrijkste zijn hieronder weergegeven.

Vereist Eigen Vermogen

Het Vereist Eigen Vermogen (VEV) geeft de omvang van het eigen vermogen aan waarover het fonds ten minste zou moeten beschikken. Deze is afhankelijk van het risicoprofiel van het fonds en hangt nauw samen met het strategisch beleggingsbeleid. De hoogte van het vereist eigen vermogen is gericht op de wettelijke zekerheidsmaat van 97,5%, dat wil zeggen dat in de evenwichtssituatie de kans dat het vermogen van het pensioenfonds binnen een jaar lager is dan de waarde van de technische voorziening, kleiner is dan 2,5%. Het VEV wordt per kwartaal berekend voor het strategisch beleid van het pensioenfonds (op basis van normwegingen) en voor de feitelijke portefeuille.

Indien het VEV wordt uitgedrukt als percentage van de verplichtingen plus 100% dan wordt gesproken over de Vereiste Dekkingsgraad (VDG). Als ijkpunt is de strategische VDG vastgesteld op 117,5% met een bandbreedte van -5% tot +5% ter begrenzing van het portefeuillerisico. De VDG is echter afhankelijk van het niveau van de rente en van de renteafdekking. Het genoemde ijkpunt is gebaseerd op het renteniveau van 30 juni 2017. In onderstaande tabel wordt weergegeven in hoeverre het Strategisch Beleid 2024-2026 en het Beleggingsplan 2025 passen binnen deze bandbreedtes.

Vereiste Dekkingsgraad²	VDG (spilwaarde)	Portefeuille VDG minimum	Portefeuille VDG maximum
Strategische VDG	117,5%	112,5%	122,5%
Strategisch Beleid 2024-26 = Beleggingsplan 2025 (per 31 augustus 2024)	115,3%		

Conditional Value at Risk (expected shortfall)

Het beleggingsrisico wordt tevens uitgedrukt als ex-ante Conditional Value at Risk (CVaR) van het vermogen ten opzichte van de Toezichts Verplichtingen Benchmark. Dit is een maatstaf voor het dekkingsgraadsrisico en wordt ook wel Expected Shortfall genoemd. De (97,5%) CVaR is een risicomaatstaf die de gemiddelde verwachte uitkomst binnen een groep van slechtste uitkomsten weergeeft. Een CVaR van 12% geeft bijvoorbeeld aan dat binnen de 2,5% slechtste gevallen de gemiddelde dekkingsgraaddaling 12% bedraagt, gemeten over een éénjarige periode. Er is voor gekozen om de CVaR parametrisch (o.b.v. een normale verdeling) te berekenen. Dit om de

² De tabel bevat schattingen op basis van voorlopige cijfers. Deze cijfers zullen in een latere versie van dit document geactualiseerd worden.

afhankelijkheid naar een specifieke dataset of scenario te voorkomen, waarmee controle door een externe partij wordt vereenvoudigd.

Ten aanzien van de (97,5%) CVaR maat is het onderstaande risicobudget vastgesteld.

CVaR van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico	Risicobudget (minimum)	Risicobudget (maximum)
Strategisch Beleid 2024-26	11,8%		
Beleggingsplan 2025	11,8%	8,3%	15,3%

Tracking error

Het fonds heeft ervoor gekozen additioneel een risicobudget te hanteren om het beleggingsrisico doorlopend te kunnen monitoren. De Tracking Error is een gemakkelijke maatstaf voor dagelijkse monitoring van het risico. Bovendien neemt de tracking error implementatierisico (bij afwijkingen van de benchmark) mee, terwijl het VEV dat niet doet. Deze risicomaatstaf betreft een ex-ante tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen op basis van de UFR-curve op een 1-jaars horizon en is, net als de CVaR, gebaseerd op 120 historische maanddata (10 jaar). De maatstaf is een benadering voor verwachte dekkingsgraadvolatiliteit. De belangrijkste kenmerken zijn:

- De Tracking Error geeft weer hoe goed of slecht de waardeveranderingen portefeuille "in de pas loopt" met die van de verplichtingen;
- Het is de standaarddeviatie van het portefeuillerendement minus het verplichtingenrendement;
- Deze standaarddeviatie is gebaseerd op 10 jaar aan historische maanddata. Een reden om voor 10 jaar te kiezen is dat een economische cyclus typisch ongeveer 10 jaar duurt, en hiermee dus zowel volatiele als rustige markten meetellen;
- Omdat de waarde afhangt van de gebruikte historie moet dit getal ook periodiek herijkt worden.

Op basis van het strategisch beleggingsbeleid stelt het fonds een verwacht risico vast en een bandbreedte daaromheen, waarmee het risicobudget wordt geconstrueerd. Additioneel aan de bandbreedtes op beleggingscategorieën gebruikt het fonds dit risicobudget om het beleggingsrisico van de portefeuille te beheersen. Aangezien het verwachte risico van het strategisch beleid afhankelijk is van het niveau van de rente, de renteafdekking en het niveau van de dekkingsgraad heeft het fonds een dynamisch risicobudget vastgesteld waarin deze variabelen zijn verankerd. Herijking van de met KCM overeengekomen bandbreedtes voor het risicobudget vindt plaats bij ingang van nieuwe beleggingsplan, bij aanpassing van de renteafdekking en indien een bandbreedte wordt geraakt. Indien het strategisch beleid in combinatie met bovengenoemde variabelen echter geen aanleiding geeft om de bandbreedtes te herijken, dan is het raken van een bandbreedte een signaal om te evalueren of de portefeuille nog in overeenstemming is met het strategisch beleggingsbeleid en de uitgangspunten.

In de beleggingsrichtlijnen 2025 wordt een verwacht risico van de portefeuille van 5,2% geformuleerd. Rondom dit gewicht wordt een bandbreedte van +/- 1,5% gehanteerd. Circa de helft van deze bandbreedte wordt gebruikt als de rendementsportefeuille-allocatie naar de bovengrens of ondergrens wordt bewogen (+/- 5%-punt) en de renteafdekking naar de onder- of bovengrens gaat

(+/-3%-punt). Via de andere helft van de bandbreedte kan de te verwachten beweeglijkheid in de methodologie zelf worden opgevangen, die ontstaat door het maandelijks wegvallen van een waarneming en toevoegen van een nieuwe waarneming.

Tracking error van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico	Risicobudget (minimum)	Risicobudget (maximum)
Strategisch Beleid 2024-26	5,1%		
Beleggingsplan 2025	5,1%	3,6%	6,6%

CVaR en Tracking Error o.b.v. een langere horizon, met vaste startdatum

Het fonds hecht eraan om inzicht te krijgen in de waarde van risicomaatstaven als deze berekend worden op basis van een zo lang mogelijke horizon. Daarom wordt in dit beleggingsplan ook inzicht gegeven in de CvaR en Tracking Error als deze gebaseerd worden op een langere horizon, met een vaste startdatum.

De berekening is gemaakt op basis van beschikbare data vanaf respectievelijk 1 januari 2001 en 1 januari 2006. Hiermee wordt inzicht gegeven in de invloed van het aanpassen van de horizon op de risicomaatstaven in vergelijking met de berekende waardes op een kortere horizon, zoals hieronder getoond.

CVaR van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico o.b.v. Beleggingsplan 2025
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001	12,8%
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006	13,0%
O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 september 2014)	11,8%

Tracking Error van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico o.b.v. Beleggingsplan 2025
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001	5,5%
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006	5,6%
O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 september 2014)	5,1%

De tabel laat zien dat als wordt gerekend met een langere horizon dan 10 jaar de waardes van de CVaR en Tracking Error hoger zijn. Dit wordt in grote mate bepaald door de sterke schommelingen op de financiële markten in 2007 en 2008.