



Pensioenfonds UWV

Beleggingsplan 2021

STICHTING PENSIOENFONDS UWV

1. Inleiding

Dit document legt het beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds UWV (hierna te noemen 'het fonds') voor 2021 vast.

In 2020 heeft het fonds een ALM-studie uitgevoerd, op basis waarvan het nieuwe strategische beleggingsbeleid 2021-2023 zal worden vastgesteld. Het beleggingsplan 2021 neemt daarop alvast een voorschot. 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 zijn 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 Kempen Capital Management N.V. ('KCM') als fiduciair manager aangesteld. KCM heeft het fonds geadviseerd bij het opstellen van het beleggingsplan 2021. In een separaat document zijn de beleggingsrichtlijnen voor 2021 in detail uitgewerkt, die gelden als restricties in het kader van de vermogensbeheeropdracht aan de beheerder. Het fonds zal tijdens de periodieke bijeenkomsten met KCM overleggen of het beleggingsplan 2021 nog voldoet aan de doelstelling van het fonds, gegeven de actuele marktomstandigheden.

De ingangsdatum van het Beleggingsplan en de Beleggingsrichtlijnen is 31 januari 2021.

2. Beleggingsbeleid 2021

Het Beleggingsplan 2021 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 2021-2023 | Beleggingsplan 2021 | Afwijking t.o.v. strategisch beleid | Portefeuille per 31-08-2020 |
|-----------------------------------------------|------------------------------------|------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------|
| Matchingportefeuille | 32,9% | 32,9% | | 31,9% |
| Renteafdekking (toezicht) | 50% (rentestafel) | 50% (rentestafel) | | 49,9% (rentestafel) |
| Verhouding staat/swap | 30% - 70% | 30% - 70% | | 20% - 80% |
| Rendementsportefeuille | 67,1% | 67,1% | | 68,1% |
| Aandelen | 21,0% | 21,0% | | 22,9% |
| Aandelen ontwikkelde landen | 16,3% | 16,3% | | 17,9% |
| Aandelen opkomende landen | 4,7% | 4,7% | | 5,0% |
| Onroerend Goed | 10,0% | 10,0% | | 9,8% |
| Niet-genoteerd Onroerend Goed | 10,0% | 10,0% | | 8,2% |
| Beursgenoteerd Onroerend Goed | - | - | | 1,6% |
| Grondstoffen | - | - | | 3,0% |
| Private Markets | 7,0% | 7,0% | | 3,5% |
| - Direct Lending & private debt | 3,0% | 3,0% | | 0,4% |
| - Private Equity & Infrastructuur | 4,0% | 4,0% | | 3,1% |
| Vastrentend Investment Grade | 15,6% | 15,6% | | 15,1% |
| Inv. Grade Bedrijfsobligaties (EUR) | 6,6% | 6,6% | | 6,5% |
| Hypotheken | 9,0% | 9,0% | | 8,6% |
| Hoogrentend | 12,4% | 12,4% | | 12,7% |
| High Yield Europa (incl. Bank Loans) | 6,2% | 6,2% | | 6,5 |
| EMD Hard Currency | | 4,0% | | 4,0 |
| EMD Local Currency | 6,2% | 2,2% | | 2,2 |
| Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking) | 1,1% | 1,1% | | 1,1% |

Bandbreedtes

De normen en bandbreedtes voor de verschillende beleggingscategorieën zijn 10% van het strategisch gewicht van de categorie. Deze bandbreedtes gelden op het niveau van de matching-portefeuille en rendementsportefeuille, en op het niveau van de hoofdcategorieën binnen de rendementsportefeuille zijnde: aandelen ontwikkelde landen, aandelen opkomende landen, niet-

beursgenoteerd onroerend goed, direct lending en private debt, private equity en infrastructuur, Investment Grade bedrijfsobligaties, hypotheek, High Yield en EMD (hard currency en local currency gecombineerd). Voor de illiquide categorieën geldt dat aan het minimum niet hoeft te worden voldaan omdat voor het opbouwen van de portefeuille een termijn benodigd is. Tijdens deze periode zal worden belegd in liquide alternatieven.

Voor rentegevoeligheid van staatsobligaties als onderdeel van de totale renteafdekking wordt ook een bandbreedte gehanteerd van 10%-punt t.o.v. de totale rentegevoeligheid. Gegeven de normallocatie van 20% is de bandbreedte voor 2019 t.a.v. de rentegevoeligheid staatsobligaties 10-30% van de totale rentegevoeligheid

Rentebeleid

De renteafdekking van het fonds vindt plaats op basis van de UFR methodiek zoals die door De Nederlandsche Bank is voorgeschreven voor Nederlandse pensioenfonds.

Dynamische renteafdekking

Het fonds voert een beleid van dynamische renteafdekking, waarbij de mate van rente-afdekking afhankelijk is van het niveau van de rente: de rente-afdekking is lager naarmate de rente lager is, en hoger bij een hoge rente. De renteniveaus waarbij de renteafdekking wordt veranderd (de omslagpunten of triggerniveaus) zijn in de volgende rentestafel vastgesteld:

| Grofmazige omslagpunten, 20-jaars swap | Afdekking (toezichts curve) | Minimum | Maximum |
|---------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------|----------------|
| 1,0% | 50% | 47% | 53% |
| 2,0% | 65% | 62% | 68% |
| 3,0% | 80% | 77% | 83% |
| 4,0% | 95% | 92% | 98% |

De norm voor de renteafdekking is per september 2020 50%; de 20-jaars swaprente bedroeg 0,13% per eind augustus 2020.

In 2020 heeft het pensioenfonds de dynamische rentestafel geëvalueerd als onderdeel van de ALM-studie. Het pensioenfonds heeft de ALM adviseur gevraagd om een aantal alternatieven voor de huidige dynamische rentestafel door te rekenen in ALM-context. Naar aanleiding van de uitkomsten van deze berekeningen heeft het fonds besloten om de dynamische rentestafel niet aan te passen.

Bandbreedte

De bandbreedte voor de strategische renteafdekking bedraagt +/- 3 procentpunten. Als de werkelijke afdekking buiten de bandbreedte komt, dient de feitelijke afdekking te worden aangepast tot ten minste binnen de bandbreedte.

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 matchingportefolio wordt rekening gehouden met de renteafdekking die in de rendementsportefeuille door de zogenaamde "hidden pockets" categorieën worden geleverd, zijnde investment grade bedrijfsobligaties en hypotheek (alle euro-gedeneerd). De beoogde afdekking vanuit de matchingportefeuille wordt dus gevormd door het renteafdekking-percentage dat volgt uit de rentestafel, gecorrigeerd voor de renteafdekking vanuit deze categorieën.

Zoals beschreven in de LDI Investment Case van het fonds (bijlage van het strategisch beleggingsbeleid), bedraagt de 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 ('Staat').

De afgelopen jaren werd de beoogde mate van renteafdekking binnen de matchingportefeuille voor 80% ingevuld via swaps en voor 20% via staat. De voorkeur ging uit naar renteswaps boven staat omdat Duitse en Nederlandse staatsobligaties relatief duur waren: de 30-jaars rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties lag 30 tot 40 basispunten lager dan de 30-jaars swaprente.

Per eind augustus 2020 is dit verschil vrijwel verdwenen: de 30-jaars rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties is per die datum nog slechts 5 basispunten lager dan de 30-jaars swaprente. Het fonds heeft daarom besloten om in het beleggingsplan 2021 terug te gaan naar de strategische verhouding tussen swap en staat van 30% - 70%.

Door deze wijziging ten opzichte van het beleggingsplan 2020 zal het Vereist Eigen Vermogen (VEV) behorend bij het beleggingsbeleid toenemen met circa 0,2%-punt, omdat er meer buffer dient te worden opgebouwd voor het mismatch-risico of rentespreadrisico tussen staatsobligaties en swaps (de verplichtingen worden immers gewaardeerd o.b.v. een afgeleide van de swaprente). Deze verhoging past in het strategische beleggingsbeleid gezien de bestaande bandbreedte sinds de ALM-studie van 2017. Door de wijziging wordt naar de normweging terug bewogen.

Het fonds streeft ernaar om de additionele allocatie naar staatsobligaties zoveel mogelijk via Green Bonds in te vullen. Met de LDI-manager zal worden afgestemd of in het mandaat een expliciete en significante doelstelling ten aanzien van Green Bonds kan worden opgenomen.

Looptijden

Er is een looptijdverdeling gemaakt van de rentegevoeligheid van de beleggingen en de verplichtingen. De gehanteerde looptijdsegmenten zijn 2, 5, 10, 20, 30 en 50 jaar. Per looptijdsegment geldt voor het verschil in rentegevoeligheid van beleggingen en verplichtingen een drempelwaarde of triggerlevel (niveau waarboven tot actie wordt overgegaan) van 3%-punt van de totale rentegevoeligheid; uitzondering hierop is het 2-jaarslooptijdsegment, waarvoor een triggerlevel van 5%-punt geldt. De drempelwaarde houdt in dat als het verschil in rentegevoeligheid tussen beleggingen en verplichtingen deze waarde overschrijdt, de rentegevoeligheid per looptijdsegment zal worden aangepast tot ten minste binnen de bandbreedte van 3%-punt (5%-punt voor 2-jaars looptijdsegment).

Leverage

Per eind augustus 2020 is de dekkingsgraad op basis van de toezichtcurve 96,2% en is de allocatie van de matchingportefeuille 31,9% van de totale portefeuille. De matchingportefeuille dekt 44% van de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen af. De leverage-ratio (exposurewaarde versus marktwaarde) van de matchingportefeuille bedraagt hiermee circa 145%. Deze ratio is berekend door de renteafdekking vanuit de matchingportefeuille te delen door het product van de allocatie van de matchingportefeuille en de dekkingsgraad.

De leverage-ratio is met name afhankelijk van de allocatie van de matchingportefeuille ten opzichte van de totale portefeuille, de gehanteerde renteafdekkingsnorm en de dekkingsgraad. 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.

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 bank loans), 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 door KCM afgedekt op basis van het normpercentage van 50%.

Rebalancing

Conform het strategisch beleggingsbeleid zullen de wegingen van de rendementsportefeuille en de matchingportefeuille op jaarbasis worden teruggebracht naar de normwegingen. Op kwartaalbasis worden de wegingen van de beleggingscategorieën binnen de rendementsportefeuille teruggebracht naar de normwegingen. Hierbij zullen transactiekosten worden afgewogen tegen het te overbruggen verschil tot de norm.

3. Plan voor 2021

Hieronder volgt een planning voor 2021. Dit betreft onderdelen uit meerjarenplannen, acties binnen bepaalde beleggingscategorieën, stappenplannen t.a.v. duurzaamheid en/of de transitie van de huidige portefeuille naar de allocatie van het Beleggingsplan 2021.

Investment cases - evaluatie in 2021

| Beleggingscategorie | Toevoeging |
|----------------------------|---------------------------------------------------------|
| Infrastructuur | In combinatie met klimaatbeleid |
| Niet-genoteerd vastgoed | Inclusief coronacrisis-implicaties & vervolgstappen MVB |
| Aandelen opkomenden Landen | Omzetting naar BBP gewogen index |
| Emerging market debt | Evaluatie & vervolgstappen MVB |
| Liquiditeiten | Investment case ontbreekt momenteel |

Vastrentende waarden - implementatie

Staatsobligaties/LDI

In 2021 zal binnen het geïntegreerde LDI-mandaat de allocatie naar groene en sociale staatsobligaties worden uitgebreid.

Hoogrentende Bedrijfsobligaties

Gezien de MVB-doelstellingen zal worden onderzocht of via alternatieve benchmarks een stap verder kan worden gezet met als uitgangspunt een passieve implementatie. Daarnaast wordt bekeken hoe de klimaatresultaten op korte en middellange termijn verbeterd kunnen worden. Daarnaast kan overwogen worden om eventueel een gedeelte te beleggen in groene obligaties van een actieve manager als verdere stappen t.a.v. duurzaamheid wenselijk zijn.

Hypotheken

In 2021 wordt de categorie en implementatie geëvalueerd inclusief de heronderhandeling van de vergoedingen. Onderdeel hiervan is een eventuele aanscherping van de normwelingen naar NHG/non NHG, mogelijkheden tot ESG integratie en, afhankelijk van de onderhandelingsuitkomsten, een verzoek tot het zoeken van een extra manager.

Obligaties opkomende markten (Emerging Market Debt)

Evaluatie van de investment case en beoordeling van verdere MVB-implementatiemogelijkheden, in het bijzonder op het gebied van het thema arbeid.

Direct lending en private debt

Het fonds heeft in 2020 in de ALM-studie meegenomen om de allocatie naar deze categorie te verhogen als alternatief voor grondstoffen die stapsgewijs worden afgebouwd. Daarnaast is de gewenste implementatie in de beleggingscommissie aan de orde geweest. Er is nog geen definitieve keuze hieromtrent gemaakt. Het fonds streeft naar een goed gespreide Direct Lending portefeuille die mogelijk kan bestaan uit meerdere managers. Daarna kan het gewenste portefeuillegewicht voor deze categorie geleidelijk opgebouwd gaan worden. De opbouw van de direct lending categorie gaat naar verwachting circa drie jaar duren.

Zakelijke waarden - implementatie

Aandelen Ontwikkelde Landen

De categorie Aandelen Ontwikkelde Landen wordt ingevuld via één, door UBS beheerd, passief aandelen mandaat. Binnen dit mandaat zal de regioverdeling worden aangepast. Het fonds heeft besloten dat de bestaande regioverdeling, met een grote allocatie naar Europa en een relatief kleine allocatie naar Noord-Amerika, aangepast wordt naar een BBP gewogen regioverdeling. De MSCI ESG Leaders indices blijven de basis voor de regioverdeling, waarin per regio en sector wordt belegd in de beste 50% ondernemingen op basis van de MSCI ESG ratings, en waarin beleggingen in o.a. (controversiële en conventionele) wapens en tabak, en ondernemingen die de UN Global Compact schenden worden uitgesloten. Deze wijziging zal in 4 gelijke stappen in 2021 plaatsvinden om marktrisico te spreiden. Dat betekent dat ieder kwartaal een stap gezet zal worden richting de BBP gewogen regioverdeling. De manager (UBS) zal de portefeuille aanpassen richting deze nieuwe invulling.

Infrastructuur

De mogelijkheden in deze markt veranderen sterk door meer vraag naar duurzame investeringen. Daarnaast heeft het fonds een duidelijke klimaatambitie. In dit kader is het wenselijk om deze categorie te evalueren inclusief de beoordeling of aanscherping van de implementatiecriteria wenselijk is. In dit laatste geval is een verdere aanscherping van de richtlijnen van Partners Group een vervolgstap. Met deze stappen wordt verdere invulling gegeven aan de klimaatdoelstelling middels de evaluatiecyclus van alle beleggingscategorieën.

Grondstoffen

Het fonds heeft in 2020 vastgesteld middels de geëvalueerde investment case dat de categorie grondstoffen vanwege afgenomen diversificatievoordelen en verslechterde rendementsverwachtingen niet meer passend is voor het fonds. Daarbij speelt ook de wens tot complexiteitsreductie gezien de relatief lage allocatie naar grondstoffen in combinatie met de vastgestelde minimum drempelwaarde t.a.v. allocatieomvang. De ALM-studie 2020 wijst uit dat er meer aantrekkelijke alternatieven zijn zoals private debt/direct lending. De categorie grondstoffen zal stapsgewijs worden afgebouwd ten gunste van laatstgenoemde categorie, in combinatie investment grade bedrijfsobligaties. Achtergrond daarbij is dat het fonds niet haar Vereist Eigen Vermogen (VEV) wenst te vergroten ten opzichte van 1 januari 2015 (inwerkingtreding nFTK), gegeven de huidige onderdekking van het fonds. Hierdoor mag niet actief meer risico worden genomen ten opzichte van de ijkdatum van 1 januari 2015.

Transities

Hieronder worden de belangrijkste transities voor 2021 weergegeven:

| Beleggingscategorie | Transitie | Datum |
|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| Aandelen Ontwikkelde Landen | Omzetting naar een BBP gewogen index (transitie in 4 gelijke stappen ieder kwartaal) | 2021 |
| Grondstoffen | Afbouw van mandaat | 2021 |
| Direct Lending | Opbouw via bestaand mandaat of via nieuw fonds of mandaat | 2021 |

Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

Het fonds is voornemens om in 2021 op de volgende onderdelen het MVB-beleid verder uit te werken en te implementeren.

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%.

Voor de korte termijn (enkel het jaar 2021) hanteert het fonds als minimumvariant of ondergrens een 'Climate Transition benchmark' gekozen, welke een initiële CO2-reductie van circa 30% impliceert, zolang aanvullende beleidsmaatregelen nog niet zijn geïmplementeerd in de portefeuille.

Per eind 2020 is op basis van bestaand beleid al een circa 20% lagere CO2 emissie gerealiseerd door de volgende ondernomen stappen:

- Aandelen van marktindex naar ESG index;
- Bedrijfsobligaties van marktindex naar ESG index;
- Emerging Market Deb van marktindex naar ESG index;
- Uitsluiting van kolenmijnen (marginale impact door kleine weging);

Naast verbetering van de CO2-meting en verantwoording staat voor 2021 een verdere CO-reductie op de agenda in overeenstemming met de geformuleerde CO2-reductiedoelstelling door onder meer:

- Omvorming van het infrastructuurmandaat met meer nadruk op hernieuwbare energie en energiebesparing (positieve impact);
- CO2 reductie binnen de categorie onroerend goed, met nadruk op minder goed presterende vastgoedfondsen (impact);
- Implementatie van een ESG benchmark bij Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield) of een MVB-invulling anderszins;
- Uitsluiting van CO2-intensieve sectoren en sub-sectoren, zoals:
 - teerzandolie-producenten, gezien de zeer hoge CO2 intensiteit van dergelijke oliewinning;
 - elektriciteitsbedrijven welke een hoog gehalte aan kolen in hun energiemix gebruiken bij elektriciteitsopwekking;
 - oliebedrijven in algemene zin.

Voorafgaand aan bovenstaande maatregelen zal een verschil-analyse worden uitgevoerd tussen de CO2-reductieverplichtingen vanuit huidige wet- en regelgeving (Klimaatakkoord) en toekomstige regelgeving (EU Action Plan) en de verwachte reductie in de beleggingsportefeuille enerzijds, en tussen mogelijke CO2 reductie door toepassing van best practices uit de pensioensector en de verwachte reductie in de beleggingsportefeuille anderzijds.

Arbeid

Het fonds heeft besloten de engagement-activiteiten te intensiveren ten aanzien van het thema arbeid door onder meer:

- Engagement toe te spitsten op uitsluitend het thema arbeid, bedrijven op de OESO watch list (onder meer vanwege arbeidsgerelateerde criteria) en klimaat om focus aan te brengen;
- Sancties te verbinden aan niet-succesvolle engagement na een termijn van uiterlijk 4 jaar door middel van uitsluiting;
- Engagement uit te breiden naar Investment Grade Bedrijfsobligaties (naast aandelen);
- Onderzoek naar de mogelijkheid van uitsluiting van landen binnen de categorie Emerging Market Debt (EMD) op basis van MVB-criteria op het gebied van Arbeid. Hierbij kan gedacht worden aan criteria als vakbondsvrijheid, dwangarbeid etc.

Verder zullen in 2021 de mogelijkheden voor een positieve impact mandaat op het gebied van Arbeid onderzocht worden, al dan niet in combinatie met de geïntensiverde engagement.

4. 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 is daarom in de investment case vastgelegd welke benchmark het fonds hanteert als uitgangspunt. Deze benchmarks zijn via de beleidsbenchmark in de mandaatrichtlijnen voor de fiduciair manager vastgelegd als een totale strategische benchmark.

Binnen het beleggingsplan worden implementatiekeuzes gemaakt waardoor kan worden afgeweken van de strategische benchmark. In de praktijk kan dit betekenen dat een beheerder een afwijkende benchmark als referentie meekrijgt.

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 (de strategische benchmark) en de uitvoeringsbenchmark (het jaarlijkse beleggingsplan).

Uitzonderingen hierop zijn de (illiquide) categorieën niet-genoteerd onroerend goed en Direct Lending/private debt:

- Als strategische benchmark 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:

| REGIONALE EN SECTORALE VERDELING | | | | | |
|----------------------------------|--------------|---------------------------|-----------------|--------------|----------------------|
| | NEDERLAND | EUROPA VERENIGD STATEN | AZIE PACIFIC | TOTAAL | BANDBREEDT TOTAAL |
| WONINGEN | 22,5% | 2,5% | 5,0% | 2,5% | 32,5% 22,5%-42,5% |
| WINKELS | 5,0% | 12,5% | 5,0% | 2,5% | 25,0% 15%-35% |
| LOGISTIEK | 0,0% | 15,0% | 5,0% | 2,5% | 22,5% 12,5%-32,5% |
| KANTOREN | 0,0% | 12,5% | 5,0% | 2,5% | 20,0% 10%-30% |
| OVERIG | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% 0%-10% |
| TOTAAL | 27,5% | 42,5% | 20,0% | 10,0% | 100,0% |
| BANDBREED | 17,5%-37,5% | 32,5%-52,5% | 10%-30% | 0%-20% | |

- Voor Direct Lending/private debt wordt de Leveraged Loans index als strategische maatstaf gebruikt. Vanwege de lage frequentie van updates en vertraging in gegevensaanlevering zijn voorgenoemde benchmarks niet geschikt voor opname in de uitvoeringsbenchmark. In plaats daarvan zal een vast rendement worden gehanteerd als uitvoeringsbenchmark.
- Voor de strategische en uitvoeringsbenchmark van Private Equity & Infrastructuur en voor de uitvoeringsbenchmark van Direct Lending/private debt en niet-genoteerd onroerend goed wordt als benchmark een absoluut rendement gehanteerd. De omvang van deze absolute rendementen is gebaseerd op de in 2020 uitgevoerde ALM-studie.

Passief versus actief beleid

Deze tabel geeft ook per beleggingscategorie de gekozen beheerstijl weer. 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 | Buy & maintain |
| Rendementsportefeuille | | | |
| Aandelen | | | |
| Aandelen ontwikkelde landen | BBP-gewogen index: 37% MSCI ESG Leaders Europe 48% MSCI ESG Leaders NA 15% MSCI ESG Leaders Pacific | Idem | Passief |
| Aandelen opkomende landen | MSCI ESG Leaders Em. Markets | Idem | Passief |
| Niet-genoteerd OG | | | |
| Niet-genoteerd OG | Samengestelde MSCI IPD benchmark o.b.v. strategische regio- en sectorverdeling | 4% (absoluut rendement) | N.v.t. (illiquide) |
| Beursgenoteerd OG | FTSE EPRA/NAREIT Dev. Net TRI EUR | Idem | Passief |
| Alternatieve beleggingen | | | |
| Direct Lending | CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR) | 5% (absoluut rendement) | N.v.t. (illiquide) |
| Private Equity & Infrastructuur | 6% (absoluut rendement) | Idem | N.v.t. (illiquide) |
| Vastrentend IG | | | |
| IG Bedrijfsobligaties (EUR) | BBG Barclays MSCI Sustainable index | Idem | Passief |
| Hypotheken | ICE BofAML Neth. Governm. Index +1% | Idem | N.v.t. (illiquide) |
| 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 | JP Morgan EMBI ESG | Idem | Passief |
| EMD Local Currency | JP Morgan GBI-EM ESG | Idem | Passief |
| Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking) | Eonia Total Return Index | Idem | Actief |

5. 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 normwelingen) 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. Vanwege de sinds 2018 sterk gedaalde rentes ligt het absolute niveau van de VDG lager ten opzichte van de vastgestelde spilwaarde ten tijde van de accordering in 2018 van het strategisch beleggingsbeleid 2018-2020. In onderstaande tabel wordt weergegeven in hoeverre het Strategisch Beleid 2021-2023 en het Beleggingsplan 2021 passen binnen deze bandbreedtes.

| Vereiste Dekkingsgraad | VDG (spilwaarde) | Portefeuille VDG minimum | Portefeuille VDG maximum |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------|--------------------------|--------------------------|
| Strategische VDG | 117,5% | 112,5% | 122,5% |
| Strategisch Beleid 2021-23 = Beleggingsplan 2021 (per 30 september 2020) | 115,9% | | |
| Strategisch Beleid 2018-20 (per 30 september 2020) | 115,5% | | |

Het fonds verkeert sinds 2009 in een reservetekort en daarmee in een herstelsituatie. DNB stelt de voorwaarde dat fondsen in een herstelsituatie hun risicoprofiel niet mogen vergroten. Ijkpunt bij de voorwaarde van DNB is het Vereist Eigen Vermogen dat correspondeert met de strategische allocatie in 2015 ten tijde van de inwerkingtreding van het nieuw Financieel Toetsingskader.

Het Vereist Eigen Vermogen dat behoort bij het Strategisch Beleid 2021-2023 ligt circa 0,4%-punt hoger ten opzichte van het Strategisch Beleid 2018-2020. In onderstaande tabel wordt deze mutatie toegelicht.

| Mutatie Vereist Eigen vermogen sinds 2018 | Mutatieperiode | Effect op VEV |
|--------------------------------------------------------|----------------|--------------------|
| Draai binnen High Yield naar 100% EUR | KW1 2020 | -0,17%-punt |
| Verhoging hypothekeallocatie | H1 2020 | 0%-punt |
| Andere regiobenchmark aandelen ontwikkeld | KW1 2021 | +0,12%-punt |
| Draai grondstoffen naar direct lending/private debt | 2021-2023 | +0,31%-punt |
| Totale mutatie t.o.v. VEV Strategisch Beleid 2018-2020 | | +0,26%-punt |

Het strategisch beleggingsbeleid 2018-2020 kende op haar beurt een circa 0,5%-punt lagere VEV dan het strategisch beleid van 2015 door de volgende mutaties:

| Mutatie Vereist Eigen vermogen 2015-2018 | Mutatiejaar | Effect op VEV |
|------------------------------------------------------------|-------------|--------------------|
| Verkoop USD credit ten gunste van EUR credit | KW2 2019 | -0,21%-punt |
| Verkoop convertibles ten gunste van aandelen en high yield | H1 2019 | -0,25%-punt |
| Totale mutatie t.o.v. VEV 2015 | | -0,46%-punt |

Per saldo zal door de voorgestelde wijzigingen in dit plan het VEV circa 0,2%-punt lager zijn dan in het ijkjaar 2015. Gezien de zeer kleine omvang kan gesproken worden van VEV-neutraliteit.

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 16% geeft aan dat binnen de 2,5% slechtste gevallen de gemiddelde dekkingsgraaddaling 16% 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 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 (UFR curve) | Verwacht risico | Risicobudget (minimum) | Risicobudget (maximum) |
|--------------------------------------------------------|-----------------|------------------------|------------------------|
| Strategisch Beleid 2021-23 = Beleggingsplan 2021 | 16,2% | 12,7% | 19,7% |
| Strategisch Beleid 2018-20 | 16,4% | | |

De Conditional Value at Risk van het Strategisch Beleid 2021-2023 is dus 0,2%-punt lager ten opzichte van het Strategisch Beleid 2018-2020. Dit maakt zichtbaar dat de in het VEV-model van

DNB gehanteerde veronderstellingen afwijken van de door de Fiduciair gehanteerde berekeningswijze om de CVaR (en de Tracking Error) te berekenen.

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 2021 wordt een verwacht risico van de portefeuille van 7,0% geformuleerd. Rondom dit gewicht wordt een bandbreedte van +/- 1,5% gehanteerd. Circa de helft van deze bandbreedte wordt gebruikt als de Rendmentsportefeuille-allocaatie naar de bovengrens of ondergrens wordt bewogen (+/- 5%) en de renteafdekking naar de onder- of bovengrens gaat (+/- 3%). 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 (UFR curve) | Verwacht risico | Risicobudget (minimum) | Risicobudget (maximum) |
|------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------------|------------------------|
| Strategisch Beleid 2021-23 = Beleggingsplan 2021 | 7,0% | 5,5% | 8,5% |
| Strategisch Beleid 2018-20 | 7,0% | | |

CVaR en Tracking Error op basis van 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 waarden op een kortere horizon, zoals hieronder getoond.

| CVaR van beleggingen versus verplichtingen (UFR curve) | Verwacht risico o.b.v. Strategisch Beleid 2021-23 | Verwacht risico o.b.v. Strategisch Beleid 2018-20 |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001 | 19,3% | 19,3% |
| O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006 | 19,3% | 19,4% |
| O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 januari 2010) | 16,2% | 16,4% |

| TE van beleggingen versus verplichtingen (UFR curve) | Verwacht risico o.b.v. Strategisch Beleid 2021-23 | Verwacht risico o.b.v. Strategisch Beleid 2018-20 |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001 | 8,3% | 8,3% |
| O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006 | 8,3% | 8,3% |
| O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 januari 2010) | 7,0% | 7,0% |

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

6. Thema's en ontwikkelingen 2021

In het jaarlijks beleid van 2021 staan een drietal beleggingsgerelateerde strategische thema's centraal. Deze thema's hebben impact op de beleggingen van het fonds en het gewenste beleggingsbeleid. De thema's zijn:

- Vastlegging en onderbouwing Strategisch beleggingsbeleid 2021-2023;
- Verdere uitwerking en implementatie van het MVB-beleid 2019-2021;
- Inventarisatie Beleggingsimplicaties Pensioenakkoord

Hieronder wordt ingegaan op het derde thema. Daarna wordt ingegaan op belangrijke markt- en toezichtontwikkelingen in 2021 zoals:

- Risicomanagement omtrent impact coronavirus en andere staartrisico's
- Overgang Ultimate Forward Rate (UFR)

Pensioenakkoord

De overheid en sociale partners hebben in juni 2020 overeenstemming bereikt over de uitwerking van een nieuw pensioenstelsel dat uiterlijk per 1 januari 2026 in werking moet treden. De hoofdlijnennotitie beschrijft de contouren hiervan. Er vindt verschuiving plaats van vaste pensioenopbouw naar premieregelingen waarbij risico meer door de deelnemer wordt gedragen. In het nieuwe stelsel worden twee vormen onderscheiden: het nieuwe pensioencontract en de wet verbeterde premieregeling "plus" (WVP+). Collectiviteit en solidariteit blijven onverminderd een belangrijk fundament, maar hiernaast worden meer individuele elementen geïntroduceerd. Het onderscheid tussen beide regelingen betreft met name de mate waarin solidariteit via een solidariteitsreserve verplicht wordt gesteld dan wel optioneel beschikbaar is (voor Bpf-en, wellicht voor Opf-en) maar ook de impliciete versus expliciete toedeling van rendement en risico naar deelnemers ("via een life-cycle onder of boven de motorkap").

Er komt de komende jaren bijzonder veel op het fonds af. Op belangrijke onderdelen zal nog meer duidelijkheid gaan komen, via wetteksten, en daarna vindt een consultatie plaats met de sector welke waarschijnlijk nog in aanpassingen zal resulteren. Maar duidelijk is dat het fonds de komende jaren de volgende belangrijke vraagstukken moet adresseren:

- Bepalen van de risicohouding en risicodraagkracht van deelnemers op basis van leeftijd. Dit vormt ook de basis van de inrichting van de regeling en het beleggingsbeleid dat daarbij past;
- Beleid bepalen op belangrijke elementen zoals de financiering en toedeling van een solidariteitsreserve, de vaststelling van projectierendementen (beiden binnen te bepalen wettelijk kader) en het compensatievraagstuk voor de afschaffing van de doorsneepremie;
- Voorkeur bepalen voor pensioencontract of de WVP+, wegen van de onderscheidende karakteristieken naar het belang dat het fonds eraan toekent;
- Verbinden van projectierendement, beschikbare premie en risicobereidheid naar de pensioenambitie, vertaling naar toedelingsbeleid naar leeftijdscohorten;
- Beslissing om in te varen in een nieuwe regeling of niet (of alleen voor nieuwe rechten), waarbij aangetekend dat het nFTK van toepassing blijft indien niet wordt ingevaren;
- Aantonen van evenwichtigheid voor de (leeftijdsafhankelijke) cohorten van deelnemers van alle voornoemde beslissingen.

Het beleggingsbeleid zal naar verwachting op termijn sterk veranderen. Renterisico's tussen generaties worden niet langer gedeeld. Rente-afdekking ("beschermingsrendement") zal met name voor ouderen c.q. gepensioneerden van belang zijn met het oog op stabiele pensioenuitkeringen. Lange rentegevoeligheid voor jongeren wordt vanuit een beleggingsperspectief in plaats van

afdekkingsperspectief beschouwd door het verdwijnen van de aanspraken. Kortom, de invulling van renteafdekking zal sterk wijzigen, met differentiatie naar generaties: naar verwachting hogere afdekking voor ouderen en significant lagere blootstelling naar zeer lange looptijden voor jongeren.

Overrendement in de (risico) portefeuille (na toedeling beschermingsrendement) is cruciaal in de opbouwfase om het geambieerde pensioenvermogen te bereiken, maar ook voor de uitkeringsfase om (binnen de risicobereidheid) indexatiepotentieel te behouden. Hiervoor is het van belang dat gedurende de "reis door de life cycle" in de opbouw het projectierendement wordt behaald. De lange beleggingshorizon stelt het fonds c.q. deelnemers in staat om daartoe een aanzienlijke allocatie naar risicodragende en/of illiquide beleggingen aan te houden. Vanzelfsprekend moet dit passen bij de te bepalen risicobereidheid en opbouw van de populatie, die de basis voor de inrichting van beleggingsbeleid vormen.

Op korte termijn zijn nog geen acties benodigd in de beleggingsportefeuille vanuit het pensioenakkoord. De verdere uitwerking van risicobereidheid en risicodraagvlak voor leeftijdsafhankelijke cohorten van deelnemers en de vertaling naar het collectief moeten nog worden bepaald. Voorsorteren is prematuur en bovendien geldt voorlopig het huidige nFTK toezichtskader¹. De toezichtsdekkingsgraad blijft belangrijk in de periode tot het invaren van het nieuwe pensioen. Desalniettemin is het verstandig om bij keuzes die voorliggen in de huidige (toezichts-)context zo goed mogelijk te beoordelen of deze consistent zijn met de verwachte richting om een mogelijk kostbare herpositionering over een aantal jaar te vermijden. In dit kader past ook een afweging of bij rente-afdekking op enig moment blootstelling naar kortere looptijden boven zeer lange looptijden te prefereren is met behoud van de benodigde rentegevoeligheid.

Risicomanagement: impact coronavirus en andere staartrisico's

De impact van het Coronavirus onderschrijft het belang van goed risicomanagement en de behoefte aan goede risicomaatstaven met oog voor staartrisico's. Het pensioenfonds hanteert reeds een veelvoud aan risicomaatstaven in verschillende stadia van het beleggingsproces, waarvan een deel vereist is vanuit de toezichthouder om de vergelijking van pensioenfondsen te bevorderen en niet zozeer om een zo nauwkeurig mogelijke inschatting van het werkelijke risico te maken dat een pensioenfonds loopt. Vorig jaar is de wens uitgesproken om het risicomanagement aan te scherpen omdat de berekeningen te volatiel waren en daarmee onvoldoende houvast boven versus de ALM studies. De geconstateerde tekortkomingen waren:

- Om data te gebruiken die relevant zijn voor de actuele omstandigheden wordt vaak met maximaal 10 jaar aan data gewerkt. Hierdoor kan na een lange periode van lage volatiliteit het beeld ontstaan dat het risico daalt, of na een periode van hoge volatiliteit het beeld ontstaan dat het risico stijgt.
- Voor het modelleren van typisch risico is deze aanpak een vrij goede benadering. Wanneer er echter een beeld geschetst moet worden van risico's op extreme uitslagen schiet dit model te kort. Dit leidt vaak tot het hebben van te weinig aandacht voor deze staartrisico's.
- Om het risico te beheersen wordt vaak gemonitord hoe de risicomaatstaf zich ontwikkelt. Als de theoretische basis voor een maatstaf niet robuust genoeg is, of de maatstaf kan wijzigen door het verloop van de tijd (door data-intervallen met een vaste lengte te gebruiken) leiden veranderingen in de gemonitorde waarde vaak niet tot actie. De vraag dient zich dan aan wat er op dat moment gemonitord wordt.

¹ Waarschijnlijk zal voor fondsen die gaan invaren een transitie-FTK gelden, dat wordt gezien vanuit het perspectief van het nieuwe stelsel. Dit bestaat eerst uit verlenging van de vrijstellingsregeling met een jaar waarna medio 2021 een voorstel voor een transitiekader voor 2022-2026 gaat komen.

Om bovenstaande tekortkomingen aan te pakken wordt beleidsmatig een aparte risicomaatstaf voor extreme risico's met een kleine kans toegevoegd, als verlengstuk op de Conditional value at Risk (CVaR). Dit model richt zich uitsluitend op de slechtste resultaten, gebruikt zoveel mogelijk data op maandbasis en veronderstelt non-normaliteit van rendementen. Met deze toevoeging wordt de volgende aanpak van risicomanagement gehanteerd:

1. De ALM is het vertrekpunt voor het strategisch beleid. Hierbij is aandacht voor:
 - a. Ambitie
 - b. Risico's van de resultaten op de lange termijn
 - c. Staartrisico's van de resultaten op de korte termijn
2. Het jaarlijks beleid wordt vastgesteld met inachtneming van:
 - a. Rendement
 - b. Typisch risico op basis van dekkingsgraadvolatiliteit (Tracking Error versus verplichtingen)
 - c. Risicobereidheid pensioenfonds aan de hand van staartriscocomodel (Value-at-Risk 99% en 99,9%)
3. Door het jaar heen wordt er gemonitord op:
 - a. Realisatie van dekkingsgraadrisico: het rendement (ex-post analyse). Indien vaker dan verwacht grote uitslagen waargenomen worden is dit reden voor herijking van het risico
 - b. Tracking error portefeuille versus verplichtingen (ex-ante analyse). Indien door wijzigingen in de portefeuille of door veranderingen in data de tracking error buiten de bandbreedtes valt, is dit reden tot herijking van het risico
 - c. De combinatie van risico en actuele dekkingsgraad. Als de kans te groot wordt dat de dekkingsgraad onder een gestelde grens daalt, kan het nodig zijn risico af te bouwen.

Overgang Ultimate Forward Rate (UFR)

Onlangs heeft De Nederlandse Bank (DNB) aangekondigd het advies van de Commissie Parameters uit 2019 over te nemen en de belangrijkste parameters van de toezichtcurve te herzien. De toezichtcurve zal de swapcurve volgen tot en met looptijden van 30 jaar in plaats van de huidige 20 jaar en convergeert daarna langzamer naar de (iets lagere) UFR. Dit resulteert in een lagere toezichtcurve die dicht bij de swapcurve komt te liggen. De invloed van de UFR op lange looptijden wordt circa 80% minder. Deze aanpassingen worden over een periode van vier jaar geïmplementeerd, in gelijke stappen, te starten op 1 januari 2021.

De aanpassing van de toezichtcurve leidt tot een lagere dekkingsgraad en een forse toename van rentegevoeligheid voor de lange looptijden. Dit geeft aanleiding tot een aantal vragen:

- Wenst het fonds de rentegevoeligheid van de dekkingsgraad volgens de (veranderende) toezichtcurve gelijk te houden?
- Wenst het fonds al verder vooruit te kijken en rekening te houden met de gehele verlaging van de toezichtcurve?
- Hoe kijkt het fonds naar de horizon voor de renteafdekking, gegeven de waarschijnlijke overgang naar het nieuwe pensioenstelsel voor 1 januari 2026?
- Hoe beziet het fonds dit in relatie tot het nieuwe pensioenstelsel, waarbij de rol van lange rente-afdekking waarschijnlijk juist sterk afneemt?

Totdat de transitie naar het nieuwe pensioenakkoord een feit is geldt het huidige toezichtsregime, inclusief korting- en indexatieregels (weliswaar met vrijstellingsverlenging). Daarom vindt het fonds het belangrijk om het renterisico in het toezichtskader niet te vergroten en wordt de toename van het renterisico vanuit deze herziening van de toezichtcurve ook afgedekt.

Vooralsnog geven toezichthouder en overheid aan dat een representatieve RTS essentieel is om ongewenste herverdeling bij invaren te vermijden, terwijl sociale partners juist aanvoeren dat een lagere toezichtcurve strijdig is met de geest van het pensioenakkoord. Daarnaast zal de komende maanden worden gewerkt aan een transitie-FTK, waarschijnlijk alleen voor fondsen die invaren. Om deze reden vindt het fonds het nog voorbarig om vooruit te lopen op alle stappen.

Alhoewel de rol van lange renteafdekking na overgang naar het pensioenakkoord afneemt is het niet wenselijk om daarom het renterisico in het huidige toezichtskader nu sterk op te laten lopen. Een afweging die het fonds wel maakt is ten aanzien van de langste looptijden. Gezien de beleggingsovertuigingen, de actuele dekkingsgraad en de onzeker/onzekerheden over de toekomst maakt het fonds hier geen actieve keuze in ondanks dat op termijn de vraag naar dergelijke instrumenten kan afnemen.