

Strategisch beleggingsbeleid 1 juli 2025 – 1 januari 2030

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

Inhoud

1.	Inleiding.....	3
2.	Doelstelling beleggingsbeleid, beleggingsovertuigingen en governance.....	5
2.1.	Doelstelling en uitgangspunten beleggingsbeleid.....	5
2.2.	Beleggingsovertuigingen	5
2.3.	De governance.....	6
2.4.	Beleggingsproces.....	7
2.5.	Beleggingscategorieën	8
3.	Strategische normportefeuille	10
3.1.	Uitkomsten Lifecycle-studie	10
3.2.	Strategische Asset Allocatie	10
3.2.1.	Doelstelling en samenstelling beschermingsportefeuille.....	11
3.2.2.	Doelstelling en samenstelling rendementsportefeuille	11
3.3.	Normportefeuille.....	12
3.4.	Keuze benchmarks.....	13
3.5.	Bandbreedtes en herbalancerings	13
4.	Risicobeleid	15
4.1.	Renterisico.....	15
4.2.	Liquiditeitsrisico	16
4.3.	Valutarisico	16
4.4.	Actief versus passief risico.....	16
4.5.	Securities lending	16
4.6.	Concentratierisico	17
4.7.	Kredietrisico.....	17
4.8.	Operationeel risico	17
4.9.	ESG-risico's	18
4.10.	Risicomonitoring.....	18
5.	Invulling strategische normportefeuille	19
5.1.	Beleid en proces manager selectie.....	19
6.	Bijlages	20
	Versiebeheer	21

1. Inleiding

Dit document beschrijft het Strategisch Beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (hierna te noemen POB), opgesteld op basis van de solidaire premiereregeling (SPR) onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Dit beleid bevat de uitgangspunten en kaderstelling voor:

- Het jaarlijkse beleggingsplan
- De uitvoering van het beleggingsbeleid
- De evaluatie van beleggingsbeleid en uitvoering

Dit Strategisch Beleggingsbeleid geldt voor de periode 1 juli 2025 tot 1 januari 2030. Het beleid wordt jaarlijks geactualiseerd en minimaal eens in de vijf jaar grondig herijkt.

In dit document worden de keuze die voortvloeien uit studie onderliggend aan de uitdeelregels (Lifecycle-studie) nader toegelicht. Naast de doelstelling, de beleggingsovertuigingen en governance bevat het beleid ook de strategische asset allocatie en de hoofdlijnen van het risicobeleid. Om de omvang beheersbaar te houden, worden niet alle strategische keuzes uitgebreid in dit document beschreven, maar wordt waar mogelijk verwezen naar bijlagen waarin specifieke onderdelen van het beleid verder zijn uitgewerkt.

Het strategische beleggingsbeleid is primair gericht op de aansturing van het vermogensbeheer en de beheersing van de risico's die daarbij spelen. Voor de uitvoering van het strategisch beleggingsbeleid worden de volgende documenten als gegeven beschouwd:

- 1) De uitdeelregels: het proces om vanuit het risicopreferentie onderzoek (RPO) te komen tot een risicohouding en de bijbehorende verdeelregels wordt beschreven in het document IV2-24—Beleggingsbeleid_POB_v6 opgenomen als Bijlage A.
- 2) Data uitwisseling pensioenuitvoeringsorganisatie en fiduciair beheerder: de afspraken over de maandelijkse datalevering door de pensioenuitvoeringsorganisatie en fiduciair beheerder noodzakelijk voor de aansturing van het vermogensbeheer zijn vastgelegd in het document IV3-2-Target Operating Model SPR POB v1.75 t.b.v. DNB opgenomen als Bijlage B.
- 3) Mismatch risico: Voor het afdekken van het renterisico heeft het bestuur gekozen voor de theoretische methode. De mate tot waar het bestuur het "mismatch risico" wil beperken, is vastgelegd in het document M6a-11.240718 Beleggingsbeleid POB_Mismatch opgenomen als Bijlage C.

De verschillende beleidsdocumenten waarnaar in het vervolg van dit document wordt verwezen, beschrijven meer in detail beleidskeuzes die ten grondslag liggen aan het strategisch beleggingsbeleid. Hierbij gaat het om de volgende beleidsdocumenten:

- **De investment cases voor beleggingscategorieën.** Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van diverse beslisfactoren. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen. Paragraaf 2.5 geeft een opsomming van de beleggingscategorieën waarvoor een investment case is opgesteld.
- **Het Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) beleid.** POB hanteert een maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) beleid. Daarbij houdt POB bewust rekening met ESG-factoren (milieu, sociale en governance aspecten) bij de invulling en uitvoering van haar beleggingsbeleid. Omdat POB binnen de pensioenregeling sociale- en milieukeurmerken promoot, heeft het fonds zichzelf in het licht van de Europese informatieverschaffingsverordening (SFDR) geclassificeerd als zogenaamd artikel 8 fonds. Het MVB-beleid heeft een zestal uitvoeringsvormen. Voor een nadere beschrijving hiervan wordt verwezen naar Bijlage D met het MVB-beleid.
- **Het Rentebeleid** geeft een gedetailleerde beschrijving van de wijze waarop POB omgaat met renterisico versus de af te dekken kasstromen.

- Het **Valutabeleid** geeft een gedetailleerde beschrijving van de wijze waarop POB omgaat met valutarisico.
- Het **Herbalanceringsbeleid** geeft een beschrijving van het beleid inzake herbalancerings van de gewichten van de beleggingsportefeuille.
- Het **Securities Lending beleid** geeft een beschrijving van het beleid ten aanzien van het uitlenen van securities door managers in de beleggingsportefeuille.
- Het **Liquiditeitenbeleid** geeft een beschrijving van het beleid inzake liquiditeit (cash) en de toegestane omvang van illiquide beleggingen.
- Het **Manager Selectie & Monitoring beleid** geeft een procesbeschrijving van het beleid inzake de selectie, monitoring en evaluatie van managers.

Deze beleidsdocumenten hebben hun eigen evaluatiecyclus. De meeste van de documenten worden eens in de drie jaar geëvalueerd.

2. Doelstelling beleggingsbeleid, beleggingsovertuigingen en governance

2.1. Doelstelling en uitgangspunten beleggingsbeleid

De missie van POB is een toekomstbestendig en verantwoord pensioen verzorgen voor de (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden. Daarbij kijkt het fonds niet alleen naar financieel, maar ook naar maatschappelijk rendement. Het fonds implementeert het MVB-beleid vanzelfsprekend binnen de invloed, middelen en instrumenten die het (gegeven de omvang) heeft.

Het beleggingsbeleid van POB is opgesteld op basis van de solidaire premiereregeling (SPR). In de SPR is sprake van één collectief beleggingsbeleid, waarbij het behaalde fondsrendement wordt verdeeld via ex-ante vastgestelde verdeelregels. Voor het opstellen van het collectieve strategische beleid wordt gewerkt vanuit het uitgangspunt dat er per deelnemer afgescheiden beleggingspotjes (persoonlijke pensioenvermogens) zijn. Door te beleggen conform de opgestelde verdeelregels heeft elk beleggingspotje zijn eigen verdeling. Het collectieve beleggingsbeleid is gelijk aan de som der delen.

De risicohouding van de deelnemers¹ vormt de randvoorwaarde voor de vormgeving van het beleggingsbeleid. De premie en ambitie worden vastgesteld door de sociale partners. De vaststelling van de verdeelsleutels voor het overrendement en het beschermingsrendement focust zich dan ook op de vaststelling van het benodigd risico om de door sociale partners geformuleerde ambitie te realiseren.

Het pensioenfonds voert het beleggingsbeleid uit op solide wijze. Dit rust op de volgende pijlers:

- De activa worden belegd in het belang van de (gewezen) deelnemers;
- De activa worden zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd;
- Een goede organisatie met deskundige leiding, adequaat toezicht, transparantie en verantwoording.

Om invulling te geven aan de doelstelling van het pensioenfonds zijn door het bestuur beleggingsovertuigingen geformuleerd. Ook zijn er keuzes gemaakt ten aanzien van de governance. In de rest van dit hoofdstuk worden de beleggingsovertuigingen, de organisatie van het vermogensbeheer en de verdeling van de taken en verantwoordelijkheden beschreven. In de governance wordt een onderscheid gemaakt tussen bestuur en commissies (de interne governance), de fiduciair beheerder, de pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) en de custodian (samen de externe governance).

2.2. Beleggingsovertuigingen

Beleggingsovertuigingen zijn veronderstellingen over de wijze waarop financiële markten, in de ogen van het pensioenfonds, functioneren en de wijze waarop een belegger denkt waarde te kunnen toevoegen (of te voorkomen dat er waarde wordt vernietigd). Het bestuur herijkt periodiek haar beleggingsovertuigingen (investment beliefs). In deze beliefs zijn de overtuigingen van het bestuur beschreven over de werking van financiële markten, de organisatie van de beleggingen, het beleggingsproces en de governance.

¹ Vormgegeven via het Bodie-Merton-Samuelson lifecycle model

Horizon beleggingen	Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemer. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.
Rendement – risico	Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.
Risicopremies	Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.
Risicospreiding	Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.
Kosten	Het pensioenfonds belegt kostenbewust.
Illiquide beleggingen	Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.
Duurzaamheid	Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.
Eenvoudig, pragmatisch en transparant	Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.

Tabel 1 Beleggingsovertuigingen POB

2.3. De governance

De rolverdeling tussen de organen en commissies van POB is vastgelegd in de statuten, het huishoudelijk reglement en het reglement van de verschillende commissies.

De verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer ligt bij het bestuur. Diverse taken zijn gedelegeerd aan de beleggingscommissie ondersteund door een beleidsvoorbereider, waaronder de aansturing van het vermogensbeheer. Hier wordt onder andere begrepen het monitoren van de beleggingsactiviteiten, het selecteren en deselecteren van operationele vermogensbeheerders en het voorbereiden van alle besluiten op het gebied van beleggingen voor het bestuur.

De risicomanagementcommissie beoordeelt of het door het bestuur vastgestelde beleid wordt uitgevoerd en of de belangrijke besluiten worden geïmplementeerd. Tevens ziet de risicomanagementcommissie toe op de risico's verbonden aan uitbesteding en de vastlegging (en naleving) van de gemaakte afspraken met externe dienstverleners. De risicomanagementcommissie beoordeelt het beloningsbeleid van de externe dienstverleners.

Voor de organisatie van de beleggingen, maakt POB gebruik van de diensten van een fiduciair beheerder die verantwoording aflegt aan de beleggingscommissie.

De fiduciair beheerder verricht onder meer de volgende diensten voor POB:

- Beleidsondersteuning: de fiduciair beheerder informeert en adviseert het bestuur en de beleggingscommissie over actuele onderwerpen die voor pensioenfonds relevant zijn. Als voorbeeld hiervan geldt het advies over de inrichting van de normportefeuille, waarbij rekening gehouden wordt met de inzichten uit de meest recente Lifecycle-studie en met een aantal kwalitatieve beleidsvoorkeuren van het bestuur.
- De selectie van externe beheerders voor de uitvoering van het vermogensbeheer en de monitoring van deze externe beheerders. De fiduciair beheerder geeft een advies, de beleggingscommissie neemt een besluit over de in te schakelen vermogensbeheerders.

- De implementatie van het door het bestuur goedgekeurde beleggingsbeleid, waaronder in ieder geval begrepen het inbedden van de geselecteerde vermogensbeheerders en het alloceren van gelden over de verschillende beheerders.
- Risicobeheer: de fiduciair beheerder monitort op continue basis dat de beleggingen in overeenstemming zijn met de uitgangspunten zoals verwoord in het Jaarplan beleggingen. Op periodieke basis wordt hierover informatie verstrekt aan het bestuur en de beleggingscommissie.
- Rapportage: op maand- en kwartaalbasis verstrekt de fiduciair beheerder een rapportage over de samenstelling van het vermogen, de gerealiseerde rendementen per (sub)portefeuille en de naleving van richtlijnen (compliance). Tevens rapporteert de fiduciair beheerder op kwartaalbasis over de risico's van de beschermingsportefeuille versus de af te dekken kasstromen.

De fiduciair beheerder wordt benoemd door het bestuur. De kwaliteit van de dienstverlening wordt jaarlijks geëvalueerd door het bestuur, daarin geadviseerd door de beleggingscommissie.

De discretionaire beleggingen worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder (custodian). Northern Trust (NT) is aangesteld in deze rol (hierna custodian). Voor een aantal beleggingscategorieën wordt gebruik gemaakt van beleggingsfondsen.

Met uitzondering van de beleggingen binnen de beleggingsfondsen, controleert de custodian onafhankelijk van de fiduciair vermogensbeheerder of de beleggingen in overeenstemming zijn met de richtlijnen van het pensioenfonds. De externe vermogensbeheerders zijn daarnaast ook zelf verantwoordelijk voor de controle op de naleving van de overeengekomen richtlijnen.

De fiduciair vermogensbeheerder voert de hoofdbeleggingsadministratie. Ten behoeve van een goede uitvoering van de compliance functie voert de custodian een (schaduw-)beleggingsadministratie.

2.4. Beleggingsproces

Om op prudente wijze invulling te geven aan de beleggingsdoelstelling worden op systematische wijze de volgende stappen doorlopen:

1. Op basis van de Risicohouding en de beleggingsbeginselen worden de verdeelregels voor beschermings- en overrendement bepaald. Deze studie wordt tenminste eens per vijf jaar uitgevoerd (en vaker als daar aanleiding voor is);
2. De verdeelregels vormen de basis voor het beleggingsbeleid van de collectieve portefeuille. Met behulp van een strategisch asset allocatiemodel worden de inzichten vertaald in een strategische normportefeuille. In het derde kwartaal van enig jaar wordt door de beleggingscommissie de discussie gestart voor het aanpassen van de strategische normportefeuille;
3. Jaarlijks wordt in de maand december van enig jaar de strategische normportefeuille, inclusief bandbreedtes door het bestuur vastgesteld. Daarbij wordt getoetst of de normportefeuille nog steeds passend is bij de risicohouding. De strategische normportefeuille is leidend voor het beleggingsbeleid gedurende het daaropvolgend jaar;
4. Voor de uitvoering van het vermogensbeheer vindt maandelijks gegevensuitwisseling plaats tussen de pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) en de fiduciair beheerder. Op basis van de door het pensioenfonds vastgestelde toedelingsregels (lifecycle) en de overeengekomen tijdslijnen deelt de PUO rendementen toe aan de persoonlijke pensioenvermogens van deelnemers, de solidariteitsreserve en andere reserves. Vervolgens geeft de PUO mutaties door aan de fiduciair beheerder, die op basis van deze gegevens de beleggingen bijstuurt, in overeenstemming met de beleggingsrichtlijnen.
5. Het beleggingsbeleid wordt operationeel uitgewerkt in beleggingsrichtlijnen, die dienen als mandaat van het pensioenfonds aan de fiduciair beheerder. Deze richtlijnen bieden een kader voor de uitvoering van het beleid;

6. De beleggingen worden geadministreerd door GSAM. GSAM heeft het proces hiertoe uitbesteed aan BNY;
7. Gedurende het jaar wordt door de Beleggingscommissie toezicht gehouden op de uitvoering van het beleid, daarin ondersteund door de fiduciair beheerder. De fiduciair beheerder licht in het eerste kwartaal de invulling van de nieuwe strategische normportefeuille door en doet voorstellen voor de operationele vermogensbeheerders voor het jaar;
8. Risicobeheer en monitoring.
 - a. Gedurende het jaar ziet het bestuur erop toe dat de beleggingen in overstemming zijn met de beleggingsrichtlijnen. Het bestuur wordt daarbij bijgestaan door de custodian, die op dagelijkse basis de onafhankelijke monitoring van het vermogensbeheer verzorgt.
 - b. Op maandelijkse basis wordt gecontroleerd of de pensioenadministratie en de vermogensbeheeradministratie volledig aansluiten, zodat het collectief vermogen overeenkomt met de som van individuele vermogens en reserves.
 - c. Als gevolg van marktontwikkelingen en mutaties in het deelnemersbestand kan het risicoprofiel van de portefeuille gaan afwijken van de gewenste risicohouding. POB monitort op kwartaalbasis en de feitelijke risicoblootstelling aan de risicohouding om te waarborgen dat de beleggingsportefeuille nog voldoende aansluit bij de beoogde risicohouding. Als dat niet het geval is, dan wordt de portefeuille bijgestuurd.

In de stappen 1-3 wordt gebruik gemaakt van de door POB toegestane beleggingscategorieën (zie paragraaf 2.5). Deze worden per beleggingscategorie beschreven in een investment case. Elke investment case wordt eens in de drie jaar geëvalueerd. Ook de gekozen managers worden tenminste eens in de drie jaar geëvalueerd. POB hanteert vaste criteria en procedures voor managers die niet meer (volledig) voldoen aan de initiële selectiecriteria. Deze staan beschreven in paragraaf 5.1.

Jaarlijks evalueert de beleggingscommissie de prestaties van de fiduciair beheerder en rapporteert zijn bevindingen aan het bestuur van POB.

2.5. Beleggingscategorieën

Het bestuur van POB sluit op voorhand geen beleggingscategorieën uit, maar hanteert vastgestelde criteria waaraan voldaan moet worden om in aanmerking te komen voor opname in de portefeuille. Deze criteria zijn:

- Kennis: binnen het bestuur en de beleggingscommissie moet voldoende kennis over de werking en de risico's van de betreffende categorie aanwezig zijn.
- Beschikbaarheid: gegeven de omvang van de potentiële investering door POB moeten er voldoende mogelijkheden beschikbaar zijn om op een efficiënte en effectieve wijze in de betreffende categorie te beleggen.
- Benchmarking: de resultaten van de beleggingen moeten objectief te bepalen zijn en vergeleken kunnen worden met een algemeen geaccepteerde benchmark.
- Passendheid: de beleggingscategorie moet passen binnen de uitgangspunten die POB hanteert.

Een beleggingscategorie wordt opgenomen in de portefeuille na zorgvuldige afweging door het bestuur. De beleggingscategorieën worden beoordeeld op de volgende criteria:

- Bijdrage aan doelstellingen:
 - Verwacht rendement
 - Vermindering totaal risico
 - Diversificatie
 - Bescherming tegen inflatie
- Randvoorwaarden
 - ESG-profiel
 - Transparantie
 - Complexiteit
 - Kosten

- Liquiditeit
- Implementatiemogelijkheden

Het bestuur zal daarbij aan de hand van een investment case beoordelen of in ieder geval aan de hierboven vermelde criteria is voldaan. Een beleggingscategorie moet daadwerkelijk bijdragen aan een verbetering van het rendements-risicoprofiel van de portefeuille. In dat kader heeft het bestuur besloten dat een categorie in principe qua omvang ten minste 5% van het vermogen bedraagt.

De volgende beleggingscategorieën zijn geselecteerd op basis van de vastgestelde investment cases, die zijn opgenomen in bijlage I van dit document:

1. Aandelen - wereldwijd ontwikkelde markten
2. Aandelen - opkomende markten
3. Euro staats- en staatsgerelateerde obligaties (investment case LDI)
4. Staatsobligaties, opkomende markten (EMD)
5. Bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit
6. Bedrijfsobligaties van lage kwaliteit (high yield)
7. Green Bonds
8. Nederlandse hypotheekleningen
9. Niet-beursgenoteerd vastgoed

Aanvullend kan gebruik worden gemaakt van de volgende instrumenten. Hiervoor is geen investment case opgesteld.

- Liquiditeiten en deposito's
- Renteswaps
- Rente swaptions
- Aandelenopties
- Valutatermijncontracten

3. Strategische normportefeuille

3.1. Uitkomsten Lifecycle-studie

POB voert minimaal eens in de vijf jaar een Lifecycle-studie uit. De uitkomsten van deze studie vormen de basis voor het beleggingsbeleid. Op basis van de risicohouding van de deelnemers en de ambities van het fonds wordt op basis van deze Lifecycle-studie voor elk leeftijdscohort de verdeelsleutel tussen beschermings- en overrendement vastgesteld.

Het collectieve beleggingsbeleid inclusief reserves en voorzieningen wordt vervolgens gebaseerd op:

- de verdeelsleutel per cohort
- de kapitaalverdeling over de cohorten
- de omvang en het beleggingsbeleid van de reserves en voorzieningen

Op basis hiervan zijn zowel de verhouding beschermingsportefeuille ten opzichte van de rendement portefeuille van de 'collectieve lifecycle portefeuille' als de af te dekken kasstromen bekend. Zowel de collectieve portefeuille als de kasstromen zullen door de tijd heen veranderen door (onder andere) veranderingen in het deelnemersbestand, nieuwe opbouw en gerealiseerde rendementen.

3.2. Strategische Asset Allocatie

Met behulp van een strategisch asset allocatie (SAA-)model wordt de collectieve lifecycle portefeuille vervolgens nader ingevuld. In de jaarlijkse SAA-studie worden de volgende randvoorwaarden gehanteerd:

- 1) **Doelstelling voor het overrendement:** Om consistentie te borgen wordt hierbij hetzelfde overrendement (Lifecycle-studie 2023: 3%) en volatiliteit gehanteerd als het verwachte overrendement zoals gebruikt in het Risicopreferentieonderzoek en de Lifecycle-studie;
- 2) **Minimale omvang LDI-portefeuille:** Op basis van de toedelingsregels voor het beschermingsrendement en de kapitaalverdeling over de cohorten zijn de af te dekken kasstromen van de collectieve portefeuille bekend. Met deze input kan de minimale omvang van de LDI-portefeuille (bestaande uit swaps, cash en obligaties) worden vastgesteld. Deze is in de SAA 2023 (gegeven een collectieve afdekking van circa 66%) vastgesteld op 25%. Uit prudentie zijn de reserves en voorzieningen daarin niet meegenomen. Gegeven de minimale omvang van de LDI-portefeuille van 25% kan dus maximaal 75% van de collectieve portefeuille worden belegd in de rendementsportefeuille;
- 3) **Aandelenmapping:** Om binnen de vastgestelde risicohouding te blijven is de DNB aandelenmapping gemaximeerd;
- 4) **Verdeling beschermings- en rendementsportefeuille:** De verdeling tussen beschermings- en rendementsportefeuille mag afwijken van de collectieve lifecycle portefeuille, mits wordt voldaan aan de risicorestricties voor overrendement.

In de SAA-studie wordt gezocht naar een optimale collectieve portefeuille met de hoogste Sharpe-ratio gegeven bovenstaande voorwaarden.

In de SAA-studie 2023 zijn als additionele voorwaarden gesteld, dat alleen de beleggingscategorieën mochten worden meegenomen die per 2023 in de portefeuille van POB waren opgenomen. Daarnaast is bepaald dat de gewichten van EMD, aandelen opkomende markten en illiquide beleggingen niet stijgen versus de strategische normportefeuille 2024.

3.2.1. Doelstelling en samenstelling beschermingsportefeuille

De beschermingsportefeuille bestaat uit de volgende portefeuilles:

1. LDI-portefeuille (swaps, cash & obligaties)
2. Een separate (staats)obligatieportefeuille
3. Nederlandse woninghypotheken
4. Euro bedrijfsobligaties
5. Euro groene obligaties

Voor de laatste drie portefeuilles worden de spread effecten toegerekend aan de rendementsportefeuille als een beoogd risico.

De doelstelling van de beschermingsportefeuille is het behalen van minimaal het theoretisch beschermingsrendement plus een opslag voor de beheerkosten van 5 basispunten (na aftrek van het spreadrendement van woninghypotheken, Euro Bedrijfsobligaties en Euro groene obligaties), waarbij een beperkt mismatchrisico wordt toegestaan. Het mismatchrisico voortkomend uit rente(curve) afwijkingen en het gebruik van staatsobligaties ten opzichte van de af te dekken kasstromen is een ongewenst risico waarvan het bestuur heeft besloten de verdelingseffecten te beperken. Dit risico wordt beperkt door het hanteren van een tracking error limiet van 0,9% ten opzichte van de af te dekken kasstromen.

De rentecomponent van woninghypotheken, Euro Bedrijfsobligaties en Euro groene obligaties draagt bij aan de renteafdekking. Het excess rendement van deze beleggingen (boven het theoretisch beschermingsrendement) wordt gezien als een vergoeding voor 'beloond' risico en draagt bij aan het overrendement. Het totale mismatchrisico van de beschermingsportefeuille wordt beperkt door een tracking error limiet van 2% versus de af te dekken kasstromen.

3.2.2. Doelstelling en samenstelling rendementsportefeuille

De vormgeving van de rendementsportefeuille ontstaat in een iteratief proces van deze portefeuille met de bepaling van de verdeelsleutel voor persoonlijke pensioenvermogens en reserve. Zo is de SAA-studie opnieuw gedaan bij elk nieuw voorstel voor de verdeelsleutel. Zo wordt gecontroleerd of aan de randvoorwaarden ten aanzien van rendement en risico wordt voldaan.

Uit de analyses bleek dat de optimale portefeuille, gegeven de restricties, erg weinig verschilde van de strategische normportefeuille 2024. Daarom heeft POB ervoor gekozen om zo dicht mogelijk deze normportefeuille te blijven. Dit betekent o.a. dat de allocatie naar staatsobligaties groter is dan strikt noodzakelijk voor het realiseren van het theoretisch beschermingsrendement. Vanuit een SAA-perspectief zijn deze staatsobligaties echter interessant, gegeven de aantrekkelijke spread ten opzichte van het theoretisch beschermingsrendement.

Op basis van de uitgangspunten en de uitkomsten van de SAA-analyse is de rendementsportefeuille voor de persoonlijke pensioenvermogens (PPV's) als volgt vastgesteld:

Rendementsportefeuille	PPVs	DNB Mapping	Aandelen
Emerging Market Debt (hard)	9.4%	47.0%	4.4%
Emerging Market Debt (local)	13.5%	28.0%	3.8%
Aandelen (ontwikkelde markten)	56.3%	100.0%	56.3%
Aandelen (opkomende markten)	8.3%	100.0%	8.3%
Vastgoed	12.5%	100.0%	12.5%
Totaal	100.0%		85.3 %
Green bonds spread overlay	10.4%	9.0%	0.9%
Hypotheek spread overlay	15.6%	2.1%	0.3%
Credit spread overlay	21.9%	17.2%	3.8%
Totaal			90.3 %
Geometrisch meerrendement	3.0%		

Invulling rendementsportefeuille inclusief overlays

Tabel 2: uitkomsten SAA-analyse 2024

Het totaal verwacht overrendement bestaat uit het rendement op de rendementsportefeuille (boven kas) plus het beloonde spreadrendement uit de beschermingsportefeuille. De SAA-portefeuille kent een DNB-mappingsfactor van 90%.

Deze tabel, de verdeelsleutel per cohort en de kapitaalverdelingsgegevens over cohorten vormen de basis voor het bepalen van de strategische normportefeuille.

3.3. Normportefeuille

De strategische normportefeuille is het startpunt voor het portefeuillebeheer van de fiduciair beheerder. Voor alle onderliggende beleggingscategorieën zijn passende benchmarks (zie paragraaf 3.4) bepaald.

In onderstaand tabel wordt de normportefeuille weergegeven op basis van initiële berekeningen van de verdeling bescherming/rendement van de collectieve portefeuille:

	Collectieve lifecycle	SAA 2024	Norm portefeuille
Beschermingsportefeuille	52,0%		52,0%
LDI			25,0%
Staatsobligatie-mandaat			4,0%
NL hypotheek (spread)		15,6%	7,5%
Euro IG Credits (spread)		21,9%	10,5%
Green bonds (spread)		10,4%	5,0%
Rendementsportefeuille	48,0%	100,0%	48,0%
Emerging Market Debt (hard)		9,4%	4,5%
Emerging Market Debt (local)		13,5%	6,5%
Aandelen (ontwikkelde markten)		56,3%	27,0%
Aandelen (opkomende markten)		8,3%	4,0%
Vastgoed		12,5%	6,0%

Tabel 3: Normportefeuille POB, in 2024 gebaseerd op initiële berekeningen in aanloop naar WTP, nader te bepalen op basis van update kapitaalverdeling cohorten op invaarmoment.

De minimale omvang voor de LDI-portefeuille is (op basis van de af te dekken kasstromen) bepaald op 25% (inclusief cash collateral uit hoofde van FX-derivaten). In de beschermingsportefeuille is nog 4% beschikbaar, welke worden ingevuld met (al in de portefeuille aanwezige) staats(gerelateerde) obligaties met een hoge kredietkwaliteit.

Als onderdeel de beleidscyclus wordt minimaal één keer jaar de normportefeuille opnieuw vastgesteld op basis van de meest actuele gegevens (kapitaalverdeling cohorten). De normportefeuille en de SAA worden vastgelegd in het jaarlijkse beleggingsplan.

Daarnaast wordt - conform het herbalanceringsbeleid - de collectieve portefeuille intra-jaar opnieuw vastgesteld wanneer de bandbreedtes rondom de normgewichten zijn doorbroken (zie paragraaf 3.5).

3.4. Keuze benchmarks

De benchmark is een representatieve weergave van de samenstelling, het rendement en het risico van een beleggingscategorie. Voor een benchmark kan gebruik gemaakt worden van marktindices of van een combinatie van verschillende indices. In dat laatste geval spreken we van een samengestelde benchmark.

Een goede benchmark heeft een aantal eigenschappen:

- De benchmark past bij de betreffende beleggingscategorie, het fonds of het mandaat.
- Het rendement van de benchmark moet op een regelmatige frequentie te meten zijn.
- De samenstelling van de benchmark (de onderdelen en wegenen) is bekend.
- Voor liquide beleggingscategorieën moet de benchmark of haar inhoud repliceerbaar zijn middels een beleggingsportefeuille.

Het belangrijkste uitgangspunt voor het gebruik van een benchmark is dat het rendement van een mandaat, fonds of beleggingscategorie binnen de portefeuille door middel van een benchmark op een objectieve manier vergeleken kan worden.

3.5. Bandbreedtes en herbalancering

Het bestuur stelt jaarlijks de normportefeuille voor de collectieve portefeuille vast. Deze is opgebouwd vanuit de verdeelregels, de verdeling van kapitalen over de cohorten en de SAA. Om marktschommelingen op te kunnen vangen is voor elke beleggingscategorie een bandbreedte rondom het betreffend strategisch normgewicht vastgesteld, waarbinnen de feitelijke gewichten van de verschillende beleggingscategorieën en percentages mogen fluctueren. Hiermee wordt voorkomen dat er transactiekosten worden gemaakt om de portefeuille in lijn te houden met de normverdeling.

Daarnaast is een belangrijke functie van de bandbreedte voor de beschermings- en de rendementsportefeuille dat deze de afwijkingen beperkt van de impliciete blootstelling naar het overrendement.

Beleggingscategorie	Collectieve Lifecycle portefeuille	Normportefeuille	Bandbreedte
Beschermings- portefeuille	52,0%	52,0%	48,0% - 56,0%
Rendements- portefeuille	48,0%	48,0%	44,0% - 52,0%
Totaal	100%	100%	

Tabel 4: Bandbreedte rond beschermings- en rendementsportefeuille

De bandbreedtes zijn vastgelegd in Beleggingsrichtlijnen. Deze beleggingsrichtlijnen worden op doorlopende basis gemonitord door de fiduciair beheerder.

Gedurende het jaar vinden er geen herbalancerings plaats tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille en ook niet tussen de beleggingscategorieën binnen de liquide deelportefeuilles. Dit tenzij een bandbreedte wordt doorbroken. Bij het doorbreken van een bandbreedte wordt de strategische normportefeuille opnieuw bepaald op basis van de meest actuele verhouding tussen de beschermings- en rendementsportefeuille die op basis van de meest recente verdeelregels en op basis van de persoonlijke pensioenvermogens zou moeten worden vastgesteld. Bij deze herbalancering worden de onderliggende componenten van de rendementsportefeuille proportioneel op- of afgeschaald. De enige uitzondering daarop vormt de allocatie naar staatsobligaties binnen de beschermingsportefeuille².

Voor een beschrijving van het beleid over herbalancering wordt verwezen naar het document 'Herbalanceringsbeleid' dat als bijlage E bij dit Strategisch Beleggingsbeleid is opgenomen.

² Met betrekking tot deze allocatie is besloten om deze vooralsnog als 'buy-and-maintain' aan te houden. Inkomsten uit rente- en aflossingen zullen in de LDI-portefeuille worden herbelegd. Er zullen geen stortingen en onttrekkingen worden gedaan en de normallocatie zal gelijk worden gesteld aan de feitelijke allocatie op moment van herbalancering.

4. Risicobeleid

In de volgende paragrafen worden de afzonderlijke financiële risico's op hoofdlijnen beschreven.

4.1. Renterisico

Renterisico is een risico voor individuele deelnemers en heeft betrekking op de omrekening van pensioenvermogen in een jaarlijkse pensioenuitkering. Dit geldt zowel voor de opbouw- en uitkeringsfase. Om fluctuaties in de jaarlijkse (verwachte) pensioenuitkeringen te dempen (zowel in de opbouw- als in de uitkeringsfase) wordt het renterisico gedeeltelijk afgedekt. Dit gebeurt door het toedelen van een (leeftijdsafhankelijk) beschermingsrendement. De mate van renteafdekking wordt per cohort uitgedrukt in een toedelingspercentage/verdeelregel beschermingsrendement.

Ter beheersing van het renterisico heeft POB een beschermingsportefeuille ingericht. Deze bestaat enerzijds uit een LDI-portefeuille met swaps en staatsobligaties, waarmee het grootste deel van de beoogde afdekking van het renterisico wordt gerealiseerd. Daarnaast zijn vastrentende beleggingen, waarvoor geldt dat de rente een hoge correlatie heeft met de ontwikkeling van de Euro swap curve, onderdeel van de beschermingsportefeuille. Dit betreft bijvoorbeeld hypotheeklen, green bonds en investment grade bedrijfsobligaties.

Bij het voorkomen van renterisicodeling maakt het fonds onderscheid tussen onbeloonde en beloonde mismatchrisico's. Onbeloonde mismatchrisico's moeten zoveel mogelijk worden voorkomen (bijvoorbeeld door limitering), maar kunnen nooit volledig worden geëlimineerd. Het vermijden van complexiteit in de portefeuille kan ook een reden zijn om enige mate van renterisicodeling te accepteren.

Onbeloond mismatchrisico

Duratie mismatch en curverisico in de rente afdekking worden beschouwd als onbedoelde mismatchrisico's en worden zoveel als mogelijk beperkt. Deze bronnen van mismatch zullen niet structureel bijdragen aan het overrendement.

Bij *spreadrisico* als bron van mismatch kan er onderscheid gemaakt worden tussen beloond en onbeloond. *Onbeloond spreadrisico* kan het gevolg zijn bij instrumenten met een lage spread zoals veilige staatsobligaties. Deze instrumenten zijn onderdeel van de LDI-portefeuille en worden (mede met het oog op onderpandbehoefte) integraal beheerd samen met cash en renteswaps. Staatsobligaties worden alleen toegevoegd wanneer dit een bijdrage levert aan het behalen van de doelstelling van de LDI-portefeuille, in termen van rendement en/of risico.

Beloond mismatchrisico

Naast staatsobligaties wordt er in de beschermingsportefeuille ook belegd in bedrijfsobligaties, green bonds en Nederlandse woninghypotheken. Deze categorieën worden op basis van de SAA-studie toegevoegd aan de portefeuille omdat de extra vergoeding voor kredietrisico een verwachte positieve bijdrage levert aan het overrendement. Het spreadrisico van deze categorieën wordt dus beschouwd als een beloond risico, als onderdeel van het overrendement.

POB stelt een beheerder aan voor het beheer van de LDI-portefeuille. De beheerder krijgt als doelstelling mee om met de LDI-portefeuille minimaal het theoretisch beschermingsrendement (plus een opslag voor de beheerkosten) te realiseren, na aftrek van het beloonde spreadrisico van woninghypotheken, Euro Bedrijfsobligaties en Euro groene obligaties. Daarbij dient de beheerder de mismatch van de portefeuille tussen het gerealiseerde en het theoretische beschermingsrendement te minimaliseren, rekening houdend met de rentegevoeligheid van de overige allocaties in de beschermingsportefeuille. Daarvoor is een tracking error limiet vastgelegd van 0,9% versus de af te dekken kasstromen. Hiermee wordt het (onbeloonde) mismatchrisico uit hoofde van rente(curve) afwijkingen en het gebruik van staatsobligaties in de LDI-portefeuille beperkt.

Voor het totale mismatchrisico (beloond en onbeloond) is een tracking error limiet van 2% bepaald voor de beschermingsportefeuille versus de af te dekken kasstromen. Hiermee wordt de deling van renterisico beperkt.

In het beleidsdocument 'Rentebeleid' wordt een gedetailleerde beschrijving gegeven van dit beleid. Dit beleidsdocument is als bijlage F bij dit Strategisch Beleggingsbeleid opgenomen.

4.2. Liquiditeitsrisico

Het Fonds heeft een lange termijn beleggingshorizon en beleggingen worden daarom in principe voor de lange termijn aangehouden. Om verschillende redenen is er echter ook behoefte aan liquiditeit. De risicobereidheid van het pensioenfonds voor liquiditeitsrisico is laag. Een laag liquiditeitsrisico wordt gewaarborgd door beheersing van dit risico. In het beleidsdocument Liquiditeitenbeleid wordt een gedetailleerde beschrijving hiervan gegeven. Dit beleidsdocument is als bijlage G bij dit Strategisch Beleggingsbeleid opgenomen.

4.3. Valutarisico

Valutarisico kan worden omschreven als een waardeverandering van niet Euro beleggingen als gevolg van wisselkoersbewegingen. Het afdekken van valutarisico beschermt tegen de negatieve gevolgen voor het rendement van een daling van de buitenlandse valuta. De doelstelling is enerzijds om dit risico te beperken en anderzijds om het risico alleen daar te lopen waar het wenselijk of acceptabel is. Het valutabeleid kan alleen op collectief niveau worden geïmplementeerd en heeft voor alle cohorten een gelijk effect op het overrendement. Valuta-afdekking leidt tot een efficiëntere portefeuille voor zowel jongere als oudere cohorten en wordt daarom bepaald in een SAA-studie. Daarbij spelen de kosten (van afdekking en het aanhouden van onderpand), risico- en praktische overwegingen ook een rol.

Het pensioenfonds belegt uitsluitend in euro's binnen de beschermingsportefeuille en loopt daardoor geen valutarisico, aangezien het doel van deze portefeuille is om het theoretisch beschermingsrendement (in euro's) te realiseren. In de rendementsportefeuille wordt de Amerikaanse dollar voor 50% afgedekt. In een additioneel beleidsdocument wordt een gedetailleerde beschrijving gegeven van het valutabeleid. Dit beleidsdocument is als bijlage H bij dit Strategisch Beleggingsbeleid opgenomen.

4.4. Actief versus passief risico

Actief beheer geeft ruimte aan de fondsmanagers om posities in te nemen die afwijken van de benchmark. De historie toont aan dat het in veel markten lastig is om op consistente wijze bovengemiddelde rendementen te realiseren via actief beheer. Tegelijkertijd blijkt ook dat er periodes zijn waarin zelfs in zeer ontwikkelde en efficiënte markten actief beheer lonend kan zijn.

Het bestuur heeft daarom besloten dat de keuze tussen actief en passief beleggen per (sub) beleggingscategorie gemaakt zal worden en dat deze keuze periodiek herzien kan worden afhankelijk van de marktomstandigheden. Het bestuur is verantwoordelijk voor de keuzes tussen actief en passief per beleggingscategorie en laat zich daarbij adviseren door de beleggingscommissie.

Met uitzondering van de beleggingen in bedrijfsobligaties en green bonds worden alle liquide beleggingen passief ingevuld. Voor illiquide categorieën (woninghypotheken en niet-beursgenoteerd vastgoed) zijn geen repliceerbare benchmarks beschikbaar. Deze categorieën worden per definitie actief ingevuld.

4.5. Securities lending

Securities lending is het tijdelijk uitlenen van financiële instrumenten aan derden in ruil voor een vergoeding. In 2021 is onderzoek gedaan naar de toegevoegde waarde van securities lending. Op basis daarvan is een positieve conclusie getrokken en is binnen de discretionair beheerde portefeuilles van het pensioenfonds het toepassen van securities

lending in principe toegestaan. Het securities lending beleid is tevens onderdeel van de beoordeling van beleggingsfondsen.

4.6. Concentratierisico

Het concentratierisico is het risico op een financieel verlies als gevolg van een grote concentratie naar één regio, land, sector of issuer. De doelstelling is om dit risico zoveel mogelijk te beperken. De portefeuille wordt gespreid over regio's, landen, sectoren en individuele issuers, waarmee concentratierisico wordt voorkomen.

De volgende normen zijn van toepassing:

- Een allocatie naar een individueel aandeel mag niet meer bedragen dan 2% van de totale portefeuille
- De allocatie naar staatsobligaties van een individueel land met een below investment grade rating mag niet meer bedragen dan 2% van de totale portefeuille
- Een allocatie naar een individuele issuer mag niet meer bedragen dan 5% van investment grade bedrijfsobligaties als geheel
- Een allocatie naar een individuele issuer mag niet meer bedragen dan 5% van high yield bedrijfsobligaties als geheel

4.7. Kredietrisico

Het kredietrisico is het risico dat de waarde van beleggingen dalen als gevolg van een verslechtering in de kredietwaardigheid van deze beleggingen. Waardedalingen als gevolg van stijgende credit spreads, downgrades en faillissementen zijn hier onderdeel van. De doelstelling is enerzijds om dit risico te beperken en anderzijds om het risico daar te lopen waar een aantrekkelijke vergoeding voor het lopen van het risico verwacht wordt.

Kredietrisico is van toepassing op vastrentende waarden, waaronder hypotheek, bedrijfsobligaties, High Yield obligaties en Emerging Market Debt. De risico's worden zo veel mogelijk beperkt door een goede diversificatie over verschillende soorten debiteuren. Dit kan plaatsvinden door middel van beleggingen in beleggingsfondsen, die per fonds een brede spreiding qua debiteuren hebben. Sectorconcentraties en bedrijfsconcentraties zijn daarmee beperkt.

Wat betreft kredietrisico worden er binnen de beleggingsrichtlijnen minima bepaald ten aanzien van de kwaliteit van de debiteuren. Obligaties met een hoog kredietrisico worden alleen in de rendementsportefeuille opgenomen.

Het kredietrisico wordt op verschillende manieren gemeten:

- De allocatie en bandbreedtes naar investment grade bedrijfsobligaties, hypotheek, high yield bedrijfsobligaties en Emerging Markets Debt.
- De allocatie en bandbreedtes naar landen binnen de staatsobligatieportefeuille.
- Ratings: Credit Rating Agencies, zoals Moody's, Fitch en Standard & Poor's geven ratings aan obligaties op basis van de kredietwaardigheid. De obligaties met de hoogste kredietwaardigheid krijgen een AAA-rating, de laagste kredietwaardigheid wordt weergegeven via een D (default of faillissement).
- Credit en landen spreads: Dit is de extra vergoeding die de markt geeft voor kredietrisico en geeft hiermee een indicatie van de hoogte van het kredietrisico in de portefeuille en de risicoperceptie in de markt.

4.8. Operationeel risico

Bij beleggingsactiviteiten kunnen zich diverse risico's voordoen, zoals het risico van een onjuiste afwikkeling van transacties, fouten bij de gegevensverwerking, verlies van informatie en fraude. Het fonds beheerst deze risico's door hoge kwaliteitseisen te stellen aan de uitvoeringsorganisaties. Deze eisen hebben betrekking op de interne organisatie, procedures, processen, controles en de kwaliteit van de geautomatiseerde systemen. Het bestuur beoordeelt deze kwaliteitseisen periodiek. Jaarlijks ontvangt het pensioenfonds een 3402- en 3000-rapport en/of in control statements van de fiduciair beheerder, operationeel vermogensbeheerders en de custodian. In deze rapporten

wordt verantwoording afgelegd over de controles op operationele processen binnen de organisaties, inclusief de daarbij geconstateerde bevindingen.

4.9. ESG-risico's

ESG-risico's hebben betrekking op onderwerpen zoals klimaatverandering, mensenrechten, arbeidsnormen en sociale verhoudingen. Als lange termijn belegger worden pensioenfondsen geconfronteerd met de gevolgen van ecologische, economische en maatschappelijke ontwikkelingen voor de toekomstige waarde van hun beleggingen. ESG-risico omvat ook reputatierisico, dat verband houdt met naleving van (EU-)wet- en regelgeving en vrijwillige codes waaraan het fonds zich conformeert.

Om deze risico's te beheersen, hanteert het fonds een breed scala aan maatregelen, waaronder ESG-beleid voor screening, engagement, stembeleid en uitsluitingen. De voortgang van dit beleid wordt gemonitord via diverse ESG-rapportages aan het bestuur. De verdere ontwikkeling van ESG-beleid en -monitoring vormt een belangrijk aandachtspunt voor het bestuur.

4.10. Risicomonitoring

Voor de generieke sturing van het totale marktrisico van de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds zijn de allocaties naar de strategische beleggingscategorieën van groot belang. De strategische allocatie naar verschillende beleggingscategorieën bepaalt de marktrisico's waaraan het pensioenfonds blootstaat. Ter beheersing van de risico's van extreme marktomstandigheden en ter beheersing van het renterisico kan het pensioenfonds gebruik maken van derivaten.

Het bestuur en de beleggingscommissie ontvangen een aantal rapportages, op basis waarvan de beleggingsrisico's beoordeeld kunnen worden. De belangrijkste risicorapportages worden ieder kwartaal in de beleggingscommissie besproken:

- De vermogensbeheerrapportage van de fiduciair beheerder
- De monitorrapportage van de custodian
- De RiskMap van AZL Actuarieel

De belangrijkste bevindingen worden vervolgens besproken in het bestuur.

5. Invulling strategische normportefeuille

5.1. Beleid en proces manager selectie

Gegeven de normportefeuille voor de collectieve mix wordt door externe vermogensbeheerders invulling gegeven aan de beleggingen. De selectie en monitoring van de externe vermogensbeheerders is uitbesteed aan de fiduciair beheerder, onder eindverantwoordelijkheid van de beleggingscommissie. Het pensioenfonds heeft de richtlijnen voor uitbesteding beschreven in het uitbestedingsbeleid. Aanvullend op het algemene uitbestedingsbeleid heeft de beleggingscommissie beleid uitgewerkt specifiek voor de selectie, monitoring en evaluatie van vermogensbeheerders. Het selectieproces is vastgelegd in het beleidsdocument 'Selectie, monitoring en evaluatie vermogensbeheerders'. In dit proces wordt een onderscheid gemaakt in de investment due dilligence (IDD) waar de beleggingskenmerken centraal staan, de operational due dilligence (ODD) waar de operationele infrastructuur van managers wordt behandeld en de ESG-karakteristieken van de vermogensbeheerders. Onderwerpen die bij het selectieproces aan de orde komen zijn:

- Criteria waar de te selecteren vermogensbeheerder aan dient te voldoen;
- Formulering van mandaatrichtlijnen per operationele vermogensbeheerders;
- De wijze en frequentie van rapporteren;
- Een beschrijving van het monitoring- en evaluatieproces;
- De criteria die gehanteerd worden bij de evaluatie;
- Proces ten aanzien van ontslag van vermogensbeheerders;
- Een beschrijving van de governance binnen het selectieproces.

Voor een nadere beschrijving van het selectieproces wordt verwezen naar het beleid 'Selectie, monitoring en evaluatie vermogensbeheerders' dat als I bij het strategisch beleggingsbeleid is toegevoegd.

6. Bijlages

- A. Uitkomsten Lifecycle-studie POB
- B. Target Operating Model
- C. Begrenzing risicodeling
- D. Het Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) beleid.
- E. Het Herbalanceringsbeleid (en bandbreedtes)
- F. Rentebeleid
- G. Valutabeleid
- H. Het Liquiditeitenbeleid
- I. Het Manager Selectie & Monitoring beleid
- J. Investment cases voor beleggingscategorieën.
 - 1. Aandelen - wereldwijd ontwikkelde markten
 - 2. Aandelen - opkomende markten
 - 3. Staatsobligaties, ontwikkelde markten (LDI)
 - 4. Staatsobligaties, opkomende markten
 - 5. Bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit
 - 6. Bedrijfsobligaties van lage kwaliteit
 - 7. Green Bonds
 - 8. Hypotheken
 - 9. Niet-beursgenoteerd vastgoed

Versiebeheer

Versie	Datum	Omschrijving
1.0	17/12/2024	Vastgesteld door het bestuur

Beleggingsbeleid onder Wet toekomst pensioenen

Vormgeving beleggingsbeleid voor de
persoonlijke pensioenvermogens

Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

12 juli 2024

Inhoud

1. Inleiding	4
• Vormgeving beleid	5
2. Beschermingsrendement en de beschermingsportefeuille	6
• Samenvatting	6
• Leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement	8
• Collectieve beschermingsportefeuille	11
• Toetsing	16
3. SAA-Studie	22
• Samenvatting	22
• Doelstelling SAA-Studie	22
• Optimalisatie	23
• Invulling rendementsportefeuille	24
4. Risicohouding	27
• Samenvatting	27
• Rol risicohouding in vormgeving beleggingsbeleid	27
• Bodie-Merton-Samuelson lifecycle	28
• Aanvangsniveau verdeelsleutel	28
• Start afbouw risico	29
• Uitkeringsfase	30
5. Verdeelsleutel overrendement	31
• Samenvatting	31
• Ambitie	32
• Loslaten leenrestrictie (startpunt)	32
• Toedelingspercentage uitkeringsfase	33

• Verdeelsleutel overrendement	33
• Toetsing	34
6. Beleggingsbeleid persoonlijke pensioenvermogens.....	38
• Toedelingspercentages overrendement en beschermingsrendement.....	38
• Collectief beleid persoonlijke pensioenvermogens	39
• Toetsing risicohouding via risicoblootstelling	39
7. Indicatief collectief beleggingsbeleid.....	41
• Reserves en voorzieningen	41
• Collectief beleid	42
Bijlage A: Constructie verdeelsleutel voor het overrendement	43
• Toewijzing rendement	43
• Constructie verdeelsleutel	44
Bijlage B: Bodie-Merton-Samuelson model.....	47
• Formularium	47
Bijlage C: Vormgeving ambitie	49
• Ambitie onder de solidaire premiereregeling	49

Hoofdstuk 1

Inleiding

In de solidaire premieregeling is sprake van één collectief beleggingsbeleid, waarbij het behaalde fondsrendement wordt verdeeld via een ex-ante vastgestelde verdeelsleutel.

Naast de persoonlijke pensioenvermogens heeft de regeling een verzameling aan reserves en voorzieningen. Ook deze verschillende reserves en voorzieningen zijn intrinsiek onderdeel van het belegd vermogen en zijn geen afgescheiden beleggingen (zoals in het verleden bij bijvoorbeeld VPL regelingen vaak wel het geval was).

Voor het opstellen van het collectieve strategische beleid wordt echter gewerkt vanuit de aanname dat het wel afgescheiden beleggingspotjes zijn. Door te beleggen conform de opgestelde uitdeelregels kunnen per beleggingspotje verschillende beleggingsstrategieën worden aangehouden. **Het collectieve beleggingsbeleid is gelijk aan de som der delen.**



Om tot een invulling van het beleggingsbeleid van de onderdelen te komen hanteert het fonds de volgende uitgangspunten:

- De vormgeving van het beleid dient robuust en repliceerbaar te zijn;
- Het beleid is gebaseerd op de driehoek *Ambitie, Premie en Risico*;
- Het raamwerk voor de constructie van de verdeelsleutels en het collectieve beleid is gebaseerd op beliefs en uitgangspunten van het fonds waarmee, via deterministische berekeningen, het beleggingsbeleid wordt opgesteld;
- Stochastische doorrekeningen dienen ter toetsing en onderbouwing van de opgestelde beliefs en uitgangspunten.

De *risicohouding* van de deelnemers vormt de randvoorwaarde voor de vormgeving van het beleggingsbeleid. De *premie* en *ambitie* worden vastgesteld door de sociale partners. De vaststelling van de verdeelsleutels voor het overrendement en het beschermingsrendement focust zich dan ook op de vaststelling van het benodigd risico om de door sociale partners geformuleerde *ambitie* te realiseren.

Vormgeving beleid

Het beleggingsbeleid is via de volgende stappen vormgegeven:

1. Opstellen van de toedelingsregels voor het beschermingsrendement
2. Vaststellen van de minimale benodigde beschermingsportefeuille en keuze directe / indirecte methode
3. Vormgeving rendementsportefeuille (mogelijk iteratief proces)
4. Opstellen van de verdeelsleutel voor het overrendement
 - Gegeven de restrictie uit stap 2)
 - O.b.v. ambitie onder het nieuwe contract en rendement / risico karakteristieken uit stap 3)
 - Rekening houdend met de vastgestelde risicohouding
5. Vormgeving collectieve portefeuille voor de persoonlijke pensioenvermogens
 - Hier wordt ook opnieuw gekeken naar de invulling van de beschermingsportefeuille
6. Opstellen beleggingsbeleid voor de overige reserves en voorzieningen
7. Aggregeer beleggingsbeleid van persoonlijke pensioenvermogens en overige reserves en voorzieningen tot een collectief beleid

Voorliggend document gaat dieper in op het beleggingsbeleid voor de persoonlijke pensioenvermogens (stap 1 t/m 5) en toont het eindresultaat inclusief overige reserves en voorzieningen (stap 7).

Elk hoofdstuk start met een samenvatting van de grondslagen en daaruit volgende conclusies en gevolgen. Vervolgens worden de gemaakte keuzes toegelicht en wordt geëindigd met de alternatieven die beschouwd zijn en de analyses die uitgevoerd zijn die bepalend zijn geweest voor de gemaakte keuzes.

Hoofdstuk 2

Beschermingsrendement en de beschermingsportefeuille

Samenvatting

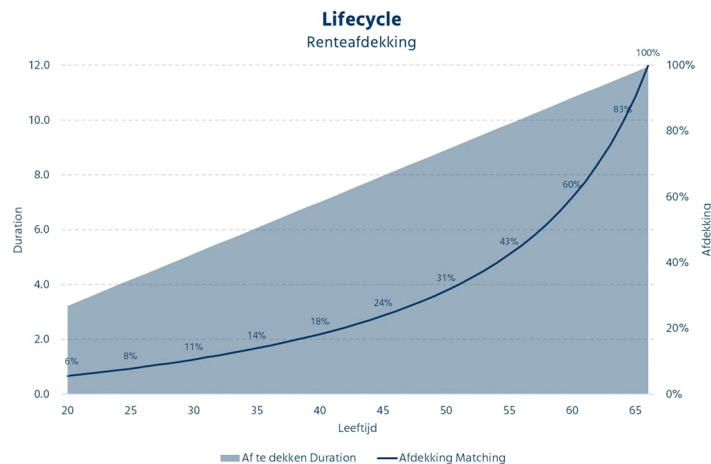
Leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement

Overwegingen beschermingsrendement

- Renterisico is een risico dat op lange termijn niet wordt beloond
- Lage afdekking voor jongeren leidt tot beperkte volatiliteit van het uitzichtpensioen in de communicatie
- Jongeren kunnen het renterisico op de uitkering dragen, daarom wordt de mate van bescherming gebaseerd op diversificatievoordelen ten opzichte van het vermogen
- Hoe ouder de deelnemer hoe belangrijker de gevoeligheid van de verwachte uitkering
- Voor oudere deelnemer ligt de focus op diversificatievoordelen ten opzichte van de pensioenuitkering
- Maximale afdekking wordt bereikt op leeftijd 66 (i.v.m. bescherming van de eerste uitkering van nieuw-gepensioneerden vanuit de solidariteitsreserve)
- Transparante uitvoering

Invulling leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement

- 25-jarige deelnemer: 7.5%, duration 4. Voor het jongste leeftijdscohort is het afdekkingspercentage zodanig dat de beweeglijkheid (standaarddeviatie) van het kapitaal beperkt wordt (diversificatie)
- (Bijna) gepensioneerden: 100%, duration 12. Het percentage dat het nominale renterisico minimaliseert. 100% is best passend nominale bescherming van de uitkering als vormgegeven via het theoretisch beschermingsrendement in gekozen invulling van de solidariteitsreserve (bescherming tegen daling)
- Tussenvallende leeftijden: Duration lineair. De af te dekken duration wordt lineair verhoogd; In combinatie met de dalende rentegevoeligheid van de kostprijs van pensioen, dit leidt tot een niet lineaire stijging van de mate van beschermingsrendement



Duration (linker-as) en gekozen afdekkingspercentage (rechter-as) per leeftijd

Beschermingsportefeuille

Grondslagen collectieve beschermingsportefeuille

- De inrichting van de beschermingsportefeuille wordt ingericht zodanig dat het best passend is bij de indirecte methode
- Het doel van de beschermingsportefeuille is het behalen van een rendement gelijk aan het uit te delen beschermingsrendement, waarbij een beperkt mismatchrisico (TE) wordt nagestreefd
- Enige ruimte voor risico (en enig excessrendement) is daarmee noodzakelijk zodanig dat voldoende ruimte beschikbaar is voor liquiditeitsbeheer en spread-risico's onder een verscheidenheid van economische scenario's
- Hypotheken en bedrijfsobligaties worden toegevoegd aan de beschermingsportefeuille

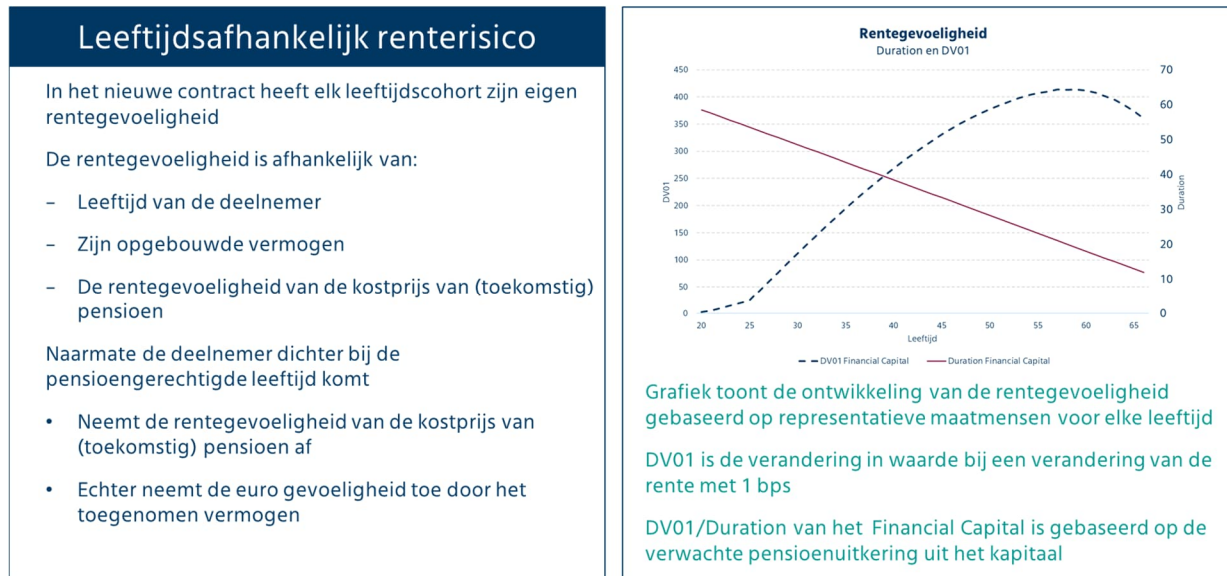
Invulling van de beschermingsportefeuille

- Collectieve afdekking van circa 66%
- Minimaal benodigde omvang van de beschermingsportefeuille is vastgesteld op 25% (ca 15% obligaties en 10% initial margin)
- Ex-ante geen exces rendementsverwachting op (middel)langetermijn op de beschermingsportefeuille
- De rentecomponent van hypotheek en bedrijfsobligaties draagt bij aan de renteafdekking en de exces spread wordt afgesplitst en als credit-overlay toegevoegd aan de rendementsportefeuille
- In de vaststelling van de minimale omvang van de beschermingsportefeuille is het vermogen bestemd voor de reserves en voorzieningen niet meegenomen

Gegeven de doelstelling van de beschermingsportefeuille heeft het fonds de beschermingsportefeuille ingericht met (relatief) kredietwaardige vastrentende waarden. De beschermingsportefeuille bestaat uit onder andere uit euro staatsobligaties, hypotheek, bedrijfsobligaties, cash en swaps.

Leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement

De solidaire premieregeling (SPR) biedt de mogelijkheid om leeftijdsgericht risico's toe te delen. Zo ook voor het renterisico via een leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement.



Dit brengt echter extra complexiteiten met zich mee. Zo is het renterisico niet constant over leeftijden:

- De duration van de kostprijs van pensioen neemt af naarmate de deelnemer ouder wordt: van circa 55 voor een 25-jarige deelnemer naar circa 12 voor een net gepensioneerde deelnemer.
- Het euro-renterisico neemt echter toe in leeftijd: in de regel geldt tot aan pensioenleeftijd dat hoe ouder de deelnemer hoe hoger het opgebouwde vermogen bij het fonds waarover de deelnemer renterisico loopt.

Daarnaast heeft het renterisico nu een directe impact op het pensioen van de deelnemer waar het voorheen werd opgevangen via de dekkingsgraad.

Deze sectie gaat in op de afwegingen en gemaakte keuzes inzake de vormgeving van het leeftijdsafhankelijke beschermingsrendement. Hierbij wordt onderscheidt gemaakt tussen drie groepen deelnemers:

- Jonge deelnemers (startpunt)
- Bijna gepensioneerden (eindpunt)
- Tussenvallende leeftijden (vorm van lifecycle)

In de sectie *Toetsing* worden de uitgevoerde gevoeligheidsanalyses uiteengezet voor het *startpunt*, de *vorm van toewijzing* en het *eindpunt* van de toegewezen leeftijdsafhankelijke mate van beschermingsrendement. De gevoeligheidsanalyses hebben bijgedragen aan de gemaakte keuzes.

Jonge deelnemers

Het pensioenfonds heeft de volgende startniveaus overwogen:

- 0%-5%: startpunt wordt zo laag mogelijk gesteld om zo aansluiting te behouden met de invulling van de verdeelsleutel van het overrendement (ligt bij aanvang op 100%+).
- 5%-20%: het afdekkingspercentage dat de beweeglijkheid (standaarddeviatie) van het kapitaal minimaliseert.
- 20%-50%: afdekkingsniveaus gebaseerd op de wens om de volatiliteit van de (uitzicht)uitkering te beperken.

Het pensioenfonds heeft voor het jongste leeftijdscohort gekozen voor het afdekkingspercentage dat de beweeglijkheid (standaarddeviatie) van het kapitaal minimaliseert. Op basis van een vereenvoudigde beleggingsportefeuille met uitsluitend aandelen en renterisico is dit vastgesteld op een afdekkingspercentage van 7.5%.

Deze keuze is gebaseerd op de volgende fondsuitgangspunten:

- Renterisico is op lange termijn een onbeloond risico: geen rendementsdoel vanuit renterisico.
- Jongere deelnemers hebben een hoger risicodraagvlak en kunnen renterisico lopen vanwege A) de lange looptijd tot de pensioengerechtigde leeftijd en B) het opgebouwde vermogen is relatief klein ten opzichte van het verwachte pensioenvermogen op de pensioengerechtigde leeftijd
- Voor jongeren is de gevoeligheid van het vermogen belangrijker dan de gevoeligheid van de toekomstige pensioenuitkering.

Bijna gepensioneerden

Het fonds heeft drie invalshoeken voor de afdekking van het renterisico (vlak voor of) na pensioendatum overwogen:

1. **100%**: het percentage dat het nominale renterisico minimaliseert.
2. **90%**: het percentage dat de tracking error van de beleggingen ten opzichte van de uitkering minimaliseert. Het percentage is lager dan 100%, omdat diversificatie-effecten hierbij een rol spelen.
3. **80%**: bij een duale doelstelling van beschermen van het nominale renterisico (100%) en het reële renterisico (ligt voor fondsen vaak rond de 60%) kan voor de middenweg van 80% worden gekozen.

Het fonds heeft gekozen voor 100% afdekking (optie 1).

Het openzetten van het renterisico (optie 2 of 3) biedt (enige) bescherming tegen (onverwacht) inflatierisico, echter wordt dit door het fonds als niet passend beschouwd. De hoofdredenen hiervoor zijn:

- Het fonds heeft gekozen voor de indirecte methode voor uitdelen van het beschermingsrendement. Dit heeft als beoogd doel dat beschermingsrendement uit te delen zodanig dat de uitkering niet wijzigt als gevolg van renteveranderingen.

- Het pensioencontract wordt nominaal vormgegeven via het nominaal beschermingsrendement, nominale bescherming via de solidariteitsreserve en het gekozen projectierendement (nominale DNB RTS).
- Door voor 100% renterisico af te dekken in de uitkeringsfase vindt geen herverdeling plaats vanuit het beschermingsrendement en de keuze voor de collectieve uitkeringsfase

Hierdoor is het passend bevonden de renteafdekking in de uitkeringsfase te baseren op de nominale uitkering en niet op de reële uitkering. Het best passend hierbij is een mate van afdekking die de nominale uitkering beschermt.

De leeftijd waarop deze mate van afdekking wordt bereikt is op leeftijd 66. Dit één jaar voor de beoogde pensioenleeftijd. Het is passend eerder dan de pensioenleeftijd het maximale niveau te bereiken gegeven de vormgeving van de solidariteitsreserve, waarbij bijna gepensioneerden ook een impliciete mate van bescherming genieten.

Tussenliggende leeftijden

Naarmate de pensioendatum nadert wordt risico afgebouwd. Dit betreft zowel het aandelenrisico als het renterisico. Voor de afbouw van renterisico op de uitkering zijn overwogen:

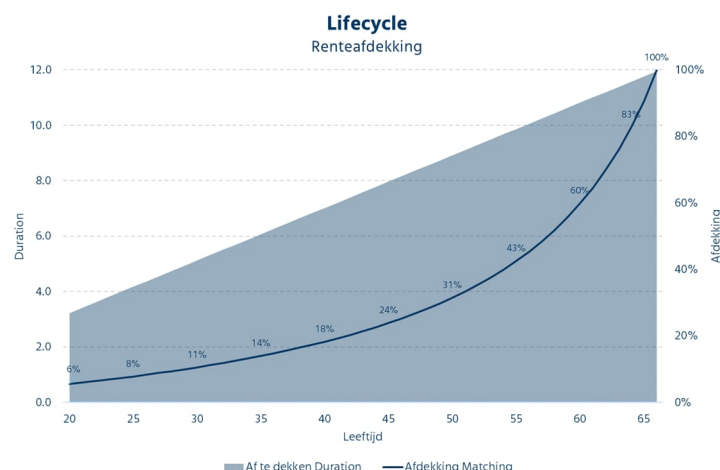
1. Toename mate van renteafdekking symmetrisch met afbouw verdeelsleutel overrendement
2. Lineaire ingroei mate van afdekking
3. Lineaire ingroei duration

Het fonds heeft gekozen voor optie 3: lineaire ingroei van de duration van de kostprijs van pensioen. Dit leidt tot een niet lineaire ingroei van de mate van toewijzing beschermingsrendement. De volgende uitgangspunten zijn onderliggend aan het besluit:

- In het SPR contract is de noodzaak voor symmetrie vanuit de uitvoering niet aanwezig, omdat het beleggingsbeleid collectief vormgegeven wordt.
- Wel is het fonds waakzaam voor blootstelling van het vermogen aan zowel rentebewegingen als aandelenbewegingen, waardoor de mate van renteafdekking niet te snel mag toenemen. Een lineair oplopende afdekking is dan minder passend.
- De focus moet geleidelijk verschuiven van vermogen naar uitkering.
- Duration is de gehanteerde maatstaf voor renterisico van het vermogen (en niet het percentage afdekking).

Resultaat

Bovenstaande principes leiden tot de volgende leeftijdsafhankelijke toewijzing van beschermingsrendement:



Duration (linker-as) en gekozen afdekkingspercentage (rechter-as) per leeftijd

Collectieve beschermingsportefeuille

In de solidaire premieregeling kan renterisico gericht worden toebedeeld aan deelnemers op basis van leeftijd. Deze gerichte toebedeling kan mogelijk leiden tot herverdeling tussen leeftijdsgroepen. Om dit risico te verkleinen heeft het fonds gekozen voor:

1. De indirecte methode voor toebedelen theoretisch beschermingsrendement.
2. Het behalen van een rendement gelijk aan het uit te delen beschermingsrendement, waarbij een beperkt mismatchrisico (TE) wordt nagestreefd.

Keuze indirecte methode

Het fonds heeft zowel de directe als indirecte methode verkend. De keuze voor de indirecte methode voor het uitdelen van het theoretisch beschermingsrendement is gebaseerd op A) het doel van het beschermingsrendement, B) beperken van complexiteit in uitvoering en C) samenhang met andere componenten van de regeling.

A) Doel van het beschermingsrendement

Het fonds hanteert de DNB RTS als het projectierendement. Het theoretisch beschermingsrendement sluit “perfect” aan op het rente-effect op de pensioeninkoop. Op deze wijze kan voor een oudere deelnemer preciezer renterisico in uitkering afgedekt worden, omdat deze de mismatch doorgeeft aan jongere generaties.

Door te kiezen voor de indirecte methode kunnen bedrijfsobligaties en hypotheekonderdelen blijven uitmaken van de beschermingsportefeuille, zonder dat dit ten koste gaat van de beschermende eigenschappen van de beschermingsportefeuille voor de deelnemers waarvoor het renterisico wordt afgedekt: geen spread-risico.

B) Beperken van complexiteit in de uitvoering

Het fonds wil de complexiteit in de uitvoering beperken. Door te kiezen voor de indirecte methode blijft sprake van één collectieve beleggingsportefeuille. Het separaat aanhouden van een afgescheiden beschermingsportefeuille via de directe methode leidt tot complexere uitvoering en monitoring.

Indien gekozen wordt voor de “behaald rendement methode” (directe methode) dient een separate beleggingsportefeuille per leeftijdscohort ingericht te worden, dit maakt de uitvoering complexer.

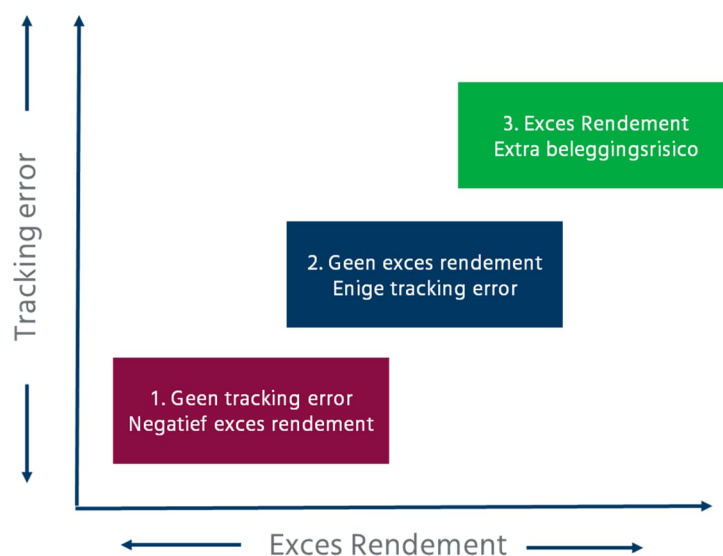
C) Samenhang met overige componenten

Het fonds kiest ervoor in de uitkeringsfase nominale risico's te beperken. Het fonds heeft beoordeeld dat de keuze voor de indirecte methode hier het beste bij aansluit:

- Projectierendement: DNB RTS
- Solidariteitsreserve: stabiel pensioen
- Collectieve uitkeringsfase: alle uitkeringsgerechtigden worden gelijk behandeld: eenvoudiger bij theoretisch beschermingsrendement

Doelstelling portefeuille

Om tot een invulling van de beschermingsportefeuille te komen heeft het fonds uitgebreid gediscussieerd over het doel van de beschermingsportefeuille. Onderstaande grafiek toont de overwogen opties.



Keuzes invulling beschermingsportefeuille:

Exces rendement en tracking error ten opzichte van het theoretisch beschermingsrendement

Het fonds heeft gekozen voor optie 2): het behalen van een rendement gelijk aan het uit te delen beschermingsrendement, waarbij een beperkt mismatchrisico (TE) wordt nagestreefd.

Hierbij zijn de volgende fonsaannames van toepassing:

- Deze optie is het best passend bij de gekozen doelstelling van de beschermingsportefeuille. Er wordt een zo klein mogelijk mismatch rendement nagestreefd met een zo beperkt mogelijke trackingerror.
- Het nastreven van een (nagenoeg) risicovrije beschermingsportefeuille past het beste bij de gangbare academische theorie, waarbij een splitsing gemaakt wordt tussen een

risicovolle portefeuille (hier de rendementsportefeuille) en een risicovrije portefeuille (hier de beschermingsportefeuille).

- De **SAA-studie** en de **vormgeving van de verdeelsleutel voor het overrendement** zijn ingericht uitgaande van een nihil mismatchrendement vanuit de beschermingsportefeuille.
- De **risicohouding** wordt vanuit het risicopreferentieonderzoek (RPO) vormgegeven via het **Bodie-Merton-Samuelson model** (BMS (1992)). Indien de beschermingsportefeuille als risicovrij wordt beschouwd, zijn de lifecycles van het overrendement en de lifecycle uit het BMS (1992)-model met elkaar te vergelijken.

Ondanks dat enige ruimte voor risico (en enig exces-rendement) noodzakelijk is, zodanig dat voldoende ruimte beschikbaar is voor liquiditeitsbeheer en spread-risico's onder een verscheidenheid van economische scenario's, is vanwege praktische doeleinde besloten om de portefeuille als risicovrij te beschouwen (dit is een wenselijke theoretische eigenschap: de meeste wetenschappelijke inzichten zijn conclusies gebaseerd op een risicovolle en een risicovrije belegging).

Figuur 1. Mogelijke uitgangspunten voor invulling van de LDI-portefeuille in een SPR-regeling met theoretisch beschermingsrendement.

Uitgangspunt	Samenstelling	1 mismatchrisico* 2 Rendement	Mandaat	Vaste landen allocaties	Futures toestaan
1. Zo min mogelijk met renteswaps afdekken om complexiteit te beperken	Vooraf obligaties, cash en swap alleen als noodzakelijk	1 Groot 2 Gelijk of hoger dan theoretisch beschermingsrendement	Passief Discretionair of buy&maintain met meer mismatchrisico	Ja met jaarlijkse evaluatie verwachte impact overrendement.	Nee
2. Zo min mogelijk mismatchrisico	Cash plus swap, obligaties alleen voor initial margin	1 Minimaal 2 10-15 bp lager dan theoretisch beschermingsrendement	Passief Discretionair	Nee	Niet noodzakelijk, maar heeft toegevoegde waarde
3. Enig mismatchrisico met streven naar realiseren van theoretisch beschermingsrendement	Cash, obligaties, swaps	1 Klein 2 Nabij theoretisch beschermingsrendement	Passief Discretionair of buy&maintain met meer mismatchrisico Actief, target rendement voor LDI-manager met tracking error limiet	Ja met jaarlijkse evaluatie verwachte impact overrendement. Nee, wellicht alleen voor DE/NL vanwege safe-haven effect op overrendement.	Niet noodzakelijk, maar heeft toegevoegde waarde Ja

*Minimaal is een tracking error van nabij 0%, klein is van 0,5% tot 1%, gemiddeld is 1% tot 1,5% en groot is tot 3%.

Bron: GSAM – BC vergadering 21 november 2023 → Optie 3 gekozen uit overzicht GSAM

Vormgeving beschermingsportefeuille

Beleggingscategorieën in beschermingsportefeuille

Gegeven de doelstelling van de beschermingsportefeuille heeft het fonds de beschermingsportefeuille ingericht met (relatief) kredietwaardige vastrentende waarden. De beschermingsportefeuille bestaat uit euro staatsobligaties, SSA bonds, bedrijfsobligaties, hypotheek, cash en swaps.

Andere vastrentende waarden zoals emerging market debt en high yield (nu niet in portefeuille opgenomen) zijn onderdeel van de rendementsportefeuille.

Onderbouwing rol bedrijfsobligaties en hypotheek

De categorieën hypotheek en bedrijfsobligaties hebben een duale rol in de portefeuille onder het huidig FTK: de genoemde categorieën dragen zowel bij aan de renteafdekking als

aan het behalen van rendement. Het fonds heeft ervoor gekozen de rol van deze categorieën opnieuw te definiëren.

Hierbij zijn de volgende opties door het fonds overwogen:

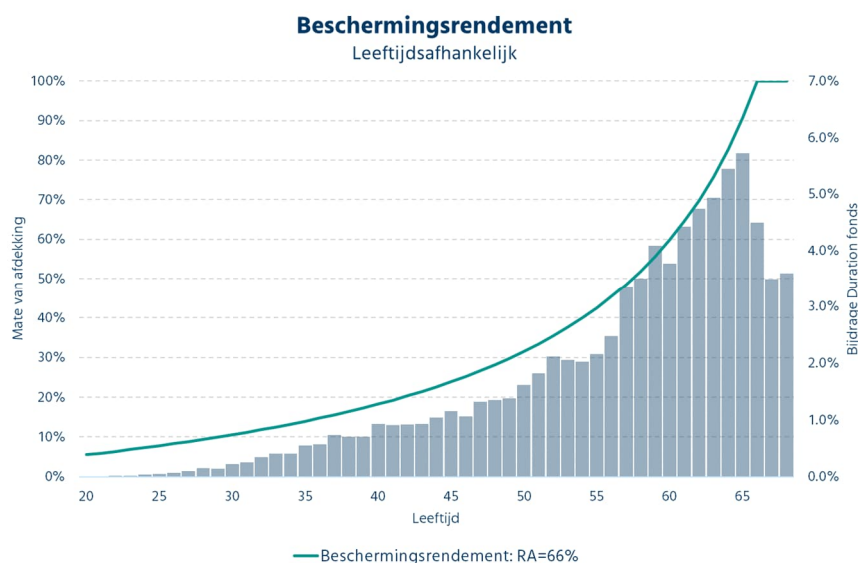
1. Nastreven beschermingsrendement: geen exces rendementsdoelstelling
 - Hypotheken naar de beschermingsportefeuille omdat spread nodig is voor goedmaken kosten en cashdrags
 - Bedrijfsobligaties in de rendementsportefeuille waarbij rente diversifiërend werkt
2. Nastreven exces rendement: geef de beschermingsportefeuille een exces rendementsdoelstelling mee
 - Zowel hypotheken als bedrijfsobligaties zijn onderdeel van de beschermingsportefeuille met als doel een overrendement te realiseren
3. Splits rente en spread component: theoretisch juist, maar complex en gevoelig voor aannames:
 - In de optimalisatie van de rendementsportefeuille wordt bij vastrentende categorieën onderscheid gemaakt tussen de rentecomponent en de spreadcomponent. (bijvoorbeeld een credit default swap (CDS) en een bedrijfsobligatie)
 - De spreadcomponent komt in de rendementsportefeuille, de rentecomponent naar de beschermingsportefeuille

Het fonds heeft gekozen voor optie 3, waarbij hypotheken en bedrijfsobligaties worden toegevoegd aan de beschermingsportefeuille, waarbij de rentecomponent bijdraagt aan de renteafdekking en het exces spread wordt afgesplitst en als credit-overlay wordt toegevoegd aan de rendementsportefeuille (hier komen we uitgebreider op terug in [hoofdstuk inzake vormgeving collectieve portefeuille van de persoonlijke pensioenvermogens](#)).

Deze optie past het best bij de gekozen doelstelling voor de beschermingsportefeuille.

Omvang en inrichting beschermingsportefeuille (en rendementsportefeuille)

De leeftijdsafhankelijke mate van toedeling beschermingsrendement in combinatie met de kenmerken van de deelnemers van het fonds resulteert in een collectieve afdekking van circa 66% (op eigen en algemene definitie, uitgaande van het deelnemersbestand per 1-1-2023).



Verdeling duration over leeftijden en resulterende collectieve renteafdekking

Gegeven deze kenmerken heeft GSAM vastgesteld dat de minimale omvang van de collectieve beschermingsportefeuille 25% van de persoonlijke pensioenvermogens is. Hierbij geldt dat:

- Circa 66% van de persoonlijke pensioenvermogens wordt afgedekt volgens de voorgestelde leeftijdsafhankelijke mate van toedeling beschermingsrendement.
- Hypotheken en bedrijfsobligaties worden toegevoegd aan de beschermingsportefeuille, waarbij de rentecomponent bijdraagt aan de renteafdekking en de exces spread wordt afgesplitst en als credit-overlay wordt toegevoegd aan de rendementsportefeuille.
- De 25% bestaat voor circa 15% uit obligaties en voor 10% uit initial margin.

In de vaststelling van de minimale omvang van de beschermingsportefeuille is uit prudentie het vermogen bestemd voor de reserves en voorzieningen niet meegenomen.

	%LDI portefeuille	Rente afdekking	Rendement vs theoretisch beschermingsrendement bij 100%	Tracking error impact bij 100%
Cash Overnight	85.5%		-0.2%	0.0%
Cash 3M Euribor			-0.1%	0.0%
Futures Duitse obligaties			0.7%	3.0%
10+ België	0.0%	0.0%	0.7%	4.4%
10+ Duitsland	0.0%	0.0%	-0.7%	3.0%
10+ Finland	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%
10+ Frankrijk	0.0%	0.0%	0.7%	4.4%
10+ Nederland	0.0%	0.0%	-0.1%	3.0%
10+ Oostenrijk	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%
10+ EU	14.5%	12.4%	1.4%	3.5%
Swaps	0.0%	87.6%		
Obligaties	14.5%			
Benodigd voor initial margin	9.91%			
Tracking error matchingportefeuille	0.50%			
Rendement vs theoretisch beschermingsrendement	0.0%			

Bron: GSAM – BC vergadering 21 november 2023

Dit betekent dat maximaal 75% van de persoonlijke pensioenvermogens belegd kan zijn in de rendementsportefeuille. Dit vormt een randvoorwaarde in de vormgeving van de verdeelsleutel voor het overrendement.

De inrichting van de beschermingsportefeuille dient goed gemonitord te worden. In de solidaire premieregeling wordt namelijk afgedekt op het niveau van het vermogen, hierdoor wijzigen de af te dekken geprojecteerde kasstromen maandelijks door behaald rendement.

Uitzonderingen op de vastgestelde grondslagen

Bovenstaande grondslagen kunnen wijzigen indien:

- **De 75% restrictie leidt tot een te beknellende restrictie voor de rendementsportefeuille** waardoor rendement/ambitie doelstellingen niet behaald kunnen worden. Het bestuur houdt zich het recht voor in dit geval een lagere renteafdekking na te streven.
- **Minder dan 75% rendementsportefeuille benodigd is** voor het behalen van de rendement/ambitie doelstellingen. In dit geval wordt de allocatie naar de beschermingsportefeuille vergroot, maar mogelijk met een rendementsdoel ter voorkoming van 'weglekken' van belegd vermogen.

Voor beide uitzonderingen heeft het bestuur geen bandbreedtes vastgesteld, maar is ter discretie van het bestuur in overleg met de beleggingscommissie.

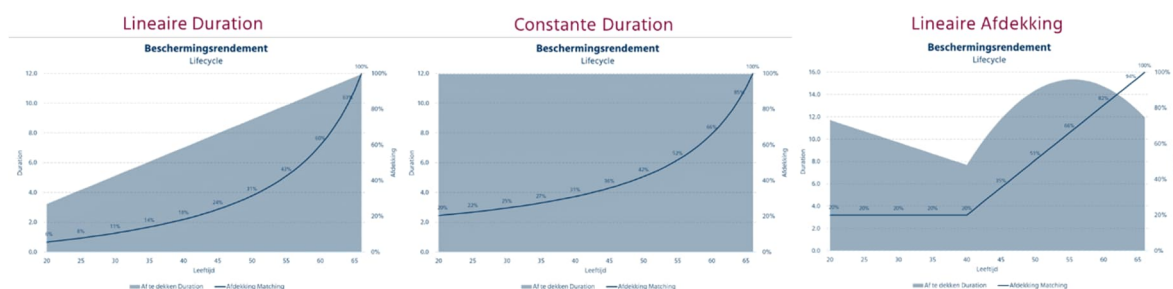
Toetsing

Opbouwfase

Vormgeving leeftijdsafhankelijke afdekking

Zoals eerder genoemd heeft het fonds gekozen voor lineaire ingroei van de duration van de kostprijs van pensioen. Het fonds heeft alternatieve invullingen voor de vormgeving van het beschermingsrendement onderzocht:

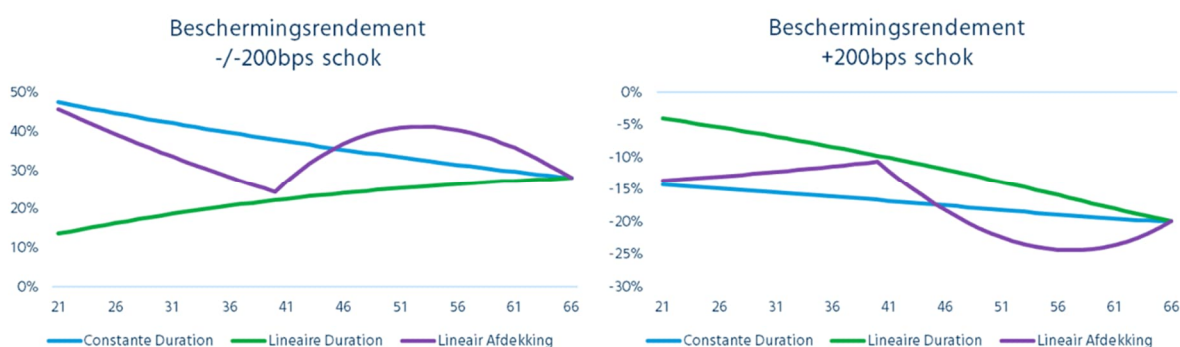
- **Lineaire ingroei mate van afdekking:** vanaf leeftijd 40 wordt de mate van toekenning beschermingsrendement lineair verhoogd van 20% naar 100%
- **Lineaire ingroei duration:** duration loopt lineair op van 4 voor 25-jarige naar 12 voor 66-jarige
- **Constante duration:** voor alle deelnemers wordt een gelijke duration afgedekt (12)



Alternatieve invullingen voor lifecycle beschermingsrendement

Lineaire ingroei duration heeft een start en eindpunt gebaseerd op economische rationale en fondsuitgangspunten (zie sectie [Leeftijdsafhankelijk beschermingsrendement](#)), **Constante duration** wijst deelnemers een gelijk durationrisico toe waarbij de deelnemers ieder een vergelijkbare beschermingsrendement ontvangen terwijl de **Lineaire ingroei met mate van afdekking** een gangbare variant is waarbij vaak symmetrie met de verdeelsleutel voor overrendement gezocht wordt: renterisico wordt geleidelijk dichtgezet op het moment dat de verdeelsleutel voor overrendement start met afbouwen (zelfde knikpunt).

Het toe te kennen beschermingsrendement is afhankelijk van de ontwikkeling van de DNB RTS. Onderstaande grafiek toont het rendementseffect voor de drie beschouwde invullingen.



Schokscenario's: toegekend beschermingsrendement bij een renteschok van +200bps en -200bps

De rentegevoeligheid van de kostprijs van pensioen is voor jongere deelnemers hoog, zo heeft een 25-jarige deelnemer een duration van circa 55. Dit gaat gepaard met een grote convexiteit (1000+). Convexiteit is een wenselijke eigenschap: door de convexiteit geldt dat rendement bij rentedaling groter is dan het verlies bij een gelijke rentestijging. Dit is zichtbare in de schokscenario's. Uit de analyse en beschouwing volgt:

- Bij **Lineaire ingroei duration** loopt het absolute rendement op in leeftijd, je voegt immers meer Duration toe naarmate de deelnemer ouder wordt.
- Bij de **Constance duration** aanpak ontvangen alle deelnemers een meer vergelijkbaar rendement. Dit is een aantrekkelijke eigenschap. Ondanks het voordeel van de toegevoegde convexiteit wordt het startpunt van 20% als te hoog beschouwd in samenhang met de toewijzing van het overrendement (zie hoofdstuk [Verdeelsleutel overrendement](#)). Het risico op vermogensverlies bij een combischok (bijvoorbeeld in een stagflatiescenario) kan te hoog worden. Daarnaast leidt hoge afdekking voor jongeren tot meer uitdagingen in de uitvoering: een groter beslag op de collectieve portefeuille (liquiditeitsbeheer) en grotere kans op mismatch tussen behaald rendement en het theoretisch rendement.
- **Lineaire afdekking** is visueel aantrekkelijk wanneer samen gezien met de verdeelsleutel voor het overrendement. Echter, er is geen theoretische basis voor deze vorm. Zo is er sprake van een niet lineaire variatie van renterisico over leeftijd vanwege het onderliggend toegewezen durationrisico. Dit leidt tot moeilijker uitlegbare en ongewenste verschillen in de rendementstoewijzingen vanuit het beschermingsrendement.

Elke invulling heeft zijn voor- en nadelen. De aanpak van *Lineaire ingroei van de duration* is door het fonds uiteindelijk als best passend bevonden.

Communicatie (startpunt)

Naast het schokscenario is ook onderzocht wat het effect is van afdekking op de communicatie richting deelnemers in de opbouwfase.

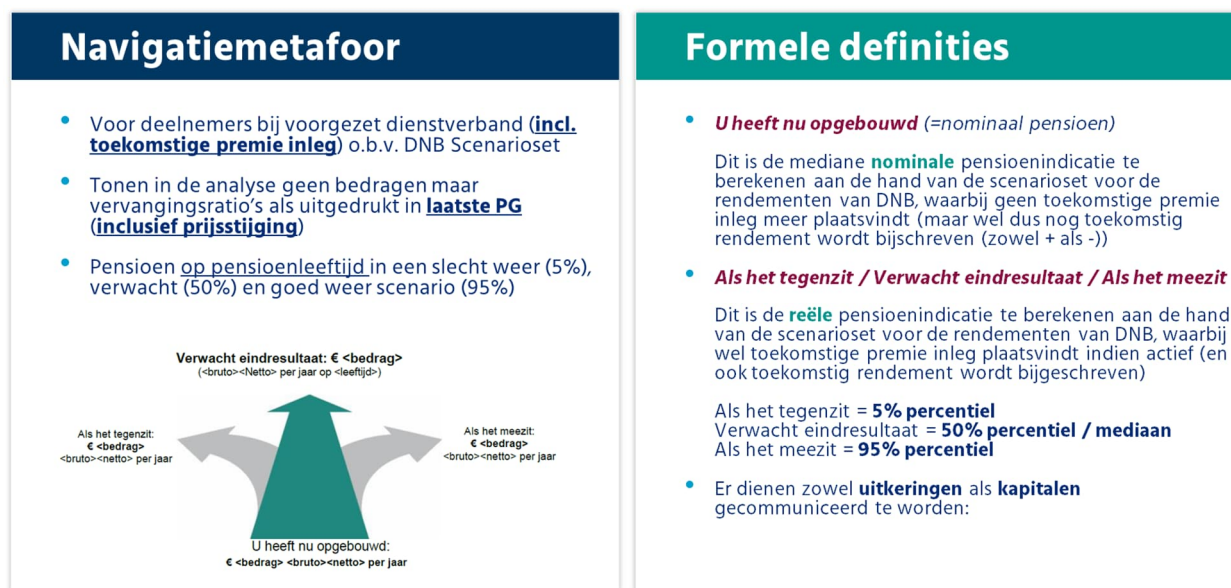
De jaar-op-jaar communicatie richting de deelnemer kan een belangrijke drijfveer zijn in de vormgeving van de lifecycle voor beschermingsrendement, zoals dat nu ook geldt voor de dekkingsgraad. Ontwikkeling van de verwachte uitkering en ontwikkeling van het vermogen staan met betrekking tot renterisico op gespannen voet met elkaar, wat extra duidelijk wordt nu risico's individueel toegewezen worden.

Door het fonds besproken vragen zijn:

- Wat is het risico dat de deelnemer een significante (neerwaartse) aanpassing van zijn (verwachte) uitkering gecommuniceerd krijg vanuit renterisico?
- Wat zijn de gevolgen indien de deelnemer een significante (neerwaartse) aanpassing van zijn vermogen gecommuniceerd krijgt vanuit renterisico?

De communicatieverplichtingen vanuit het (transitie-)UPO zijn hierbij leidend. De communicatie verplichtingen zijn nog niet definitief. Vanuit de sector worden verschillende methodes voorgesteld voor communiceren van een inschatting van de toekomstige uitkering:

1. Toekomstige uitkering op basis van het huidig vermogen en huidige kostprijs van pensioen. Renterisico is hier vergelijkbaar met dekkingsgraad effect in huidig FTK.
2. Uitzicht pensioen op pensioenleeftijd, waarbij toekomstig verwacht rendement ingerekend wordt in de ontwikkeling van het opgebouwde kapitaal. Dit is nu al gangbaar bij verzekeraars.
3. Uitzicht pensioen op pensioenleeftijd, waarbij zowel toekomstig verwacht rendement als toekomstig in te leggen premies meegenomen worden. Onderdeel voorgestelde navigatie metafoor.



Navigatiemetafoor

Het effect van verschillende beschermingsniveaus voor jongere deelnemers is bekeken op drie aanvangsniveaus voor de afdekking van het renterisico (10%, 30%, 50%), waarbij via de **Lineaire ingroei duration** methode ingegroeid wordt naar 100% afdekking op leeftijd 66. Door een hoger startniveau te hanteren ligt het gehele niveau van afdekking hoger, wat mogelijk leidt tot stabiel(er) (uitzicht)pensioen.

De volgende conclusies inzake de te communiceren verwachte uitkering zijn getrokken uit de stochastische analyse o.b.v. de DNB-scenarioset per 2024Q1:

- Onder optie 1) wordt het renterisico **direct zichtbaar**. Het (uitzicht)pensioen is uiterst gevoelig voor de huidige rentestand. Hogere afdekking (50%) leidt tot laagste volatiliteit.
- Onder optie 2) wordt renterisico **minder zichtbaar** en minder gevoelig voor huidige rentestand door demping met verwachte rendementen en doorlopen leeftijdsafhankelijke verdeelsleutel en beschermingsrendement tot pensioenleeftijd. De resultaten tussen de verschillende aanvangsniveaus zijn beperkt, doordat de drie beschouwde varianten van leeftijdsafhankelijke toewijzing beschermingsrendement naar elkaar toegroeien op pensioenleeftijd. Ook is het aandelenrisico bij vooral jongere deelnemers dominant.
- Onder optie 3) is renterisico het **minst zichtbaar**, omdat de gehele toekomst (inclusief premie-inleg voor actieve deelnemers) meegenomen wordt, waarbij latere jaren zwaar meetellen en rentes convergeren naar een evenwichtsniveau en zakelijke waardenrisico domineert

Er wordt verwacht dat optie 2) en optie 3) gebruikt gaan worden in de communicatie richting de deelnemers.

Het vermogen dient ook gecommuniceerd te worden richting de deelnemers. Hier geldt vooral voor jongere deelnemers dat hoge niveaus van afdekking van het renterisico leiden tot hogere volatiliteit van het vermogen, dat het zelfs het aandelenrisico kan gaan overstijgen. De volatiliteit van de rendementsportefeuille is circa 12% tot 15%, terwijl de rentegevoeligheid in de portefeuille bij 25% renteafdekking voor een 25-jarige circa 14 is in termen van duration: als de rente 100bps stijgt dan daalt het vermogen met circa: $14\% (= -55 \text{ duration} \times 25\% \times 100\text{bps})$.

Conclusie stochastische analyse

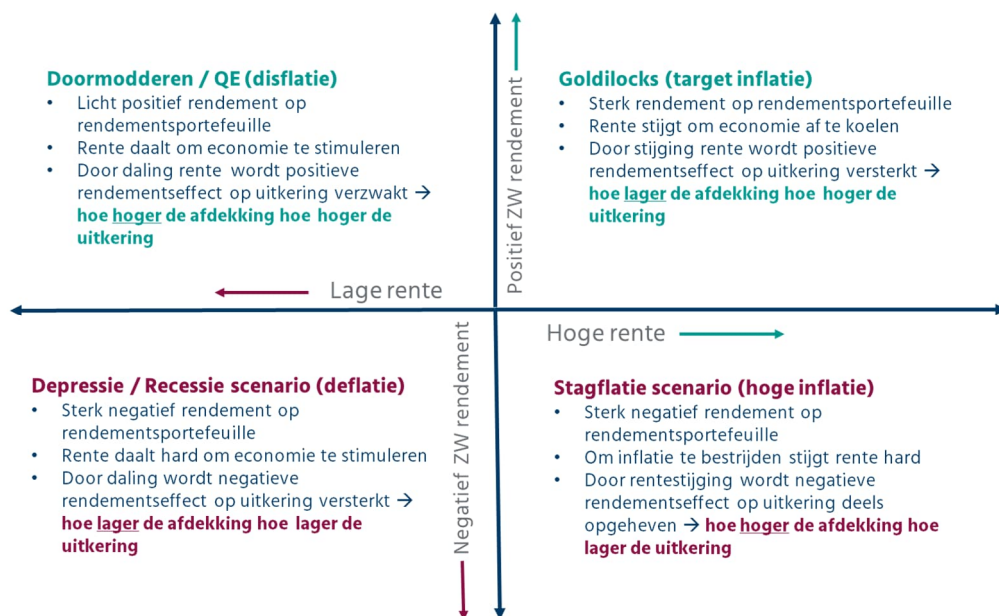
Uit de analyse van optie 3) volgt dat voor jongere deelnemers geldt dat het opgebouwd vermogen bij het fonds een klein deel van het verwachte totaal pensioen op pensioenleeftijd bedraagt. Oftewel, gegeven de lange looptijd tot de pensioengerechtigde leeftijd en het relatief kleine vermogen ten opzichte van het verwachte eindkapitaal volgt uit de analyse dat de jongere deelnemers het renterisico vanuit de (verwachte) uitkering bezien kunnen dragen.

Omdat ook vanuit optie 2) het renterisico in de communicatie van de (verwachte) uitkering minder zichtbaar is voor jongere deelnemers, maar juist wel zichtbaar in het vermogen, wordt voor jongere deelnemers gefocust op het effect van renterisico op het vermogen.

Naarmate de deelnemer dicht(er) bij zijn pensioengerechtigde leeftijd komt wordt de mate van afdekking relevanter door de verkorte looptijd tot de pensioengerechtigde leeftijd, waardoor het opgebouwde vermogen een steeds signifikanter deel van zijn totaal verwachte eindkapitaal vormt. Om rekening te houden met dit afgenomen risicodraagvlak verschuift de focus van vermogen naar uitkering naarmate de deelnemer ouder wordt. De vormgeving van de afdekking van het renterisico middels lineaire ingroei van de duration is hier passend bij.

Uitkeringsfase

Het openzetten van renterisico betekent per definitie dat de uitkering wordt blootgesteld aan renterisico. Echter, renterisico kan ook diversifiërend werken indien samen gezien met aandelenrisico.



Scenarioanalyse: effect openstaand renterisico

Dit is echter geen *free lunch*: uitgevoerde scenario-analyse toont dat het openzetten van renterisico diversifiërend werkt in een stagflatiescenario, maar negatief versterkend in een recessie- of depressiescenario.

Indien het effect van de solidariteitsreserve wordt meegewogen volgt uit de stochastische ALM-analyses o.b.v. DNB-scenarioset 2024Q1 dat een lagere afdekking leidt tot een (beperkt) minder groot beroep op de solidariteitsreserve. Dit lijkt contra-intuïtief, maar de verklaring hiervoor is als volgt:

- Aandelenrisico is en blijft dominant, maar door renterisico toe te voegen aan de uitkering worden diversificatievoordelen behaald.
- Zo daalt de “kans op een korting”: vooral de diepste stress-scenario’s lijken stagflatoir van aard waardoor het openzetten van het renterisico diversifiërend werkt. Hierdoor ontstaat ook minder druk op de omvang van de reserve.

Als keerzijde van afdekking lager dan 100% is door het fonds benoemd dat dit leidt tot een toename van de herverdeling tussen generaties binnen de collectieve uitkeringsfase.

Toetsing mismatch-error

Mismatchrendement

Binnen de beschermingsportefeuille ontstaat mismatchrendement doordat verschillende vastrentende producten zijn opgenomen die allen een hoge kredietwaardigheid hebben, maar waarvoor de rente niet precies gelijk is aan de DNB-RTS.

Denk hierbij aan rentes op staatsleningen en rentes op hypotheekleningen. Doordat rentes op de onderliggende producten niet gelijk zijn aan de DNB-RTS en de renteveranderingen van deze curves ook niet gelijk zijn, ontstaat mismatchrisico.

Mismatchrisico kan ook ontstaan doordat er geen volledige cashflowmatching (duration mismatch) wordt toegepast, waardoor een verandering van de vorm van de rentecurve alsnog tot een mismatch kan leiden.

De bovenstaand beschreven mismatchrisico's worden per constructie beperkt door het fonds:

- Het fonds heeft gekozen voor de indirecte methode(theoretisch beschermingsrendement), waarbij de beschermingsportefeuille wordt ingericht zodanig dat het mismatchrendement ten opzichte van het beschermingsrendement zo klein mogelijk is.
- Het fonds richt de beschermingsportefeuille in met liquide en (relatief) hoge kredietwaardige producten, waarbij het exces spreadrisico bewust wordt herverdeeld via het overrendement en specifiek gestuurd wordt op het juiste renterisico. Hierdoor is het effect van herverdeling per constructie beperkt.

Mismatchrisico is hierdoor een beperkt extra risico voor het fonds. Wel gelden de 'normale' risico's als gevolg van afdekking van de vermogens in plaats van uitkeringen. Dit is intrinsiek aan het nieuwe contract. Bij de invulling van de portefeuille houdt het fonds er rekening mee dat frequente herbalancering dient plaats te vinden. De instrumenten in de beschermingsportefeuille zijn dan ook met dit doel in het achterhoofd geselecteerd door het fonds.

Verdere toelichting op en onderbouwing van de bandbreedtes rondom het mismatchrendement is in een apart document beschreven.

Hoofdstuk 3

SAA-studie

Samenvatting

De SAA-studie is uitgevoerd door GSAM en vastgelegd in het rapport *2024-01 SAA Wtp collectief vermogen v1.0*.

De hoofdconclusies uit de uitgevoerde SAA-studie zijn:

- De SAA-studie laat zien dat het gewenste beschermings- en overrendement voor de geconstrueerde lifecycle zelfs met een deel van het totale vermogen gerealiseerd zou kunnen worden. Dit betekent dat er ruimte is om te zoeken naar een efficiëntere invulling van de rendementsportefeuille.
- De verschillen in risico en rendement bij variërende allocaties binnen de beschermingsportefeuille zijn dusdanig klein dat het fonds ervoor gekozen heeft om zo dicht mogelijk bij de huidige normwegingen te blijven.

Rendementsportefeuille	PPVs	DNB Mapping	Aandelen
Emerging Market Debt (hard)	9.4%	47.0%	4.4%
Emerging Market Debt (local)	13.5%	28.0%	3.8%
Aandelen (ontwikkelde markten)	56.3%	100.0%	56.3%
Aandelen (opkomende markten)	8.3%	100.0%	8.3%
Vastgoed	12.5%	100.0%	12.5%
Totaal	100.0%		85.3%
Green bonds spread overlay	10.4%	9.0%	0.9%
Hypotheek spread overlay	15.6%	2.1%	0.3%
Credit spread overlay	21.9%	17.2%	3.8%
Totaal			90.3%
Geometrisch meerrendement	3.0%		

Invulling rendementsportefeuille persoonlijke pensioenvermogens inclusief overlays

Doelstelling SAA-studie

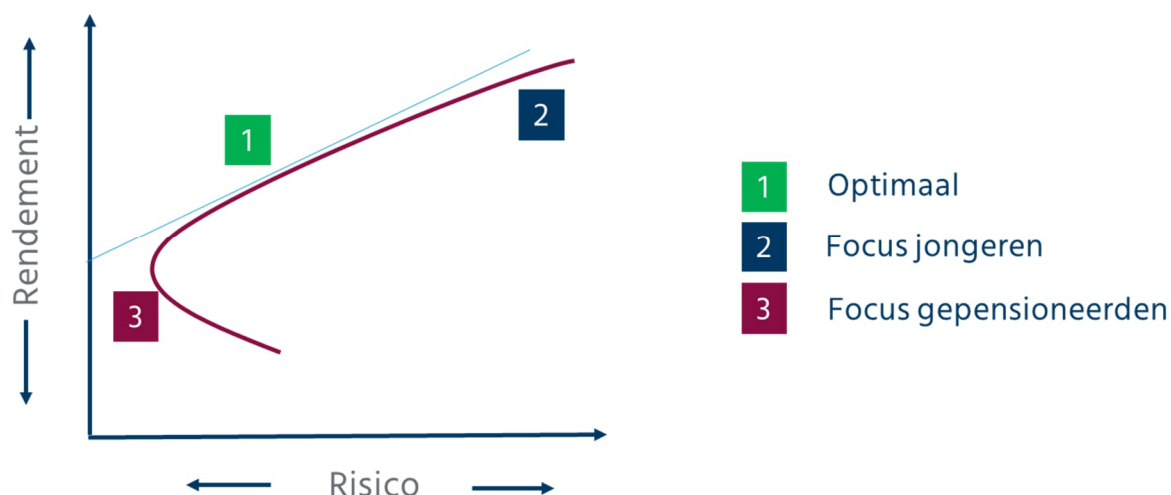
Voor de SAA-studie zijn twee verschillende types van analyse voor de rendementsportefeuille overwogen:

1. Optimaliseer Sharpe ratio: hoogste rendement per eenheid risico;
Voordeel: zo ontstaat een theoretisch optimale portefeuille. Het fonds selecteert een rendementsportefeuille met de hoogste Sharpe ratio waarna de portefeuille wordt geschaald (mogelijk door loslaten leenrestrictie) om op het gewenste rendementsniveau te komen.
Nadeel: door de tijd dient mogelijk vaker de vorm van de lifecycle aangepast te worden (en ook het resulterende collectieve beleid), indien het verwacht overrendement wijzigt gegeven een wijziging in de onderliggende aannames.

2. Minimaliseer volatiliteit gegeven een excès rendementsdoel.

Voordeel: de lifecycle blijft door de tijd ongewijzigd, omdat je door de tijd heen zorgt dat het beoogde overrendement naar verwachting gehaald wordt. Ook is er een duidelijk doel inzake de vormgeving van de portefeuille.

Nadeel: kan leiden tot jaar-op-jaar wijzigingen in de invulling van de rendementsportefeuille indien de onderliggende aannames hier aanleiding toe geven.



In traditioneel DC lifecycles verandert de onderliggende portefeuille naarmate de deelnemer ouder wordt. Onder het SPR contract kan gefocust worden op een optimale invulling

Het fonds heeft uiteindelijk gekozen voor een combinatie: kies de hoogste Sharpe ratio gegeven een verwacht **overrendement doelstelling van 3.0%**, waarbij over de gehele portefeuille (inclusief beschermingsportefeuille) geoptimaliseerd wordt.

Optimalisatie

De SAA-studie is uitgevoerd door GSAM als vastgelegd in het rapport *2024-01 SAA Wtp collectief vermogen v1.0*. Een groot deel van onderstaande teksten zijn conclusies overgenomen uit de voorlegger voor de beleggingscommissievergadering van 15 april 2024 en opgesteld door GSAM.

SAA conclusie

De SAA-studie laat zien dat van het gewenste beschermings- en overrendement voor de geconstrueerde lifecycle zelfs met een deel van het totale vermogen gerealiseerd zou kunnen worden. Dit betekent dat er ruimte is om te zoeken naar een efficiëntere invulling van de rendementsportefeuille.

Belangrijke uitgangspunten voor de SAA die in overleg met de beleggingscommissie (BC) zijn vastgesteld zijn:

- Verdeling matching/return mag afwijken, mits voldaan wordt aan risicorestricties overrendement;
- In de SAA-studie wordt gewerkt met de beleggingscategorieën die nu al in portefeuille aanwezig zijn en/of waar een investment case van is vastgesteld. Nieuwe

beleggingscategorieën kunnen eventueel na het invaarmoment worden onderzocht en worden toegevoegd.

- Het huidige strategisch gewicht naar EMD (staatsobligaties opkomende markten) ad 11% wordt niet verhoogd. In de beleggingscommissie is eerder al discussie gevoerd over EMD en of dit oplevert wat ervan verwacht wordt. Die discussie was aanleiding om niet te ver door te schieten in die categorie. Ook wordt 4,5% van de portefeuille belegd in EME (aandelen opkomende markten).
- De huidige allocatie naar illiquide beleggingen wordt niet verhoogd (circa 15% in niet-beursgenoteerd genoteerd vastgoed en hypotheek). Indien er voor meer illiquiditeit gekozen wordt, zorgt dat ervoor dat er bij het invaren en daarna moeilijker bijgestuurd kan worden. Het voorstel is om het op dit moment simpel te houden en na de implementatie te evalueren en eventueel bij te sturen.

Uit de SAA-studie blijkt dat een verbetering van de portefeuille mogelijk is, door de allocatie naar aandelen te verlagen en de allocatie naar hoogwaardige euro bedrijfsobligaties, Nederlandse woninghypotheken, EMD en vastgoed te verhogen. Mede door de gewenste restricties van de beleggingscommissie (niet verhogen allocaties EMD en illiquide beleggingen, geen high yield toevoegen), komt dit in het uiteindelijke voorstel neer op het verhogen van de allocaties naar de spread beleggingen in de beschermingsportefeuille, zijnde hoogwaardige euro-bedrijfsobligaties, Nederlandse woninghypotheken.

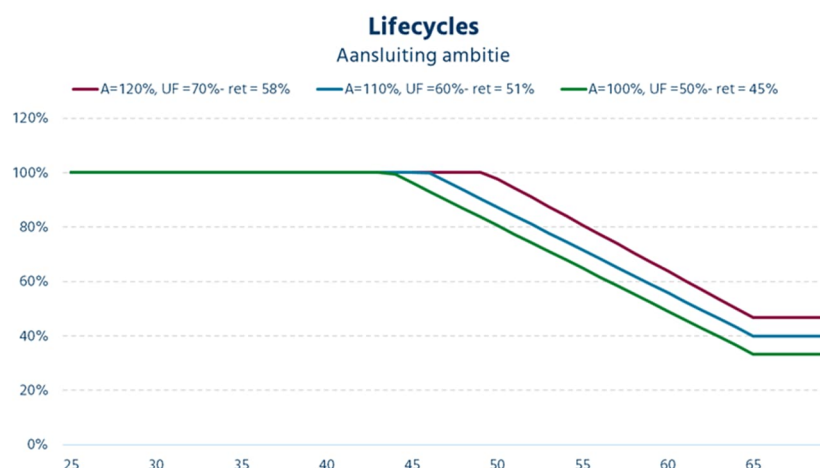
De verschillen in risico en rendement bij variërende allocaties binnen de beschermingsportefeuille zijn dusdanig klein dat het fonds ervoor gekozen heeft om zo dicht mogelijk bij de huidige normwegingen te blijven (conform voorstel beleggingscommissie). Dit betekent o.a. ook dat een groter deel aan staatsobligaties aangehouden wordt, dan dat strikt noodzakelijk is voor het realiseren van het beschermingsrendement met een zo laag mogelijk mismatchrisico, dat in een eerder stadium van de SAA-studie als uitgangspunt is vastgesteld. Het handhaven van een hogere allocatie naar staatsobligaties is gegeven de huidige marktomstandigheden, vanuit SAA-perspectief interessant omdat op veel van de posities in de huidige portefeuille een aantrekkelijke spread wordt gerealiseerd ten opzichte van de swap rente.

Indien besloten zou worden om High Yield (weer) toe te voegen aan de beleggingsportefeuille, of de allocatie naar vastgoed en/of hypotheek verder te verhogen, dan kan de portefeuille nog een stapje efficiënter gemaakt worden. In dat geval wordt de allocatie staatsobligaties verder afgebouwd.

In de analyses zijn risicorestricties gebruikt (o.a. het DNB-aandelenmapping percentage van de portefeuille) om ervoor te zorgen dat de resulterende portefeuille voldoende aansluit bij de wijze waarop de risicohouding/life cycle is geconstrueerd. Dit is met name belangrijk om met het beleggingsrisico binnen de vastgestelde risicohouding per cohort te blijven.

Invulling rendementsportefeuille

GSAM heeft de invulling van de collectieve portefeuille onderzocht bij een verscheidenheid aan lifecycles en daaruit volgende allocaties naar de rendementsportefeuille. Voor elk van deze risicoprofielen is een optimalisatie uitgevoerd, waarbij ook rekening is gehouden met een invulling van de solidariteitsreserve.



Onderzochte lifecycles, leidend tot respectievelijk 45%, 51% en 58% allocatie naar rendementsportefeuille bij oplopend risico in de lifecycle

Deze verschillende risicoprofielen zijn ook stochastisch onderzocht als onderdeel van het onderzoek naar de evenwichtigheid van de solidariteitsreserve.

Onderstaande tabel geeft de geoptimaliseerde portefeuille weer die hoort bij de uiteindelijk gekozen allocatie passend bij de vastgestelde verdeelsleutel voor de persoonlijke pensioenvermogens (zie hoofdstuk [Verdeelsleutel Overrendement](#)).

Collectieve portefeuille	GSAM optimalisatie
Beschermingsportefeuille	52.0%
LDI	29.0%
Green bonds	5.0%
Hypotheek	7.5%
Bedrijfsobligaties	10.5%
Vastrentend (rendement)	11.0%
High Yield	0.0%
Emerging Market Debt (hard)	4.5%
Emerging Market Debt (local)	6.5%
Aandelen	31.0%
Aandelen (ontwikkelde markten)	27.0%
Aandelen (opkomende markten)	4.0%
Alternatieven	6.0%
Vastgoed	6.0%
Totaal	100.0%

Geoptimaliseerde portefeuille inclusief solidariteitsreserve

Omdat de uiteindelijke invulling gevoelig is voor het beleggingsbeleid van de verschillende reserves en voorzieningen, de dekkingsgraad bij aanvang en de rentestand is bovenstaande portefeuille ook vertaald naar een optimale portefeuille voor de persoonlijke pensioenvermogens:

Collectieve portefeuille	GSAM optimalisatie	Reserve	Exclusief reserve	Invulling
Beschermingsportefeuille	52.0%	100.0%	49.3%	Beschermingsportefeuille
LDI	29.0%	100.0%	25.0%	50.7%
Green bonds	5.0%	0.0%	5.3%	10.7%
Hypotheke	7.5%	0.0%	7.9%	16.1%
Bedrijfsobligaties	10.5%	0.0%	11.1%	22.5%
Vastrentend (rendement)	11.0%	0.0%	11.6%	Rendementsportefeuille
High Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Emerging Market Debt (hard)	4.5%	0.0%	4.8%	9.4%
Emerging Market Debt (local)	6.5%	0.0%	6.9%	13.5%
Aandelen	31.0%	0.0%	32.8%	
Aandelen (ontwikkelde markten)	27.0%	0.0%	28.5%	56.3%
Aandelen (opkomende markten)	4.0%	0.0%	4.2%	8.3%
Alternatieven	6.0%	0.0%	6.3%	
Vastgoed	6.0%	0.0%	6.3%	12.5%
Totaal	100.0%	100.0%	100.0%	
%van dekkingsgraad	130%	7.0%	123%	

Van collectief beleggingsbeleid naar beleggingsbeleid voor persoonlijke pensioenvermogens

De uiteindelijk resulterende invulling van de rendementsportefeuille voor de persoonlijke pensioenvermogens is als volgt:

Rendementsportefeuille	PPVs	DNB Mapping	Aandelen
Emerging Market Debt (hard)	9.4%	47.0%	4.4%
Emerging Market Debt (local)	13.5%	28.0%	3.8%
Aandelen (ontwikkelde markten)	56.3%	100.0%	56.3%
Aandelen (opkomende markten)	8.3%	100.0%	8.3%
Vastgoed	12.5%	100.0%	12.5%
Totaal	100.0%		85.3%
Green bonds spread overlay	10.4%	9.0%	0.9%
Hypotheek spread overlay	15.6%	2.1%	0.3%
Credit spread overlay	21.9%	17.2%	3.8%
Totaal			90.3%
Geometrisch meerrendement	3.0%		

Invulling rendementsportefeuille inclusief overlays

Het totaal rendement bestaat dus uit het rendement op de rendementsportefeuille in combinatie met de excess rendementen uit de beschermingsportefeuille. Het totale risico leidt tot een DNB-mappingsfactor van 90%.

Hoofdstuk 4

Risicohouding

Samenvatting

Overwegingen

- De rendement / risico karakteristieken in het BMS-1992-model zijn gelijk aan de karakteristieken van de rendementsportefeuille
- De vastgestelde risicohouding werkt vormgevend en begrenzend op de vormgeving van de verdeelsleutel
- De maximale allocatie in de uitkeringsfase is gelijk aan de (sterfte gewogen) allocatie van een net gepensioneerde in de uitkeringsfase volgend uit de vastgelegde risicohouding
- Het fonds wil risico gaan afbouwen op het moment dat het verlies van het vermogen groter wordt dan 5% van het verwachte totale pensioenvermogen op pensioenleeftijd in een slecht weer scenario

Consequenties

- De allocaties uit de BMS-1992-lifecycle zijn op dezelfde manier te interpreteren als de toewijzingspercentages van de verdeelsleutel voor het overrendement
- De lifecycle op basis van het BMS-1992-lifecycle model wordt gebruikt als bovengrens voor de verdeelsleutel
- Maximale ambitie in de uitkeringsfase is 85% van de prijsindex
- Afbouw van het risico start tussen leeftijd 45 en leeftijd 51
- Geen maximum voor de toedelingspercentages van de verdeelsleutel bij de jongste cohorten op basis van de risicohouding

Rol risicohouding in vormgeving beleggingsbeleid

Het fonds kiest ervoor de vastgestelde risicohouding als input te hanteren voor de vormgeving van de verdeelsleutel voor het overrendement. Dit geschiedt

- **Vormgevend:** voor de vormgeving van de verdeelsleutel voor het overrendement wordt de opgestelde lifecycle volgend uit de risicopreferentie en risicodraagvlak van de populatie als een natuurlijke bovengrens gezien tijdens de opbouwfase en uitkeringsfase.
- **Begrenzend:** de risicoblootstelling vanuit de pensioenregeling mag de vastgestelde risicohouding niet overschrijden. Risico-mitigerende beleidselementen zoals spreiden van rendementen, solidariteitsreserve en projectierendement worden ingezet om dit te voorkomen.

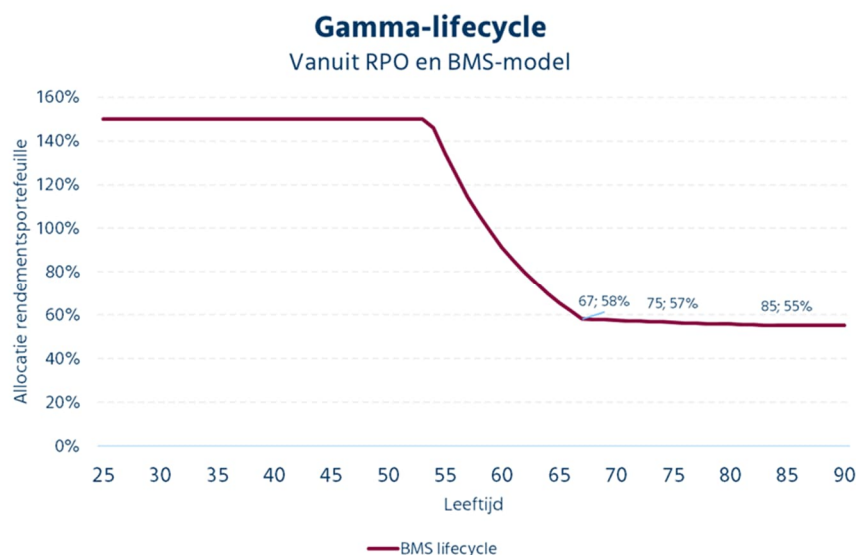
Daarnaast zijn de deelnemerskenmerken als gehanteerd voor de vaststelling van de risicohouding ook bepalend:

- Maatmensen en het risicodraagvlak zijn gebaseerd op de deelnemers van het fonds;

- Dezelfde economische uitgangspunten van de rendementsportefeuille zijn onderliggend aan zowel de risicohouding als de vaststelling van de verdeelsleutel van het overrendement.

Bodie-Merton-Samuelson lifecycle

De risicohouding is vormgegeven via het [Bodie-Merton-Samuelson lifecycle model](#) (BMS 1992).



*BMS lifecycle vormgegeven op risicopreferenties en risicodraagvlak van het fonds
Gegevenslabel bij punten op de lijn geven weer: (leeftijd, allocatie)*

Omdat

1. de risico-/rendementkarakteristieken als gebruikt in het BMS-1992-lifecyclemodel gelijk zijn aan de karakteristieken van de rendementsportefeuilles én
2. de collectieve portefeuille voor de persoonlijke pensioenvermogens gelijkgesteld wordt aan de “verdeelsleutel x vermogen”

geldt dat de allocaties uit de BMS 1992 lifecycle op dezelfde manier zijn te interpreteren als de toewijzingspercentages van de verdeelsleutel voor het overrendement. Oftewel de verdeelsleutel is gelijk aan de impliciete lifecycle.

Aanvangsniveau verdeelsleutel

Het fonds ziet geen reden een maximum te stellen aan de toedelingspercentages van de verdeelsleutel bij de jongste cohorten op basis van de risicohouding.

Dat het loslaten van de leenrestrictie optimaal is sluit aan bij de academische literatuur. Indien ook kosten voor het lenen van vermogen meegenomen wordt leidt dit tot een natuurlijke bovengrens van 200% (zie bijvoorbeeld *Lifecycle Investing* van Ayres en Nalebuff [2010]). Daarnaast is de allocatie al wettelijk beperkt tot maximaal 150% (na mapping).

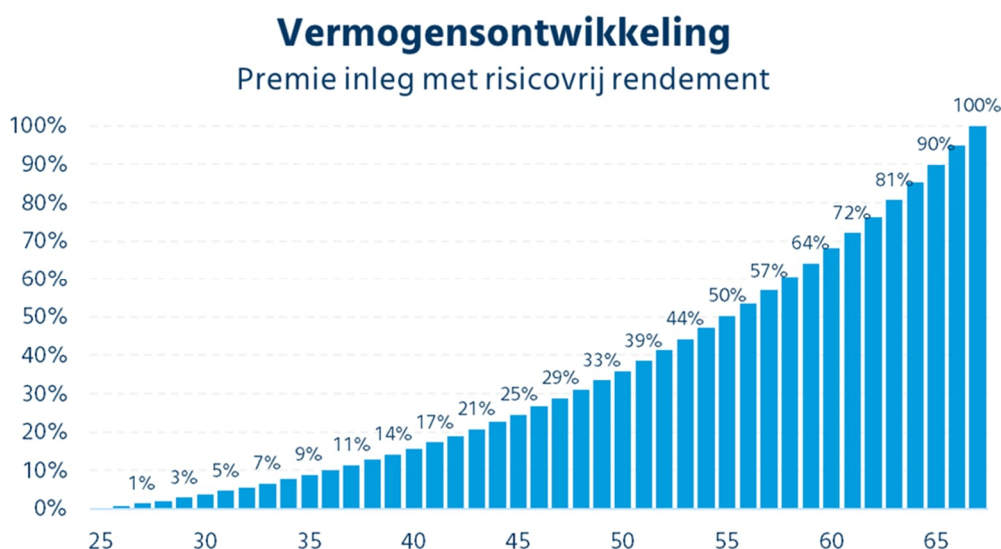
Het fonds erkent dat het gebruik van het BMS-1992-lifecyclemodel ertoe leidt dat ogenschijnlijk onbeperkt risico genomen kan worden voor jongere leeftijden. De opgehaalde

risicopreferentie voor jongere deelnemers heeft hierdoor beperkte invloed op de vormgeving van de verdeelsleutel.

De opgehaalde risicopreferentie voor de jongste cohorten via de gamma-parameter stelt het pensioenfonds wel in staat de uitkomsten van deelnemersuitvragen op verschillende momenten in de tijd met elkaar te vergelijken, omdat het een objectieve maatstaf is die op consistente wijze is berekend. Indien dit leidt tot grote wijzigingen door de tijd is dit reden voor het fonds om het startpunt van het beleggingsbeleid te heroverwegen.

Start afbouw risico

De BMS-1992-lifecycle start met afbouwen van het risico vanaf leeftijd 53. Dit is onder andere gebaseerd op het risicodraagvlak waarbij de AOW is meegenomen.



De ontwikkeling van het vermogen als percentage van het kapitaal op pensioenleeftijd bij 27% netto-premie-inleg per jaar en 2% rendement per jaar (risicovrije rente):

Omdat de deelnemer ook kijkt naar het vermogen opgebouwd bij het fonds, wenst het fonds het mogelijke vermogensverlies ook enigszins te beperken op basis van het risicodraagvlak exclusief AOW:

Het fonds start uiterlijk met afbouwen risico op het moment voordat het verlies van het vermogen met **5% kans groter wordt dan 5%** van het verwachte totale pensioenvermogen op pensioenleeftijd gegeven de karakteristieken van de rendementsportefeuille.

Op basis van deze maatstaf kiest het fonds ervoor om tussen **leeftijd 45 en 51 het risico te gaan afbouwen, dit is afhankelijk van de allocatie bij aanvang.**

Vaststelling leeftijden start afbouw

Bij een verwacht geometrisch overrendement van 3,0% met een risico van circa 12,2% geldt een verlies van het verwachte totale pensioenvermogen op pensioenleeftijd met **5% kans** van:

- 19,6% bij 120% allocatie naar rendementsportefeuille

- 16,3% bij 100% allocatie naar rendementsportefeuille
- 13,1% bij 80% allocatie naar rendementsportefeuille

Gegeven het toegestane verlies van het vermogen van 5% van het verwachte totale pensioenvermogen op pensioenleeftijd met 5% kans, dient risico afgebouwd te worden tussen leeftijd 45 en 51:

- Bij 120% allocatie: Leeftijd 45 → $-/-19,6\% \times 25,0\% \approx 5\%$
- Bij 100% allocatie: Leeftijd 48 → $-/-16,3\% \times 31,0\% \approx 5\%$
- Bij 80% allocatie: Leeftijd 51 → $-/-13,1\% \times 38,5\% \approx 5\%$

Uitkeringsfase

De maximaal toegestane allocatie in de uitkeringsfase is afgeleid van het risicopreferentie-onderzoek via de opgestelde BMS-lifecycle. Dit maximum wordt gelijkgesteld aan de (sterfte gewogen) allocatie van een net gepensioneerd in de uitkeringsfase indien belegd wordt volgens de opgestelde BMS-lifecycle. Het fonds vindt dit passend bij de collectief vormgegeven uitkeringsfase.

De (sterfte gewogen) allocatie van een net gepensioneerd bij het doorlopen van de uitkeringsfase is 57% (circa 50% na mapping). Dit vertaalt zich naar een **indexatieambitie in de uitkeringsfase van maximaal 85%** ($=57\% \times 3,0\% / 2,0\%$) van de prijsindex.

Risico-mitigerende maatregelen

In de vaststelling van de maximale ambitie en allocatie in de uitkeringsfase is geen rekening gehouden met risico-mitigerende maatregelen zoals spreiden en de inzet van de solidariteitsreserve.

Door de beschermende werking van de solidariteitsreserve kan meer risico genomen worden, dit is echter geen free lunch: de bescherming wordt voornamelijk betaald door deelnemers in de opbouwfase.

Daarnaast is verondersteld dat het totale pensioen van een deelnemer bij het fonds voor het overgrote deel van de deelnemers bestaat uit minstens 40% AOW, ook dit betekent in de BMS-formule dat relatief veel risico genomen kan worden met het tweede pijler pensioen, waardoor de BMS-lifecycle door het fonds als een maximum geïnterpreteerd wordt.

Hoofdstuk 5

Verdeelsleutel overrendement

Samenvatting

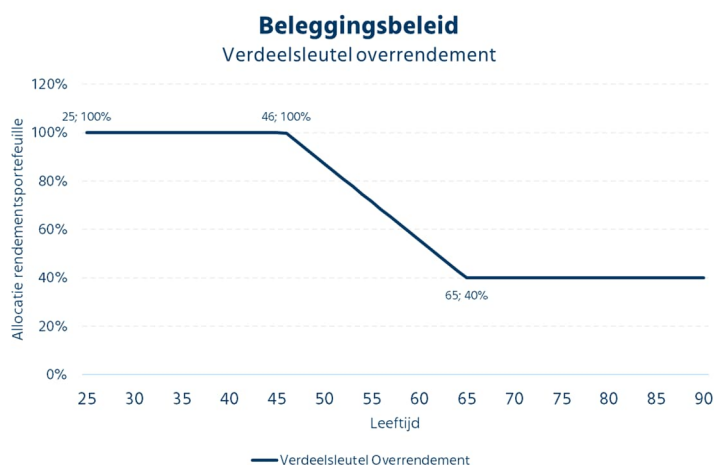
Overwegingen

8.

1. Collectieve allocatie wordt begrensd door de omvang en inrichting van de beschermingsportefeuille
2. Lifecycle wordt gebaseerd op een doelrendement gebaseerd op de SAA-studie
3. De leenrestrictie wordt niet losgelaten
4. Het pensioen groeit in de uitkeringsfase gemiddeld genomen met minstens 50% van de verwachte prijsinflatie
5. Het fonds staat maximaal een jaarlijkse vermogensschok van -/5% met 10% kans toe in de uitkeringsfase
6. Maximale allocatie naar collectieve rendementsportefeuille is 75% van de persoonlijke pensioenvermogens
7. Minimale allocatie rendementsportefeuille op leeftijd 65 (zo wordt er rekening gehouden met vervroegd pensioneren)

Consequenties

1. De volledige beschikbare ruimte voor de rendementsportefeuille (75%) wordt benut
2. Uit de SAA-studie volgt een 3,0% verwacht geometrisch overrendement boven cash
3. Gegeven een mappingsfactor van circa 90% is het startpunt van de lifecycle niet hoger dan 110% → gekozen voor startpunt 100%
4. Minimale allocatie in de uitkeringsfase van 33%
5. Gekozen allocatie in de uitkeringsfase van 40% → een ambitie in de uitkeringsfase van 60% van de prijsindex
6. De ambitie in de opbouwfase is gelijk aan 86% van de geïndexeerde PG



De vastgestelde verdeelsleutel per leeftijd: constant vanaf leeftijd 65. Gegevenslabel bij punten op de lijn geven weer: (leeftijd, allocatie)

Ambitie

De fondsambitie is de fundamentele bouwsteen in de vormgeving van het beleggingsbeleid. Sociale partners hebben geen formele ambitie voor de pensioenuitkomst afgesproken, maar een bruto-premie. Hierdoor is de ambitie een resultante volgend uit de vormgeving van het beleggingsbeleid.

Het fonds definieert de ambitie onder de solidaire premieregeling als volgt:

Ambitie opbouwfase:

Definieer de geambieerde vervangingsratio op de pensioenrichtleeftijd, als percentage van de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag (PG).

Ambitie uitkeringsfase:

Definieer de geambieerde toeslag na pensioeningang, als percentage (π) van de beoogde indexatiemaatstaf (I).

Deze definitie sluit goed aan bij het SPR contract. De verdeelsleutel van het overrendement wordt **vormgegeven middels bovenstaande ambities**.

Zie de **bijlage C** voor een uitgebreidere uitleg van de gehanteerde definitie voor de ambitie onder de solidaire premieregeling.

Loslaten leenrestrictie (startpunt)

Het fonds kiest ervoor de leenrestrictie in beginsel niet op te heffen, tenzij het benodigd is voor behalen van de ambitie. Het fonds houdt hier discretionaire bevoegdheid.

Het besluit om de leenrestrictie niet op te heffen is onderbouwd via belangrijke maatstaven:

- De kans dat een deelnemer bij een CWO minder meekrijgt dan de deelnemer aan premie heeft ingelegd over een 5-jaars horizon.
- Het verlies ten opzichte van de ingelegde premie in een slecht weer scenario over een 5-jaars horizon.

Uit historisch analyse volgt dat bij aandelen allocatie groter dan 100% de twee maatstaven snel verslechteren. Daarnaast verzoeken sociale partners het fonds de leenrestrictie niet op te heffen.

Het niet loslaten van de leenrestrictie leidt ertoe dat het startpunt van de lifecycle niet hoger mag zijn dan 110%, gegeven een mappingsfactor van circa 90%.

Om te voorkomen dat het fonds na een economische schok onbedoeld de leenrestrictie opheft, wordt enige ruimte genomen ten opzichte van dit maximum. **Het fonds kiest 100% (90% na mapping) als startpunt voor de verdeelsleutel.**

Dit lagere startpunt (t.o.v. het gestelde maximum) leidt tot verdere verbetering van de twee maatstaven en is nog voldoende hoog voor behalen van

Sociale partners

Sociale partners geven aan dat het niet wenselijk is de leenrestrictie los te laten, tenzij dit benodigd is voor het halen van de ambitie. De bevoegdheid hiervoor ligt bij het pensioenfonds.

Maatstaf

Het persoonlijk pensioenvermogen kan lager worden dan de ingelegde spaarpremies (en zelfs in zijn geheel verloren gaan).

Vanuit communicatie is het onwenselijk dat de deelnemer een lager vermogen heeft dan is ingelegd aan spaarpremie. De kans hierop is daarmee een belangrijk kengetal in de vormgeving van het beleid.

rendementsdoelen en is **passend binnen de risicohouding** en het wettelijke toegestane maximum van 150% (na mapping). Daarnaast helpt het starten op 100% ook bij het vermijden van verwarring over de definitie van loslaten leenrestrictie (voor of na mapping).

Toedelingspercentage uitkeringsfase

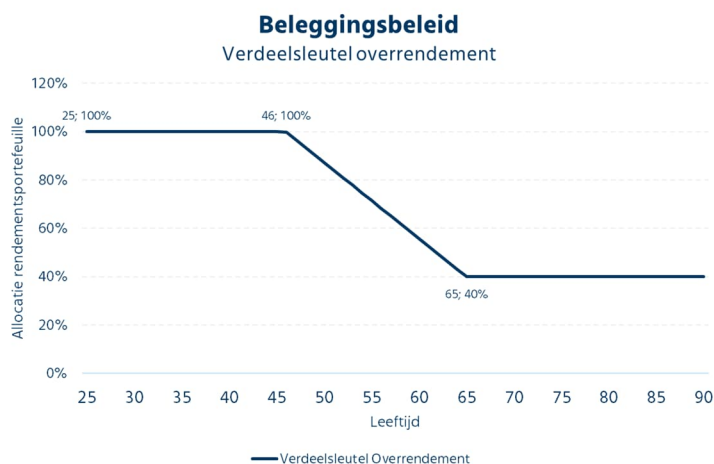
Het fonds kiest voor een allocatie naar de rendementsportefeuille in de collectieve uitkeringsfase van 40% (36% na mapping) behorende bij een ambitie in de uitkeringsfase van 60% van de prijsindex.

Dit is gebaseerd op de volgende grondslagen:

- Het fonds heeft als doel dat het pensioen in de uitkeringsfase gemiddeld genomen groeit met minstens 50% van de verwachte prijsinflatie.
- Het fonds staat maximaal een jaarlijkse vermogensschok van +/-5% met 10% kans toe in de uitkeringsfase.
- Er dient sprake van evenwichtigheid te zijn, vooral gezien vanuit de solidariteitsreserve.

Verdeelsleutel overrendement

De door het fonds vastgestelde uitgangspunten leiden tot onderstaande verdeelsleutel voor het overrendement.



De vastgestelde verdeelsleutel per leeftijd: constant vanaf leeftijd 65. Gegevenslabel bij punten op de lijn geven weer: (leeftijd, allocatie)

De uitgangspunten zijn vastgesteld door het fonds, waarbij onder andere rekening is gehouden met:

- Wensen van sociale partners
- De kenmerken van de deelnemers als vormgegeven via de risicohouding
- Waarbij rekening is gehouden met het RPO, wetenschappelijke inzichten en de deelnemerskenmerken

Onder de solidaire premieovereenkomst wordt de ambitie als volgt vormgegeven:

- Ambitie uitkeringsfase:
De geambieerde toeslag na pensioeningang, als percentage van de indexatiemaatstaf, is 60%.
- Ambitie opbouwfase:
De geambieerde vervangingsratio op pensioenleeftijd, als percentage van de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag (PG) is gelijk aan 86% voor een 25-jarige deelnemer.

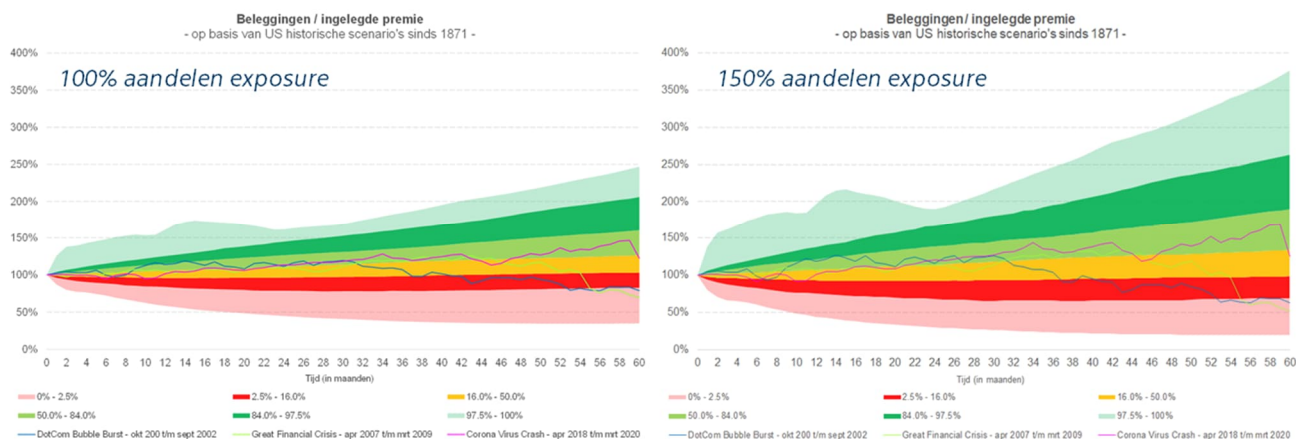
Toetsing

Loslaten leenrestrictie

Hiertoe heeft het fonds uitgebreid gekeken naar historische gerealiseerde aandelenrendementen op basis van US historische data sinds 1871 en analyse naar de toekomst toe op basis van de rendement / risico karakteristieken van de rendementsportefeuille.

Aandelen allocatie	Kans lager dan premie in 5 jaar	2.5% percentiel (% van premie inleg)
75%	12.1%	87.8%
100%	12.3%	82.7%
125%	15.2%	73.2%
150%	17.8%	69.2%

Kansen op basis van US historische data sinds 1871



Verdeling vermogen als percentage van ingelegde premie

De berekende historische ALM-kansen tonen aan dat de kans op verlies en de mate van verlies beperkt toenemen indien de aandelen exposure stijgt van 75% naar 100%. Echter, het toevoegen van leverage door meer dan 100% aandelen-exposure aan te gaan leidt tot een versnelde toename van de kortingskansen en verlies in een slecht-weerscenario.

Het fonds kiest er voor om de aandelen exposure te beperken tot maximaal 100%, waarbij dit getoetst wordt op basis van de mappingsmethodiek als vastgesteld door de Advies commissie parameters. Effectief betekent dit dat het fonds de leenrestrictie formeel niet los wil laten. Het fonds gaat de blootstelling aan aandelenrisico monitoren, maar behoudt

discretionaire vrijheid indien na een onverwachtse economische schok het aandelenrisico boven de 100% uitkomt.

Toedelingspercentage uitkeringsfase

Vanaf pensioenleeftijd wordt vermogen onttrokken door uitkering en groeit het vermogen alleen nog door rendement. Een vermogensverlies kan als pijnlijk worden ervaren en komt ten laste van de solidariteitsreserve.

Het fonds wil de kans op een groot vermogensverlies beperken en definieert hiertoe de volgende bandbreedte:

Het fonds staat maximaal een jaarlijkse vermogensschok van -/-5% met 10% kans toe in de uitkeringsfase.

Dit heeft als gevolg dat **maximaal 40% naar de rendementsportefeuille gealloceerd** wordt in de uitkeringsfase, dit ligt onder de **toegestane maximale allocatie van 57% volgend uit de risicohouding** en leidt tot een ambitie boven het minimale fondsdoel van 50% van de prijsindex in de uitkeringsfase.

Op pensioenleeftijd is alle premie ingelegd. De kans op 5% verlies is verhoogd van **2,5% kans in de opbouwphase** naar 10% kans in de uitkeringsfase vanwege de mitigerende werking van de solidariteitsreserve. In de onderbouwing van de solidariteitsreserve heeft het fonds geoordeeld dat dit risico in de uitkeringsfase nog altijd evenwichtig is.

Dit percentage volgt uit de risico-/rendementskarakteristieken van de rendementsportefeuille en de allocatie behorende bij een ambitie in de uitkeringsfase:

% van de prijsinflatie	60.0%	70.0%	80.0%	85.0%
Benodigde allocatie	40%	47%	53%	57%
Verlies vermogen 10% kans	-4.8%	-5.5%	-6.3%	-6.7%

De benodigde allocatie naar rendementsportefeuille is gebaseerd op de ambitie voor mate van prijsinflatie en het verondersteld overrendement

De tabel geeft een “benodigde allocatie”. Deze benodigde allocatie behorende bij een ambitie in de uitkeringsfase is vastgesteld als: $\text{Ambitie\%} \times 2,0\% / 3,0\%$.

De grens van 10% wordt bereikt bij een ambitie in de uitkeringsfase van 70% van de prijsindex.

Verdeelsleutel overrendement

De grafiek geeft de allocaties naar de brede rendementsportefeuilles vóór mapping bij drie verschillende indexatieambities (vóór en na pensioendatum), gegeven de vastgestelde ambitie in de uitkeringsfase van 60% van de prijsinflatie en 3,0% meerrendement boven cash op de rendementsportefeuille.

De drie lifecycles zijn gebaseerd op de gestelde doelen en restricties van het fonds en leiden tot:

- **57% collectieve allocatie bij een indexatieambitie van 120%, start afbouw risico op leeftijd 56**

- 51% collectieve allocatie bij een indexatieambitie van 110%, start afbouw risico op leeftijd 46
- 48% collectieve allocatie bij een indexatieambitie van 100%, start afbouw risico op leeftijd 35

Conclusie

Uitvoeringsrestricties

Alle drie de lifecycles voldoen aan de uitvoeringsrestrictie op de allocatie naar de collectieve rendementsportefeuille van maximaal 75%. Omdat het fonds een relatief oud fonds is, geldt dat de uitvoeringsrestrictie op de allocatie naar de collectieve rendementsportefeuille van maximaal 75% niet beknellend werkt. Dit betekent dat er nog ruimte in de portefeuille resteert voor het nemen van risico, gegeven de minimale benodigde omvang van de beschermingsportefeuille gebaseerd op de gemaakte keuzes inzake het beschermingsrendement. Het fonds wenst deze ruimte in te vullen binnen de gestelde grenzen en doelen.

Leeftijd afbouw risico

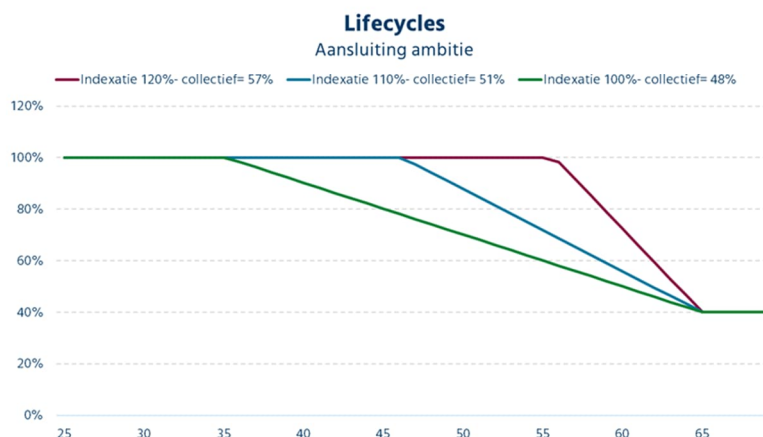
Gegeven het uitgangspunt dat het risico afgebouwd wordt vóór leeftijd 48, dit volgt immers uit de begrenzing van 5% op de kans dat een verlies 5% of groter is (zie hoofdstuk [Risicohouding](#)), is de lifecycle behorende bij de ambitie 1,738% met 110% indexatie vóór en na pensioendatum (zoals we die kennen in het huidige FTK) het best passend. De afbouw van het risico in de verdeelsleutel begint dus vanaf 46 jaar. Hiermee wordt ook wat marge gecreëerd ten opzichte van de risicohouding.

Gegeven de randvoorwaarden is het pensioenfonds akkoord met dit uitgangspunt. Het sluit in enige mate ook aan bij de ambitie volgend uit URM-doorrekeningen van het huidige FTK: er wordt naar een hoger pensioen gestreefd dan nu geambieerd wordt.

De ambitie van 1,738% met 110% indexatie voor en na pensioendatum (zoals we die kennen in het huidige FTK) wordt als volgt vertaald naar de ambitie in de solidaire premieregeling:

- Ambitie uitkeringsfase:
De geambieerde toeslag na pensioeningang, als percentage van de indexatiemaatstaf, is 60%.
- Ambitie opbouwfase:
De geambieerde vervangingsratio op pensioenleeftijd, als percentage van de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag (PG) is gelijk aan 86% voor een 25-jarige deelnemer.

		#1	#2	#3
Toeslag ambitie na pensioendatum		50%	60%	70%
Huidige regeling		SPR vervangingsratio		
Opbouw	Indexatie	#1	#2	#3
1.738%	90%	78%	76%	74%
1.738%	100%	83%	81%	79%
1.738%	110%	88%	86%	84%
1.738%	120%	94%	92%	89%



Toets evenwichtigheid

De toets op evenwichtigheid van het beleid is onderdeel van de onderbouwing van de solidariteitsreserve. Hier heeft ook verdere stochastische toetsing plaatsgevonden op basis van de DNB-scenarioset, waaronder maatmensanalyse.

Het bestuur heeft de norm gesteld dat een bijdrage van relatief 5% van de vervangingsratio (ongeacht leeftijd) in zowel een mediaan als slecht weer scenario nog acceptabel is, hierboven niet meer. Een beleggingsbeleid op basis van 60% prijsindex in de uitkeringsfase voldoet aan deze norm, een uitbreiding naar 70% niet meer. Conclusie van de analyse was hiermee dat de verhoging van de oorspronkelijke ambitie in zowel opbouwfase als uitkeringsfase leidt tot een evenwichtig beleid.

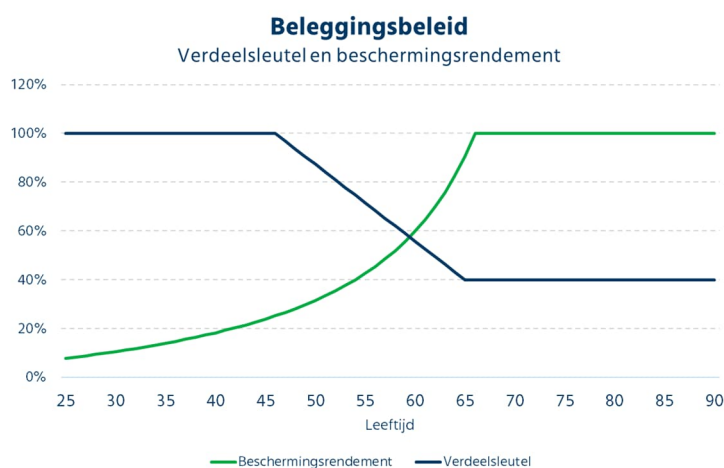
Hoofdstuk 6

Beleggingsbeleid persoonlijke pensioenvermogens

Toedelingspercentages overrendement en beschermingsrendement

Het vormgegeven beleggingsbeleid van de persoonlijke pensioenvermogens is gebaseerd op de uitgangspunten als vastgesteld door het fonds, waarbij onder andere rekening is gehouden met:

- Wensen van sociale partners;
- De kenmerken van de deelnemers als vormgegeven via de risicohouding;
- Waarbij rekening is gehouden met het RPO, wetenschappelijke inzichten en de deelnemerskenmerken.



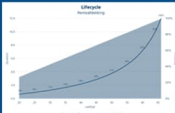
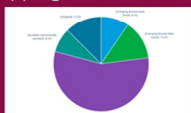
Toedelingspercentages voor de verdeelsleutel overrendement en beschermingsrendement

Hierbij is voldaan aan de geformuleerde doelen van het fonds:

- De vormgeving van het beleid dient robuust en repliceerbaar te zijn;
- Het beleid is gebaseerd op de driehoek *Ambitie, Premie en Risico*;
- Het raamwerk voor constructie van de verdeelsleutels en het collectieve beleid is gebaseerd op beliefs en uitgangspunten van het fonds waarmee, via deterministische berekeningen, de verdeelsleutels worden opgesteld;
- Stochastische doorrekeningen ter toetsing en onderbouwing van de opgestelde beliefs en uitgangspunten.

Collectief beleid persoonlijke pensioenvermogens

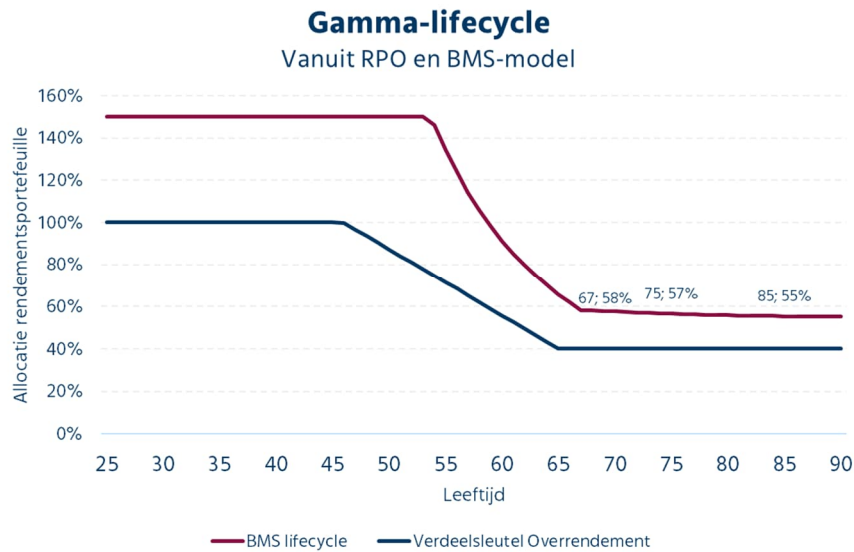
Voor het behalen van de doelen wordt 51% belegd in de bijbehorende rendementsportefeuille uit de SAA-studie. Onderstaande tabel geeft het resulterende beleggingsbeleid voor de persoonlijke pensioenvermogens.

Beschermingsportefeuille 66% collectieve afdekking 25% beschermingsportefeuille 																																															
Rendementsportefeuille - Meerrendement = 3.0% - Mappingsfactor = 90% 																																															
Beleggingsrisico - Ambitie OF: 86% geïndex. PG - Ambitie UF: 60% prijsinflatie 																																															
	<table> <tr> <th>Rendementsportefeuille</th><th>Belplan 2024</th><th>Beleid PPVs</th></tr> <tr> <td>Beschermingsportefeuille</td><td>50.0%</td><td>49.0%</td></tr> <tr> <td>LDI *)</td><td>27.0%</td><td>29.9%</td></tr> <tr> <td>Hypotheken</td><td>7.5%</td><td>8.0%</td></tr> <tr> <td>Bedrijfsobligaties</td><td>15.5%</td><td>11.1%</td></tr> <tr> <td>Vastrentende waarden (rendement)</td><td>11.0%</td><td>11.7%</td></tr> <tr> <td>High Yield</td><td>0.0%</td><td>0.0%</td></tr> <tr> <td>Emerging Market Debt (hard)</td><td>4.5%</td><td>4.8%</td></tr> <tr> <td>Emerging Market Debt (local)</td><td>6.5%</td><td>6.9%</td></tr> <tr> <td>Aandelen</td><td>33.0%</td><td>32.9%</td></tr> <tr> <td>Aandelen (ontwikkelde markten)</td><td>28.5%</td><td>28.7%</td></tr> <tr> <td>Aandelen (opkomende markten)</td><td>4.5%</td><td>4.3%</td></tr> <tr> <td>Alternatieven</td><td>6.0%</td><td>6.4%</td></tr> <tr> <td>Onroerend Goed</td><td>6.0%</td><td>6.4%</td></tr> <tr> <td>Totaal</td><td>100%</td><td>100%</td></tr> </table>	Rendementsportefeuille	Belplan 2024	Beleid PPVs	Beschermingsportefeuille	50.0%	49.0%	LDI *)	27.0%	29.9%	Hypotheken	7.5%	8.0%	Bedrijfsobligaties	15.5%	11.1%	Vastrentende waarden (rendement)	11.0%	11.7%	High Yield	0.0%	0.0%	Emerging Market Debt (hard)	4.5%	4.8%	Emerging Market Debt (local)	6.5%	6.9%	Aandelen	33.0%	32.9%	Aandelen (ontwikkelde markten)	28.5%	28.7%	Aandelen (opkomende markten)	4.5%	4.3%	Alternatieven	6.0%	6.4%	Onroerend Goed	6.0%	6.4%	Totaal	100%	100%	*) LDI bevat hier onder andere Green bonds, staatsobligaties, cash en swaps
Rendementsportefeuille	Belplan 2024	Beleid PPVs																																													
Beschermingsportefeuille	50.0%	49.0%																																													
LDI *)	27.0%	29.9%																																													
Hypotheken	7.5%	8.0%																																													
Bedrijfsobligaties	15.5%	11.1%																																													
Vastrentende waarden (rendement)	11.0%	11.7%																																													
High Yield	0.0%	0.0%																																													
Emerging Market Debt (hard)	4.5%	4.8%																																													
Emerging Market Debt (local)	6.5%	6.9%																																													
Aandelen	33.0%	32.9%																																													
Aandelen (ontwikkelde markten)	28.5%	28.7%																																													
Aandelen (opkomende markten)	4.5%	4.3%																																													
Alternatieven	6.0%	6.4%																																													
Onroerend Goed	6.0%	6.4%																																													
Totaal	100%	100%																																													

Collectief beleid persoonlijke pensioenvermogens (PPV's)

Toetsing risicohouding via risicoblootstelling

In de gekozen opzet is de risicoblootstelling bij aanvang een toets op de verdeelsleutel voor het overrendement (zie rapportage inzake risicohouding voor nadere uitleg). In de vormgeving van de verdeelsleutel voor het overrendement is al expliciet rekening gehouden met het risicopreferentie-onderzoek, risicodraagvlak en risicopreferentie.



*BMS lifecycle en verdeelsleutel overrendement.
Gegevenslabel bij punten op de lijn geven weer: (leeftijd, allocatie)*

Per constructie voldoet de risicoblootstelling aan de wettelijke eisen van de risicohouding.

De lifecycle volgend uit het BMS-1992-lifecycle model toont dat er ruimte voor het nemen van extra risico, maar dit wordt niet genomen vanwege:

1. De beoogde leeftijd waarop risico wordt afgebouwd (voor leeftijd 48);
2. De keuze om de leenrestrictie (na mapping) niet los te laten.
3. Evenwichtigheid solidariteitsreserve

Daarnaast voldoet de verdeelsleutel aan de gestelde ambitie van het fonds.

Toetsing

De risicoblootstelling blijft binnen de vastgestelde grenzen uit hoofde van de risicohouding.

Hoofdstuk 7

Indicatief collectief beleggingsbeleid

Reserves en voorzieningen

De solidaire premie regeling heeft een verzameling aan reserves en voorzieningen, onder andere:

- Solidariteitsreserve (SDR)
- Compensatiedepot
- Minimum Vereist Eigen Vermogen (MVEV)
- Operationele reserve met verschillende onderdelen zoals:
 - Kostenvoorziening
 - Nabestaandenpensioenvoorziening
 - Arbeidsongeschiktheidsvoorziening
 - Voorziening niet-opgevraagde pensioenen
 - Voorziening overige zaken



De reserves en voorzieningen zijn intrinsiek onderdeel van het collectieve beleggingsbeleid en geen afgescheiden vermogen zoals vroeger voor bijvoorbeeld VPL-regeling vaak het geval was. Dit betekent dat de reserves en voorzieningen meedelen in de collectieve risico's en rendementen en dat ook voor elke reserve en voorziening een mate van beschermingsrendement tegen renterisico en blootstelling aan zakelijke waardenrisico toegekend moet worden.

Beleggingsbeleid reserves en voorzieningen

De meest gehanteerde vormen voor het beleggingsbeleid voor de reserves en voorzieningen zijn:

- Beleid zodanig dat de reserve of voorziening meebeweegt met het vermogen van deelnemers
- Beleggingsrisico wordt beloond, dus ook rendementsdoelstelling van reserves
- Contra-cyclisch beleggen
- Liquiditeit en eurobedrag van reserves is belangrijk

De meest materiële reserves en voorzieningen van het fonds zijn:

- Solidariteitsreserve, 7% van persoonlijke pensioenvermogens.

- Voorziening operationele risico's: 2% van de persoonlijke pensioenvermogens

Het beleggingsbeleid van de reserves en voorzieningen is onderbouwd in het integrale "besluitvormingsdocument"

Collectief beleggingsbeleid

Het collectieve beleggingsbeleid inclusief reserves en voorzieningen is indicatief en afhankelijk van onder andere:

- Dekkingsgraad op moment van transitie: zo zijn de compensatiestaffel en invaarvermogens naar de deelnemers dekkingsgraad en rente afhankelijk
- Renteafhankelijk: compensatie is een euro-kostenbedrag en uitgedrukt in de huidige TV. Indien de rente wijzigt kan de compensatielast als percentage van de dekkingsgraad wijzigen.

Onderstaande tabel geeft een indicatie hoe het collectieve beleggingsbeleid er uit kan zien bij een dekkingsgraad op het moment van invaren van 130%, waarbij aangenomen is dat de compensatie van 3% in een keer is toegedeeld aan de deelnemers.

Rendementsportefeuille	Belplan 2024	PPVs ***)	Solidariteits-reserve	MVEV en VOR	Collectieve Portefeuille
Beschermingsportefeuille	50.0%	49.0%	100%	49.0%	52.0%
LDI **)	27.0%	29.9%	100%	29.9%	34.0%
Hypotheke	7.5%	8.0%		8.0%	7.5%
Bedrijfsobligaties	15.5%	11.1%		11.1%	10.5%
Fixed Income	11.0%	11.7%		11.7%	11.0%
High Yield	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
Emerging Market Debt (hard)	4.5%	4.8%		4.8%	4.5%
Emerging Market Debt (local)	6.5%	6.9%		6.9%	6.5%
Equity	33.0%	32.9%		32.9%	31.0%
Aandelen (ontwikkelde markten)	28.5%	28.7%		28.7%	27.0%
Aandelen (opkomende markten)	4.5%	4.3%		4.3%	4.0%
Alternatives	6.0%	6.4%		6.4%	6.0%
Vastgoed	6.0%	6.4%		6.4%	6.0%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%
%van dekkingsgraad	130%	119.8%	8.2%	2.0%	130%

*) Collectieve beleggingsbeleid is afhankelijk van de hoogte van de dg is bij de transitie, waardoor het collectieve beleid indicatief is

**) LDI bevat cash, swaps, staats etc. en ook de rentedragende portefeuille voor de SDR (risicovrij)

***) Inclusief kostenreserve, dit is circa 3% en krijgt ook eigen toedelingenregels

Bijlage A

Constructie verdeelsleutel voor het overrendement

Het nieuwe pensioencontract wordt gekenmerkt door de mogelijkheid risico per leeftijdscohort toe te wijzen. Dit gebeurt middels twee verdeelsleutels (lifecycles):

- leeftijdsafhankelijke toewijzingspercentage beschermingsrendement, ρ_x ;
- leeftijdsafhankelijke toewijzingspercentage overrendement, ω_x .

Toewijzing rendement

Per leeftijdscohort geldt de volgende toewijzing van rendement:

$$r_x = 1 \text{ jrs rente} + \rho_x \cdot \Delta RTS_x + \omega_x \cdot \text{Overrendement}$$

Om deze formule te duiden is het goed om de componenten separaat te beschouwen:

$$r_x = \boxed{1 \text{ jrs rente}} + \rho_x \cdot \Delta RTS_x + \omega_x \cdot \text{Overrendement}$$

Alle deelnemers ontvangen een compensatie voor het *verstrijken van tijd*. De 1-jaars risicovrije rente uit de DNB-RTS is de voorgeschreven vergoeding voor het verstrijken van tijd.

Dit betekent dat de overige componenten (ΔRTS_x , *Overrendement*) zijn gedefinieerd als 'risicopremies' (of excès rendement boven de 1-jaars risicovrije rente).

$$r_x = 1 \text{ jrs rente} + \boxed{\rho_x \cdot \Delta RTS_x} + \omega_x \cdot \text{Overrendement}$$

Het theoretisch beschermingsrendement¹ (ΔRTS_x) is gelijk aan het rendement dat benodigd is zodanig dat de uitkering voor leeftijdscohort x niet wijzigt als gevolg van een wijziging van de rente. Het is gedefinieerd als het indirect rendement, oftewel de 1-jaars risicovrije rente is hier vanaf getrokken. Het theoretisch beschermingsrendement is afhankelijk van de leeftijd van de deelnemer. Ook de attributie (via ρ_x) is leeftijdsafhankelijk.

Indien de forward uitkomt, betekent dit dat $\Delta RTS_x = 0$. In de berekeningen en analyses wordt uitgegaan van de aanname dat gemiddelde genomen de forwards uitkomen, oftewel $E[\Delta RTS_x] = 0$. **Het renterisico wordt dus gezien als een onbeloond risico.**

$$r_x = 1 \text{ jrs rente} + \rho_x \cdot \Delta RTS_x + \boxed{\omega_x \cdot \text{Overrendement}}$$

¹ Ook voor de behaald rendement (directe) variant is het doel van renteafdekking het behalen van een rendement dat benodigd om de uitkering voor leeftijdscohort x ongewijzigd blijft als gevolg van een wijziging van de rente

Formeel is het overrendement gedefinieerd als het totaal behaalde fondsrendement minus de 1-jaars risicovrije rente en het beschermingsrendement. Dit wordt vervolgens verdeeld via een verdeelsleutel. Indien de volgende aannames gelden:

- de beschermingsportefeuille behaalt exact het beschermingsrendement (en 1-jaars risicovrije rente);
- de verdeelsleutel voor het overrendement wordt gelijkgesteld aan de *impliciete lifecycle*;
- het collectieve beleid is gelijk aan de som der individuen.

Dan geldt dat het overrendement gelijk is aan het rendement behaald op de rendementsportefeuille. Het is belangrijk om te realiseren dat het overrendement gelijk is voor alle deelnemers, maar alleen de attributie (via ω_x) is leeftijdsafhankelijk.

Constructie verdeelsleutel

Voor de constructie van de verdeelsleutel worden de volgende aannames gehanteerd:

- de beschermingsportefeuille behaalt exact het beschermingsrendement (en 1-jaars risicovrije rente);
- de verdeelsleutel voor het overrendement wordt gelijkgesteld aan de *impliciete lifecycle*;
- het collectieve beleid is gelijk aan de som der individuen;
- gemiddelde genomen komen de forwards uit;
- constante vlakke rente termijnstructuur (Mercer aanname: prudente 2%);
- constante risicopremie op de rendementsportefeuille boven cash;
- de verwachte risicopremie volgt uit de rendementsportefeuille o.b.v. fondsuitgangspunten.

Dit leidt ertoe dat:

$$E[r_x] = 1jrs\ rente + \omega_x \cdot E[rp]$$

Dit betekent dat vermogensgroei alleen voortkomt uit de rendementsportefeuille, waarbij het exces rendement dus voor alle deelnemers gelijk is maar met een verschillende mate van toebedeling.

Het maken van een verdeelsleutel voor overrendement komt hierdoor effectief neer op het definiëren van een *rendementscurve*. Onderstaand wordt hier dieper op ingegaan.

Uitkeringsfase

Voor de uitkeringsfase geldt een additionele aanname:

- projectierendement is gelijk aan de DNB RTS

Ervan uitgaande dat de forwards uitkomen (of indien je 100% afdekt), betekent dit dat je minimaal de 1-jaars risicovrije rente moet maken om een gelijke uitkering te behouden. Effectief betekent dit dat het pensioen in de uitkeringsfase in verwachting toeneemt met

$$E[r_x] - 1jrs\ rente = \omega_x \cdot E[rp]$$

Oftewel, de “indexatie” in de nieuwe regeling is gelijk aan de toebedeelde risicopremie.

De ambitie in de uitkeringsfase wordt gedefinieerd als een percentage van de beoogde indexatiemaatstaf (voor herkenbaarheid met het huidige kader). Ook dit impliceert een benodigd rendement: een gegeven indexatie kan immers gezien worden als een exces rendement. Het benodigd verwachte exces rendement is dan gelijk aan het ambitiepercentage vermenigvuldigd met de verwacht waarde van de indexatiemaatstaf ($= \pi \cdot E[I]$). Vanaf pensioenleeftijd geldt dus een constant benodigd overrendement.

Samengevoegd geeft dit de allocatie naar de rendementsportefeuille in de uitkeringsfase:

$$\omega_x = \frac{\pi \cdot E[I]}{E[rp]}$$

Voorbeeld:

Stel dat de risicopremie 3% is, een ambitie van 50% van de prijsinflatie en de verwachte prijsinflatie is 2%. Dan volgt een exces rendementsdoelstelling van $1\% = 50\% \cdot 2\%$. De benodigde allocatie in de uitkeringsfase is dan $33\% = 1\% / 3\%$.

Opbouwfase

De opbouwfase is een samenspel tussen premie, ambitie en risico. DNB vraagt om de volgende interactie tussen deze drie elementen:

- *Lifecycle en beleggingsbeleid volgen uit risicohouding.*
Het RPO en de vastlegging van de risicohouding resulteert in een smalle bandbreedte voor de lifecycle en het beleggingsbeleid. Hierdoor is het beleggingsbeleid geen variabele meer in de onderhandeling tussen sociale partners.
- *Ambitie en premie is uitkomst van onderhandeling tussen sociale partners.*
Doordat risico gefixeerd is, is er een eenduidige en directe relatie tussen ambitie en premie.

In de praktijk werkt het nu anders:

- invulling risico en beleggingen ligt bij pensioenfonds;
- premie is veelal gefixeerd en wordt weinig op bewogen;
- ambitie is een resultante.

De **premie** beschouwen we dan ook als gefixeerd. In werkelijkheid is de premie gemaximeerd op het fiscaal maximum (nu 30% netto premie). Het beleggingsbeleid wordt vormgegeven bij

een *evenwichtsrente* van 2%, bij dit renteniveau blijft 30% naar verwachting fiscaal gefaciliteerd.

De **ambitie** krijgt een vooraanstaande plaats in de vormgeving en is voor de opbouwfase gedefinieerd als een vervangingsratio op pensioenleeftijd: de uitkering als percentage van een gemiddeld geïndexeerde pensioengrondslag.

Het genomen **risico** wordt weergegeven via de verdeelsleutel. De verdeelsleutel is een resultante, gedreven door de ambitie, ingelegde premie en de vastgelegde risicohouding. Indien de ambitie niet gerealiseerd kan worden (bijvoorbeeld door de begrenzing uit risicohouding) betekent dit dat

- de ambitie te hoog is vastgesteld en/of
- de premie te laag is.

De verdeelsleutel wordt vormgegeven uitgaande van een 'nieuwe deelnemer' als gedefinieerd door het fonds. Hierbij wordt de verdeelsleutel tot pensioendatum weergegeven zodanig dat:

- de verdeelsleutel start bij het evenwichtig bevonden startpunt;
- de verdeelsleutel eindigt op het benodigd risico van de uitkeringsfase (zie sectie *Uitkeringsfase* in hoofdstuk *Overrendement*);
- de keuze van het moment van afbouw risico is zodanig dat op pensioendatum de beoogde vervangingsratio wordt gerealiseerd.

De resulterende lifecycle is te interpreteren als een allocatie naar de rendementsportefeuille, maar beter nog als een verwacht rendementscurve. Deze allocatie is namelijk een functie van het verwachte excès rendement op de rendementsportefeuille.

- Hoe hoger het verwachte excès rendement, hoe lager de benodigde allocatie om een gegeven ambitie te bereiken
- Hoe lager het verwachte excès rendement, hoe hoger de benodigde allocatie om een gegeven ambitie te bereiken

De resulterende lifecycle kan dus gezien worden als een rendementscurve die het benodigd rendement weergeeft om de ambitie te realiseren. Laat het leeftijdsafhankelijke benodigd overrendement op de rendementsportefeuille gegeven worden door $\overline{rp}_x$.

De allocatie naar de rendementsportefeuille in de opbouwfase is dan te definiëren als:

$$\omega_x = \frac{\overline{rp}_x}{E[rp]}$$

Gegeven de aanname van de ambitie, rente en premie is de allocatie naar de rendementsportefeuille dan een functie van het verwachte excès rendement op de rendementsportefeuille. De excès rendementsaanname heeft geen impact op de ambitie in de gekozen opzet.

Bijlage B

Bodie-Merton-Samuelson model

Voor de constructie van de gamma-lifecycle wordt gebruik gemaakt van het Bodie-Merton-Samuelson model. AFM heeft dit model in zijn rapportage “Verkenning risicopreferentieonderzoeken – praktische voorbeelden in het verlengde van de AFM leidraad” genoemd als een goed voorbeeld hoe uitkomsten met betrekking tot het risicodraagvlak en de risicotolerantie kunnen worden gecombineerd.

Formularium

Het model komt voort uit wetenschappelijke inzichten en wordt beschreven via de volgende formule:

$$w_t = \frac{\lambda}{\sigma} \cdot \frac{1}{\gamma_t} \cdot \left(1 + \frac{H_t}{F_t}\right)$$

Waar:

- w_t de allocatie is naar de rendementsportefeuille voor leeftijdscohort t ;
- λ de Sharpe ratio is van de rendementsportefeuille met volatiliteit σ ;
- γ_t de risicoaversie is van leeftijdscohort t ; (dit is de bovengenoemde gamma)
- H_t en F_t respectievelijk het menselijk en financieel kapitaal zijn van leeftijdscohort t .

Hoe het model risicodraagvlak en de risicotolerantie combineert wordt duidelijker als de componenten van de formule nader bekeken worden:

$$w_t = \boxed{\frac{\lambda}{\sigma}} \cdot \frac{1}{\gamma_t} \cdot \left(1 + \frac{H_t}{F_t}\right)$$

De Sharpe-ratio en bijbehorende volatiliteit zijn de beleggingskenmerken van de opnieuw vast te stellen rendementsportefeuille van het fonds. Hoe positiever de beloning per eenheid risico, hoe hoger de allocatie naar de rendementsportefeuille.

$$w_t = \frac{\lambda}{\sigma} \cdot \boxed{\frac{1}{\gamma_t}} \cdot \left(1 + \frac{H_t}{F_t}\right)$$

Dit element geeft de impact van de risicopreferentie op de allocatie weer. Hoe lager de risicoaversie (ofwel hoe hoger de risicopreferentie), hoe hoger de allocatie naar de rendementsportefeuille. Ofwel, een deelnemer met een hogere risicopreferentie, **wil** meer in de rendementsportefeuille beleggen.

$$w_t = \frac{\lambda}{\sigma} \cdot \frac{1}{\gamma_t} \cdot \left(1 + \boxed{\frac{H_t}{F_t}}\right)$$

Menselijk en financieel kapitaal vormen gezamenlijk het risicodraagvlak:

- Het menselijk kapitaal is het 'toekomstig verdienvermogen' en bevat de toekomstige AOW uitkeringen en de toekomstige premie-inleg;
- Het financieel kapitaal is het opgebouwde vermogen. Dit kan bestaan uit pensioenvermogen en andere vermogenscomponenten.

Hoe hoger het toekomstig verdienvermogen ten opzichte van het huidige vermogen, hoe groter het draagvlak voor risico en hoe hoger de allocatie naar de rendementsportefeuille. Ofwel, een deelnemer met een hoger risicodraagvlak, **kan** meer in de rendementsportefeuille beleggen.

De portefeuille zonder menselijk kapitaal, $w = \frac{\lambda}{\sigma} \cdot \frac{1}{\gamma}$, wordt de *Merton Portefeuille* of *Samuelson Share* genoemd. Dit is de allocatie naar de rendementsportefeuille op de pensioendatum indien geen AOW wordt meegenomen.

Bijlage C

Vormgeving ambitie

Het huidige pensioencontract kent een ambitie, door deelnemers vaak als harde belofte gezien. Deze ambitie wordt doorgaans vormgegeven via een jaarlijks opbouwpercentage, waarbij ook een zekere mate van toeslagverlening wordt nagestreefd.

De ambitie is overigens niet maatgevend voor hetgeen men daadwerkelijk aan pensioen kan verwachten. Bij een doorgaans stabiele premie hangt de realisatie van beide grootheden immers af van economische omstandigheden. De ambitie is dan ook niet in steen gegoten: een veranderd economisch beeld kan aanleiding zijn voor het aanpassen van de ambitie, zeker als deze niet meer haalbaar wordt geacht. Zo heeft een aantal pensioenfondsen de afgelopen jaren het opbouwpercentage verlaagd en de loonindex als ambitie verlaagd tot de prijsindex. Tevens is de mate van toeslagverlening meermaals teruggebracht tot onder de 100%.

In het nieuwe (solidaire) pensioencontract is het formuleren van een pensioenambitie verplicht. De genoemde maatstaven, een opbouwpercentage en toeslagambitie, zijn hiervoor echter niet passend.

Ten eerste is geen sprake meer van jaarlijkse opbouw. Er wordt weliswaar nog steeds een jaarlijkse premie gestort, maar hiervoor wordt geen aanspraak opgebouwd en ook niet als zodanig geïndexeerd. De gestorte premie groeit louter met beleggingsrendement.

Ten tweede is geen sprake meer van één generieke toeslagverlening voor alle leeftijden, zoals onder het huidig contract in de regel wel het geval is. Vanwege de afbouw van beleggingsrisico (lifecycle) zijn de (impliciete) pensioenaanpassingen in de beginfase naar verwachting gemiddeld hoger dan in de eindfase. Dit maakt een generieke toeslagmaatstaf voor eenieder niet toepasbaar.

Ambitie onder de solidaire premiereregeling

In de solidaire premiereregeling hangt de wijziging van het pensioen directer af van het behaalde beleggingsrendement en de ingelegd premie en is standaard geen sprake meer van een uniforme verhoging van het pensioen.

Ambitie komt in verschillende vormen terug in het nieuwe contract:

- Ambitie van **sociale partners** (voor communicatie)
- Ambitie van **deelnemers** (minimum rendementsambitie in de risicohouding)
- Ambitie van **fonds** (ter constructie van de lifecycle)

Mercer stelt voor om onder de solidaire premiereregeling de ambitie (SPR-ambitie) als volgt vorm te geven:

Ambitie opbouwfase:

Definieer de geambieerde vervangingsratio op de pensioenrichtleeftijd, als percentage van de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag (PG).

Ambitie uitkeringsfase:

Definieer de geambieerde toeslag na pensioeningang, als percentage (π) van de beoogde indexatiemaatstaf (I).

Deze definitie sluit goed aan bij het SPR contract. De lifecycles en het beleggingsbeleid kunnen vormgegeven worden middels bovenstaande ambities. De fondsambitie is de fundamentele bouwsteen in de vormgeving van het beleggingsbeleid.

De volgende hoofdstukken gaan hier dieper om in.

Ambitie opbouwfase

In de ambitie voor de opbouwfase is gekozen voor een definitie van vervangingsratio in termen van de gemiddelde (met volledige prijsindex) geïndexeerde pensioengrondslag; dit sluit aan bij de genoemde maatstaf in de Memorie van Toelichting. De geïndexeerde pensioengrondslag heeft een uitlegbare betekenis: deze maatstaf meet in hoeverre de koopkracht van de ingelegde bijdrage gehandhaafd kan blijven.

Ook internationaal is een dergelijke maatstaf van vervangingsratio gebruikelijk. Zo werd in het onlangs door de OESO gepubliceerde rapport OECD Pensions at a Glance 2023 de toereikendheid van het pensioenstelsel geduid via de bruto vervangingsratio, het pensioen bij ingang als percentage van het gemiddelde salaris. Nederland scoort hierin met 80% zeer goed, tegenover het Oeso-gemiddelde van 54,1%. Daar pensioenfondsen zich louter op de tweede pijler kunnen richten, ligt een ambitie op basis van pensioengrondslag meer in de rede dan op basis van het pensioensalaris.

Ambitie uitkeringsfase

Alleen voor de periode tot de pensioendatum bestaat de noodzaak een ambitie middels een vervangingsratio te definiëren. Maar ook in de uitkeringsfase is een ambitie gewenst. Vanaf pensioendatum vindt doorgaans een vorm van (collectieve) toeslagverlening plaats. Voor de uitkeringsfase kan de ambitie dan ook worden gedefinieerd als percentage van de (geambieerde) toeslagmaatstaf. Doorgaans zal de maatstaf gelijk zijn aan de prijsindex, maar uiteraard is ook een koppeling aan de loonindex mogelijk.

De toeslagambitie wordt in het nieuwe pensioenstelsel fors anders vormgegeven, los van de hoogte. Momenteel wordt ernaar gestreefd van jaar tot jaar een prijs- of loonindex te benaderen, waartoe de collectieve dekkingsgraad beschikbaar is. Door het ontbreken van een dekkingsgraad onder het nieuwe stelsel wordt het overrendement direct sturend en zal de jaarlijkse afwijking van het indexcijfer veel forser zijn. Communicatief vergt dit een enorme inspanning.

Voorbeeld:

Stel dat we uitgaan van

een beleggingsmix van 30 á 35% zakelijke waarden in de uitkeringsfase;

een overrendement van gemiddeld 3% van deze zakelijke waarden.

Dan volgt hieruit dat jaarlijks circa 1% toeslag verleend kan worden vanuit het overrendement op zakelijke waarden ($=33\% \times 3\%$). Bij een lange termijn inflatie van 2% zou hiermee dan de helft van de prijsindex gecompenseerd kunnen worden. Voor veel pensioenfondsen zal dit lager zijn dan de huidige indexatiemaatstaf.

Hier staat tegenover dat onder het nieuwe pensioenstelsel in de opbouwfase meer risico genomen kan worden. Op pensioenleeftijd kan en moet de uitkering op de pensioenrichtleeftijd daarom wat hoger zijn dan onder het huidige contract om zo te corrigeren voor de (naar verwachting) lagere toeslagverlening in de uitkeringsfase.

In onderstaand voorbeeld hebben we uitgewerkt hoe de huidige ambitie voor een voorbeeldfonds vertaald kan worden naar een ambitie onder de SPO. Het betreffende pensioenfonds heeft nu een middelloonregeling met gemiddeld 1,6% jaarlijkse opbouw en een verwachte toeslagambitie van 80% van de prijsindex.

De bepaling van de SPO-ambitie is zodanig gedaan, dat de verwachte uitkeringen onder de huidige en nieuwe regeling gelijk zijn. In onderstaande tabel is een en ander nader uitgewerkt.

	Huidige Regeling	Solidaire premieovereenkomst
A. Vervangingsratio als percentage gemiddelde geïndexeerde PG	63%	68%
B. Toeslagambitie na pensioendatum	80,0%	50,0%
C. Toeslagambitie tot pensioendatum	80,0%	103,6%

De genoemde 63% is herleid op basis van het opbouwpercentage van 1,6% en 80% prijsindexatie. De in de tabel genoemde C, toeslagambitie tot de pensioendatum, zal niet worden opgenomen als maatstaf.

Ter informatie hebben we deze in de tabel opgenomen om te tonen welke “extra toeslag” verleend moet worden om onder de SPO de hogere vervangingsratio te behalen. Deze maatstaf dient met name om het beleggingsbeleid vorm te kunnen geven in de opbouwfase.

Kortweg kan gesteld worden dat de toeslagambitie van 80% over de gehele periode nu, wordt vertaald naar 103,6% te behalen tot de pensioendatum en 50% na de pensioendatum.



Mercer (Nederland) B.V.

Startbaan 6 - NL 1185 XR Amstelveen
P.O. Box 2271 - NL 1180 EG Amstelveen
www.mercer.nl

Copyright © 2024 Mercer (Nederland) B.V. Alle rechten voorbehouden.

Target Operating Model (TOM) vermogensbeheerketen SPR

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

Inhoudsopgave

1. Introductie & scope	3
1.1 In scope	3
1.2 Buiten scope	3
1.3 Ingangsmoment, wijzigingsprocedure en evaluatie TOM	3
2. Betrokken ketenpartners, primaire rollen & soorten administraties	5
2.1 Administraties per ketenpartner	6
3. Ondersteuning voor ketenpartners onderling	10
4. Order-, gegevens- en informatiestromen	11
4.1 Introductie	11
4.2 Gegevensuitwisseling (maandelijksse cyclus)	11
4.3 Nadere toelichting maandelijksse gegevensuitwisseling	13
4.3.1 Toelichting flowchart “Stromen interactie vermogensbeheer”	13
4.3.2 Toelichting flowchart “2. Beheer portefeuille”	15
4.4 Gegevensuitwisseling (maandelijksse reconciliatie)	16
4.4.1. Interne rendementsreconciliatie	16
4.4.2. Kapitaalstand-reconciliatie vs. beleggingsadministratie stand uit SIVI #4	16
4.4.3. Tekstuele toelichting uniforme overrendement	16
4.5 Gegevensuitwisseling (op kwartaalbasis)	16
4.6 Gegevensuitwisseling (jaarlijks)	17
4.7 Samenvatting gegevensuitwisseling	18
4.8 Verwerking kosten	18
4.9. Feestdagen en bank holidays per ketenpartner	19
5. Technische afspraken gegevensuitwisseling	21
5.1 Uitwerking technische aspecten uitwisseling SIVI-gegevens	21
5.2 Uitwerking technische aspecten overige informatiestromen	22
6. Proces versturende events	23
7. Documentbeheer	26
Bijlagen	28
1. Contactgegevens	28
2. Ketenpartner die benodigde informatie heeft per DNB K-staat tabel	30
3. Ketenpartner die benodigde informatie heeft per DNB J-staat tabel	31
4. Master table	34

1. Introductie & scope

In dit Target Operating Model (TOM) zijn de activiteiten en werkzaamheden van alle partijen of ketenpartners welke betrokken zijn in de vermogensbeheerketen voor Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken benoemd voor zover sprake is van afhankelijkheden van elkaar. Het beschrijft niet de uitvoering van alle activiteiten bij de partijen of ketenpartners die zelfstandig, d.w.z. zonder periodieke afhankelijkheid van elkaar, worden uitgevoerd. Dergelijke activiteiten worden in bilaterale contracten en bv. een SLA of SLD beschreven tussen Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken en de betreffende partij. Deze beschrijving van activiteiten impliceert geen juridische verhouding tussen de partijen onderling. Alle contractuele afspraken worden bilateraal als partij of ketenpartner met Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken gemaakt.

- In deze versie is het operationele proces voor zover AZL N.V. daar zicht op heeft beschreven. Hiermee zullen niet alle werkzaamheden en activiteiten van ketenpartners onderling beschreven zijn. Het voorliggende TOM is mede gebaseerd op een standaard opgesteld door de Stichting Intermediair- en Vakorganisatie (SIVI).

1.1 In scope

- Al hetgeen noodzakelijk is om de portefeuille te kunnen beheren en indirect (theoretisch) rendement toe te bedelen aan deelnemers en reserves.
- Uitwisselingen en samenwerkingen tussen partijen voor zover deze niet in onderlinge documenten beschreven en (juridisch) vastgelegd zijn.

1.2 Buiten scope

De volgende onderwerpen zijn buiten scope van dit TOM. Tevens wordt benoemd waar deze wel in scope zijn.

Onderwerp	Waar wel in scope
Werkzaamheden rond de aansluiting van werkgevers, verplichtstelling en handhaving.	Uitbestedingsovereenkomst AZL-POB
Werkzaamheden rond premie en - verwerking (payment, incasso, nota etc.).	Uitbestedingsovereenkomst AZL-POB
Werkzaamheden tussen de fiduciair manager en de custodian	Custody overeenkomst POB - NT
Werkzaamheden tussen de fiduciair manager en operationele vermogensbeheerder(s).	Fiduciaire overeenkomst GSAM - POB
Werkzaamheden rond debiteurenbeheer.	Uitbestedingsovereenkomst AZL-POB
Toebedelen rendement aan deelnemers en reserves	Uitbestedingsovereenkomst AZL-POB

1.3 Ingangsmoment, wijzigingsprocedure en evaluatie TOM

Het bestuur van POB stelt de definitieve versie van de TOM formeel vast.

Zijn, en zo ja wanneer, zijn SIVI 1 en 3 vanuit AZL gewenst **voor** het invaarmoment t.b.v. de herstructurering van de portefeuille richting <ingangsdatum>? Is dat bv. <rond datum X>?

Ingangsmoment TOM

Dit TOM is van kracht per xxxx.

AZL zal over xxxx geen SIVI 1,2 en 3 leveren vanwege de “freeze” op de technische omgeving waarin het invaren en de verwerking van TWK-mutaties worden uitgevoerd. Vanaf xxxxx zal AZL SIVI 1,2 en 3 gaan leveren zoals afgesproken. Over xxxx heeft AZL wel vanuit BNYM SIVI 4 per xxxxx nodig volgens de afgesproken tijdslijnen om het rendement te kunnen toebeden.

Wijzigingsprocedure TOM

Bij een wijziging, aanvulling of anderszins van deze TOM wordt de volgende procedure in acht genomen:

- Een wijziging, aanvulling of anderszins van deze TOM kan worden geïnitieerd door elk van de betrokken partijen¹;
- Een voorgestane wijziging, aanvulling of anderszins van deze TOM wordt schriftelijk aan de andere partij(en) toegezonden (“wijzigingsvoorstel”);
- Het wijzigingsvoorstel wordt door partijen beoordeeld op haalbaarheid, kosten en overige gevolgen;
- De ontvangende partij stelt de andere partij binnen vier (4) weken na ontvangst van het wijzigingsvoorstel schriftelijk in kennis van zijn standpunt over het wijzigingsvoorstel;
- Op basis van de op redelijke gronden ingenomen standpunten wordt in onderling overleg tussen partijen een besluit genomen over het wijzigingsvoorstel;
- Een besluit wordt genomen met wederzijds goedvinden, tenzij de wijziging van deze TOM noodzakelijk is om te kunnen voldoen aan gewijzigde toepasselijke wet- en regelgeving;
- Een wijziging van deze TOM wordt schriftelijk vastgelegd door partijen;
- Een wijziging in deze TOM wordt, tenzij anders is overeengekomen, van kracht op de eerste dag van de maand volgend op het tijdstip waarop het besluit tot wijziging is aangenomen;
- De wijziging geldt voor de verdere duur van deze TOM, tenzij partijen anders overeenkomen.

Onderdeel van het TOM is de door POB samen met de ketenpartners opgezette “master table” waarin de door POB vastgestelde life cycle per cohort eenduidig wordt vastgelegd, inclusief standaardcodering voor alle leeftijden/cohorten zoals die via de SIVI-bestanden zullen worden geleverd. Deze tabel bevat ook alle reserves inclusief passend beleggingsprofiel. De master table staat in bijlage 4 van dit TOM.

Wijzigingsprocedure SIVI JSON berichten

Bij een wijziging, aanvulling of anderszins van de SIVI JSON berichten wordt de volgende procedure in acht genomen:

- Enige voorgestane wijziging, aanvulling of anderszins aan de inhoud en/of format van één of meerdere JSON berichten (1,2,3 en/of 4) wordt schriftelijk aan de andere partij(en) toegezonden (“wijzigingsvoorstel”);
- Het wijzigingsvoorstel wordt door partijen beoordeeld op haalbaarheid, kosten en overige gevolgen;
- De ontvangende partij stelt de andere partij binnen vier (4) weken na ontvangst van het wijzigingsvoorstel schriftelijk in kennis van zijn standpunt over het wijzigingsvoorstel;
- Op basis van de op redelijke gronden ingenomen standpunten wordt in onderling overleg tussen partijen een besluit genomen over het wijzigingsvoorstel;
- Een besluit wordt genomen met wederzijds goedvinden
- Een wijziging aan de inhoud en/of format van één of meerdere JSON berichten (1,2,3 en/of 4) wordt schriftelijk vastgelegd door partijen;
- Een wijziging aan de inhoud en/of format van één of meerdere JSON berichten (1,2,3 en/of 4) wordt, tenzij anders is overeengekomen, van kracht op de eerste dag van de maand volgend op het tijdstip waarop het besluit tot wijziging is aangenomen.

¹ Met partijen wordt bedoeld het pensioenfonds, fiduciair manager, en PUO.

2. Betrokken ketenpartners, primaire rollen & soorten administraties

In tabel 1 is opgenomen welke ketenpartners zijn betrokken bij de orderketen, wat hun primaire rollen zijn, welke administraties zij voeren en de primaire werkzaamheden die zij uitvoeren. De fiduciair manager kan voor een deel van de portefeuille ook operationeel vermogensbeheerder zijn.

In dit TOM worden de volgende ketenpartners bedoeld:

Soort partij	Ketenpartner
Pensioenfonds	Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken
Beleggingsadministrateur	BNY Mellon SA (BNYM) - als onderuitbesteding door GSAM
Custodian	Northern Trust Corporation (NT)
Fiduciair manager	Goldman Sachs Asset Management B.V. (GSAM)
Vermogensbeheerders	GSAM, BNP, Blackrock, Van Lanschot Kempen (VLK), L&G, State Street (SSGA), Northern Trust (NT), Alterra, CBRE en Aegon
Huisbank pensioenfonds	ING Bank N.V. (ING)
Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)	AZL N.V. (AZL)
Rapporteur DNB staten - beleggingsdata aan GSAM	DM financial als onderuitbesteding door GSAM
Rapporteur DNB staten - beleggingsdata aan AZL	Goldman Sachs Asset Management B.V.
Rapporteur DNB staten in totaal aan DNB	AZL N.V. (AZL)
Toezichthouder	De Nederlandsche Bank N.V. (DNB)

2.1 Administraties per ketenpartner

De hiervoor genoemde ketenpartners voeren de volgende administraties in relatie tot de vermogensbeheerketen.

Ketenpartner	Fonds	PUO	Fiduciair manager	Operationele vermogens-beheerder	Custodian	Beleggings-administrateur	Huisbank	Toezi chthouder
Primaire rol	Pensioen uitvoerder	Pensioen-uitvoering	Portefeuille-beheerder integrale portefeuille	Portefeuille-beheerder portefeuille onderdelen (beleggings-categorieën)	Custody bank	Administratie portefeuille	Bank	Toezi chthouder
<i>Soorten administratie i.r.t. de vermogensbeheerketen</i>								
	/	1. Deelnemer	1. Beleggings-administratie (IBOR)	1. Portefeuille beheer (incl. IBOR) voor bijbehorend mandaat	1. Bewaarneming / custody	1. Leidende beleggingsadmin. (ABOR)	1. Cash	/
		2. Werkgever						
		3. Grootboek						
		4. Kapitaal-administratie per deelnemer						
		5. Kapitaal-administratie per cohort en reserve						

De hiervoor genoemde ketenpartners voeren de onderstaande werkzaamheden uit. Dit overzicht is er om een compleet beeld van de werkzaamheden in de totale keten te geven. De paars gekleurde werkzaamheden komen in meer detail terug in het interactie-overzicht van paragraaf 4.2.

Ketenpartner	Fonds	PUO	Fiduciair manager	Operationele vermogens-beheerder	Custodian	Beleggings-administrateur	Huisbank	Toezi chthouder
<i>Werkzaamheden in de vermogensbeheerketen</i>								
	1. Betalen netto te beleggen premie	1. Premie vaststelling, inning en verwerking incl. Inhoudingen	1. Periodieke herijking normgewichten collectieve portefeuille conform lifecycle	1. Beheer beleggingsfondsen en -mandaten	1. Verstrekker van een custody bankrekening	1. Voeren leidende beleggingsadmin.	1. Faciliteren betalings-verkeer	1. Validatie rapportages
		2. Berekenen beschermings-, cash- en overrendement	2. Initiëren mutaties (herbalancer ing, beleggen/vrij-maken in- en uitstroom) in portefeuille door instrueren operationele vermogens-Beheerders.		2. Bewaarneming discretionaire mandaten	2.Reconciliatie met schaduwadmin. fiduciair en operationele vermogens-beheerders	2. Aanleveren bankafschriften	
	2. Beleids-wijzigingen	3. Toebedelen rendement aan deelnemers en reserves	3. LDI manager: beheer rentegevoeligheid, periodieke	3. Reconciliatie met custodian	3. Reconciliatie met operationele vermogensbeheerders mandaten	3. Vaststellen totale beleggingswaarde / totaal belegd vermogen		

			aanpassing o.b.v. directe ontvangst sivi 3					
Ketenpartner	Fonds	PUO	Fiduciair manager	Operationele vermogens- beheerder	Custodian	Beleggings- administrateur	Huisbank	Toezichthouder
		4. Bepalen/ versturen SIVI- stroom 1, 2 en 3	4. Voeren beleggingsadmin. (IBOR).	4. Beheer (deel) portefeuille	4. Afhandelen corporate actions	4. Input DNB rapportages vermogensbeheer deel		
		5. Zorgdragen voor feitelijke afwikkeling geldstroom (bij storting)	5. Reconciliatie administratie met custodian	5. Reconciliatie	5. Afhandelen belasting terugvordering	5. Berekenen rendement (SIVI-stroom 4)		
		6. Deelnemers- communicatie (on- en offline)	6. Input DNB rapportages vermogensbeheer deel		6. Afwikkelen geldstromen van/naar vermogensbeheer naar pensioenbeheer	6. Onafhankelijke performance rapportage		
		7. DNB-rapportages versturen naar DNB	7. Tekstuele toelichting rendement op portefeuille-niveau aan Fonds			7. Input voor DNB toezichts- rapportage		
		8. Reporting (deelnemers, fonds en toezichthouder)						

Ketenpartner	Fonds	PUO	Fiduciair manager	Operationele vermogens- beheerder	Custodian	Beleggings- administrateur	Huisbank	Toezi chthouder
		9. URM berekening en verwerking						
		10. Reconciliatie met beleggings- administrateur						
		11. Uitkeringen						
		12. Debiteurenbeheer						
		13. Liquiditeitenbeheer						
		14. Validatie uitkomsten kastromen (3) hedged vs. unhedged						

3. Ondersteuning voor ketenpartners onderling

In onderstaande tabel is beschreven op welke manier onderling contact kan worden opgenomen met de verschillende ketenpartners. De contactgegevens van de aanspreekpunten bij de ketenpartners zijn opgenomen in bijlage 1.

Ketenpartner		Fonds (bestuursbureau)	PUO	Fiduciair manager	Operationele vermogens- beheerder(s)	Custodian	Beleggings- administrateur	Huisbank	Toezichthouder
Ondersteuning (1^e, 2^e en 3^e lijn)	1	Telefonisch, e-mail	Algemeen: Telefonisch & e-mail via account- management	Telefonisch, e-mail	Via fiduciair manager	Telefonisch, e-mail	Via fiduciair manager	Webportaal / online bankingplatform	Telefonisch & e-mail contactpersoon pensioenfonds, zijnde:
	1		Aangaande SIVI bestanden 1,2 en 3: afdeling investment operations via telefoon en e- mail				Via fiduciair manager		Jaco Groenewoud Toezichthouder Pensioenfonds 06-2112 3925 j.groenewoud@ dnb.nl
	2	Contactpersonen	Afdelings- management	Contactpersonen		Contactpersonen	Via fiduciair manager	www.ing.nl/zakeli jk/klantenservice	
	3		Directeur Klanten & Advies			Contactpersonen			

4. Order-, gegevens- en informatiestromen

4.1 Introductie

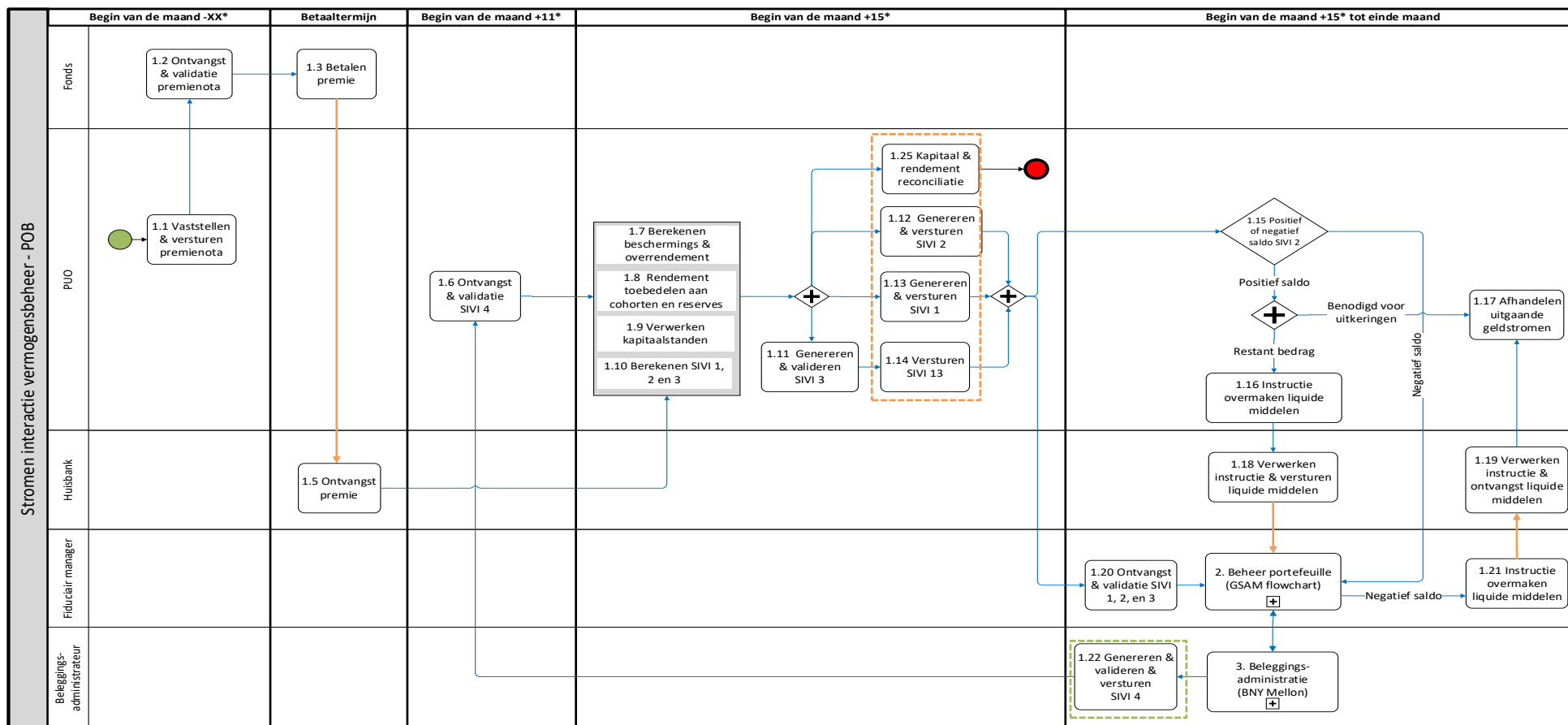
De maandelijkse interactie tussen PUO, custodian, fiduciair manager en investment managers of vermogensbeheerders wordt in dit hoofdstuk in beschreven. Maand- kwartaal- en jaarprocessen worden apart uitgewerkt.

4.2 Gegevensuitwisseling (maandelijkse cyclus)

In het hiernavolgende figuur is weergegeven welke gegevens worden uitgewisseld tussen de ketenpartners en welke (ont)koppelpunten daarbij van belang zijn. Het sub proces “2. Beheer portefeuille” de informatiestromen inzake het beleggingsproces weer tussen de relevante ketenpartners. En idem voor het sub proces “3. Beleggingsadministratie”. De blauwe pijlen geven de informatiestromen weer tussen de PUO en de ketenpartners en de oranje pijlen geven geldstromen weer.

Het oranje kader in de flowchart van AZL en GSAM geeft de koppelpunten weer in relatie tot de uitwisseling van SIVI 1,2 en 3 en het groene de koppelpunten in relatie tot de uitwisseling van SIVI4.

In paragraaf 4.3 wordt nadere toelichting gegeven op stappen in het uitwisselingsproces.



*Het betreft werkdagen

4.3 Nadere toelichting maandelijkse gegevensuitwisseling

SIVI stroom	Inhoud (kort)	AZL IT-systeem
1a (#1)	Vermogen / kapitaalstanden op totaal- en cohortniveau	Festina Finance
1b (#2)	In- of uitstroom volgende maand.	Festina Finance
1c (#3)	Geprojecteerde kasstromen.	Festina Finance
2 (#4)	Kapitaalstand totaal begin en ultimo vorige maand & gerealiseerd rendement in de vorige maand, in euro's.	Festina Finance

4.3.1 Toelichting flowchart "Stromen interactie vermogensbeheer"

Toelichting taak 1.11 Genereren en versturen SIVI 3

Op maandbasis ontvangt de fiduciair manager van de PUO per regeling en per (leeftijds-)cohort de geprojecteerde uitkeringen op basis van de opgebouwde vermogens naar toekomstige periodes geldende *per einde maand*. Deze zijn unhedged per cohort & hedged op totaalniveau. AZL valideert deze intern volgens een 4-ogen principe. Deze file wordt door ons applicatielandschap gegenereerd op basis van ingeregelde business rules.

Toelichting taak 1.12 Genereren en versturen SIVI 2

SIVI 2 bevat het te beleggen of te onttrekken cash bedrag als informatiestroom van AZL richting de fiduciair manager. Dit is een totaalbedrag als som van de premie, in- en uitgaande waardeoverdrachten, andere mutaties en uitkeringen. In dit bedrag zijn ook verschuivingen over cohorten verrekend als van toepassing. Een cohort kan bv. een geboortjaar zijn. Een voorbeeld is het persoonlijke pensioenvermogen van deelnemers die van cohort 25-29 jaar naar cohort 30-34 jaar verschuiven. Ook het 'cohort' solidariteitsreserve, het 'cohort' compensatiedepot en mogelijk andere reserves zullen hierbij betrokken worden. Het bestand bevat de informatie *per einde maand*.

Toelichting taak 1.13 Genereren en versturen SIVI 1

Op maandbasis ontvangt de fiduciair manager van de PUO per regeling het kapitaal per cohort (incl. reserves) en het totale pensioenvermogen *per einde maand*.

Toelichting taak 1.22 Ontvangst en validatie SIVI 4

De PUO heeft voor het uitvoeren van de solidaire premieregeling periodiek informatie nodig over het behaalde rendement, zijnde de SIVI 4 informatiestroom. Op maandbasis ontvangt de PUO over de periode per regeling en per portefeuille de waarde *per begin van de maand*, de waarde *per eind van de maand* en het rendement in portefeuille valuta en (eventueel) uitgedrukt als percentage over dezelfde maand. De PUO draagt zorg voor de toedeling van rendementen naar deelnemers op basis van portefeuillerendementen.

Toelichting taak "1.25 Kapitaal- en rendement-reconciliatie"

Kapitaalreconciliatie 1x per maand het totale kapitaal, zie 4.4.1.

Tevens vindt er een rendement-reconciliatie plaats. Dit houdt in dat het totaal aangeleverde rendement vanuit de beleggingsadministrateur in euro's over de vorige maand wordt vergeleken met de totaalstelling van het aan de individuele deelnemers daadwerkelijke toebedeelde rendement. Dit bedrag voor toebedeling moet voor 100% overeenkomen met het bedrag na toebedeling.

Bankrekeningstructuur POB

AZL gebruikt ten behoeve van de regeling van fonds twee rekeningen bij de ING bank. De stortingen (bv. premies) en onttrekkingen (bv. uitkeringen) verlopen via een premie-incassorekening. Vanuit deze rekening vinden tevens transacties plaats van en naar beleggingsrekening bij de custodian ten name van fonds. Deze rekening fungeert tevens als kostenrekening. Over een 2^e rekening lopen de pensioengerelateerde geldstromen richting de deelnemers, dat is de zogenaamde pensioenrekening.

De details van deze rekening zijn de volgende:

1. Premie-incassorekening: NL63INGB0662463005
2. Tegenrekening van rekeningnummer bij Northern Trust Global Services SE als custodian van het fonds.
 - Correspondent bank BIC: SOGEFRPP
 - Correspondent bank account: 001015853970
 - Beneficiary bank BIC: CNORLULX
 - Final beneficiary bank account: LU624060000015059553
 - Final beneficiary account name: Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken
3. Pensioenrekening: NL25INGB0657789356

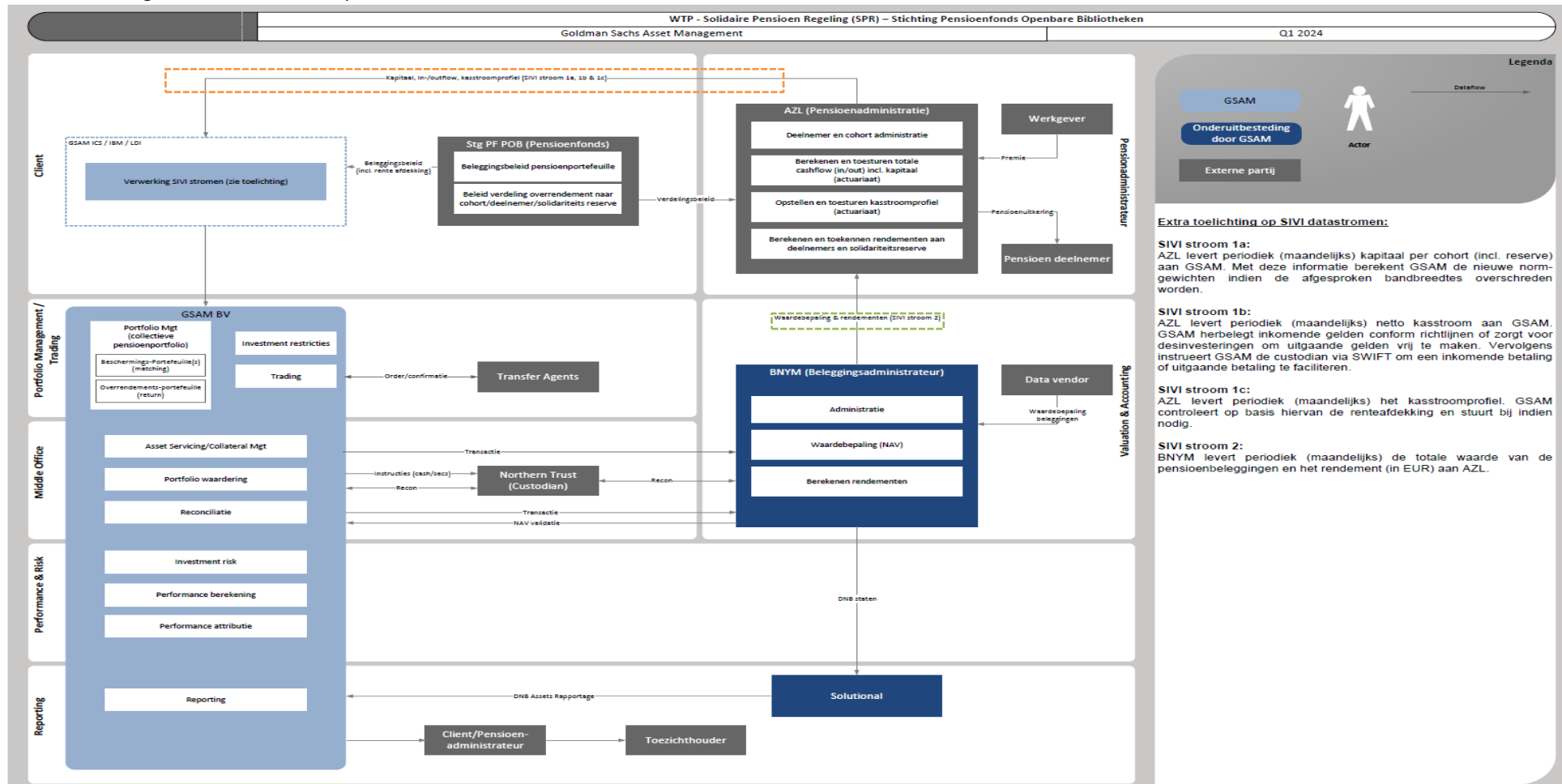
De stand (het saldo) op deze rekeningen telt ook mee in het totale pensioenvermogen van het pensioenfonds en wordt derhalve ook opgenomen in de DNB-staten waar relevant.

Procedure verplaatsing gelden van AZL naar Northern Trust custodian

De PUO verstuurt file 2 naar de Fiduciair beheerder. Fiduciair beheerder verstuurt vervolgens bij een inflow een SWIFT MT210 naar de custodian en bij outflow een SWIFT MT202 bericht.

Standard Settlement Instruction (SSI) worden vastgelegd in bronsystemen van Fiduciair beheerder en gebruikt voor het uitsturen van betalingsopdrachten naar de custodian.

4.3.2 Toelichting flowchart “2. Beheer portefeuille”



De aansturing van de beleggingsportefeuille van fonds vindt plaats door fiduciair beheerder die operationeel vermogensbeheerders aanstuurt. De LDI manager kent hierbij een belangrijke rol in het kader van het genereren van beschermingsrendement. Onder het beheer wordt ook verstaan het inleggen van orders zodat de kasstromen welke door PUO worden aangeleverd (SIVI 2) kunnen worden belegd in of onttrokken aan de beleggingsportefeuille van fonds. Er zit een timingsverschil tussen het moment van het inleggen van de order- en de financiële-afwikkeling (settlementperiode) van de transacties. De fiduciair beheerder voert daarnaast ook andere werkzaamheden uit maar die worden hier verder niet vermeld.

4.4 Gegevensuitwisseling (maandelijke reconciliatie)

4.4.1. Interne rendementsreconciliatie

PUO zal op BMxxxx, na het verwerken van de rendementen in de kapitaalstanden van de deelnemers, cohorten en reserves een interne rendementsreconciliatie uitvoeren. Dit houdt in dat het middels SIVI #4 aangeleverde rendement in euro exact gelijk moet zijn aan de som van alle daadwerkelijk toebedeelde rendementen in de kapitaaladministratie.

4.4.2. Kapitaalstand-reconciliatie vs. beleggingsadministratie stand uit SIVI #4

PUO voert een reconciliatie uit tussen de kapitaalstand in de pensioenadministratie en de beleggingsadministrateur. Iedere maand zal de PUO de kapitaalstand op totaal niveau controleren op basis van de door beleggingsadministrateur aangeleverde informatie in SIVI #4.

Er wordt als volgt gereconcilieerd:

- Aanlevering totale kapitaalstand ultimo vorige maand (plus totale maandrendement) in euro's door BNYM aan AZL op BM+11 (Er wordt gestreefd naar oplevering op BD11).
- AZL vergelijkt het totale bedrag van BNYM met het bedrag in de eigen administratie. Op moment van vergelijken (BM+12) zullen de administraties niet aansluiten. De stand in de AZL administratie op dat moment zal aangepast moeten worden met de intra-maand mutaties terug tot de stand ultimo vorige maand, gelijk aan BNYM.
- De aanname is dat er altijd een verschil zal zitten tussen de twee administraties, deze moet echter binnen een vooraf afgesproken marge vallen. Marge zal worden bepaald na de eerste daadwerkelijke gegevensuitwisseling tussen ketenpartners. De impact van een eventueel timingverschil en eventuele TWK mutaties is nog moeilijk te bepalen. Kasgeld staat op de custody rekening bij NT. BNYM neemt kasstand mee in NAV/marktwaarde van de pensioenbeleggingen
- Bij een groter verschil dan de marge zullen AZL en GSAM in contact treden om het verschil te verklaren.

4.4.3. Tekstuele toelichting uniforme overrendement

De mogelijkheid tot het toevoegen van een tekstuele toelichting op het uniforme overrendement dat wordt getoond op het (deelnemers) portaal dient nader te worden uitgewerkt tussen fonds, fiduciair manager en PUO. De fiduciair manager levert hiervoor input aan het fonds, die deze kan gebruiken als bron voor de deelnemerscommunicatie te leveren aan de PUO. Dit rendement is voor elke deelnemer gelijk, de blootstelling is leeftijdsafhankelijk conform fondsbeleid. Het gerealiseerde overrendement is voor elke deelnemer gelijk, enkel de blootstelling is anders. Het gerealiseerde overrendement is voor elke deelnemer gelijk, enkel de blootstelling is anders.

4.5 Gegevensuitwisseling (op kwartaalbasis)

Naast gegevensuitwisseling op maandbasis wordt er elk kwartaal ook informatie verwerkt en uitgewisseld. Deze is in onderstaande tabel opgenomen.

Vanuit de vermogensbeheerketen worden voor ingevulde K- en J-DNB-staten aangeleverd aan de PUO. In bijlage 2 is opgenomen welke ketenpartner over de benodigde informatie beschikt om de verschillen DNB-staten in te vullen. De PUO beschikt zelf over de deelnemers- en cohortinformatie t.b.v. deze staten en zal deze samenvoegen met de informatie vanuit de vermogensbeheerketen, valideren en indienen bij DNB.

Tevens heeft de PUO heeft informatie nodig over de strategische normwelingen inclusief renteafdekking van de beleggingen van het pensioenfonds t.b.v. de te maken URM-berekeningen voor de individuele deelnemers en de ALM-studies. Indien de normverdeling en renteafdekking wijzigt dient de PUO hiervan op de hoogte te worden gesteld door fiduciair beheerder.

#	Onderwerp	Van	Aan	Aanlevermoment
1	Strategische normverdeling portefeuille	GSAM	AZL	Maandeinde + 25 werkdagen
2	Aanlevering voor ingevulde DNB K-staten aangaande vermogens-beheerdata	DM Financial	GSAM	Kwartaaleinde + 23 werkdagen
3	Aanlevering voor ingevulde DNB K-staten aangaande vermogens-beheerdata	GSAM	AZL	Kwartaaleinde + 25 werkdagen
4	Completeren DNB K-staten deelnemers-, cohorten- en vermogensbeheerdata	Door AZL		Kwartaaleinde + 25 tot 30 werkdagen
5	Indienen DNB K-staten indienen	AZL	DNB	Kwartaaleinde + 30 werkdagen

4.6 Gegevensuitwisseling (jaarlijks)

Naast gegevensuitwisseling op maand- en kwartaalbasis wordt er elk jaar ook informatie verwerkt en uitgewisseld. Deze is in onderstaande tabel opgenomen.

Jaarrekening:

#	Onderwerp	Van	Aan	Aanlevermoment
1	Aanlevering gegevens jaarrekening (op basis beleggings-administratie)	DM Financial	GSAM	Februari van elk kalenderjaar
2	Aanlevering gegevens jaarrekening (op basis beleggings-administratie)	GSAM	AZL	ultimo februari van elk kalenderjaar
3	Completeren X	Door AZL		23-29 juni van elk kalenderjaar
4	Indienen X	AZL	DNB	30 juni van elk kalenderjaar

J402 – vermogensbeheerkosten:

#	Onderwerp	Van	Aan	Aanlevermoment
1	Aanlevering voor ingevulde DNB J402-staten aangaande vermogensbeheerkosten	DM Financial	GSAM	Maart van elk kalenderjaar
2	Aanlevering voor ingevulde DNB J402-staten aangaande vermogensbeheerkosten	GSAM	AZL	ultimo maart van elk kalenderjaar
3	Completeren DNB J-staten deelnemers-, cohorten- en vermogensbeheerdata	Door AZL		23-29 juni van elk kalenderjaar
4	Indienen DNB J-staten indienen	AZL	DNB	30 juni van elk kalenderjaar

4.7 Samenvatting gegevensuitwisseling

In onderstaande tabel zijn ter samenvatting de belangrijkste uitwisselmoment moment tussen de ketenpartners weergegeven.

De volgende legenda wordt hierbij gehanteerd.

- **B**(erekent en voert uit)
- **V**(oert uit)
- **S**(tuurt)
- **O**(ntvangt)

Ketenpartner/ Informatie	Moment (in werkdagen)	Cutoff	PUO	Fiduciair manager	Beleggings- administrateur / Custodian
Sivi-stroom 4 rendement	BD11	CET <17:00	O		B/S
Rendement in euro's per einde maand van: • Matching portefeuille • Return portefeuille • Totale portefeuille					
Sivi-stroom 1	BD15	CET <17:00	B/S	O	
Kapitaal standen per einde maand op cohort niveau					
Sivi-stroom 2	BD15	CET <17:00	B/S	O	
Cashflow op totaal niveau (in- en outflow gecumuleerd) per einde maand					
Sivi-stroom 3	BD15	CET <17:00	B/S	O	
Geprojecteerde kasstromen op cohort niveau op jaarbasis					

4.8 Verwerking kosten

Voorstel vanuit GSAM en AZL volgt.

[illegible]

Toelichting per kolom

- Kolom 1 en 2 beschrijven de feestdag/bankholiday en de datum waarop deze vallen in 2025 en 2026.
- Kolom 3a geeft het aantal werkdagen vanaf eind vorige maand weer.
- Kolom 3b geeft het aantal werkdagen vanaf eind vorige maand weer rekening houdend met eventuele feestdagen/bank holidays in die maand.
 - In kolom 4 t/m 10 wordt gecontroleerd of kan worden voldaan aan de in dit TOM beschreven oplevermomenten i.v.m. feestdagen/bank holidays.
 - PUO
 - Kolom 4 geeft aan of rekening houdend met de feestdag SIVI 4 kan worden verwerkt.
 - Kolom 5 geeft aan of rekening houdend met de feestdag SIVI 1, 2 en 3 kunnen worden verzonden.
 - Kolom 6 geeft aan of rekening houdend met de feestdag het bedrag in SIVI 2 kan worden overgemaakt.
 - Kolom 7 geeft aan of rekening houdend met de feestdag het bedrag in SIVI 2 kan worden gecontroleerd.
 - Fiduciair manager
 - Kolom 8 geeft aan of rekening houdend met de feestdag SIVI 1,2,3 kan worden verwerkt.
 - Beleggingsadministrateur
 - Kolom 9 geeft aan of rekening houdend met de feestdag SIVI 4 kan worden verzonden.
 - Custodian

Kolom 10 geeft aan of rekening houdend met de feestdag het bedrag conform SIVI 2 kan worden overgeboekt.
 - Overschrijving mogelijk
 - Kolom 11 geeft aan of op de genoemde dag een overboeking kan plaatsvinden.
 - Kolom 12 t/m 15 geven weer of bij één of meerdere van de ketenpartners verzending, verwerking, controle en betaling van de SIVI bestanden niet mogelijk is op een van de feestdag/bank holiday.
 - Kolom 16 "Indien kolom 13-16 "Nee" dan een issue".

Wanneer in kolom 12/15 een "Nee" staat wordt hier weergegeven of de feestdag/bank holiday op een moment valt dat conform afspraak een SIVI bestand moet worden verzonden, verwerkt, gecontroleerd of betaald.
 - Kolom 17 "Actie"

Indien in kolom 16 "Ja" staat dan wordt in kolom 18 de te ondernemen actie benoemd.

5. Technische afspraken gegevensuitwisseling

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de technische aspecten van de uit te wisselen gegevens, welke zijn gebaseerd op de "[Handleiding - Standaard voor uitwisseling data tussen Vermogensbeheer en Pensioenuitvoering v0.99](#)".

5.1 Uitwerking technische aspecten uitwisseling SIVI-gegevens

- Het transport is gebaseerd op REST, waarbij het SIVI-bericht dient als de JSON-body;
- Er is een specifiek REST-eindpunt per SIVI-berichttype;
- Beveiliging is gebaseerd op 'Mutual TLS', waarbij zowel de server als de client een certificaat hebben, evenals OAuth 2.0 met gebruik van een client-ID en client secret;
 - Klantcertificaten worden verstrekt en beheerd door de klantpartijen zelf, ondertekend door wereldwijde certificaatautoriteiten (en de klanten zullen expliciet hun klantcertificaat aan de serverpartijen verstrekken om te worden geregistreerd);
- In de toekomst kan een end-to-end checksum worden toegevoegd, gebaseerd op de JSON Web Token / RFC7519-standaard (details over dit aspect moeten nog worden bepaald);
- De REST-web service is tweezijdig, waarbij zowel AZL als de fiduciair manager web services hosten, en beide zijden ook de rol van REST-client hebben;
- Elke zijde zal berichten rechtstreeks naar de andere zijde sturen met behulp van POST-aanroepen (aan de zijde van AZL worden berichten die van Festina Finance zijn ontvangen rechtstreeks naar de tegenpartij gepost, en vice versa worden ontvangen berichten rechtstreeks doorgestuurd naar Festina);
- Voor elke oproep zijn drie validatiestappen voorzien:
 1. De oproep zelf wordt gevalideerd volgens de OpenAPI-specificatie;
 2. De serverzijde / berichtenontvanger kan een online / onmiddellijke technische berichtvalidatie uitvoeren met behulp van het door SIVI verstrekte JSON-schema en inline / synchrone foutfeedback geven als HTTP-statuscode en resultaat;
 3. Nadat de backend aan de ontvangende zijde het bericht heeft verwerkt, moet het op zijn beurt een REST-aanroep doen naar de afzender om functionele berichtfeedback te geven - is het bericht succesvol verwerkt, en zo niet, waarom niet? (Deze boodschap maakt nog geen deel uit van de SIVI-standaard en is in plaats daarvan beschreven in de OpenAPI-specificatie);
- In deze opstelling zijn geen GET-calls nodig.

In het onderstaande figuur is de uitwisseling van de SIVI-gegevens tussen de relevante ketenpartners schematisch weergegeven. In de figuur zijn tussen haakjes SIVI stromen weergegeven, bijvoorbeeld (0001a) heeft betrekking op SIVI-stroom 1, zijnde de kapitalen per cohort.

--- Dient te worden uitgewerkt in overleg met ketenpartners ---

6. Proces versturende events

- In geval van tijdelijke voorbijgaande technische storingen of andere events moet de verzendende kant zijn bericht automatisch opnieuw verzenden met een toenemend tijdsinterval (exponentiële terugval).
- In alle andere gevallen wordt de fout/herrapportage op basis van de huidige inzichten handmatig afgehandeld, bijvoorbeeld door gebruik te maken van een foutenwachtrij (error queue). Op basis van deze meldingen in de error queue kan een contactpersoon vanuit de verzendende kant contact opnemen met de ontvangende kant en het oplossen van het probleem in gang kan zetten.
- Een mogelijk fallback zouden kunnen zijn dat de gegevensuitwisseling plaatsvindt via email.

Legenda, impact voor POB als pensioenfonds

- Groen laag
- Oranje midden
- Rood hoog

	Scenario	Risico	Acties op volgorde per scenario	Impact
<i>Operationele events</i>				
1	Niet halen cut-off tijden		Indien een ketenpartner niet kan voldoen aan een van de cut-off tijden zullen ketenpartners onverwijld in overleg treden om nieuwe deadlines af te spreken en trachten mogelijke verschillen te minimaliseren. Wanneer een ketenpartner de cutoff tijd niet gaat halen, dient de ketenpartner dit inclusief een toelichting te melden aan de primaire contactpersonen, zoals vermeld in bijlage 1.	

2	AZL kan SIVI 1,2 en 3/b/c niet genereren. Het bronsysteem van AZL hiervoor werkt niet naar behoren en/of is niet beschikbaar.	Gegevensuitwisseling wordt vertraagd of onderbroken, waardoor processen bij de fiduciair manager verstoord worden: 1: herbalancering wordt vertraagd uitgevoerd. 2: middelen worden te laat belegd of onttrokken aan de beleggingsportefeuille 3: renteafdekking wordt vertraagd uitgevoerd.	1. Als het bronsysteem niet beschikbaar is wordt door de leverancier een recovery tijd van 2-uren gegarandeerd. In die tijd worden de bestanden alsnog gegenereerd en beschikbaar gesteld. 2. Indien de recovery tijd niet gehaald wordt, dan wordt in onderling overleg bepaald hoe te handelen. Bv. door de gegevens van vorige maand te nemen totdat de juiste gegevens er wel zijn.	Minimaal (verwachting is dat tijdige bestanden niet veel afwijken van definitieve bestanden)
3	Systeem beleggingsadministrateur kan SIVI4 niet genereren	Gegevensuitwisseling wordt vertraagd of onderbroken, waardoor kapitalen niet kunnen worden verdeeld over de deelnemers/cohorten.	1. Beleggingsadministrateur zal gegevens "handmatig" opstellen in JSON formaat en verzenden via API 2. Beleggingsadministrateur zal de gegevens "handmatig" in tekst en bedragen opstellen in een menselijk leesbaar formaat in Excel en dit via een secure email doorgeven aan AZL.	Hoog
4	Webservice (transport mechanisme) vanuit AZL naar Fiduciair beheerder werkt niet	SIVI 1, 2 en 3 kunnen niet worden verzonden vanuit AZL. 1: herbalancering wordt vertraagd uitgevoerd. 2: middelen worden te laat belegd of onttrokken aan de beleggingsportefeuille 3: renteafdekking wordt vertraagd uitgevoerd. Gegevens dienen uiterlijk 5 werkdagen voor maandeinde te worden aangeleverd door AZL om deze nog te kunnen verwerken door Fiduciair	1. SIVI 1, 2 en 3 uitwisselen per email in JSON-formaat, conform de email adressen beschreven in hoofdstuk 3 vanuit een vooraf bekend en vast e-mail adres en een vastgesteld subject/onderwerp. Fiduciair manager zal JSON bericht (handmatig) inladen in systemen.	Hoog

		beheerder. Indien dit niet haalbaar is dient de hier beschreven procedure te worden gestart.		
5	Webservice (transport mechanisme) vanuit beleggingsadministrateur naar AZL werkt niet	SIVI 4 kan niet worden verzonden vanuit de beleggingsadministrateur. Te late aanlevering leidt tot te late verwerking van kapitaalstanden en start nieuwe beleggingscyclus.	1. SIVI 4 uitwisselen per email van BNY Mellon. AZL zal gegevens/JSON bericht (handmatig) inladen in systemen. Als alternatief kan een Excel file per secure email worden gedeeld met AZL 2. SIVI 4 uitwisselen per email, conform de email adressen beschreven in hoofdstuk 3. AZL zal JSON bericht (handmatig) inladen in systemen.	Hoog
6	Tussentijds cash calls,	Het zou (moeten?) kunnen dat SIVI #2 toch niet juist is door een dringende omstandigheid. Of en zo ja hoe dan zouden wij toch een cash call kunnen maken incl. een daadwerkelijke financiële transactie naar PUO om aan cash te komen? Wordt er überhaupt nog cash of cash-like investments aangehouden waaruit geput zou kunnen worden?	Twee scenario's zijn hierbij te bedenken: 1. Geld uit reserves is voldoende en PUO krijgt de opdracht om het geld over te maken. PUO kan de opdracht geven over de rekening waar beleggingsadministrateur volmacht op hebben of de opdracht wordt gegeven door fiduciair manager. 2. Er zijn onvoldoende middelen en fiduciair manager zal beleggingen moeten verkopen om de gelden beschikbaar te maken. Mocht dit te verstorend zijn, dan is er altijd de optie van een kredietfaciliteit.	
7	Plausibiliteitscontrole door PUO op SIVI bestand #3, de cashflows, faalt.	Nog nader uit te uitwerken		

7. Documentbeheer

Versie	Status	Datum	Toelichting versie	Auteurs
0.9	Concept	01 feb. 2024	Eerste versie master	Raymond Smeets
0.96	Concept	16 feb. 2024	Tweede versie master na verwerking van de commentaren van vier externe partijen & interne aanvullingen	Raymond Smeets en Julien Erens
0.97	Concept	07 feb. 2024	Derde versie enkel op POB gericht na verwerking feedback GSAM	AZL en GSAM
0.98	Concept	13 maart 2024	Versie ter beoordeling door POB (Rajesh)	AZL en GSAM
1.0	Gereed voor klant-review	9 april 2024	Verwerking eerste feedback POB (paarse teksten, 4.3.1., typo's etc.)	AZL
1.1	Concept	12 april 2024	Verwerking acties vanuit gesprek AZL/POB d.d. 11 april.	AZL
1.2	Concept	25 april 2024	Verwerking opmerkingen GSAM, aanpassing hoofdstuk 4	AZL
1.3	Concept	23 mei 2024	Verwerking aanpassingen GSAM, 4.4.2 aangepast, tabel toegevoegd in 4.6, toevoeging 4.7	AZL
1.4	Concept	17 juni 2024	Hoofdstuk 6 aangepast i.o.m. GSAM	AZL en GSAM
1.45	Concept	Juli 2024	Toevoeging paragraaf 1.3	AZL
1.5	Concept	September 2024	Toevoeging paragraaf 4.8 en 4.9, welke in overleg met de ketenpartners verder moet worden uitgewerkt.	AZL
1.6	Concept	4 oktober 2024	- Aanpassing paragraaf 1.3 - Aanlevermoment van SIVI 1,2 en 3 door AZL vervroegd van T+16 naar T+15 - Aanpassing paragraaf 4.8 en 4.9, welke in overleg met de ketenpartners verder moet worden uitgewerkt. - Toegevoegd bijlage 4	AZL, GSAM
1.7	Concept	7 november 2024	- Consistente benaming SIVI bestanden doorgevoerd - Bijlage 4 aangepast (mede t.b.v. verdeling matching en return door GSAM) - Verrekenen kosten nog uit te werken (paragraaf 4.8)	AZL

			Paragraaf 4.9 aangepast. POB uit het bankholiday overzicht gehaald	
1.75	Concept	21 november 2024	- Aanpassing paragraaf 4.4.1 - Consistente benaming SIVI nummering - Aanpassing hoofdstuk 6	AZL

Bijlagen

1. Contactgegevens

In tabel 3 zijn de relevante contactpersonen, telefoonnummers, e-mailadressen en hun rollen bij de ketenpartners opgenomen.

Fonds					
#	Naam	Rol	Emailadres	Telefoonnummer	Opmerkingen
1					
2					
3					
PUO					
1		Fondsmanager – 1e lijn			
2					T.b.v. SIVI files 1, 2 en 3
3					
Fiduciair manager					
1	Sander Tomeij	MAS Ops	Sander.tomeij@gsam-ldn.com	+31 70 799 45 43	Gaat in 2025 over op GSAM-ldn
					uitwijk ieder JSON berichten naar e-mailadres GSAM_LDN_CASHFLOW 2@ny.email.gs.com te sturen met een vast onderwerp van de e-mail en JSON file namen (nader te bepalen).

2	Andere contact personen volgen nog	MAS Ops		MAS Ops			
3							
Custodian							
1							
2							
3							
Beleggingsadministrateur							
1							
2							
Huisbank							
1							
2							
Toezichthouder							
1						Via fonds?	
2							

Tabel 1 Contactgegevens

2. Ketenpartner die benodigde informatie heeft per DNB K-staat tabel.

DNB K-staten tabellen		
Tabel	Omschrijving	In te vullen door
K050	Beleidskeuzes beleggingen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
K050B	Beleidskeuzes beleggingen WTP	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
K101-1	Balans, solvabiliteit en dekkingsgraden	Uitvoerend Actuaris
K101-1B	Balans en solvabiliteit WTP	Uitvoerend Actuaris
K101-3	Specificatie toedeling beleggingsopbrengsten en renterisico	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
K101-4	Specificatie toedeling beleggingsrendementen flexibele premieregeling naar leeftijd en life-cycle	N.v.t. (alleen bij FPR)
K201-1	Beleggingen risico fonds	Beleggingsadministrateur
K201-1B	Beleggingen solidaire pensioenregeling	Beleggingsadministrateur
K201-1C	Beleggingen flexibele premieregeling totaal	Beleggingsadministrateur
K201-2	Beleggingen voor risico deelnemers	Beleggingsadministrateur
K201-3	Beleggingen flexibele premieregeling naar leeftijd en life-cycle	N.v.t. (alleen bij FPR)
K201-4	Beleggingen: specificatie exposures illiquide beleggingen	Beleggingsadministrateur
K202	Beleggingen (exclusief derivaten): Valuta uitsplitsing	Beleggingsadministrateur
K203	Beleggingen (exclusief derivaten): Vastrentende waarden naar creditrating	Beleggingsadministrateur
K204	Beleggingen: Derivatenposities	Beleggingsadministrateur
K205	Beleggingsrendementen	Beleggingsadministrateur
K205B	Beleggingsrendementen	Beleggingsadministrateur
K206	Liquiditeitenrapportage	Beleggingsadministrateur & PUO
K206B	Liquiditeitenrapportage beleggingen Flexibele premieregeling naar Liquidity pool	Beleggingsadministrateur & PUO
K207	Toelichtingen op de beleggingen	Beleggingsadministrateur
K208A	Aangehouden beleggingen - informatie over posities	Beleggingsadministrateur

K208B	Aangehouden beleggingen - Informatie over activa	Beleggingsadministrateur
K209A	Doorkijk beleggingsfondsen - informatie over posities	Beleggingsadministrateur
K209B	Doorkijk beleggingsfondsen - Informatie over activa	Beleggingsadministrateur
K210A	Aangehouden derivaten - informatie over posities	Beleggingsadministrateur
K210B	Aangehouden derivaten - informatie over derivaten	Beleggingsadministrateur

3. Ketenpartner die benodigde informatie heeft per DNB J-staat tabel.

DNB J-staten tabellen		
Tabel	Omschrijving	In te vullen door
K000	Contactgegevens	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-1	Organisatie	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-2	Onderuitbesteding werkzaamheden: Partijen met vermelding type dienstverlening	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-3	Uitbesteding vermogensbeheer	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-5	Overige uitbesteding met vermelding type activiteit	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-6	Pension fund governance	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J101-12	Overige commissies	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J102-3	Actuaris en accountant	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-1B	Enkelvoudige balans WTP	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-4	Specificatie activa enkelvoudige balans: Immateriële activa	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-5	Specificatie activa: Deelnemingen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-6	Specificatie activa enkelvoudige balans: Herverzekeringsdeel technische voorzieningen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-7	Specificatie activa enkelvoudige balans; Overige activa.	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)

J301-8	Toelichtingen op de specificaties activa van de enkelvoudige balans	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-9	Specificatie passiva enkelvoudige balans: Gespecificeerde reserves	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-9A	Specificatie passiva enkelvoudige balans: Operationele voorziening	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-10	Specificatie passiva enkelvoudige balans: Andere voorzieningen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-11	Specificatie passiva enkelvoudige balans: Overige passiva	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J301-14	Toelichtingen op de specificaties passiva van de enkelvoudige balans	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J309-1	Financiële relaties	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J309-2	Financiële transacties en leningen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J311	Concentratierisico: Grote posten beleggingen voor risico fonds	Beleggingsadministrateur
J312-1	Concentratierisico: Grote posten beleggingen voor risico deelnemers	Beleggingsadministrateur
J312-2	Overige concentratierisico's	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J401B	Rekening van baten en lasten WTP	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J402-1	Specificatie rekening van baten en lasten: Uitkeringen	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J402-2	Specificatie rekening van baten en lasten: Kosten exclusief vermogensbeheer	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J402-3B	Toelichtingen op de baten en lasten rekening WTP	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J402-4	Kosten vermogensbeheer	Beleggingsadministrateur
J402-5	Toelichtingen vermogensbeheerkosten	Beleggingsadministrateur
J403-1	Beleidskeuzes premieverplichtingen	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J404	Premie	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J405	Tariefstaat premiecomponenten	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J501B	Solvabiliteit en dekkingspositie WTP	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J502-1	Toetswaarde solvabiliteit standaardmodel en partieel intern model	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)

J502-2	Aanvullende informatie risicofactoren	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J502-3	Toelichtingen toetswaarde solvabiliteit	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J503	Toetswaarde intern model	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-1B	Nominale (niet verdisconteerde) kasstromen voor risico fonds onder WTP	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-2B	Persoonlijk pensioenvermogen / Technische voorziening per leeftijdsjaar	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-3	Overlevingskansstelsel	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-4	Gehanteerde tabel voor de leeftijdsafhankelijke correctiefactoren	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-5	Grondslagen technische voorzieningen	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-6	Projectierendement	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J601-7	Tariefstaat aanwending persoonlijk pensioenvermogen	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J603	Premiespecificatie garantiecontract	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J604A	Gegevens met betrekking tot toeslagverlening	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J606	Technische analyse WTP	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J607	Risicohouding, risicoblootstelling en beleid beleggingsrisico per leeftijdsjaar	Actuaris (AZL-intern of extern actuaris)
J701-1	Deelnemers	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J701-2	Demografie	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J801	Details garantiecontracten, per contract	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J1000	Enkelvoudige balans totale pensioenfonds	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J1001	Rekening van baten en lasten totale pensioenfonds	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)
J1002	Unieke deelnemers totale pensioenfonds	Pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO)

4. Master table

Reserves met een beleggingsbeleid

	<i>Excess return</i>	<i>Positive excess return</i>	<i>Protection 1 year interest</i>	<i>Protection change in interest</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
Solidarity reserve	gemiddeld	2,5%	100%	0%	0%	5%
Operational reserve	gemiddeld	-	100%	0%	0%	2,40%
Disability reserve - pvao	0%	-	100%	100%	0%	-
Disability reserve - IBNR	0%	-	100%	100%	0%	-
Disability reserve - pvao claim	0%	-	100%	100%	0%	-
Risk survivor's pension reserve - PP	0%	-	100%	100%	0%	-
Risk survivor's pension reserve - Wzf	0%	-	100%	100%	0%	-
Transitional reserve - PP	0%	-	100%	100%	0%	-
Transitional reserve - WzP	0%	-	100%	100%	0%	-
Compensation reserve	gemiddeld	-	100%	0%	0%	-
Cost reserve	0%	-	100%	100%	0%	-
MVEV reserve		-	100%	0%	1%	1%
Unclaimed pension reserve	0%	-	0%	0%	-	-

Leeftijdsschorten

Age	Excess return	Positive excess return	Protection 1 year interest	change in interest	Excess return
< 18	250%	-	100%	3,0%	100%
18	250%	-	100%	3,0%	100%
19	250%	-	100%	3,0%	100%
20	250%	-	100%	3,0%	100%
21	250%	-	100%	3,0%	100%
22	250%	-	100%	3,0%	100%
23	250%	-	100%	3,0%	100%
24	250%	-	100%	3,0%	100%
25	250%	-	100%	3,0%	100%
26	250%	-	100%	3,0%	100%
27	250%	-	100%	3,0%	100%
28	250%	-	100%	3,0%	100%
29	250%	-	100%	3,0%	100%
30	250%	-	100%	3,0%	100%
31	242%	-	100%	3,0%	100%
32	234%	-	100%	3,0%	100%
33	226%	-	100%	3,0%	100%
34	218%	-	100%	3,0%	100%
35	210%	-	100%	3,0%	100%
36	202%	-	100%	3,0%	100%
37	194%	-	100%	3,0%	100%
38	186%	-	100%	3,0%	100%
39	178%	-	100%	3,0%	100%
40	170%	-	100%	3,0%	100%
41	170%	-	100%	3,0%	100%
42	170%	-	100%	3,0%	100%
43	170%	-	100%	3,0%	100%
44	170%	-	100%	3,0%	100%
45	170%	-	100%	3,0%	100%
46	170%	-	100%	7,2%	100%
47	170%	-	100%	11,4%	100%
48	170%	-	100%	15,7%	100%
49	170%	-	100%	19,9%	100%
50	170%	-	100%	24,1%	100%
51	170%	-	100%	28,3%	100%
52	170%	-	100%	32,5%	100%
53	170%	-	100%	36,7%	100%
54	170%	-	100%	41,0%	100%
55	170%	-	100%	45,2%	100%
56	162%	-	100%	49,4%	100%
57	153%	-	100%	53,6%	100%
58	145%	-	100%	57,8%	100%
59	136%	-	100%	62,0%	100%
60	128%	-	100%	66,3%	100%
61	119%	-	100%	70,5%	100%
62	111%	-	100%	74,7%	100%
63	102%	-	100%	78,9%	100%
64	94%	-	100%	83,1%	100%
65	85%	-	100%	87,3%	100%
66	77%	-	100%	91,6%	100%
67	68%	-	100%	95,8%	100%
68		-	100%		100%
69		-	100%		100%
70		-	100%		100%
> 70		-	100%		100%

Beleggingsbeleid onder Wet toekomst pensioenen

Verdeling mismatchrendement via
verdeelsleutel overrendement

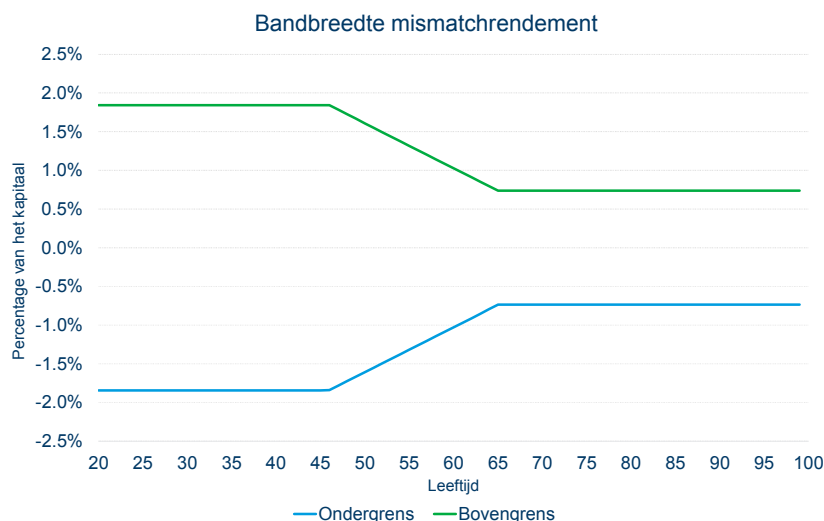
Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

juli 2024

Hoofdstuk 1

Management samenvatting

- De volatiliteit van het mismatchrendement (tracking error, TE) van de beoogde beschermingsportefeuille exclusief hypotheek en bedrijfsobligaties is bepaald op 90 basispunten (bps) op basis van historische rendementen
- Voor de bepaling van een begrenzing van het mismatchrendement per leeftijdscohort is deze volatiliteit vertaald naar een rendementsschok van 180 bps door deze te vermenigvuldigen met 2 zodat een 95% betrouwbaarheidsinterval ontstaat
- Deze schok op het mismatchrendement komt via de verdeelsleutel van het overrendement bij de deelnemers terecht. Jongere deelnemers hebben op die manier een grotere blootstelling aan het mismatchrendement
- Bij de huidige verdeling van het vermogen zouden deelnemers met 100% blootstelling aan de verdeelsleutel van het overrendement bij een maximale neerwaartse schok iets meer dan 2.0% van hun kapitaal verliezen. Voor deelnemers in de uitkeringsfase is dit circa 0.8%
- De begrenzing van het mismatchrendement per leeftijdscohort kan worden ingegeven door de rendementsschok zowel opwaarts als neerwaarts toe te passen zoals in de onderstaande figuur weergegeven:



Hoofdstuk 2

Inleiding

Binnen de beschermingsportefeuille ontstaat mismatchrendement doordat er verschillende vastrentende producten in worden opgenomen. Hoewel deze producten allemaal een hoge kredietwaardigheid hebben sluiten de bijbehorende rentes niet precies aan bij de DNB-RTS.

Denk hierbij aan rentes op staatsleningen maar ook aan rentes op bedrijfsobligaties en hypotheekleningen. Doordat rentes op de onderliggende producten niet gelijk zijn aan de DNB-RTS en renteveranderingen in deze curves ook niet gelijk zijn, ontstaat mismatchrendement. Mismatchrendement kan ook ontstaan doordat er geen volledige cashflowmatching (duration mismatch) wordt toegepast, waardoor een verandering van de vorm van de rentecurve alsnog tot een mismatch kan leiden.

In de beschermingsportefeuille wordt het mismatchrendement per constructie beperkt door het fonds en wel als volgt:

- Het fonds heeft voor het beschermingsrendement gekozen voor de indirecte methode (theoretisch beschermingsrendement), waarbij de beschermingsportefeuille wordt zodanig ingericht dat de mismatch ten opzichte van het theoretische beschermingsrendement zo klein mogelijk is.
- Het fonds richt de beschermingsportefeuille in met liquide en (relatief) hoge kredietwaardige producten, waarbij het spreadrisico bewust wordt herverdeeld via het overrendement en specifiek gestuurd wordt op het gewenste renterisico. Hierdoor is het effect van herverdeling per constructie beperkt.

Mismatchrendementen zijn hierdoor een beperkt extra risico voor het fonds. Wel gelden de 'normale' risico's als gevolg van afdekking van de vermogens in plaats van uitkeringen. Dit is inherent aan het nieuwe contract. Bij de invulling van de beschermingsportefeuille houdt het fonds er rekening mee dat frequente herbalancerings dient plaats te vinden. De instrumenten in de beschermingsportefeuille zijn dan ook met dit doel in het achterhoofd geselecteerd door het fonds.

Het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling schrijft (in [artikel 1c.3° lid](#)) voor dat, indien er gekozen is voor de indirecte methode voor toebedelen van het beschermingsrendement, de uitvoerder een maximum stelt op het verschil tussen het feitelijke beschermingsrendement en het renterisico dat alle leeftijdscohorten lopen, met andere woorden: het mismatchrendement. Dit maximum moet worden onderbouwd, gemonitord en er moeten maatregelen genomen worden op het moment dat het maximale mismatchrendement wordt overschreden.

In deze notitie wordt dit maximum verder uitgewerkt.

Hoofdstuk 3

Bepaling mismatchrendement

Voor het bepalen van de maximale afwijking tussen het rendement op de beschermingsportefeuille en de af te dekken verplichtingenkasstromen is een simulatie gemaakt op basis van de beschermingsportefeuille van het pensioenfonds met historische marktdata.

De gekozen onderzoeksperiode loopt van 31-12-2009 tot en met 1-5-2024. De kredietcrisis valt net buiten deze periode maar de Coronacrisis wordt er wel in meegenomen.

Het risico dat ontstaat vanuit de spreads op bedrijfsobligaties en hypotheeklen is een risico dat het fonds bewust neemt. Hier staat immers een rendementsverwachting tegenover. Deze risico's worden daarom, bij bepaling van de maximale bandbreedtes rondom het mismatchrendement, buiten beschouwing gelaten. De renteafdekking die uit deze producten volgt speelt wel een rol in het mismatchrendement.

Over de onderzochte periode is de tracking error van de portefeuille vastgesteld op 90 bps op jaarbasis. Dit is een mate van het risico rondom het mismatchrendement dat via de verdeelsleutel van het overrendement zal worden verdeeld over de kapitalen van de deelnemers. Naar verwachting levert dit risico de deelnemers op lange termijn geen rendement op. De tracking error van 90 basispunten ligt aan de basis van de bepaling van de bandbreedtes die in de wet worden voorgeschreven.

De volatiliteit van het mismatchrendement zou tot een minimum kunnen worden beperkt door de beschermingsportefeuille volledig in te vullen met cash en swaps. Met een dergelijke portefeuille wordt de gewenste rentegevoeligheid zo goed als mogelijk benaderd. De mismatch die dan nog resteert is toe te schrijven aan onvolledige cashflowmatching en het verschil tussen de rentetermijnstructuur (RTS) die de toezichthouder hanteert en de marktcurve. Over de onderzochte periode is de tracking error van een portefeuille met alleen cash en swaps vastgesteld op 59 bps op jaarbasis. Een dergelijke portefeuille is, voor POB onder andere vanwege de praktische uitvoering, niet gewenst en speelt daarom geen verdere rol bij de bepaling van het maximale mismatchrendement.

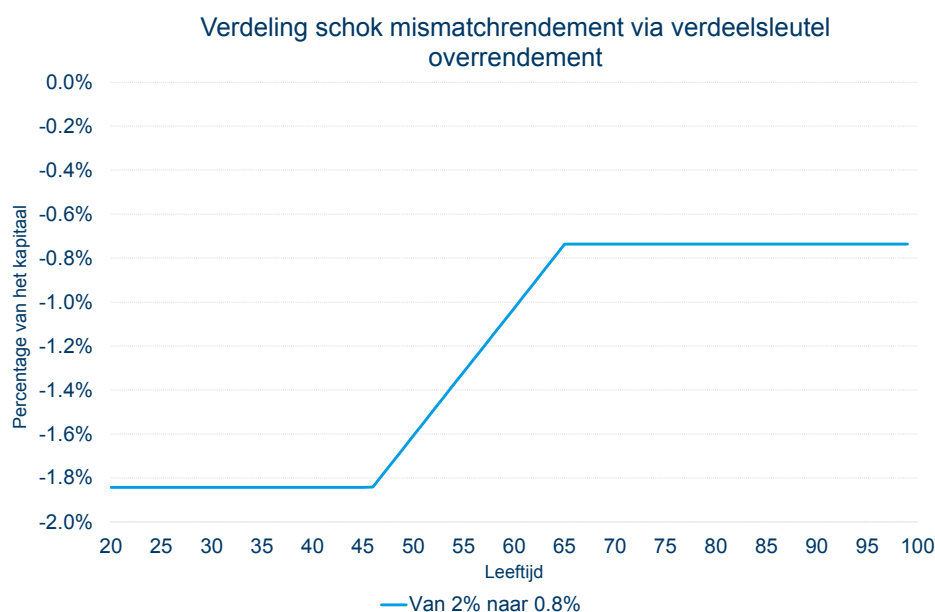
Hoofdstuk 4

Bandbreedte mismatchrendement

Het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling schrijft (in [artikel 1c.3° lid](#)) voor dat de uitvoerder een maximum stelt op het mismatchrendement per leeftijdscohort. Bij de vaststelling hiervan is een vertaling gemaakt van de historische tracking error (90 bps) naar een schok op het mismatchrendement. Deze rendementsschok wordt vervolgens via de verdeelsleutel van het overrendement verrekend met de vermogens van de deelnemers.

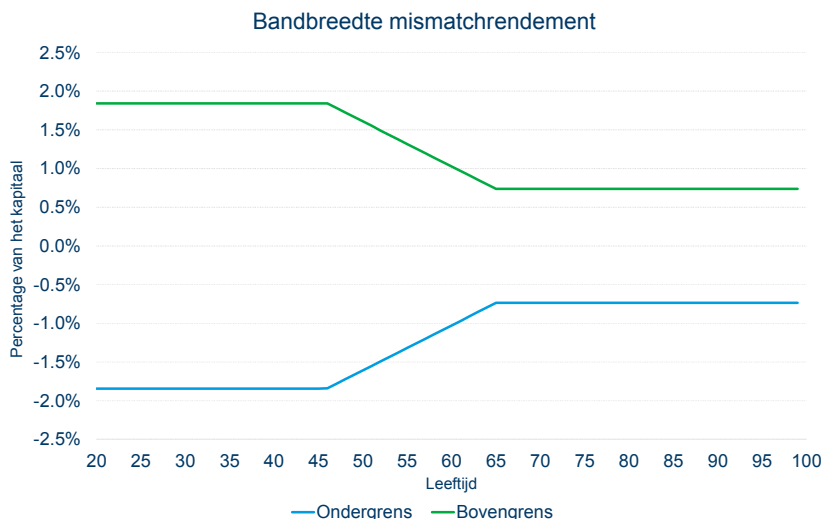
Voor de maximale schok op het mismatchrendement wordt 2 maal de TE genomen, dus 180 bps. Dit komt ongeveer overeen met een betrouwbaarheidsinterval van 95%. Dat wil zeggen dat, als het mismatchrendement normaal verdeeld is, er ongeveer eens in de 20 jaar sprake zou kunnen zijn van een overschrijding en er derhalve maatregelen genomen moeten worden.

Het mismatchrendement komt via de verdeelsleutel van het overrendement bij de deelnemers terecht. Jongere deelnemers hebben daarom een grotere blootstelling aan het mismatchrendement. De onderstaande grafiek toont hoe de maximale schok (180 bps) op het mismatchrendement via de verdeelsleutel terecht komt bij de deelnemers.



Bij de huidige verdeling van het vermogen zou voor deelnemers met 100% blootstelling aan de verdeelsleutel de maximale neerwaartse schok zich vertalen in een verlies van circa 2% van hun kapitaal. Voor deelnemers in de uitkeringsfase is dit circa 0.8%. Wanneer er geen sprake zou zijn van een mismatchrendement, bijvoorbeeld wanneer de uitkeringen perfect gematcht zouden kunnen worden, is er ook geen sprake van herverdeling van het kapitaal.

Het mismatchrendement kan ook positief uitvallen. Eenzelfde opwaartse schok vertaalt zich in een vergelijkbare herverdeling van het kapitaal over de deelnemers. In de afbeelding hieronder is de resulterende bandbreedte voor het mismatchrendement weergegeven.



Met deze bandbreedte voor het mismatchrendement geeft het fonds invulling aan de wettelijke eis van een, op stochastiek gestoelde, maximaal gewenste mate van afwijking tussen het feitelijke beleggingsrisico en renterisico dat alle leeftijdscohorten lopen.

Bij overschrijding van de bandbreedte zal moeten worden onderzocht welke oorzaak ten grondslag ligt aan de overschrijding. Vervolgens zal gepaste actie moeten worden ondernomen. Dit zal nader worden uitgewerkt in het herbalanceringsbeleid.



Mercer (Nederland) B.V.

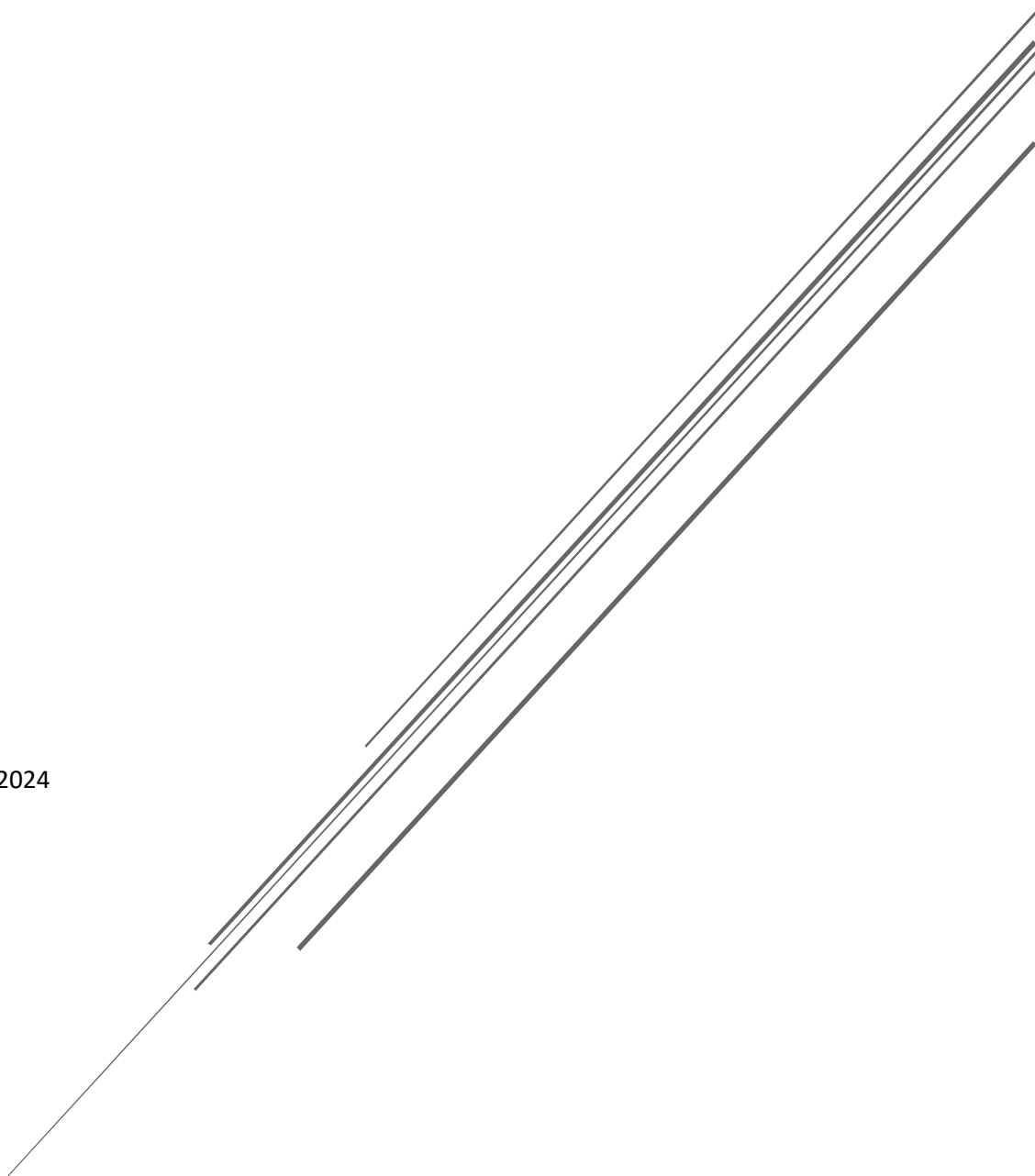
Startbaan 6 - NL 1185 XR Amstelveen
P.O. Box 2271 - NL 1180 EG Amstelveen
www.mercer.nl

Copyright © 2024 Mercer (Nederland) B.V. Alle rechten voorbehouden.

ESG-BELEID

Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

Versie 1.3
December 2024



Inhoud

1	Inleiding	2
2	Visie en overtuigingen maatschappelijk verantwoord beleggen.....	3
2.1	ESG-visie	3
2.2	ESG-overtuigingen POB	3
2.3	ESG-ambitie POB	3
3	Internationale beleidskaders	4
3.1	Global Compact	4
3.2	OESO-richtlijnen	4
3.3	Sanctiewet	4
3.4	Klimaatakkoord van Parijs	5
4	Focus op specifieke maatschappelijke thema's	6
4.1	Do-no-harm: focus op thema's van OESO Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen	6
4.2	Hoog risico thema's en sectoren	6
4.3	Do good en maatschappelijke impact: een positieve bijdrage aan solidariteit en klimaatverandering	7
5	Beleidsdoelstellingen.....	8
6	ESG-instrumenten	9
6.1	Uitsluitingsbeleid: wij beleggen niet in activiteiten die we maatschappelijk onwenselijk vinden	9
6.2	Betrokkenheidsbeleid: wij sporen ondernemingen aan tot duurzame activiteiten via engagement- en stembeleid	10
6.3	ESG-integratie: wij beoordelen onderneming op duurzaamheidskenmerken, waaronder CO ₂ -uitstoot	12
6.4	Impactinvesteringen: wij beleggen in kansen die de energietransitie biedt	12
7	Transparantie en verantwoording	14
7.1	ESG Jaarverslag	14
7.2	Onze contracten met vermogensbeheerders	14
8	Monitoring en evaluatie van beleid	15
8.1	Monitoring	15
8.2	Evaluatie	15
Bijlage 1	16	
Bijlage 2	17	

1 Inleiding

Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) hanteert een maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) beleid. Daarbij houdt POB bewust rekening met ESG-factoren (milieu, sociale en governance aspecten) bij de invulling en uitvoering van haar beleggingsbeleid. Daarom noemen wij het MVB-beleid ook wel ESG-beleid. Het beleid is een belangrijk onderdeel van de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds. POB heeft de overtuiging dat ESG positief bijdraagt aan het risicorendementsprofiel van de beleggingen van het pensioenfonds en aan de maatschappij. Hierbij opereert het pensioenfonds gezien de omvang vanzelfsprekend binnen de invloed, middelen en instrumenten die het heeft. Vanzelfsprekend houdt het pensioenfonds in het beleid rekening met de eisen die de wet stelt aan ESG, zo beleggen wij niet in producenten van clustermunitie of in landen waartegen een wapenembargo loopt. Daarnaast heeft het pensioenfonds een eigen visie op ESG geformuleerd en hanteert het uitgangspunten voor verdere invulling van het beleid die belangrijk worden gevonden door de deelnemers. Er wordt o.a. gestemd op aandeelhoudersvergaderingen, worden uitsluitingscriteria toegepast en deelgenomen aan collectieve rechtszaken (class actions).

Het ESG-beleid wordt door het bestuur van het pensioenfonds periodiek gemonitord en geëvalueerd. In dit beleidsdocument is het ESG-beleid van POB geactualiseerd, uitgewerkt en op onderdelen geconcretiseerd. Bijvoorbeeld is uiteengezet welke kaders het pensioenfonds gebruikt voor verantwoord ondernemingsgedrag en de instrumenten die wij als pensioenfonds inzetten om tot een beleggingsbeleid te komen dat past binnen de geldende maatschappelijke normen.

2 Visie en overtuigingen maatschappelijk verantwoord beleggen

2.1 ESG-visie

Het bestuur heeft de visie en overtuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen vastgesteld. Hierbij is rekening gehouden met een aantal specifieke maatschappelijke thema's die volgen uit het profiel van de deelnemers van het pensioenfonds, zoals door extern onderzoek is vastgesteld. Vanuit dit perspectief zijn specifieke thema's dan ook belangrijk en relevant. Daarnaast heeft het bestuur extra oog voor een aantal sectoren thema's omdat uit due diligence onderzoek blijkt dat specifieke sectoren op specifieke maatschappelijke thema's duurzaamheidsrisico's worden gelopen die mogelijk negatieve hoge-impact hebben op samenleving en milieu. Daarom geldt het beleid nadrukkelijk voor de lange termijn, en staat waardecreatie op de lange termijn centraal binnen het ESG-beleid van POB. Dit betekent dat wij bij het nemen van beleggingsbeslissingen, en het voeren van ons beleggingsbeleid niet sturen op het korte termijn perspectief van de belegging of de onderneming waarin we beleggen, maar dat we de (maatschappelijke) effecten op de lange termijn beoordelen. Het ESG-beleid is vastgesteld voor een periode van vijf jaar. Concreet betekent dit dat wij soms spreken van ambities, waarbij we nog niet op dit moment alle ambities hebben gerealiseerd. Waar dit het geval is lichten wij dit expliciet toe.

2.2 ESG-overtuigingen POB

Het pensioenfonds heeft onderstaande overtuigingen ten aanzien van het ESG-beleid en past deze zoveel mogelijk toe bij de vormgeving en implementatie van het beleid:

- Bedrijven met aandacht voor goed ondernemingsbestuur (governance) leveren uiteindelijk betere financiële prestaties.
- Het toepassen van ESG-integratie (meenemen van duurzaamheidsaspecten) binnen de beleggingsportefeuilles heeft op de lange termijn een neutraal tot positief effect op het risico-rendementsprofiel van de portefeuille.
- Wij zijn als pensioenfonds in de positie om ons belegd vermogen in te zetten om lange termijn thema's na te streven die worden gedragen door, en volgen uit prioritering van onze deelnemers. Dit zijn:
 - Solidariteit, waaronder *kansen voor iedereen, leven lang leren en weerbaarheid*
 - Beperking van klimaatveranderingseffecten
- Bij het herijken van ons ESG-beleid speelt het nemen van maatschappelijke verantwoordelijkheid een belangrijke rol, maar wij zullen te allen tijde het kostenaspect ervan in ogenschouw nemen. Dit doen wij onder andere door te bepalen of de reikwijdte van de ESG-beslissing de omvang van de te maken kosten rechtvaardigt.

2.3 ESG-ambitie POB

Onze ambitie rond verantwoord beleggen bestaat uit twee elementen. Enerzijds willen wij onze beleggingsportefeuille zoveel mogelijk vrijwaren van activiteiten die, of gedrag dat wij vanuit onze normen en waarden, en dus vanuit maatschappelijk perspectief, onwenselijk achten. Hiermee borgen wij het principe van **do-no-harm**. Hiertoe screenen wij onze beleggingsportefeuille periodiek en kunnen wij overgaan tot het uitsluiten van ondernemingen of landen die de meest grove schendingen van internationaal geaccepteerde normen begaan. We hanteren een uitsluitingslijst die op kwartaalbasis wordt geactualiseerd.

Anderzijds willen wij positieve impact realiseren: **do good**, bijvoorbeeld door onze invloed als aandeelhouder via ons betrokkenheidsbeleid (engagement en stemmen) in te zetten op thema's die voor ons relevant zijn. Ook onderzoeken wij de mogelijkheden om via onze beleggingen een positieve bijdrage te leveren aan maatschappelijk relevante activiteiten (impact beleggen). Deze ambitie hebben we deels gerealiseerd middels beleggingen in groene obligaties.

3 Internationale beleidskaders

Om het do-no-harm principe ten uitvoer te kunnen brengen screent het pensioenfonds het beleggingsuniversum eens per kwartaal op onwenselijk ondernemingsgedrag en op onwenselijke producten. Dit resulteert in een voor POB specifieke uitsluitingenlijst.

Voor ondernemingsgedrag (governance) vormen de principes van het UN Global Compact en de OESO-richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen (OESO-richtlijnen) en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs) het toetsingsraamwerk.

3.1 Global Compact

Global Compact is een niet-bindend pact van de Verenigde Naties om bedrijven wereldwijd aan te moedigen een duurzaam en sociaal verantwoord beleid te voeren en verslag uit te brengen over de uitvoering ervan. Het Global Compact heeft betrekking op vier hoofdthema's:

1. *Mensenrechten*
2. *Arbeidsnormen*
3. *Milieu*
4. *Anti-corruptie*

Global Compact bestaat uit tien breed geaccepteerde principes (bijlage 1). Deze principes vinden hun oorsprong in internationale verdragen zoals de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens, principes van de International Labour Organisation (ILO), de Rio verklaring inzake milieu en ontwikkeling en de VN-conventie tegen corruptie. Het Global Compact verlangt van bedrijven dat zij binnen hun eigen invloedssfeer kernwaarden op het gebied van mensenrechten, arbeidsnormen, milieu en anti-corruptie omarmen, ondersteunen en uitoefenen.

3.2 OESO-richtlijnen

De OESO-richtlijnen onderscheiden naast de vier genoemde thema's van Global Compact ook nog de volgende thema's:

5. *Consumentenbelangen*
6. *Wetenschap en technologie*
7. *Mededinging*
8. *Belastingen*

In de UNGPs is uitgewerkt welke principes multinationale ondernemingen in acht dienen te nemen om mensenrechten in de bedrijfsvoering te borgen. Deze beide raamwerken en genoemde thema's vormen dan ook een belangrijk uitgangspunt voor dit beleid. Het pensioenfonds onderschrijft deze en gebruikt het OESO-richtsnoer voor institutionele beleggers als leidraad. We verwachten van de door ons aangestelde managers en van de ondernemingen waarin wij beleggen dat zij conform deze internationale standaarden handelen en dit publiekelijk kenbaar maken.

3.3 Sanctiewet

Het toetsingsraamwerk voor het gedrag van staten wordt gevormd door de Nederlandse sanctiewet (1977) die specifieke verplichtingen geeft aan pensioenfondsen waar het gaat om het naleven van sanctiemaatregelen. Sanctiemaatregelen worden ingezet als reactie op schendingen van het internationale recht of van mensenrechten door regimes die rechtstatelijke en democratische beginselen niet eerbiedigen. De door ons aangestelde vermogensbeheerders dienen te waarborgen dat zij niet beleggen in staatsobligaties uitgegeven door landen waartegen een wapenembargo is

uitgevaardigd, geen beleggingen doen in gesanctioneerde (staats)ondernemingen en geen diensten afnemen van gesanctioneerde individuen.

3.4 Klimaatakkoord van Parijs

Internationale klimaatafspraken zijn vastgelegd in het Klimaatakkoord van Parijs (2015). Hierin zijn internationale CO₂-reductiedoelen afgesproken ten aanzien van klimaatrisico's. Daarnaast zijn met landen afspraken gemaakt over financieringsbehoeften voor maatregelen die onze samenleving beschermen tegen de effecten van klimaatverandering. Ten slotte zijn afspraken gemaakt ten aanzien van transparantie, bijvoorbeeld de omvang van CO₂-uitstoot van ondernemingen. POB ziet in de internationale doelstellingen van akkoord, zoals de CO₂-reductiedoelen voor 2030 en 2050, een leidraad om ondernemingen, maar ook delen van de eigen beleggingsportefeuille aan te toetsen. Daarom gebruikt POB deze doelen in het ESG-beleid en past ze daar waar mogelijk toe in de portefeuille.

4 Focus op specifieke maatschappelijke thema's

Binnen het ESG-beleid stellen wij een aantal maatschappelijke thema's centraal. Een deel van de thema's zetten wij in om onze do-no-harm principes te verankeren (uitsluiting van bedrijven en landen). Hiermee borgt het pensioenfonds beheersing van ESG-risico's. Een ander deel van de thema's zetten wij in om invulling te geven aan onze do good doelstellingen. Hiermee streeft het pensioenfonds na om binnen de invloedssfeer en de middelen die het heeft een positieve maatschappelijke bijdrage te leveren.

4.1 Do-no-harm: focus op thema's van OESO Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen

De thema's van het Global Compact vormen al geruime tijd de ruggengraat van ons ESG-beleid. Daarnaast spelen de OESO-richtlijnen en bijbehorende thema's een belangrijke rol. Deze thema's vormen dan ook het normenkader voor ondernemingsgedrag. Hiermee geven wij invulling aan onze principes van do-no-harm. Onderstaand het overzicht van de thema's waarop wij ons ESG-beleid richten, om eventuele negatieve impact, veroorzaakt door ondernemingen in onze beleggingsportefeuille, inzichtelijk te maken.

Maatschappelijk Thema Do-no-harm	Maakt onderdeel uit van:		
	OESO-richtlijnen voor Multi- nationale Ondernemingen	UN Guiding Principles on Business & Human Rights	UN Global Compact
Mensenrechten	✓	✓	✓
Arbeidsnormen	✓		✓
Milieunormen	✓		✓
Anti-Corruptie	✓		✓
Consumentenbelangen	✓		
Wetenschap en technologie	✓		
Mededinging	✓		
Belastingen	✓		

Overzicht 1: ESG-thema's in relatie tot internationale normenkaders ter borging van het do-no-harm principe

4.2 Hoog risico thema's en sectoren

POB belegt breed gespreid in aandelen en obligaties van ondernemingen en landen om de beleggingsrisico's te beperken. Hier kunnen sectoren bij zitten die meer blootstelling hebben naar ESG-risico's dan andere, vaak omdat er sector-specifieke uitdagingen op het vlak van duurzaamheid zijn. Om deze risico's voor (lokale) samenlevingen en milieu goed in beeld te hebben, voert POB periodiek onderzoek uit naar deze risico's. Op basis van dit onderzoek (toelichting in 6.1) heeft POB een tweetal sectoren en een aantal maatschappelijke thema's geïdentificeerd waar het fonds binnen het ESG-beleid nadrukkelijk aandacht voor heeft.

Financiële Instellingen

Financiële instelling, waartoe banken, verzekeraars, zakenbanken, bewaarbanken, kredietmaatschappijen en tussenpersonen behoren, zijn relatief veel blootgesteld aan maatschappelijke controverses zoals witwaspraktijken en marktmanipulatie. Binnen deze sector heeft POB dan ook verhoogde aandacht voor de thema's mededinging en consumentenbelangen. Via screening op deze kwesties kan POB het stem- engagement en uitsluitingsbeleid inzetten om deze problematiek te adresseren.

Basismaterialen

Chemie, bouwmaterialen en alle vormen van mijnbouw zijn activiteiten die altijd enige vorm van negatieve impact hebben op (lokale) samenlevingen of milieu. Deze sectoren zijn relatief veel blootgesteld aan maatschappelijke controverses zoals milieuvervuiling, corruptie en mensenrechtenschendingen. Binnen deze sector heeft POB dan ook verhoogde aandacht voor deze thema's. Via screening op deze kwesties kan POB het stem- engagement en uitsluitingsbeleid inzetten om deze problematiek te adresseren.

4.3 Do good en maatschappelijke impact: een positieve bijdrage aan solidariteit en klimaatverandering

Daarnaast willen wij extra nadruk leggen op een tweetal thema's die door het bestuur zijn geprioriteerd, omdat ze voortvloeien uit het profiel van de deelnemers van Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken. Dit betreft solidariteit en klimaatverandering. Op deze thema's willen wij ondernemingen op een positieve wijze stimuleren stappen te maken gerelateerd aan deze onderwerpen. Dit doen wij enerzijds door de inzet van ons betrokkenheidsbeleid, anderzijds door daar waar mogelijk en passend bij onze beleggingsbeginselen, in de beleggingsportefeuille de beide thema's te verankeren. In onderstaand overzicht is een verdere uitwerking van deze thema's gegeven. Hierin wordt aangegeven op welke specifieke aandachtsgebieden het pensioenfonds en de ondernemingen waarin wij beleggen invulling kunnen geven aan de thema's solidariteit en klimaatverandering.

Solidariteit	Klimaatverandering
Kansen voor iedereen (diversiteit van ondernemingsbestuur, scholing, toegang tot basisbehoeften, leefbaar loon)	Beperking van CO ₂ -emissies
Leven lang leren (scholingsmogelijkheden werknemers, Research & Development)	Investeren in de energietransitie
Weerbaarheid (recht van vereniging, recht op collectieve onderhandeling)	

Overzicht 2: Uitwerking van do good thema's: solidariteit en klimaatverandering in subthema's

5 Beleidsdoelstellingen

Wij streven de volgende doelstellingen na met de uitvoering van ons ESG-beleid.

- ESG-risicobeheersing door inzet van do-no-harm principes van het pensioenfonds:
 - Uitsluiting van onwenselijke activiteiten en gedrag van bedrijven en overheden in de beleggingsportefeuille;
 - Meten van ESG-kenmerken van onze beleggingsportefeuille zoals ESG-score, CO₂-uitstoot of controverses;
 - Aangaan van dialoog over bovenstaande met aangestelde vermogensbeheerders;
 - Meegeven van CO₂-reductiedoelstellingen aan aangestelde vermogensbeheerders.
- Vergroten van beleggings- en maatschappelijke kansen door inzet van do good principes van het pensioenfonds, door:
 - Ons op te stellen als betrokken aandeelhouder;
 - Onze invloed als lange termijn aandeelhouder positief aan te wenden op de thema's klimaatverandering & solidariteit;
 - Bij voorkeur activiteiten te financieren die passen binnen de rendements- en risico-eisen van het fonds en bijdragen aan sociale- of klimaatoplossingen.

6 ESG-instrumenten

Voor de implementatie van het ESG-beleid zet het pensioenfonds de volgende instrumenten in:

1. **Het voeren van een uitsluitingsbeleid op ongewenst gedrag.** Hieronder vallen ondernemingen en landen die in de categorie van *meest grove en structurele schendingen* van internationale normen vallen. Door toepassing van dit beleid kunnen wij deze activiteiten niet financieren. Hiermee geven wij invulling aan het principe van do-no-harm en beheersen wij ESG-risico's;
2. **Het voeren van een uitsluitingsbeleid op ongewenste producten** waardoor wij deze producten niet kunnen financieren. Hiermee geven wij invulling aan het principe van do-no-harm en beheersen wij ESG-risico's;
3. **Het voeren van een betrokkenheidsbeleid** door als actief aandeelhouder ondernemingsbeleid te verduurzamen. Hierbij kunnen wij een stembeleid en een engagementbeleid inzetten om de lange termijn waardecreatie van ondernemingen, voor de maatschappij en daarmee lange termijn waardecreatie voor onze deelnemers te verhogen; We zetten ons betrokkenheidsbeleid in om invulling te kunnen geven aan onze do good principes;
4. **Het integreren van duurzaamheidsaspecten in de beleggingsbeslissing (ESG-integratie).** Dit kan zijn in de besluitvorming om specifieke vermogensbeheerders wel of niet aan te stellen, maar dit kan ook binnen het beleggingsproces van de vermogensbeheerder plaatsvinden. Wij zetten ESG-integratie in om beleggingsrisico's te beheersen;
5. **Het onderzoeken en mogelijk inzetten van impactbeleggen mogelijkheden.** Hiermee streven we naast een goed financieel rendement ook een klimaatdoelstelling na. Met impactbeleggen kunnen we, naast een financieel rendement ook uiting geven aan de wens om maatschappelijk nuttige projecten te financieren.
6. **Het deelnemen aan collectieve rechtszaken (class actions).** Het pensioenfonds neemt deel aan class actions waarmee wordt geprobeerd de financiële schade voor het pensioenfonds, ontstaan door overtredingen van bedrijven, vergoed te krijgen. De deelname aan class actions dient tevens om de corporate governance in het algemeen te verbeteren.

6.1 Uitsluitingsbeleid: wij beleggen niet in activiteiten die we maatschappelijk onwenselijk vinden

Wij zetten een uitsluitingsbeleid in om maatschappelijk onwenselijk gedrag of maatschappelijk onwenselijke producten uit onze beleggingsportefeuille te weren. Het beleid is van toepassing op alle beleggingscategorieën en is toepasbaar op alle discretionaire mandaten. Alle ondernemingen en landen die niet voldoen aan onze normatieve ondergrens sluiten wij uit van het beleggingsuniversum. Dat betekent dat de vermogensbeheerders die wij aanstellen niet in deze ondernemingen mogen beleggen. Het is niet mogelijk om ons eigen uitsluitingsbeleid één-op-één toe te passen op beleggingen in beleggingsfondsen. Echter, bij de selectie van een beleggingsfonds wordt het ESG-beleid van de beheerder en/of de ESG-strategie binnen het beleggingsfonds meegewogen in het selectietraject.

Wij sluiten uit op basis van de volgende criteria:

- Ondernemingen die betrokken zijn bij de productie van **controversiële wapens**, waaronder clustermunition, anti-persoonsmijnen, nucleaire wapens;
- Ondernemingen die de in de meest grove en structurele schendingscategorie vallen van **Global Compact** principes, **OESO-richtlijnen** voor Multinationale Ondernemingen of de **UNGPs**;
- Ondernemingen die onvoldoende open staan voor een structurele dialoog binnen het engagementprogramma;
- Onderneming die betrokken zijn bij de productie van tabak;
- Mijnbouwondernemingen die betrokken zijn bij mijnbouw van thermische kolen;
- Ondernemingen die betrokken zijn bij de winning van olie of gas uit schaliesteenvelden of bij olieboringen in de poolgebieden ("artic drilling");
- Landen waartegen een **wapenembargo** is uitgevaardigd en (staats)ondernemingen die gesanctioneerd zijn.

Bij het screenen van onze beleggingsportefeuille wordt een (potentiële) negatieve impact op samenleving en milieu geïdentificeerd. Daarbij wordt de meest ernstige negatieve impact geprioriteerd op basis van ernst, schaal, onomkeerbaarheid en tevens wordt de mate van waarschijnlijkheid meegewogen. Het due diligence onderzoek wordt uitgevoerd en geïmplementeerd door de fiduciair beheerder in samenwerking met een gespecialiseerd onderzoeksbureau. Ondernemingen die volgens deze analyses vallen in de categorie van meest grove en structurele schendingen en daarmee met de meest ernstige negatieve impact, sluiten wij op voorhand uit van het beleggingsuniversum. Dat betekent dat de door ons aangestelde vermogensbeheerders niet in deze ondernemingen mogen beleggen. Voor ondernemingen die niet in de hoogste schendingscategorie vallen zetten wij ons betrokkenheidsbeleid in.

De uitsluitingen worden op kwartaalbasis geactualiseerd en jaarlijks in het ESG-jaarverslag gepubliceerd.

6.2 Betrokkenheidsbeleid: wij sporen ondernemingen aan tot duurzame activiteiten via engagement- en stembeleid

Wanneer wij beleggen in aandelen of obligaties van ondernemingen stellen wij ons actief en betrokken op. De wijze waarop wij dit doen is onderstaand beschreven in wat wij noemen het *betrokkenheidsbeleid*. Dit valt uiteen in het engagementbeleid en het stembeleid.

6.2.1 Engagementbeleid: door aangaan van dialoog sporen wij ondernemingen aan tot duurzamer beleid

Wij vinden het belangrijk om als pensioenfonds de dialoog aan te gaan (engagement) met ondernemingen waarin wij beleggen, met als doel een positieve gedragsverandering te realiseren bij de onderneming. Engagement is dan ook een centraal instrument binnen ons beleid. Wij passen het engagementbeleid toe op een selectie van ondernemingen waar wij in de aandelen of de bedrijfsleningenportefeuilles in beleggen of zouden kunnen beleggen.

Do-no-harm

Het pensioenfonds wil de thema's van de OESO-richtlijnen via een dialoogprogramma centraal stellen, met specifieke aandacht voor hoog-risico sectoren en thema's. Wanneer de screening van onze beleggingsportefeuille aantoonde dat ondernemingen principes op deze terreinen schenden of dreigen te schenden zullen wij een dialoog opstarten, met als doel de gedragsschending op te heffen. Wij hebben hierbij oog voor de rol van de onderneming in het remediëren van de schendingen door herstel en/of verhaal mogelijk te maken. Op deze manier beheersen wij financiële, maatschappelijke en reputatierisico's van onwenselijk ondernemingsgedrag.

Wij gaan in gesprek met bedrijven waar wij een negatieve impact hebben geïdentificeerd op basis van de screening. Voor de dialoog hanteren wij de volgende doelstellingen:

- De negatieve impact moet worden beëindigd;
- De onderneming moet zorgen voor herstel en/of verhaal voor benadeelden;
- De onderneming moet voldoende maatregelen nemen om toekomstige incidenten te voorkomen;
- De onderneming moet transparant zijn over de genomen maatregelen.

Wanneer blijkt dat de onderneming onvoldoende open staat voor de dialoog of binnen een tijdsbestek van 3 jaar onvoldoende voortgang laat zien, kan het pensioenfonds op aandeelhoudersvergaderingen tegen de herbenoeming van bestuurders stemmen. Daarnaast kan het pensioenfonds besluiten om de onderneming toe te voegen aan de uitsluitingslijst wanneer deze onvoldoende open staat voor een structurele dialoog.

Do good

Ook zet het pensioenfonds het engagementbeleid in op de thema's solidariteit en klimaatverandering, waarbij het de dialoog aangaat met bedrijven over het hanteren van betere standaarden binnen de sector op deze gebieden. Solidariteit in het bedrijfsleven betreft onder meer gelijke carrièrekansen voor iedereen, gelijke beloning voor hetzelfde werk, en toegang tot scholingsmogelijkheden. Een sterk **'human capital'** beleid is hierbij een belangrijke voorwaarde om deze doelen te bereiken. Daarnaast omvat solidariteit ook weerbaarheid en het respecteren van **mensenrechten**. Bedrijven dienen mensenrechten te respecteren en werknemers en andere stakeholders de vrijheid te geven om formele klachten in te kunnen dienen. Ten slotte is het noodzakelijk om bestaande productiemethoden meer **circulair** te maken, omdat afval in veel gevallen een bedreiging is voor mens en milieu.

Teneinde een positieve bijdrage te leveren aan deze thema's participeert POB in drie engagementprogramma's:

1. Human Capital Management

Dit programma haakt in op de vierde industriële revolutie, die aan een versnelling bezig is. Technologische vooruitgang, globalisering en demografische ontwikkelingen zullen voor blijvende veranderingen en verstoringen in de maatschappij en arbeidsmarkt zorgen. Bedrijven proberen nieuwe technologieën te benutten om productiviteit te verhogen, uit te breiden naar nieuwe markten en producten voor de toekomst te ontwikkelen. Tegelijkertijd is de uitdaging om concurrerend te blijven in een globaliserende wereld en zijn de risico's voor de business groot. Human capital management is een belangrijk onderdeel van de bedrijfsstrategie om deze uitdagingen het hoofd te bieden. Met circa 12 bedrijven wordt gesproken over dit thema, gericht op het borgen van gezonde, betrokken en productieve werknemers.

2. Mensenrechten

Dit programma heeft tot doel om een wereldwijde standaard voor het borgen en bevorderen van mensenrechten te implementeren. Met circa 20 bedrijven uit de cacao-, electronica- en mijnbouwsector wordt gesproken over:

- Een commitment om mensenrechten te respecteren;
- Het overnemen van een due diligence proces gericht op mensenrechten;
- Het implementeren van een systeem waarbij mensen/werknemers formele klachten in kunnen dienen.

3. Opschalen van een circulaire economie

Dit programma gaat in op de almaar toenemende consumptie en het streven om de productie hiervan duurzamer te maken, zowel qua grondstoffengebruik, als qua herbruikbaarheid aan het eind van de levensduur. Vandaag de dag is meer dan 90% van de economie nog lineair: ruwe grondstoffen worden verzameld en gebruikt voor producten die aan het eind van de levensduur als afval eindigen. Dit afval is een bedreiging voor ecosystemen, het klimaat en de publieke gezondheid. Dit is vervolgens ook een reputatie- en regelgevingsrisico voor de betrokken bedrijven. Een circulaire economie helpt om deze risico's te adresseren en laat tegelijkertijd nieuwe business opportuniteiten zien. Met circa 50 bedrijven uit de wereldwijde auto-industrie (toeleveranciers, autobedrijven, verhuur- en leasemaatschappijen) wordt gesproken over het implementeren van circulariteit in de hele keten.

6.2.2 Stembeleid: wij beschermen financiële en maatschappelijke waarde door gebruik van ons stemrecht

Het stembeleid is erop gericht om onze stemrechten die aandeelhouderschap met zich meebrengt actief in te zetten. Hiermee beschermen we de financiële belangen van het pensioenfonds en onze deelnemers. Wij kunnen ons eigen stembeleid inzetten voor de discretionaire aandelenmandaten. Daarnaast zetten wij ons stembeleid in voor de vastgoedfondsen waarin we beleggen. Voor aandelenbeleggingen via beleggingsfondsen, zoals onze opkomende markten beleggingen, geldt dat niet ons eigen beleid toepasbaar is, maar dat de vermogensbeheerder een eigen stembeleid toepast. Het pensioenfonds tracht bij de aanstelling van nieuwe fondsbeheerders contractueel te verankeren dat zij hun invloed

als aandeelhouder aanwenden om de gevolgen van negatieve impact van activiteiten te voorkomen, mitigeren en herstellen en/of verhaal te bieden.

Het stembeleid richt zich grotendeels op *goed bestuur* thema's, waaronder de benoeming van bestuurders, beloningsbeleid, fusies & overnames, uitgifte van nieuw aandelenkapitaal en goedkeuring van de jaarrekening. Binnen deze thema's legt het pensioenfonds extra nadruk op diversiteit van bestuur en gelijke kansen voor iedereen. Daarnaast is er in toenemende mate de mogelijkheid om over (elementen) van het duurzaamheidsbeleid van de onderneming te stemmen. Veelal betreft dit agendapunten die door andere aandeelhouders zijn ingebracht en zich richten op sociale-, milieu- of klimaat thema's. Wij hebben dan ook extra aandacht voor deze categorie agendapunten, specifiek op klimaatverandering, solidariteit en thema's van de OESO-richtlijnen en UNGPs. Het stembeleid van het pensioenfonds is zoveel mogelijk in lijn met nationale en internationale Corporate Governance codes & richtlijnen.

Voor de uitvoering van het stembeleid hanteren wij stemrichtlijnen. Wij rapporteren jaarlijks achteraf over het stemgedrag in het ESG-jaarslag.

Link voor: https://www.pob.eu/media/16214/esg-jaarslag_2023.pdf

6.3 ESG-integratie: wij beoordelen onderneming op duurzaamheidskenmerken, waaronder CO₂-uitstoot

Het pensioenfonds heeft de overtuiging dat ESG-integratie op langere termijn zorgt voor een betere risico-rendement verhouding van onze beleggingen. Vanuit deze gedachte, en waar toepasbaar gezien de beleggingsstrategie, passen de vermogensbeheerders van onze beleggingsportefeuille ESG-integratie toe. De wijze waarop dit gebeurt kan verschillen per vermogensbeheerder. In 2021 heeft het fonds een eerste stap gezet door ervoor te kiezen de discretionaire aandelenportefeuille te laten beheren in lijn met de CO₂-reductiedoelen van het Akkoord van Parijs. Eind 2023 zijn er CO₂-reductiedoelen vastgelegd voor de beleggingen in Euro bedrijfsobligaties. Dit betekent dat POB actief en doorlopend stuurt op de CO₂-emissies van deze portefeuilles en deze door de tijd heen steeds verder verlaagt. Hierdoor zijn de beleggingen voorbereid op de energietransitie. POB heeft de volgende doelstelling op de korte, middellange en lange termijn geformuleerd ten aanzien van deze strategie.

Tijd	Klimaatdoelstelling POB
Klimaatstrategie	Het bereiken van Net-Zero emissies in 2050 voor alle strategieën die blootstelling hebben naar ondernemingen, conform de doelen van het Akkoord van Parijs
Doelstelling 2022	>30% CO ₂ -reductie voor de aandelenportefeuille (ontwikkelde markten)
Doelstelling 2023	>30% CO ₂ -reductie voor aandelenportefeuille (ontwikkelde en opkomende markten) en bedrijfsobligaties. Jaarlijkse decarbonisatie van ten minste 7% tot 2050
Doelstelling 2030	50% CO ₂ -reductie
Doelstelling 2050	Netto-nul emissies in beleggingsportefeuille

6.4 Impactinvesteringen: wij beleggen in kansen die de energietransitie biedt

Als pensioenfonds financieren wij bedrijfsactiviteiten, hierbij streven wij een financieel rendement na bij een acceptabel risiconiveau. Binnen ons beleggingsbeleid kunnen wij impact beleggen. Hierbij zoeken wij naar mogelijkheden, met inachtneming van acceptabele risico-rendement kenmerken, rond het thema klimaatverandering en de energietransitie.

Wij streven een structurele blootstelling na naar (klimaat) impactbeleggingen. Sinds 2022 belegt het fonds daarom 5% van de beleggingsportefeuille in groene obligaties. Groene obligaties zijn bedrijfs- of staatsleningen, waarvan de opbrengst enkel kan worden gebruikt om projecten te financieren die bijdragen aan de energietransitie. In het ESG-jaarverslag zal het fonds verslag doen van de klimaatimpact die mede door onze financiering is gerealiseerd.

Vanuit de Europese Unie zijn per 1 januari 2022 regels opgesteld aan de hand waarvan kan worden bepaald in hoeverre een belegging echt duurzaam is. Deze zogenaamde *EU Environmental Taxonomy* (EUT) kan de komende jaren een mogelijke standaard worden om het duurzaamheidsgehalte van groene obligaties aan te toetsen. Bij de selectie van dit product zal POB de mate waarin deze beleggingen al dan niet in lijn zijn met de EUT expliciet meewegen.

7 Transparantie en verantwoording

7.1 ESG Jaarverslag

Wij leggen verantwoording af over de implementatie en uitvoering van ons beleid aan onze deelnemers. Dit doen we door ten minste eens per jaar verslag te doen van de uitvoering van ons ESG-beleid, inclusief ons betrokkenheidsbeleid. Hierin presenteren wij ten minste de uitvoering van het uitsluitingsbeleid, het stembeleid en het engagementbeleid. Daarnaast willen wij transparant zijn over de CO₂-footprint van onze beleggingen door deze jaarlijks te publiceren.

7.2 Onze contracten met vermogensbeheerders

Wij hebben beleggingsoplossingen geselecteerd die passen bij de lange termijn uitgangspunten van ons beleggingsbeleid, zoals bepaald op basis van een ALM studie (in onze ABTN is dit nader beschreven). Dit uit zich onder andere in de beleggingsdoelstelling en benchmark van de beleggingsfondsen en -mandaten.

Wij houden bij de selectie van (nieuwe) vermogensbeheerders integraal rekening met de wijze waarop de beheerder financiële en niet-financiële (ESG) prestaties en risico's meeneemt, en hoe het stem- en dialoogbeleid is ingevuld. Dit is soms, maar niet in alle gevallen, onderdeel van de overeenkomst met de vermogensbeheerder.

De door ons aangestelde aandelenmanagers evalueren wij formeel eens in de drie jaar. Hierbij beoordelen wij de behaalde rendementen (absoluut en ten opzichte van de benchmark), de kosten (inclusief transactiekosten), de beleggingsstijl en omloopsnelheid van de portefeuille en andere relevante factoren.

Ieder kwartaal ontvangen wij een rapportage per manager van onze fiduciair beheerder. Indien er op basis van actuele tussentijdse ontwikkelingen bij de vermogensbeheerder aanleiding is voor een tussentijdse evaluatie zullen wij dit doen. De afgesloten contracten met vermogensbeheerders kennen een onbepaalde looptijd. De contracten kunnen te allen tijde met inachtneming van de overeengekomen opzegtermijn worden ontbonden.

8 Monitoring en evaluatie van beleid

Het Bestuur monitort de uitvoering van het eigen ESG-beleid en dat van de aangestelde vermogensbeheerders jaarlijks en evalueert het eigen ESG-beleid ten minste eens in de drie jaar, maar vaker wanneer hiertoe eerder aanleiding is. Dit kan zijn vanwege nieuwe inzichten rondom ESG-risico's in verband met de klimaatverandering, het gebruik van hulpbronnen en het milieu, sociale risico's en risico's in verband met de waardevermindering van activa als gevolg van veranderende regelgeving. Ook kan dit volgen uit nieuwe deelnemers- of bestuursvoorkeuren ten aanzien van maatschappelijke kwesties.

8.1 Monitoring

Wij monitoren de door ons aangestelde vermogensbeheerders en de wijze waarom zij het ESG-beleid uitvoeren. XIG, onze manager selectie dienstverlener, speelt hierin een faciliterende rol. Om een goed monitoringsproces mogelijk te maken vragen wij van de aangestelde vermogensbeheerders ten minste jaarlijks een rapportage over de uitvoering van het ESG-beleid. Hierin vragen wij indien mogelijk een toelichting op:

- De gebruikte methode om potentiële en daadwerkelijke negatieve ESG-impact te identificeren;
- De in de portefeuille aanwezige en potentiële negatieve geïdentificeerde ESG-impact;
- De uitgesloten ondernemingen/landen;
- Het engagementprogramma/stembeleid: ondernemingen, doelstellingen, voortgang, resultaten en vervolg beslissingen.

8.2 Evaluatie

Wij evalueren ons ESG-beleid op de volgende criteria:

- Zijn de overtuigingen en visie nog actueel;
- Wordt voldaan aan bestaande en te verwachten regelgeving;
- Wordt het beleid goed en efficiënt uitgevoerd;
- Draagt uitvoering van beleid bij aan de beleidsdoelstellingen.

Hierbij is van belang dat uit de evaluatie blijkt in hoeverre de uitkomsten effectief zijn en moeten leiden tot bijstelling van het beleid. Dit ESG-beleid is voor een periode van vijf jaar vastgesteld en wordt tussentijds geëvalueerd, ten minste na drie jaar, maar eerder indien nodig.

Bijlage 1

De tien principes van het Global Compact

Het VN Global Compact verlangt van bedrijven dat zij binnen hun invloedssfeer een aantal kernwaarden op het gebied van mensenrechten, arbeidsnormen, milieu en anticorruptie omarmen, ondersteunen en uitoefenen. Bedrijven die het VN Global Compact initiatief onderschrijven, verbinden zich ertoe de onderstaande doelstellingen en waarden te steunen bij het uitvoeren van hun activiteiten:

Mensenrechten

1e principe: Bedrijven dienen binnen de eigen invloedssfeer de internationaal vastgelegde mensenrechten te ondersteunen en te respecteren; en

2e principe: ervoor te zorgen dat zij niet medeplichtig zijn aan schendingen van de mensenrechten.

Arbeidsnormen

3e principe: Bedrijven dienen de vrijheid van vakvereniging en de effectieve erkenning van het recht op collectieve onderhandelingen te handhaven;

4e principe: alle vormen van verplichte en gedwongen arbeid te elimineren;

5e principe: zich in te spannen voor de effectieve afschaffing van kinderarbeid; en

6e principe: discriminatie met betrekking tot werk en beroep te bestrijden.

Milieu

7e principe: Bedrijven dienen het voorzichtigheidsbeginsel te hanteren met betrekking tot milieukwesties;

8e principe: initiatieven te ondernemen om grotere verantwoordelijkheid op milieugebied te bevorderen; en

9e principe: de ontwikkeling en verspreiding van milieuvriendelijke technologieën te stimuleren.

Anticorruptie

10e principe: Bedrijven dienen alle vormen van corruptie, inclusief afpersing en omkoping, tegen te gaan.

De principes van het Global Compact zijn gebaseerd op internationale verdragen, onder andere afgeleid van de Universele verklaring van de rechten van de mens, de verklaring van de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) inzake de fundamentele arbeidsrechten, en van de verklaring van Rio met betrekking tot milieu en ontwikkeling.

Bijlage 2 Versiebeheer

Versie 1.0 maart 2020

Versie 1.1 oktober 2021

<u>Hoofdstuk</u>	<u>Wijziging</u>	<u>Toelichting</u>

Versie 1.2 november 2023

<u>Hoofdstuk</u>	<u>Wijziging</u>	<u>Toelichting</u>
6.1		Toevoeging arctic drilling en schaliegas als uitsluitingscriteria Toevoeging dat uitsluiting van thermische kolen mijnbouw gericht is op mijnbouw-ondernemingen Namen van externe dienstverleners verwijderd
6.2		Aangevuld dat engagement niet op alle bedrijven wordt toegepast

Versie 1.3 december 2024

<u>Hoofdstuk</u>	<u>Wijziging</u>	<u>Toelichting</u>
6.2.1		Nieuw gekozen engagement thema's beschreven
6.3		Aangevuld met decarbonisatiedoelstelling voor bedrijfsobligaties
		Tekstuele aanscherpingen

Herbalanceringsbeleid

Beleidsdocument

Versie: 15 oktober 2024

Status: Definitief

Beoogde ingangsdatum: 1 juli 2025

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	2
2.	Jaarlijkse vaststelling normportefeuille.....	2
3.	Toegestane bandbreedtes	2
4.	Richtlijnen herbalancering feitelijke portefeuille	2
5.	Illiquide beleggingen	3
6.	Monitoring	3
7.	Portefeuillebeheer.....	3

1. Inleiding

Als uitgangspunt voor het beheer van de beleggingsportefeuille geldt de strategische normportefeuille voor het collectieve vermogen. Om marktschommelingen op te kunnen vangen is voor elke beleggingscategorie een bandbreedte rondom het betreffend strategisch normgewicht vastgesteld. Dit geldt ook voor de strategische afdekkingspercentages voor het afdekken van het renterisico en het valutarisico.

In dit beleidsdocument zijn de uitgangspunten en de richtlijnen van het herbalanceringsbeleid vastgelegd. Het herbalanceringsbeleid is onderdeel van het strategisch beleggingsbeleid. Het beleid wordt opgesteld door de beleggingscommissie en vastgesteld door het bestuur. Een evaluatie van dit beleid vindt iedere drie jaar plaats of eerder wanneer daar aanleiding toe is.

2. Jaarlijkse vaststelling normportefeuille

De normwegingen voor de beleggingsportefeuille worden in principe jaarlijks vastgesteld. Wanneer intra-jaar een bandbreedte wordt geraakt, zal echter tevens worden onderzocht of een herijking van de normgewichten nodig is. Een frequentere herziening van normwegingen en bandbreedtes valt niet uit te sluiten omdat de collectieve beleggingsmix in de solidaire premieregeling van de Wtp meebeweegt met wijzigingen in de omvang van cohorten (als gevolg van een verschil in toegewezen rendementen, premies, pensioenuitkeringen of als gevolg van de bestandsontwikkeling).

Gedurende de maand bewegen de normen mee met de marktindices. Dit is enkel van belang voor de performance meting. Eventuele aanpassingen vanuit de jaarlijkse vaststelling worden per 1 februari geïmplementeerd. Gegeven de beperkte liquiditeit rond de jaarwisseling kan de portefeuille niet of niet kostenefficiënt worden aangepast aan de nieuwe normwegingen. In de maand januari worden daarom de normgewichten van het voorgaande kalenderjaar gehanteerd.

3. Toegestane bandbreedtes

Om te voorkomen dat er als gevolg van extreme marktsituaties veel transactiekosten worden gemaakt om de portefeuille in lijn te houden met de normverdeling worden bandbreedtes, dat wil zeggen marges, rondom de normgewichten vastgesteld. Daarnaast is een belangrijke functie van de bandbreedte voor de beschermings- en de overrendementsportefeuille dat deze de afwijkingen beperkt in de impliciete blootstelling¹ naar het overrendement.

In de basis wordt de omvang van de bandbreedtes vastgesteld op basis van een methodiek van de fiduciair beheerder. Echter, de uitkomst hiervan kan worden aangepast als het pensioenfonds besluit dat dit ongewenste gevolgen kan hebben voor de impliciete blootstelling aan overrendement voor de cohorten. In de gehanteerde methodiek wordt als extreme situatie een marktbeving gekozen die eens in de vijf jaar voorkomt. Voor de volatiliteit van de categorieën wordt de volatiliteit gebruikt zoals gehanteerd in de analyses van de strategische asset allocatie (SAA). Vervolgens wordt berekend wat de weging is van de benchmark als enkel de betreffende benchmark een extreme marktbeving zou ondergaan. De resulterende weging wordt vergeleken met de normweging en naar boven afgerond op 0,5%. De minimale bandbreedte wordt vastgesteld op +/-1%. Dit geeft de benodigde bandbreedte op subcategorieën.

4. Richtlijnen herbalancering feitelijke portefeuille

Rond de normgewichten zijn toegestane bandbreedtes gedefinieerd waarbinnen de feitelijke portefeuillegewichten kunnen fluctueren. Zolang de portefeuillegewichten bewegen binnen de toegestane bandbreedte vindt geen herbalancering van de portefeuille plaats. Eventueel vindt jaarlijks op 1 februari een

¹ Elk cohort krijgt over een vast percentage van het pensioenkapitaal overrendement toebedeeld. Indien de omvang van de collectieve overrendementsportefeuille afwijkt van de strategisch beoogde blootstelling zal het toe te delen overrendement evenredig veel groter of kleiner worden dan beoogd.

herbalancering van de portefeuillewelingen plaats. Alvorens de portefeuille te herbalanceren, ontvangt de beleggingscommissie een advies van de fiduciair beheerder voor de benodigde transacties. Uitgangspunt hierbij is dat tot de norm wordt geherbalanceerd en dat beperkte transacties worden vermeden. De goedgekeurde transacties worden per het einde van de volgende maand uitgevoerd.

Om te bepalen tot welke norm moet worden geherbalanceerd, zal eerst de verhouding tussen de matching- en returnportefeuille opnieuw worden bepaald vanuit de omvang van de onderliggende cohorten. Dit kan een aangepaste norm zijn, omdat de collectieve beleggingsmix vanwege een wijziging in de omvang van cohorten materieel kan zijn verschoven. Vervolgens zullen de onderliggende allocaties binnen de matching- en returnportefeuille proportioneel worden geschaald. De enige uitzondering daarop vormt de allocatie naar staatsobligaties binnen de matchingportefeuille².

Gedurende het jaar vinden er geen herbalanceringsplaats tussen de beschermings- en de overrendementsportefeuille en ook niet tussen de beleggingscategorieën binnen de liquide deelportefeuilles, tenzij een bandbreedte wordt doorbroken. Voor de tussentijdse herbalancering ontvangt de beleggingscommissie vooraf een voorstel van de fiduciair beheerder.

5. Illiquide beleggingen

Illiquide beleggingen zijn onderdeel van de herbalancering van de feitelijke portefeuille, maar kunnen niet worden bijgestuurd. Daarom wordt bij noodzakelijke tussentijdse herbalanceringsplaatsen van de portefeuille het gewicht van deze type beleggingen in de portefeuille gecompenseerd met liquide beleggingen met een vergelijkbaar risicoprofiel.

- Het gewicht van niet beursgenoteerd onroerend goed wordt in de portefeuille gecompenseerd met aandelen wereldwijd.
- Het gewicht van Nederlandse hypotheeklen wordt in de portefeuille gecompenseerd met Euro bedrijfsobligaties.

6. Monitoring

De bandbreedtes rondom de normgewichten zijn onderdeel van de beleggingsrichtlijnen. Die worden op doorlopende basis gemonitord door de fiduciair beheerder. De custodian is aangesteld als onafhankelijke monitor van de richtlijnen voor het Fonds. Zij controleren of de beleggingen in overeenstemming zijn met de richtlijnen van het pensioenfonds. De externe vermogensbeheerders zijn daarnaast ook zelf verantwoordelijk voor de controle op de naleving van de overeengekomen richtlijnen.

7. Portefeuillebeheer

Het pensioenfonds kan besluiten om een overschrijding van de bandbreedte te accepteren. Overwegingen om af te zien van herbalanceren van de portefeuille zijn:

- De marktomstandigheden dusdanig volatiel zijn dat herbalancering op dat moment niet opportuun wordt geacht.
- Het te herbalanceren bedrag dusdanig laag is (<1% van de allocatie op beleggingscategorie niveau), dat herbalanceren niet kosteneffectief is.
- Herbalanceren niet nodig wordt geacht vanwege voorgenomen wijzigingen in de portefeuille.

² Met betrekking tot deze allocatie is besloten om deze vooralsnog als 'buy-and-maintain' aan te houden. Inkomsten uit rente- en aflossingen zullen in de LDI-portefeuille worden herbelegd. Er zullen geen stortingen en onttrekkingen worden gedaan en de normallocatie zal gelijk worden gesteld aan de feitelijke allocatie op moment van herbalancering.

Rentebeleid POB

Datum 15 oktober 2024

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	2
2.	Doelstelling	2
3.	Reikwijdte	2
4.	Toegestane instrumenten	2
5.	Definities	3
6.	Beheersingsmaatregelen	4
7.	Uitvoering	5
8.	Rapportage	5

1. Inleiding

Renterisico onder de Wtp is een risico voor individuele deelnemers en heeft betrekking op de omrekening van pensioenvermogen in een jaarlijkse pensioenuitkering. Dit geldt zowel voor de opbouw- en uitkeringsfase. Deelnemers bouwen gedurende hun loopbaan een individueel pensioenkapitaal op, dat op pensioenleeftijd wordt aangewend voor maandelijkse pensioenuitkeringen. Hierbij wordt de hoogte van de uitkering jaarlijks herrekend, met als bepalende factoren de omvang van het pensioenkapitaal en het actuele niveau van de marktrente.

Renterisico is onder de Wtp een belangrijk risico voor het pensioenfonds en met name voor de deelnemers. In de ABTN van POB wordt het beleid ten aanzien van renterisico op hoofdlijnen beschreven. In dit beleidsdocument wordt meer gedetailleerd beschreven hoe het pensioenfonds het renterisico beheerst. Het begrip beschermingsrendement speelt hierbij een belangrijke rol en wordt in dit document ook toegelicht. POB heeft gekozen voor de theoretische ofwel indirecte methode voor het bepalen van het beschermingsrendement. Twee argumenten die belangrijk zijn voor deze keuze zijn 1) het theoretisch rendement is zuiver ten aanzien van nominale rente-effecten, en 2) met deze keuze kan zowel de beschermingsportefeuille als collectieve portefeuille (efficiënt) beheerd worden.

Dit beleidsdocument wordt als bijlage opgenomen bij het strategisch beleggingsbeleid van POB.

2. Doelstelling

Om fluctuaties in de jaarlijkse (verwachte) pensioenuitkeringen te dempen (zowel in de opbouw- als in de uitkeringsfase) dekt POB het strategisch renterisico gedeeltelijk af. Dit gebeurt door het toedelen van een (leeftijdsafhankelijk) beschermingsrendement. De mate van renteafdekking wordt per cohort uitgedrukt in een toedelingspercentage beschermingsrendement. Het acceptabele strategische renterisico wordt vastgesteld als onderdeel van het strategisch beleggingsbeleid, dat ook aansluit bij de risicohouding per leeftijdscohort. Dit beleid wordt minstens eens per vijf jaar opnieuw vastgesteld door het bestuur.

Het toe te delen (theoretische) beschermingsrendement wordt afgeleid van de euro swap curve. Om het renterisico zo goed mogelijk af te dekken streeft het pensioenfonds naar een renteafdekking die zo goed mogelijk aansluit bij het theoretische beschermingsrendement.

3. Reikwijdte

Ter beheersing van het renterisico heeft POB een beschermingsportefeuille ingericht. Deze bestaat enerzijds uit een LDI-portefeuille met swaps en staatsobligaties, waarmee het grootste deel van de beoogde afdekking van het renterisico wordt gerealiseerd. Daarnaast zijn vastrentende beleggingen, waarvoor geldt dat de rente een hoge correlatie heeft met de ontwikkeling van de Euro swap curve, onderdeel van de beschermingsportefeuille. Dit betreft bijvoorbeeld hypotheek en investment grade bedrijfsobligaties.

4. Toegestane instrumenten

In de beschermingsportefeuille zijn de volgende instrumenten opgenomen, die (met uitzondering van Liquiditeiten) een hoge mate van correlatie met de euro swap curve kennen:

In de LDI-portefeuille:

- Euro staatsobligaties met hoge kredietwaardigheid. Hieronder vallen tevens Euro staatsgerelateerde obligaties en in Euro uitgegeven supranationale obligaties.
- Centraal geclearde Euro renteswaps. Hieronder wordt verstaan (de marktwaarde van) Euro Interest rate swaps met een vaste coupon tegen een variabele coupon.
- Geldmarktfondsen. Hieronder vallen zowel geldmarktfondsen die kunnen worden gebruikt als onderpand voor renteswaps (same day settlement fondsen) als geldmarktfondsen met een langere looptijd van drie maanden. Voor deze fondsen is een minimale rating vastgesteld.
- Liquiditeiten.

Daarnaast zijn (buiten de LDI-portefeuille) toegestaan:

- Green bonds (investment grade staatsobligaties en bedrijfsobligaties met een specifieke ESG-doelstelling)
- Bedrijfsobligaties (investment grade)
- Hypotheken

5. Definities

5.1. Toedelingspercentage beschermingsrendement

Centraal in het beleid staat de beoogde strategische bescherming tegen renterisico. Deze bescherming is leeftijdsafhankelijk en wordt uitgedrukt in een percentage toe te delen beschermingsrendement. Dit percentage kan worden geïnterpreteerd als een renteafdeckingspercentage.

5.2. Mismatch beschermingsrendement

POB heeft gekozen voor het toedelen van beschermingsrendement aan de individuele pensioenkapitalen op basis van de 'theoretische' aanpak. Hierbij wordt het toe te delen beschermingsrendement berekend volgens onderstaande formule:

$$\text{Beschermingsrendement} = HR * \Delta L + (1 - HR) * r_{Kas}$$

Waarbij HR staat voor hedge ratio en delta(L) voor de waardeverandering van de verwachte kasstromen als gevolg van een wijziging van de swaprentecurve.

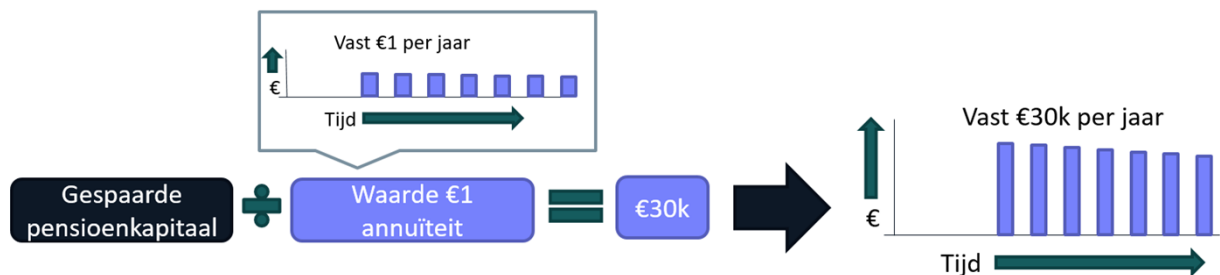
Het gerealiseerde rendement op de beschermingsportefeuille kan in meer of mindere mate afwijken van dit theoretisch berekende rendement. Dit noemen we de mismatch of het mismatchrisico, en dit kan onder andere door de volgende factoren ontstaan: een afwijkende totale rentegevoeligheid, verschillen in de looptijdverdeling (curverisico), bewegingen in de swap spread of credit spread (spread risico) en eventueel ook kosten. Een mismatch in de beschermingsportefeuille in een bepaalde periode heeft impact op het toe te delen overrendement, daarom wordt hier gericht op gestuurd¹.

POB zal de mismatch op twee niveau's monitoren: de mismatch van alleen de LDI-portefeuille en de mismatch van de totale beschermingsportefeuille (inclusief de spread beleggingen).

¹ Zie paragraaf 6. De spreadrisico bijdrage vanuit de overige beleggingen in de beschermingsportefeuille wordt bewust gelopen. De omvang hiervan wordt bepaald als onderdeel van de optimalisatie van de overrendementsportefeuille en in dit document verder niet toegelicht.

5.3. Verwachte kasstromen

Onder het nieuwe pensioencontract zijn verwachte kasstromen gedefinieerd als een (uitgestelde) annuïteit van pensioenuitkeringen. De kasstromen zijn afhankelijk van het huidige pensioenvermogen en van de prijs van een (uitgestelde) annuïteit. Daarmee zijn kasstromen gevoeligheid voor marktbewegingen (beleggingsrendement heeft impact op het pensioenvermogen) en voor rentebewegingen (rente is een belangrijke factor in de prijs van de annuïteit). In onderstaande figuur wordt de werking van een annuïteit illustratief weergegeven.



5.4. Berekening renterisico

Bij de inrichting van de beschermingsportefeuille wordt het renterisico op twee manieren gemeten: de totale (af te dekken) rentegevoeligheid en de rentegevoeligheid per renteschokpunt.

Deze af te dekken rentegevoeligheid (totaal en per renteschokpunt) wordt rechtstreeks afgeleid uit de af te dekken kasstromen. Omdat het afdekkingspercentage (toedelingspercentage beschermingsrendement) cohortafhankelijk is, ligt de berekening en aanlevering van de af te dekken kasstromen bij de pensioenadministrateur.

Rentengevoeligheid is, ceteris paribus, de gevoeligheid van de waardering voor een schok van de relevante swaprente curve met 1 basispunt. De duratie van beleggingsfondsen wordt bepaald op basis van de benchmark van een fonds.

6. Beheersingsmaatregelen

POB stelt een beheerder aan voor het beheer van de LDI-portefeuille. De beheerder krijgt als doelstelling mee om met de LDI-portefeuille minimaal het theoretisch beschermingsrendement (plus een opslag voor de beheerkosten) te realiseren. Daarbij dient de beheerder de mismatch tussen het gerealiseerde en het theoretische beschermingsrendement te minimaliseren.

In het beheer van de LDI-portefeuille houdt de beheerder rekening met de duratiebijdrage vanuit de overige beleggingen in de beschermingsportefeuille (door een aanpassing vooraf in de benchmark voor de LDI-portefeuille).

Met de beheerder worden afspraken gemaakt over de volgende beheersingsmaatregelen:

- Voor de verschillende onderdelen van de LDI-portefeuille worden normgewichten en toegestane bandbreedtes gedefinieerd.
- Om schommelingen vanuit de normale marktvolatiliteit te kunnen opvangen wordt een toegestane bandbreedte rond de beoogde totale renteafdekking opgenomen.
- Ter beheersing van het curverisico worden voor de verschillende renteschokpunten toegestane bandbreedtes gedefinieerd.
- Voor de Euro staatsobligaties en Euro staatsgerelateerde obligaties geldt een vooraf vastgesteld universum en worden toegestane bandbreedtes opgenomen voor de verschillende landen en supranationale obligaties vastgesteld.
- Voor Euro staatsobligaties en Euro staatsgerelateerde obligaties geldt een rating restrictie van minimaal A-.

- De beheerder krijgt als opdracht om er naar te streven dat de totale allocatie naar geldmarktfondsen evenwichtig wordt verdeeld over de toegestane geldmarktfondsen.
- Om te waarborgen dat te allen tijde voldoende liquiditeiten aanwezig zijn als onderpand voor renteswaps streeft de beheerder er naar dat de allocatie naar Liquiditeiten voldoende is om een marktwaarde verandering in rentederivaten op te vangen als gevolg van een vooraf bepaalde renteschok. De omvang van de daarbij te hanteren renteschok is vastgelegd in het Liquiditeitsbeleid van het pensioenfonds.

7. Uitvoering

De uitvoering van de renteafdekking is uitbesteed aan de beheerder. Monitoring van de strategische renteafdekking vindt plaats aan de hand van de maandrapportages.

Beheer van de LDI-portefeuille is gemandateerd aan een LDI-manager. Deze beheerder controleert op dagbasis of de beleggingen zich binnen de toegestane bandbreedtes bevinden. De controle op de toegestane bandbreedtes voor de verschillende renteschokpunten voor de beschermingsportefeuille is één keer per maand.

Eens per maand wordt de waarde van de af te dekken kasstromen bijgewerkt met de nieuwe kasstromen.

8. Rapportage

Op maandbasis wordt gerapporteerd over de beoogde renteafdekking. Aangegeven wordt of de renteafdekking (totaal en per renteschokpunt) en de verschillende toegestane beleggingen zich bevinden binnen de toegestane bandbreedtes rond de beoogde normen. Daarnaast wordt aangegeven hoe de renteafdekking is opgebouwd en wordt inzicht gegeven in het uitstaande onderpand.

Op kwartaalbasis wordt additioneel een performance attributie gegeven van de behaalde performance van de beschermingsportefeuille en inzicht in het ex ante renterisico. Op basis van de performance analyse wordt tevens inzicht verschaft in de ex post effectiviteit van de renteafdekking. De rapportages worden in de vergaderingen van de beleggingscommissie besproken.

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken

KvK 41150223

www.pob.eu



Valutabeleid

Beleidsdocument

Versie: december 2024

Status: Definitief

Beoogde ingangsdatum: 1 juli 2025

AZL N.V. verzorgt de administratie:

Postbus 4471, 6401 CZ Heerlen, **T** 088 - 116 2000, **E** info@pob.eu

Inhoudsopgave

1.	Inleiding.....	3
2.	Doelstelling.....	3
3.	Reikwijdte.....	3
4.	Valutarisico.....	3
5.	Beheersingsmaatregelen.....	4
6.	Uitvoering.....	4
7.	Toegestane instrumenten en restricties	4
8.	Rapportage.....	5

1. Inleiding

Valutarisico kan worden omschreven als een waardeverandering van niet Euro beleggingen als gevolg van wisselkoersbewegingen. Het afdekken van valutarisico beschermt tegen de negatieve gevolgen voor het rendement van een daling van de buitenlandse valuta. In de ABTN van POB wordt het beleid ten aanzien van valutarisico op hoofdlijnen beschreven. In dit beleidsdocument wordt meer ingegaan op de achtergronden. Dit beleidsdocument wordt als bijlage opgenomen bij het strategisch beleggingsbeleid van POB.

2. Doelstelling

De doelstelling is enerzijds om valutarisico te beperken en anderzijds om het risico alleen daar te lopen waar het wenselijk of acceptabel is. Onderzoek naar welke valuta moeten worden afgedekt en in welke mate, wordt gedaan in een SAA-studie en wordt gedaan op basis van de volgende overwegingen:

- Kostenoverwegingen. Valuta met een kleinere weging dan 1,5% worden in principe niet afgedekt omdat de kosten van afdekking niet opwegen tegen de reductie van het valutarisico.
- Risico-overwegingen: Valutarisico heeft een diversifiërende werking. De afdekking dient bij te dragen aan een fundamentele verlaging van risico.
- Kosten van het aanhouden van onderpand.
- Praktische overwegingen gericht op de te hanteren instrumenten voor valuta afdekking.

Bij overgang naar de Wtp komen hier als additionele overwegingen bij:

- Voor jongere cohorten ligt de focus op kapitaalgroei met een lange horizon. Daarom is verlaging van de volatiliteit van de portefeuille door middel van valuta-afdekking van beperkte toegevoegde waarde.
- Voor oudere cohorten is pensioenstabiliteit belangrijk. Een valuta-afdekking voegt waarde toe doordat het de standaarddeviatie van het relatieve rendement ten opzichte van de pensioenkastromen verlaagt.
- Een valutabeleid kan alleen op collectief niveau geïmplementeerd worden en heeft voor alle cohorten een gelijk effect op het overrendementspercentage dat wordt toegekend.
- Valuta-afdekking leidt tot een efficiëntere portefeuille voor jongere en oudere cohorten en wordt daarom bepaald in een Strategische Asset Allocatie (SAA)-analyse¹.
- Uitgangspunt is dat het overrendement vergelijkbaar wordt toebedeeld tussen jongeren en ouderen. In de onderbouwing van een valuta-afdekking voor de totale portefeuille worden daarom de argumenten voor jongere en oudere cohorten even zwaar meegewogen.

3. Reikwijdte

Het pensioenfonds neemt geen valutarisico in de beschermingsportefeuille, omdat deze portefeuille als doel heeft om het theoretisch beschermingsrendement (in euro's) te behalen.

4. Valutarisico

De valuta-exposure wordt gebaseerd op de benchmark van het fonds, tenzij anders is opgenomen in de beleggingsrichtlijnen. De valuta hedge ratio gebaseerd op benchmark exposures wordt als volgt bepaald.

$$Valuta\ Hedge\ Ratio_{valuta\ x} = \frac{Nominale\ Waarde\ Forward_{valuta\ x}}{(Waarde\ Beleggingen_{Euro} * Benchmark\ Exposure_{valuta\ x} * Spot\ Rate_{valuta\ x / Euro})}$$

¹ Een analyse naar valuta-afdekking zal enkel worden uitgevoerd bij een herziening van het strategisch beleid van het pensioenfonds, en niet bij elke jaarlijkse SAA-update worden herzien.

5. Beheersingsmaatregelen

- POB dekt voor aandelen (ontwikkelde landen en opkomende landen) en voor Emerging Markets Debt hard currency (EMD HC) de exposure af naar de US Dollar.
- Deze valuta worden strategisch met behulp van driemaands valutatermijncontracten voor 50% afgedekt². Bij deze beoogde afdekking geldt een toegestane bandbreedte van $\pm 5\%$.
- De blootstelling naar deze valuta wordt bepaald op basis van de benchmarkgewichten van deze valuta's in de institutionele beleggingsfondsen en de mandaten.
- Valuta gekoppeld aan de dollar (zogenaamde currency pegs, bijvoorbeeld voor de Hongkong dollar) worden niet meegeteld in de af te dekken dollarexposure.
- De blootstelling naar overige buitenlandse valuta wordt vanwege de beperkte omvang en/of de hoge kosten niet afgedekt.

6. Uitvoering

De uitvoering van de valuta-afdekking is uitbesteed aan de fiduciair manager. Deze beheerder berekent op dagbasis de afdekking en controleert of de afdekking zich nog bevindt binnen de vooraf bepaalde bandbreedte. Ook bij grote mutaties in de portefeuille vindt een controle plaats. Bij een overschrijding zorgt de valutamanager ervoor dat de afdekking weer naar de beoogde norm wordt gebracht.

In het algemeen worden enkele werkdagen voordat de valutaforward contracten aflopen deze tegengesloten en worden nieuwe valutaforward contracten met een vergelijkbare onderliggende waarde afgesloten. Bij het doorrollen van de valutacontracten wordt de winst of het verlies op de forward contracten belegd in of onttrokken aan de beleggingsportefeuille. Dit gebeurt conform de richtlijnen die opgesteld zijn in het mandaat van de portefeuille.

7. Toegestane instrumenten en restricties

De fiduciair manager (valutamanager) zal in het geval van een valuta overlay gebruik maken van zowel FX-forward transacties, FX-swaps als FX-spot transacties en heeft liquide middelen nodig voor het benodigde onderpand.

Gebruik en doorrollen van valuta forward contracten

De valuta exposure van de beleggingen wordt afgedekt door middel van valuta forward contracten. Daarbij wordt gehandeld in contracten met een looptijd van veelal drie maanden, en deze worden in principe na afloop steeds doorgerold. Hierbij bepaalt de valutamanager de looptijd van de forwards en hoeveel exposure van de vreemde valuta doorgerold moet worden. Bij grote valuta-exposures wordt veelal gebruik gemaakt van een dakpanconstructie, waarbij maandelijks een derde deel van de afdekking wordt doorgerold.

Gebruik spot transacties

De valutamanager houdt in de portefeuille veelal geen cashpositie in de vreemde valuta aan. Voor de expiratedatum van het forward contract zal de valutamanager daarom de benodigde valuta kopen tegen Euro (een spottransactie), zodat aan de verplichting van het termijncontract kan worden voldaan.

Benodigd onderpand

Valutatermijncontracten zijn zogenaamde over-the-counter contracten die bilateraal met een tegenpartij worden afgesloten. Om kredietrisico te beperken wordt hierbij onderpand in de vorm van cash of staatsobligaties uitgewisseld. De afspraken hierover worden neergelegd in ISDA/ CSA documentatie. Vanwege de korte looptijd van de contracten blijft de waardeontwikkeling en daarmee het kredietrisico relatief beperkt. Anders dan bijvoorbeeld bij renteswap transacties waar veel meer waarde in de contracten kan ontstaan, blijft de waarde en daarmee het tegenpartijrisico bij valutatransacties over het algemeen zeer beperkt. Ten aanzien van ISDA/CSA contracten wordt geparticipeerd in een paraplu-overeenkomst van de fiduciair manager.

² Zoals vastgesteld in de bestuursvergadering van 15-10-2024

8. Rapportage

Het valutarisico wordt op verschillende manieren gemeten:

- Het percentage van de portefeuille dat in vreemde valuta noteert na afdekking.
- Het valuta-afdekkingspercentage: Dit geeft het percentage van de beleggingen in vreemde valuta waarvan het valutarisico is afgedekt. Dit percentage wordt vastgesteld per valuta en eventueel per mandaat.

De effectiviteit van de valuta-afdekking is de ratio tussen de marktwaardeverandering van de valutaderivaten en de marktwaardeverandering als gevolg van valuta van de af te dekken beleggingen maal de hedge ratio.

In de rapportage van de fiduciair manager wordt inzicht gegeven in het valuta exposure voor en na afdekking.

Beleid Liquiditeit
Stichting Pensioenfonds
Openbare Bibliotheken (POB)

Status: Definitief

Versie: 1.0

Datum: 14 december 2021

Inhoudsopgave

1.	Inleiding	3
2.	Doelstelling en randvoorwaarde liquiditeitsbeleid	3
3.	Definitie liquiditeitsrisico en risicobereidheid.....	3
4.	Reikwijdte.....	3
5.	Leidende principes	4
6.	Risicobeheersing	4
7.	Monitoring.....	5
8.	Evaluatie	5

1. Inleiding

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) heeft een lange termijn beleggingshorizon en beleggingen worden daarom in principe voor de lange termijn aangehouden. Om verschillende redenen is er echter ook behoefte aan liquiditeit. Het beleid liquiditeitsrisico omschrijft de doelstelling van het liquiditeitsbeleid en de wijze waarop beheersing van liquiditeitsrisico plaatsvindt¹.

2. Doelstelling en randvoorwaarde liquiditeitsbeleid

De primaire doelstelling van liquiditeitsbeleid is dat het pensioenfonds te allen tijde op korte termijn over voldoende liquiditeit kan beschikken voor:

- Het uitbetalen van pensioenuitkeringen en overige uitgaven;
- Financieringsverplichtingen vanuit beleggingen, bijvoorbeeld vanwege benodigde herbalancerings, vanwege onderpandverplichtingen vanuit derivatenposities of vanwege reeds gecommiteerde bedragen aan illiquide categorieën zoals hypotheek en vastgoed.

De randvoorwaarde van het liquiditeitsbeleid is dat er geen merkbare negatieve invloed is op het rendement van het fonds: het aanhouden van bovenmatig veel liquide middelen dient te worden voorkomen.

3. Definitie liquiditeitsrisico en risicobereidheid

Liquiditeitsrisico is het risico dat niet aan de primaire en/of de randvoorwaarde van het liquiditeitsbeleid kan worden voldaan. Illiquiditeitsrisico is het marktwaaardeverlies op illiquide beleggingen indien deze gedwongen verkocht dienen te worden gedurende een stress event.

De risicobereidheid van het pensioenfonds voor liquiditeitsrisico is laag. Een laag liquiditeitsrisico wordt gewaarborgd door beheersing van dit risico in het beleid. Bij de berekening van het vereist eigen vermogen hoeft daarom geen rekening te worden gehouden met een bijdrage vanuit liquiditeitsrisico.

4. Reikwijdte

Binnen de beleggingsportefeuille concentreren de liquiditeitsvraagstukken zich op:

- Minder gemakkelijk en minder snel verhandelbare beleggingen zoals niet-beursgenoteerd vastgoed, hypotheekbeleggingen en onderhandse leningen. Deze illiquide beleggingen beperken de wendbaarheid van de portefeuille. Relevant hierbij zijn de geprognoseerde netto opvragingen uit hoofde van commitment verplichtingen ("capital calls");
- Voldoende staatsobligaties en cash in de portefeuille ten behoeve van onderpand- en margin verplichtingen;
- Managen van liquiditeitsbehoefte uit hoofde van pensioenbetalingen en andere uitgaven.

Als bronnen van beschikbare liquiditeiten gelden:

- Cash
- Geldmarktfondsen
- Beleggingsopbrengsten zoals couponnen en dividenden.
- Liquide beleggingscategorieën zoals staatsobligaties of aandelen die in normale marktomstandigheden tijdig en tegen de geldende marktprijs kunnen worden verkocht om aan de lopende betalingen of verplichtingen betreffende derivaten te voldoen.

¹ Overeenkomstig artikel 18 (beheerste bedrijfsvoering) van Besluit Financieel Toetsingskader v.w.b. beheersing van liquiditeitsrisico.

5. Leidende principes

Een aanzienlijk deel van de beleggingsportefeuille wordt toegewezen aan liquide aandelen en vastrentende waarden. Normwegingen, limieten en bandbreedtes voor deze allocaties worden vastgelegd in een jaarlijks beleggingsplan. Hierdoor zijn er voldoende beleggingen in de portefeuille aanwezig die tijdig tegen de geldende marktprijs zijn om te zetten in cash, waardoor kan worden voldaan aan de korte termijn verplichtingen.

Er kunnen op verschillende plekken in de beleggingsportefeuille liquide middelen worden aangehouden. Daar waar mogelijk worden posities in liquide middelen gebundeld, ten behoeve van efficiënt beheer. Onderkend wordt dat dit in een situatie met verschillende vermogensbeheerders en beleggingsfondsen niet altijd mogelijk is².

Het beleid liquiditeit beperkt zich ten aanzien van de onderpand- en/of marginverplichtingen op derivatenposities tot de derivaten in de LDI-portefeuille en de derivaten in de valuta-overlay ten behoeve van de valuta-afdekking. Eventuele derivatenposities in overige mandaten en beleggingsfondsen blijven buiten beschouwing. Voor deze derivatenposities wordt het liquiditeitsbeleid bepaald in de fondsvoorwaarden of mandaatrichtlijnen. Toetsing hiervan zal moeten plaatsvinden in de manager selectie en monitoring.

6. Risicobeheersing

Beheersing van het liquiditeitsrisico vindt plaats door diverse maatregelen. Onderdeel van liquiditeitsrisico is tevens het illiquiditeitsrisico.³

- In de ALM studie dient te worden gecontroleerd op de doorgererekende alternatieven haalbaar zijn met het oog op de gestelde liquiditeitsrisico limieten.
- Voor wat betreft de totale portefeuille dient er te allen tijde voldoende liquiditeit beschikbaar te zijn om tijdig netto pensioenbetalingen en capital calls te kunnen financieren. Om dit te waarborgen stelt het pensioenfonds de verwachte opvragingen vast middels een liquiditeitsprognose en monitort de vermogensbeheerder in het dagelijks beheer de beschikbare cashmiddelen ten opzichte van de verwachte opvragingen. Het is de verantwoordelijkheid van de fiduciair beheerder om ervoor te zorgen dat de voldoende aanwezige liquiditeit ook tijdig in de vorm van cash aanwezig is. Benodigde liquide middelen worden gericht vrijgemaakt, enkele dagen voordat de verwachte outflow plaatsvindt.
- Voor wat betreft de totale portefeuille wordt het illiquiditeitsrisico beperkt door de maximale omvang van de allocatie naar illiquide beleggingen te begrenzen op 16,5%. Dit percentage wordt jaarlijks getoetst door de liquiditeitsbehoefte vast te stellen in een stress scenario. Aan illiquide beleggingen wordt tevens een bijzondere positie toegekend in het herbalanceringsbeleid. In het geval een herbalancering vanuit het beleid noodzakelijk is, wordt de benodigde aan- of verkoop uitgevoerd met een liquide belegging waarmee een hoge correlatie bestaat.
- Voor wat betreft de totale portefeuille dient er te allen tijde voldoende variation margin beschikbaar te zijn in het beheer van renterisico en valutarisico. Aan de beheerder van deze derivaten wordt de opdracht gegeven om een allocatie naar liquiditeiten aan te houden die voldoende is om een marktwaaarde verandering in rentederivaten op te vangen die ontstaat als gevolg van een renteschok van plus 80 basispunten (berekend over de DV01 van de renteswaps). Hierbij wordt tevens rekening gehouden met een mogelijke stijging van de afgedekte valuta van 10%.
- Voor wat betreft de LDI-portefeuille dient er tevens te allen tijde voldoende initial margin aanwezig te zijn bij het beheer van rentederivaten. Aan beheerder van deze derivaten wordt de opdracht gegeven om een allocatie naar

² De hoeveelheid liquide middelen in een beleggingsfonds of mandaat wordt indirect beperkt door de rendements- / outperformance doelstelling.

³ Overeenkomstig de Good practice van DNB: <https://www.dnb.nl/media/c15lzd3t/good-practice-beheersing-liquiditeitsrisico.pdf>.

staatsobligaties of cash aan te houden op basis van een renteschok van xx basispunten (berekend over de DV01 van de renteswaps).

Om aan de randvoorwaarde te voldoen, streeft de fiduciair beheerder er naar om de hoeveelheid liquiditeiten buiten de matching portefeuille te beperken. De normweging voor liquiditeiten in de beleggingsrichtlijnen voor fondsen en mandaten buiten de matching portefeuille is in principe 0%.

7. Monitoring

De allocatie naar liquiditeiten en illiquide beleggingen worden gerapporteerd in de maand- en kwartaalrapportage van de fiduciair manager. Aanvullend wordt eens per jaar een analyse gemaakt van de benodigde en beschikbare liquiditeit in een normaal scenario en in een stress scenario voor de rente en de valuta. De uitkomsten worden besproken in de Beleggingscommissie en de conclusies daarvan worden gedeeld met het bestuur. Ook bij portefeuillleanalyses voor aanpassingen in de portefeuille, bijvoorbeeld in het kader van een strategische asset allocatie studie, vindt een toets plaats naar de beschikbare liquiditeit.

8. Evaluatie

Jaarlijks wordt aan de hand van een scenarioanalyse een toets uitgevoerd of er voldoende variation en initial margin aanwezig is. Tevens wordt beoordeeld of de hoogte van de schokken ten aanzien van rente in het stress scenario ter bepaling van de omvang van liquiditeiten ten behoeve van de onderpandverplichtingen nog realistisch zijn. Bij grote veranderingen in het beleggingsbeleid wordt getoetst of er sprake is van een materiële impact op de liquiditeitspositie.

Iedere 3 jaar wordt het beleid inzake liquiditeiten geëvalueerd in de beleggingscommissie en zo nodig aangepast. Het bestuur stelt het beleid vast. Hierbij wordt geanalyseerd of het liquiditeitsrisico tot onacceptabele situaties heeft geleid en of er redenen zijn om het aan te passen.

Selectie, Monitoring en Evaluatie

Vermogensbeheerders

Beleidsdocument
Versie: 16 oktober 2020
Status: definitief

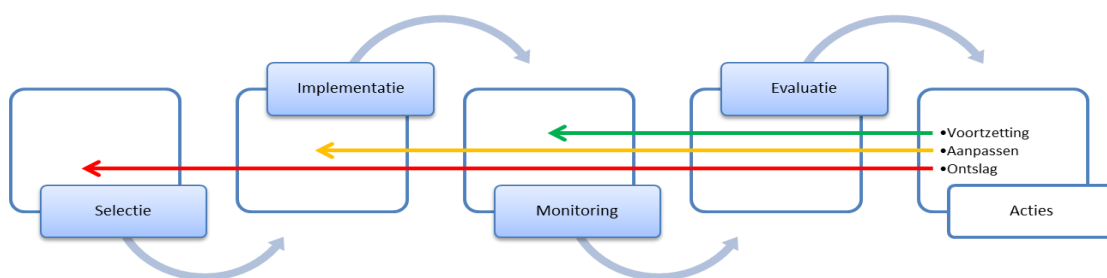
Inhoudsopgave

0. Inleiding.....	2
1. Fase 1: Selectie	2
1.1 <i>Initiatie</i>	2
1.2 <i>Selectiecriteria</i>	3
1.3 <i>Long list</i>	3
1.4 <i>Short list.....</i>	4
1.5 <i>Selectie eindkandidaat</i>	4
2. Fase 2: Implementatie	4
2.1 <i>Beheerovereenkomst.....</i>	5
2.2 <i>Infrastructuur en transitie</i>	5
3. Fase 3: Monitoring.....	5
3.1 <i>Periodieke monitoring</i>	6
3.2 <i>Compliance mandaatrichtlijnen</i>	6
4. Fase 4: Evaluatie	6
4.1 <i>De 9 P's.....</i>	7
5. De-selectie.....	7
6. Governance	8

0. Inleiding

Voor de uitvoering van het vermogensbeheer stelt POB gespecialiseerde vermogensbeheerders aan. Dit beleidsdocument beschrijft op welke wijze vermogensbeheerders worden geselecteerd, gemonitord en geëvalueerd. Dit beleid is van toepassing op de vermogensbeheerders voor zowel mandaten als beleggingsfondsen. Ook het LDI-mandaat valt hieronder. Hierbij staat een gedegen afweging tussen kwaliteit, kosten, risico's en duurzaamheid centraal, steeds binnen de richtinggevende criteria zoals die in de investment cases van het pensioenfonds zijn beschreven. Het selectie- en monitoringbeleid van POB bestaat op hoofdlijnen uit vier stappen die hieronder schematisch worden weergegeven:

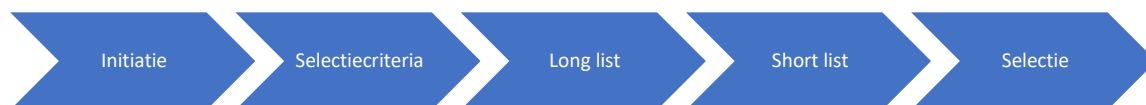
1. Selectie
2. Implementatie
3. Monitoring
4. Evaluatie



Het selectie en monitoring beleid wordt opgesteld door de beleggingscommissie en vastgesteld door het bestuur. Een evaluatie van dit beleid vindt iedere drie jaar plaats of eerder wanneer daar aanleiding toe is.

1. Fase 1: Selectie

De selectie van een vermogensbeheerder vindt plaats volgens een voorgeschreven selectieproces.



De fiduciair beheerder faciliteert en ondersteunt POB bij alle stappen van het besluitvormingsproces. Wanneer een nieuwe vermogensbeheerder voorgesteld wordt, bereidt de fiduciair beheerder het voorstel zodanig voor dat de beleggingscommissie in staat gesteld wordt om op basis van alle relevante criteria en feiten een adequate keuze te maken.

1.1 Initiatie

Het selectieproces kan om meerdere redenen in gang worden gezet. Een verandering in het beleggingsbeleid van POB kan aanleiding zijn of een verandering in de kaderstelling voor de betreffende categorie in de investment case.

De monitoring en of de driejaarlijkse evaluatie van managers kan eveneens aanleiding geven om een bepaalde vermogensbeheerder te ontslaan, waardoor opnieuw de cyclus wordt doorlopen.

Middels een initiatiedocument voorzien van een advies voor de beleggingscommissie legt de fiduciair vermogensbeheerder het voorstel tot het starten van een selectieproces voor aan de beleggingscommissie.

Het voorstel bevat tenminste:

1. Reden voor het starten van het selectieproces;
2. Gewenste benchmark en de aansluiting hiervan bij de beleggingsstrategie;
3. Beoogde omvang;
4. Eigenschappen van het mandaat (bijvoorbeeld doelstelling, actief/passief, fonds/mandaat, rapportagevereisten);
5. Te hanteren selectiecriteria;
6. Selectieproces.

1.2 Selectiecriteria

Als startpunt voor de selectie stelt de beleggingscommissie selectiecriteria vast waarin in ieder geval de 9-P's (zie hoofdstuk 4) zijn opgenomen. Voorbeelden van selectiecriteria zijn:

- Benchmark
- Actief of passief beheer
- Outperformance-doelstelling
- Mate van actief risico
- Minimaal track record
- Minimale omvang van de strategie
- ESG
- Kosten
- Valuta-afdekking
- Randvoorwaarden voor het gebruik van derivaten
- Randvoorwaarden voor securities lending
- Risicomanagement
- Rapportage-eisen
- Stabiliteit en expertise vermogensbeheerder en beleggingsteam
- Beloningsbeleid vermogensbeheerder

1.3 Long list

Aan de hand van de selectiecriteria wordt uit alle vermogensbeheerders een lijst gemaakt van partijen die de gewenste beleggingsstrategie aanbieden – dit is het universum waarmee het selectieproces start. Vervolgens vindt een **kwantitatieve analyse** plaats waarbij met behulp van systemen en externe databases, uitgebreide performance - en stijlanalyses worden uitgevoerd. Daarbij wordt onder andere gekeken naar consistentie van performance en minimalisatie van neerwaarts risico. Dit resulteert in een **long list** van kandidaten. Dit onderdeel van het proces wordt uitbesteed aan de fiduciair beheerder.

In het selectieproces wordt geen onderscheid gemaakt tussen beleggingsproducten van de fiduciair beheerder en andere vermogensbeheerders zodat consistentie en objectiviteit van het beoordelingsproces is gewaarborgd. De objectiviteit wordt onder andere verkregen doordat een afgescheiden afdeling binnen de organisatie van de fiduciair beheerder de selectie uitvoert. Wanneer een product van de fiduciair beheerder onderdeel uitmaakt van de long list, wordt daarvoor een uitgebreide onderbouwing gegeven. Het voorstel wordt inhoudelijk getoetst door de beleidsondersteuner van de beleggingscommissie voordat dit wordt voorgelegd aan de beleggingscommissie.

De beleggingscommissie beoordeelt de long list en stelt vast welke partijen doorgaan naar de volgende ronde: de **short list**.

1.4 Short list

De short list bestaat uit minimaal twee en maximaal drie kandidaten. In deze stap van het selectieproces wordt gekeken naar kwalitatieve aspecten van de short list kandidaten. Hierbij wordt gebruik gemaakt van openbaar beschikbare informatie, site visits, interviews, RFP's en externe databases. Deze **kwalitatieve analyse** richt zich op drie onderdelen:

1. **Investment due diligence:** De belangrijkste criteria zijn stabiliteit en kwaliteit van organisatie, proces, team, duurzaamheid en kosten. In het bijzonder wordt de kwaliteit van het track record en het key management beoordeeld.
2. **ESG due diligence:** Hierbij wordt zowel de ESG integratie in het beleggingsproces van de betreffende strategie onder de loep genomen als het ESG profiel van de vermogensbeheerder.
3. **Operational due diligence:** Hierbij wordt de vermogensbeheerder beoordeeld op onder andere de kwaliteit van de operationele organisatie, het risicomanagement en de IT-kwaliteit.

De fiduciair beheerder levert de uitkomst van de analyse zodat de beleggingscommissie in haar eigen format haar eigen oordeel kan vellen. Waar relevant wordt ook de rol en toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder binnen een portefeuillecontext geanalyseerd en vormt dit onderdeel van de selectie. Daarbij wordt onder andere gekeken naar beleggingsstijl. Indien de beleggingscommissie dat nodig acht, wordt deze fase uitgebreid met presentaties door de voorkeurskandidaten aan de beleggingscommissie. In geval van een discretionair mandaat is een site-visit aan de vermogensbeheerorganisatie een mogelijk onderdeel van het selectieproces. De fiduciair beheerder faciliteert en organiseert dit voor de beleggingscommissie.

1.5 Selectie eindkandidaat

Op basis van de verkregen informatie selecteert de beleggingscommissie de eindkandidaat. Het hele selectieproces wordt vastgelegd in een besluitvormingsnotitie. In deze notitie worden onder meer de overwegingen van de beleggingscommissie en het advies van de fiduciair beheerder vastgelegd. De tweedelijns risicomanager van het pensioenfonds toetst of het selectieproces juist is doorlopen. De beleggingscommissie informeert het bestuur over de geselecteerde vermogensbeheerder.

2. Fase 2: Implementatie

Implementatie richt zich op de processen die nodig zijn om het nieuwe mandaat of beleggingsfonds op te zetten binnen de structuren van POB. Deze fase start na het besluit van de beleggingscommissie en loopt tot de funding van de geselecteerde vermogensbeheerder. De implementatie vindt plaats onder regie van de fiduciair beheerder.

In geval van selectie van een beleggingsfonds verricht de fiduciair beheerder alle werkzaamheden die noodzakelijk zijn om een accountstructuur in te richten. In dat verband draagt de fiduciair beheerder onder andere zorg voor het (voor)invullen van alle account-openingsdocumenten en KYC-formulieren. Ten behoeve van de implementatie van een mandaat adviseert de fiduciair beheerder over onder andere de beleggingsrichtlijnen, de vergoedingen en service levels. Bij de implementatie zijn een tweetal onderwerpen van belang:

- Beheerovereenkomst;
- Operationele infrastructuur en transitie.

2.1 Beheerovereenkomst

De beheerovereenkomst bij een discretionair mandaat wordt in concept opgesteld door de vermogensbeheerder en in eerste instantie (beleggings)inhoudelijk afgestemd met de fiduciair beheerder. De fiduciair beheerder begeleidt het onderhandelingsproces. Voor de juridische en fiscale beoordeling van de beheerovereenkomst wordt zo nodig een eigen jurist ingeschakeld. Dat zal altijd het geval zijn wanneer het een overeenkomst met de fiduciair beheerder betreft. Wanneer over bepaalde onderdelen in de beheerovereenkomst geen overeenstemming wordt verkregen, wordt de betreffende kwestie voorgelegd aan de beleggingscommissie. De beleggingscommissie beoordeelt het onderhandelingsresultaat en koppelt zijn opmerkingen terug aan de vermogensbeheerder via de fiduciair beheerder en/of de jurist. Dit onderhandelingsproces is iteratief en eindigt pas als beide partijen akkoord zijn over de inhoud van de beheerovereenkomst.

Onderdelen van de overeenkomst zijn tenminste:

- Vermogensbeheerovereenkomst waaronder de aansprakelijkheidsbepalingen;
- Beleggingsrichtlijnen;
- Vergoeding;
- Service Level Agreement;
- Rapportageverplichtingen.

Het finale besluit inzake de beheerovereenkomst wordt genomen door de beleggingscommissie. De ondertekening van de beheerovereenkomst geschiedt door het bestuur.

2.2 Infrastructuur en transitie

Voordat een mandaat kan worden ingeregeld en gelden kunnen worden gealloceerd, wordt het mandaat operationeel ingeregeld. De fiduciair beheerder draagt daarbij zorg voor tenminste het volgende:

- Dat de bewaarnemer (custodian) de benodigde accounts opent en dat de vermogensbeheerder gemachtigd wordt transacties binnen deze accounts te initiëren;
- Dat tijdig een TA account wordt geopend in geval van een investering in een beleggingsfonds;
- Dat de informatiestroom tussen alle betrokken partijen op orde is.

Voordat gelden worden overgemaakt naar het nieuwe mandaat / beleggingsfonds, wordt onderzocht hoe dat optimaal kan plaatsvinden. De fiduciair beheerder legt de voorkeursmethodiek voor de transitie, en de ex-ante inschatting van de transitiekosten vast in een beslisdocument wat ter advies wordt voorgelegd aan de beleggingscommissie. De transitie kan plaatsvinden:

- Door middel van het toewijzen van liquide middelen aan het betreffende mandaat;
- Door middel van het overboeken van een bestaande portefeuille naar het nieuwe mandaat waarna de nieuwe manager de portefeuille omzet naar de gewenste portefeuille;
- Door middel van het inschakelen van een transitimanager die de bestaande portefeuille omzet naar de gewenste portefeuille.

Op basis van de adviesnotitie van de fiduciair beheerder maakt de beleggingscommissie een keuze voor de transitiemethode. Daarna wordt de transitie door de fiduciair beheerder in gang gezet. Na afronding van de transitie stelt de fiduciair beheerder een transitieverslag op die als verantwoordingsdocument wordt voorgelegd aan de beleggingscommissie.

3. Fase 3: Monitoring

De aansturing en de beoordeling van de vermogensbeheerders is neergelegd bij de beleggingscommissie. Deze laat zich hier in operationele zin ondersteunen door de fiduciair beheerder.

3.1 Periodieke monitoring

Ten behoeve van de monitoring worden rapportages opgesteld door de fiduciair beheerder met een kwalitatieve en kwantitatieve toelichting over het gevoerde beleid en relevante ontwikkelingen bij de vermogensbeheerders. Het betreffen de factsheets inclusief een score voor elke vermogensbeheerder. Wijzigingen in scores van vermogensbeheerders worden toegelicht. De factsheets worden besproken in de vergaderingen van de beleggingscommissie. In het monitoringsproces wordt de nadruk gelegd op de volgende aspecten:

- Stabiliteit van de organisatie en het team;
- Performance attributie en oordeel over de aard van de performance en actief risico, waarbij wordt beoordeeld of de performance in lijn is met hetgeen mocht worden verwacht van de strategie;
- Portefeuille positionering.
- De activiteit binnen de beleggingsportefeuille en de aansluiting hiervan bij het doel van de beleggingsportefeuille en de beoogde beleggingstijl.
- Portefeuillerisico's relatief ten opzichte van de beoogde benchmark.
- Operationele risico's binnen de vermogensbeheerorganisatie.

Het oordeel van de beleggingscommissie wordt via de notulen van de beleggingscommissie aan het bestuur kenbaar gemaakt.

Daarnaast worden door de fiduciair beheerder jaarlijks ESG en ODD scorecards opgesteld van de vermogensbeheerders waarin door POB wordt belegd. Aan de hand van deze rapportages wordt de ESG en ODD kwaliteit van de vermogensbeheerders bewaakt.

3.2 Compliance mandaatrichtlijnen

POB maakt gebruik van een onafhankelijke bewaarder en administrateur. De beleggingsadministrateur controleert op dagbasis of de vermogensbeheerder voldoet aan de beleggingsrichtlijnen. Overtredingen worden terstond gemeld aan POB en aan de fiduciair beheerder. De fiduciair beheerder onderzoekt de overtreding, bespreekt de mogelijkheden voor het oplossen van een overtreding en bespreekt deze met de beleggingscommissie. Wanneer overeenstemming is bereikt over de oplossingsrichting van de overtreding draagt de fiduciair beheerder zorg voor de uitvoering van de overeengekomen oplossing en informeert de beleggingscommissie daarover. Op kwartaalbasis worden overtredingen van mandaatrichtlijnen besproken binnen de beleggingscommissie. Het oordeel van de beleggingscommissie en vervolgacties van de beleggingscommissie worden via de notulen van de beleggingscommissie voorgelegd aan het bestuur.

In geval van beleggingen in beleggingsfondsen wordt ten eerste geëist dat de betreffende vermogensbeheerder een proces heeft ingericht waarbij op onafhankelijke basis de fondsrichtlijnen worden gemonitord. In geval van een overtreding van de fondsrichtlijnen dient de vermogensbeheerder de fiduciair beheerder te informeren die vervolgens de beleggingscommissie informeert. Afhankelijk van de ernst van de overtreding wordt een actie geformuleerd. Als tweede wordt op kwartaalbasis een verklaring opgevraagd bij de vermogensbeheerders met een bevestiging of het beleggingsfonds gedurende het kwartaal binnen de fondsrestricties is gebleven. Deze verklaring dient ondertekend te worden door een vertegenwoordiger van de vermogensbeheerder in de tweede lijn, bijvoorbeeld de compliance manager. De verklaringen worden ter kennisgeving ingediend als onderdeel van de vergaderstukken van de beleggingscommissie.

4. Fase 4: Evaluatie

Naast de periodieke monitoring worden de vermogensbeheerders op een uitgebreide manier geëvalueerd. De beleggingscommissie stelt een agenda op voor de evaluatie van vermogensbeheerders, zodanig dat elke beheerder minimaal eenmaal per drie jaar gedegen geëvalueerd wordt. Bij de evaluatie worden de criteria in de one-pagers gehanteerd. Deze criteria zijn gebaseerd op de 9 P's (zie volgende paragraaf). Eventueel worden

bij de evaluatie vertegenwoordigers van de vermogensbeheerders uitgenodigd om de prestaties van het mandaat / beleggingsfonds persoonlijk toe te lichten in de vergadering van de beleggingscommissie. De beleggingscommissie brengt verslag uit van de evaluatie aan het bestuur.

4.1 De 9 P's

Bij de evaluatie wordt de vermogensbeheerrelatie getoetst op de zogenaamde 9 P's. De beoordeling op de 9 P's tezamen vormt het eindoordeel over de manager. De beoordeling wordt vastgelegd in een one-pager per vermogensbeheerder waarin de karakteristieken van de geselecteerde vermogensbeheerders worden afgezet tegen de criteria in de investment case en de 9 P's die in onderstaande tabel worden weergegeven.

9 P's		
1	Product	- Sluit de portefeuille aan bij de beleggingsstrategie? - Past de belegging nog bij de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds?
2	Parent	- Is de vermogensbeheerorganisatie stabiel en wordt het portfolio management team voldoende ondersteund?
3	People	- Is het portfolio management team stabiel en functioneert het goed?
4	Process	- Is de uitvoering door de externe vermogensbeheerder in lijn met de beleggingsfilosofie en het beleggingsproces zoals beschreven in de richtlijnen?
5	Positioning	- Is de portefeuille gepositioneerd conform de richtlijnen en restricties?
6	Planet (ESG)	- Heeft de externe vermogensbeheerder het ESG beleid goed uitgevoerd? - Zijn er wijzigingen geweest? Sluit het beleggingsbeleid van de externe vermogensbeheerder aan bij het ESG-beleid van POB? - Is er een gezond beloningsbeleid en worden perverse prikkels vermeden?
7	Performance	- Is het rendement en risico van de belegging in lijn met de doelstelling? Hoe presteert de externe vermogensbeheerder ten opzichte van zijn peer group?
8	Price	- Is de management fee nog competitief in relatie tot de geleverde performance? Zijn de totale beheerkosten (inclusief transactiekosten) aannemelijk?
9	Platform	- Heeft de externe vermogensbeheerder zich aan de beleggingsrichtlijnen gehouden? - Is de kwaliteit van het risicomanagement adequaat? - Zijn de resultaten van het ODD onderzoek beschikbaar en wat zijn de eventuele bevindingen daarin?

5. De-selectie

De criteria die van belang zijn bij de selectie en monitoring spelen ook een belangrijke rol bij de de-selectie / het ontslaan van vermogensbeheerders. Indien de beleggingscommissie op basis van de evaluatie besluit dat een vermogensbeheerder niet meer voldoet aan de gestelde criteria of past binnen de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds, wordt afscheid genomen van de vermogensbeheerder.

Naast mogelijke de-selectie als gevolg van de evaluatie kan de beleggingscommissie ook besluiten om afscheid te nemen van beheerders wanneer een aanpassing van het strategisch beleid of het jaarplan daartoe aanleiding geeft, of indien op basis van een gedegen marktonderzoek aanzienlijk betere alternatieven beschikbaar zijn, waarbij rekening wordt gehouden met de te maken transactiekosten. Voor de herbelegging van de uit deze de-selectie komende middelen, wordt een vermogensbeheerder geselecteerd conform de werkwijze zoals in dit beleid is opgenomen.

Ook kunnen uit de monitoring door de fiduciair beheerder grote veranderingen naar voren komen. Dit kan bijvoorbeeld een aanzienlijk negatieve bijstelling van de managerscore zijn, het langdurig achterblijven van het rendement bij de benchmark of een fundamentele verandering van het beleggingsteam, waardoor de fiduciair beheerder besluit om de betreffende vermogensbeheerder op zijn watch list te plaatsen.

Vermogensbeheerders op deze watch-list worden frequenter en intensiever gevolgd. De uitkomst van dit intensieve review proces kan leiden tot de-selectie d.w.z. de fiduciair beheerder haalt de vermogensbeheerder van zijn short list en zal deze vermogensbeheerder niet meer adviseren aan haar cliënten. De fiduciair beheerder zal dan een adviesnotitie schrijven, op basis waarvan de beleggingscommissie kan beslissen of er daadwerkelijk afscheid moet worden genomen van de vermogensbeheerder. In de adviesnotitie wordt een voorstel gedaan voor een vervangende vermogensbeheerder. Hierbij wordt het in dit document beschreven selectieproces gevolgd. De beleggingscommissie kan ook besluiten om de vermogensbeheerder die door de fiduciair beheerder op de watch-list is geplaatst te behouden.

In geval van een de-selectie van een vermogensbeheerder legt de beleggingscommissie haar beslissing vast in een besluitvormingsnotitie. In deze notitie worden onder meer de overwegingen van de beleggingscommissie en het advies van de fiduciair beheerder vastgelegd. De beleggingscommissie informeert het bestuur over de geselecteerde vermogensbeheerder.

6. Governance

De verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer ligt bij het bestuur waarbij diverse taken zijn gedelegeerd aan de beleggingscommissie. De beleggingscommissie heeft het mandaat voor de selectie, benoeming, monitoring en ontslaan van vermogensbeheerders. De beleggingscommissie wordt hierbij ondersteund door de fiduciair beheerder. De rolverdeling daarbij is als volgt ingericht:

Bestuur ⇒ eindverantwoordelijke

Het bestuur van POB is eindverantwoordelijk voor de inrichting van het vermogensbeheer, maar heeft de besluitvorming ten aanzien van het selecteren van vermogensbeheerders uitbesteed aan de beleggingscommissie.

Beleggingscommissie ⇒ besluitvorming, monitoren en evalueren.

De beleggingscommissie is verantwoordelijk voor de selectie van vermogensbeheerders. De beleggingscommissie monitort en evalueert de prestaties van de vermogensbeheerders op basis van de rapportages van de fiduciair beheerder en haar eigen rapportages (one-pagers). De beleggingscommissie rapporteert hierover aan het bestuur. Een eventueel ontslag van de vermogensbeheerder gebeurt door opzegging van het contract.

Fiduciair beheerder ⇒ voorbereiden, uitvoeren, monitoren en evalueren.

De fiduciair beheerder verzorgt de operationele uitvoering van het selectietraject en adviseert de beleggingscommissie over de te nemen besluiten. Na goedkeuring door de beleggingscommissie zal de fiduciair beheerder zorgdragen voor het aanstellen of ontslaan van de vermogensbeheerder alsmede zorgdragen voor de operationele inregeling. De fiduciair beheerder monitort de managers op continue basis. Verder levert de fiduciair beheerder input voor de one-pagers ten behoeve van de eigen evaluaties van de beleggingscommissie.

Vertrouwelijk

Investment Case

Aandelen Ontwikkelde Markten
Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 5

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door POB een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren die worden gerangschikt naar doelstellingen en randvoorwaarden. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor aandelen ontwikkelde markten. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Aandelen Ontwikkelde Markten (april 2023)* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Beleggen in Aandelen Ontwikkelde Markten

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in een aandelen ontwikkelde markten vorm gegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- Actief/Passief
 - De beheerstijl is passief. Aandelenmarkten zijn in hoge mate efficiënt waardoor het op langere termijn lastiger is om een dusdanige outperformance te realiseren dat hiermee de extra kosten en risico's voldoende worden gecompenseerd.
- Er wordt geen keuze gemaakt voor een afwijkende regioweging ten opzichte van de marktverdeling.
- Het fonds richt zich op de zogenoemde large en mid cap aandelen.

- Als benchmark wordt gekozen voor een klimaatbenchmark (climate transition benchmark, CTB).
- Voor de implementatie wordt gekozen voor een mandaat.

3 Confrontatie met Investment Beliefs POB

De toetsing van een belegging in aandelen ontwikkelde markten conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling Aandelen Ontwikkelde Markten	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemers. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Aandelen ontwikkelde markten past goed bij een lange beleggingshorizon.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	Het rendement op aandelen ontwikkelde markten versus kas is relatief aantrekkelijk.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	Het relatief hoge risico van aandelen ontwikkelde markten wordt gecompenseerd door een op lange termijn relatief hoog verwacht rendement.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=/+	Aandelen ontwikkelde markten biedt exposure naar ondernemingsrisico. Een belegging in aandelen wordt echter vooral gekozen vanwege de bijdrage aan het rendement.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	Aandelen ontwikkelde markten is bij een passieve belegging een relatief goedkope categorie.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	=	Aandelen ontwikkelde markten is een liquide belegging.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	+	Aandelen ontwikkelde markten biedt mogelijkheden om duurzaam beleid te implementeren.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	+	Aandelen ontwikkelde markten is een eenvoudige belegging met transparante waarderingen.

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde markten nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	Ongunstig	Neutraal	Gunstig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	Aandelen worden opgenomen in de return portefeuille.
Rol in totale portefeuille	Aandelen bieden een relatief hoge vergoeding versus kas. Deze vergoeding is een compensatie voor mogelijke negatieve rendementen in slechte tijden. Aandelen dragen bovendien bij aan een brede spreiding van de risico's in de returnportefeuille.
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Eisen toezicht DNB	Er zijn door DNB voor deze beleggingscategorie (nog) geen specifieke eisen opgesteld.

Beslisfactoren	Score	Toelichting				
Kwantitatief						
Verwacht rendement	5					
			Large/mid cap (unhedged)	Small cap (unhedged)	Large/mid cap (hedged)	Small cap (hedged)
		Rendement	5,3%	6,0%	5,2%	5,8%
		Overrendement (versus kas)	3,4%	4,1%	3,3%	3,9%
Bron: aanname GSAM per Q2 2024						
De lange termijn verwacht rendementen van aandelen zijn lager dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen 1, 3 en 5 jaar.						
Risico	2					
			Large/mid cap (unhedged)	Small cap (unhedged)	Large/mid cap (hedged)	Small cap (hedged)
		Volatiliteit	15,3%	17,4%	14,5%	16,6%
Bron: aanname GSAM per Q2 2024						
De volatiliteit van aandelen is relatief hoog.						
Diversificatie	2	Aandelen bieden spreiding voor rente, inflatie en spreadrisico en mean reversion van de aandelenrisico premie zorgt op de lange termijn voor een dempend effect.				

Bescherming tegen inflatie	3	Aandelen bieden slechts zeer beperkte bescherming tegen onverwacht hoge gerealiseerde inflatie. Ook op langere termijn is er geen positief verband tussen inflatie en aandelen.
Kosten	5	TER aandelen actief circa 25 bps. TER (passieve kosten) = minder dan 10 bps. Bij small cap aandelen bedragen de kosten van een US manager al snel 75 bps. Voor een mix tussen Europese en US managers is dit 60 bps. De score is gebaseerd op een passieve invulling
Kwalitatief		
ESG karakteristieken	5	Een ESG beleid is bij uitstek toepasbaar op de beleggingscategorie aandelen. Als ESG instrumenten kunnen naast een uitsluitingenbeleid ook een eigen engagement beleid en een stembeleid worden ingezet. Bij aandelenfondsen dient weliswaar het ESG beleid van een fonds te worden gevolgd, maar zijn er steeds meer keuzemogelijkheden, waardoor in veel gevallen een passende aansluiting bij het eigen beleid kan worden gevonden. De wijze waarop een manager ESG factoren in het beleggingsproces integreert is één van de elementen in het selectieproces.
Liquiditeit	5	De liquiditeit van large/mid cap aandelen is hoog.
Transparantie	5	Beleggingen in aandelen hebben een hoge mate van transparantie.
Complexiteit / governance	5	Complexiteit is beperkt vanwege het liquide karakter, de transparantie en de volwassen markt.
Implementatie-mogelijkheden	5	Brede beschikbaarheid van mandaten en fondsen

5 Conclusie POB

Doelstelling

POB kiest vooral voor een belegging in aandelen ontwikkelde markten vanwege het op lange termijn relatief hoge verwachte rendement. Aandelen brengen een relatief hoog risico met zich mee, maar dragen vanwege de exposure naar ondernemingsrisico ook bij aan de spreiding van de totale beleggingsportefeuille. Indirect levert een belegging in aandelen enige bijdrage aan de bescherming tegen inflatierisico. POB kiest bij de belegging in aandelen bewust voor een passieve belegging.

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

	Aandelen Ontwikkelde Markten
Verwacht rendement	5
Vermindering totaal risico	2
Diversificatie	2
Bescherming tegen inflatie	3
Kosten	5
ESG toepassingsmogelijkheden	5
Liquiditeit	5
Transparantie	5
Complexiteit	5
Implementatiemogelijkheden	5

Randvoorwaarden

Bij een passieve belegging in aandelen ontwikkelde markten is sprake van flexibiliteit om ESG accenten aan te brengen. De transparantie is hoog en de complexiteit is beperkt. Via rapportage is bijvoorbeeld duidelijk waarin wordt belegd en de prijsvorming komt op openbare markten tot stand.

POB is zich ervan bewust dat de belegging in aandelen ontwikkelde markten tevens nadelen met zich meebrengt. De volatiliteit is hoog en deze kan tijdens crisisperiodes extra oplopen wat een aandachtspunt betekent voor de korte en de middellange termijn horizon. In normale omstandigheden is de liquiditeit goed. Ook de implementatiemogelijkheden voor passieve aandelenbeleggingen zijn goed.

Conclusie

De investment case voor aandelen ontwikkelde markten is positief omdat er een duidelijke doelstelling is geformuleerd en de belegging voldoet aan de randvoorwaarden.

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren:

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhoging) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie Aandelen Ontwikkelde Markten

Vertrouwelijk

Investment Case

Aandelen Opkomende Markten
Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 6

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door POB een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren die worden gerangschikt naar doelstellingen en randvoorwaarden. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor aandelen opkomende landen. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Aandelen Opkomende Markten (januari 2024)* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Beleggen in Aandelen Opkomende Markten

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in een aandelen ontwikkelde markten vorm gegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- De beheerstijl is passief. Aandelenmarkten zijn in hoge mate efficiënt waardoor het op langere termijn lastiger is om een dusdanige outperformance te realiseren dat hiermee de extra kosten en risico's voldoende worden gecompenseerd.
- De benchmark voor aandelen opkomende markten is de MSCI Emerging Markets Index. Voor de MSCI Emerging Markets Index zijn zowel indexfondsen als actieve fondsen beschikbaar.

- Vanwege de operationele complexiteit in combinatie met de beperkte omvang van de exposure gaat de voorkeur uit naar een fondsoptlossing.
- Binnen de categorie Aandelen Opkomende Markten is een ESG beleid goed mogelijk. Een ESG beleid kan bijdragen aan reductie van ongewenste risico's. Via uitsluitingen (binnen het geselecteerde beleggingsfonds) wordt het MVB-beleid van POB zo goed mogelijk benaderd.

3 Confrontatie met Investment Beliefs POB

De toetsing van een belegging in aandelen opkomende markten conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling Aandelen Opkomende Markten (-/+ /nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemers. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Aandelen opkomende markten hebben een hoog risicoprofiel, en vraagt daarom ook een lange termijn om van toegevoegde waarde te zijn in een portefeuille.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	Het rendement op aandelen opkomende markten versus kas is relatief aantrekkelijk.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	Aandelen opkomende markten bieden een duidelijke risicopremie.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	+	Risicospreiding is goed mogelijk via aandelen opkomende markten. De kosten bij aandelen zijn laag.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	Aandelen opkomende markten zijn een relatief dure categorie indien wordt gekozen voor actief beheer, bij passief beheer is implementatie tegen lage kosten mogelijk.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	=	Aandelen opkomende markten kennen geen illiquiditeitspremie, de categorie is zeer liquide.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	+	Binnen aandelen opkomende markten is het goed mogelijk om een ESG-beleid te implementeren.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	+	Aandelen opkomende markten zijn een transparante beleggingscategorie. Enkel

		de implementatie in de verschillende landen kan operationeel complex zijn.
--	--	--

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde markten nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	Ongunstig	Neutraal	Gunstig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	Aandelen opkomende markten zijn onderdeel van de return portefeuille.
Rol in totale portefeuille	EME biedt via de exposure naar hoge economische groei een hoog verwacht rendement. Een zeer brede spreiding over de verschillende EM-landen is noodzakelijk voor de EM-belegging.
Omvang totale portefeuille	Strategisch gewicht EME: wordt op basis van een SAA-studie vastgesteld.
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Eisen toezicht DNB	Voor aandelen opkomende markten zijn nog geen expliciete eisen gesteld.

Beslisfactoren	Score	Toelichting									
Kwantitatief											
Verwacht rendement	5	<table> <tr> <th>Verwacht rendement</th><th>MSCI EM (unhedged)</th><th>MSCI World (unhedged)</th></tr> <tr> <td>Geometrisch totaal rendement</td><td>5,6%</td><td>5,3%</td></tr> <tr> <td>Overrendement (versus kas)</td><td>3,7%</td><td>3,4%</td></tr> </table> Bron: Goldman Sachs Asset Management, Multi-Asset Solutions per Q2 2024 De lange termijn verwachte rendementen van EME zijn hoger dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen 1, 3 en 5 jaar.	Verwacht rendement	MSCI EM (unhedged)	MSCI World (unhedged)	Geometrisch totaal rendement	5,6%	5,3%	Overrendement (versus kas)	3,7%	3,4%
Verwacht rendement	MSCI EM (unhedged)	MSCI World (unhedged)									
Geometrisch totaal rendement	5,6%	5,3%									
Overrendement (versus kas)	3,7%	3,4%									

Risico	1	Voor aandelen in het algemeen zijn het risico op een grote schok (catastrofe risico) en het risico op een langdurige groeivertraging (lange termijn risico) de belangrijkste risico's. EME is relatief gevoelig voor veranderingen van het macro-economisch regime. Dit komt voornamelijk door het relatief grote aandeel dat China heeft in de aandelen opkomende markten index. De volatiliteit van aandelen is relatief hoog en bedraagt circa 17,4% voor EME. <table border="1"> <thead> <tr> <th></th><th>MSCI EM (unhedged)</th><th>MSCI World (unhedged)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Volatiliteit</td><td>17,4%</td><td>15,3%</td></tr> </tbody> </table> <i>Bron: MSCI, Goldman Sachs Asset Management van 31/12/1987 tot en met 30/06/2024</i>		MSCI EM (unhedged)	MSCI World (unhedged)	Volatiliteit	17,4%	15,3%
	MSCI EM (unhedged)	MSCI World (unhedged)						
Volatiliteit	17,4%	15,3%						
Diversificatie	2	Diversificatie wordt beoordeeld aan de hand van de correlatie met aandelen ontwikkelde markten. Deze correlatie is voor EME relatief hoog, waardoor het diversificatie effect beperkt is. Naast aandelenrisico voegt EME ook EM-valutarisico toe wat enige diversificatie biedt.						
Bescherming tegen inflatie	3	Aandelen bieden slechts zeer beperkte bescherming tegen onverwacht hoge gerealiseerde inflatie. Op een lange termijn bieden aandelen echter wel een goed rendement en daarmee voldoende compensatie voor inflatie. Dit is vooral het geval bij een gematigde inflatie.						
Kosten	5	OCF actief circa 50-80 bps. OCF passief circa 15 bp.						
Kwalitatief								
ESG karakteristieken	4	Opkomende landen worden meer blootgesteld aan (niet gemitigeerde) ESG-risico's dan ontwikkelde landen. Een ESG-beleid is goed toepasbaar op de beleggingscategorie EME variërend van uitsluitingen tot impact beleggen. Naast deze strategieën kunnen het eigen engagement beleid en een stembeleid worden ingezet. Bij aandelenfondsen dient weliswaar het ESG beleid van een fonds te worden gevolgd, maar zijn er steeds meer keuzemogelijkheden, waardoor in veel gevallen een passende aansluiting bij het eigen beleid kan worden gevonden.						
Liquiditeit	4	EME is een liquide beleggingscategorie.						
Transparantie	4	De transparantie van EME is verbeterd, maar blijft nog achter bij aandelen ontwikkelde markten.						
Complexiteit / governance	4	EM-landen vormen zeer brede en zeer diverse markt met grote onderlinge verschillen. Voor EME geldt daarom een extra inspanning op het gebied van complexiteit en governance. Bij een fondsoplossing gelden deze extra inspanningen met name voor de externe fondsmanager.						
Implementatie-mogelijkheden	5	Brede beschikbaarheid van mandaten en fondsen						

5 Conclusie POB

Doelstelling

POB kiest vooral voor een belegging in EME vanwege het op lange termijn relatief hoge verwachte rendement. Door naast aandelen ontwikkelde landen ook in een breed gespreide portefeuille van opkomende landen en sectoren te beleggen worden de beleggingen beter gespreid. POB kiest bij de belegging in aandelen bewust voor een passieve belegging.

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

	EME
Verwacht rendement	5
Vermindering risico	1
Diversificatie	2
Bescherming tegen inflatie	3
ESG profiel	4
Kosten	5
Liquiditeit	4
Transparantie	4
Complexiteit	4
Implementatie mogelijkheden	5

Randvoorwaarden

Bij een passieve beleggingen in aandelen ontwikkelde markten is sprake van flexibiliteit om ESG accenten zoals uitsluitingen aan te brengen. De transparantie van de fondsen is hoog en de complexiteit is beperkt. Via rapportages is bijvoorbeeld duidelijk waarin wordt belegd en de prijsvorming komt op openbare markten tot stand. De hoge volatiliteit van EME zorgt ervoor, in combinatie met de gevoeligheid voor een eventuele 'regime-shift', dat EME alleen geschikt is als lange termijn belegging (beleggingshorizon 10 jaar en langer). In normale marktomstandigheden is de liquiditeit goed en zijn de implementatiemogelijkheden voor passieve aandelenbeleggingen prima.

Conclusie

De investment case voor aandelen opkomende markten is positief omdat er een duidelijke doelstelling is geformuleerd en de belegging voldoet aan de randvoorwaarden.

5.1 Richtlijnen

Als leidraad voor de keuze voor de uiteindelijke manager voor een beleggingscategorie worden richtlijnen opgesteld voor het profiel van de organisatie en de beleggingsexposure. De uiteindelijk gekozen manager zal aan deze richtlijnen moeten voldoen. Deze richtlijnen worden in het manager selectie proces expliciet gemaakt.

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

Ten opzichte van de vorige versie (2019) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	EME
Verwacht rendement	5
Vermindering risico	1 (-1)
Diversificatie	2
Bescherming tegen inflatie	3
ESG profiel	4 (+1)
Kosten	5 (+2)
Liquiditeit	4
Transparantie	4
Complexiteit	4
Implementatie mogelijkheden	5 (+1)

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhoging) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie Aandelen Opkomende Markten

Vertrouwelijk

Investment Case

LDI Portefeuille Stichting Pensioenfond Openbare Bibliotheken (POB)

Datum September 2024

Pagina 1 van 7

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door Stichting Pensioenfond Openbare Bibliotheken (POB) een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren. In elke investment case wordt tevens een koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfond.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor de beleggingscategorie LDI portefeuille. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse LDI portefeuille* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve beslisriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgen in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Kaderstelling LDI portefeuille

Toegestane beleggingen

Pensioenfond POB kiest binnen de LDI portefeuille voor een semi-passieve exposure naar Euro cash, Euro staatsobligaties, Euro (centraal geclearde) renteswaps en futures op Duitse staatsobligaties. Daarnaast kan ook beperkt worden belegd in Euro staatsgerelateerde obligaties.

Doelstelling

De doelstelling van de LDI-portefeuille is afdekking van het renterisico van de af te dekken kasstromen, waarbij het op lange termijn te behalen rendement is afgestemd op het te halen theoretisch beschermingsrendement (plus een opslag voor de beheerkosten van 5 basispunten), tegen een passend risico.

Invulling en omvang renteafdekking

Bij het afdekken van het renterisico wordt zoveel mogelijk gebruik gemaakt van renteswaps en geldmarktbeleggingen. Daarnaast wordt, met het oog op de rendementsdoelstelling, belegd in Euro staatsobligaties en Euro staatsgerelateerde obligaties. Om schommelingen vanuit marktbevingen te kunnen opvangen zijn bandbreedtes bepaald versus de af te dekken kasstromen, zowel op totaalniveau als per renteschokpunt. Om te waarborgen dat er te allen tijde voldoende liquiditeiten aanwezig zijn als onderpand voor de renteswaps is er een minimum percentage liquiditeiten bepaald die voldoende is om een marktwaaie verandering van rentederivaten op te vangen als gevolg van een renteschok van minimaal +80 bps. Liquiditeiten in de LDI-portefeuille zijn beleggingen in geldmarktfondsen met dagelijkse in- en uitstap mogelijkheid.

Randvoorwaarden staatsobligaties

- Omdat staatsobligaties vooral worden gebruikt voor de afdekking van het renterisico van de verwachte kasstromen wordt gekozen voor de relatief veilige staatsobligaties. Om te bepalen wat “veilige” staatsobligaties zijn, is een methodiek ontwikkeld waarbij een totaal ranking wordt toegekend op basis van een weging van factoren zoals rating, solvabiliteit, externe financieringsbehoefte, liquiditeit en ESG factoren. Dit resulteert in principe in zes landen (Duitsland, Nederland, Finland, Oostenrijk, Frankrijk en België).
- Er dienen voldoende staatsobligaties te zijn die kunnen fungeren als onderpand voor initial margin verplichtingen bij het aangaan van centraal geclearde renteswaps.
- Om te kunnen worden opgenomen in de LDI-portefeuille is een hoge correlatie (minimaal 0,5) nodig met het rendement van de kasstromen en daarmee met renteswaps. In principe kwalificeren de meeste Euro staatsobligaties voor dit criterium. Historisch voldoen alle AAA/AA/A Euro staatsobligaties.

Randvoorwaarden staatsgerelateerde obligaties

Onder staatsgerelateerd vallen zowel staatsgerelateerde obligaties als supranationals. Om te mogen worden opgenomen in de portefeuille gelden de volgende randvoorwaarden:

- Rating van minimaal A-.
- Alleen Euro obligaties zijn toegestaan.

De belangrijkste reden voor toevoeging aan de LDI-portefeuille is de hogere spread in vergelijking tot standaard Euro staatsobligaties. Het kredietrisico is vaak vergelijkbaar. Daar staan wel enkele praktische afwegingen tegenover. Zo zijn staatsgerelateerde obligaties minder liquide dan staatsobligaties. Daarom kan het enige tijd kosten om een significante positie op te bouwen in de portefeuille. Verkoop van de stukken is minder een probleem. Staatsgerelateerd is beschikbaar met zeer lange looptijd.

Randvoorwaarden geldmarktfondsen

Bij de geldmarktfondsen licht de nadruk vooral op veiligheid en liquiditeit. Dit betekent dat gebruik wordt gemaakt van AAA-geldmarktfondsen met veilige beleggingen, hoge spreiding, een zeer lage rentegevoeligheid en waar het rendement wordt afgezet tegen een Estr benchmark of tegen 3-maands Euribor. Binnen de geldmarktfondsen zijn, met een grote spreiding als uitgangspunt, Eurobeleggingen vanuit vele landen toegestaan. De geldmarktfondsen met zogenaamde “same day settelement” fondsen zijn geschikt voor het beheer van onderpand bij het gebruik van renteswaps. Dit zijn fondsen met doorgaans Estr als benchmark. Geldmarktfondsen met 3-maands Euribor als benchmark hebben een hoger verwacht rendement en kunnen daarom ingezet worden voor de rendementsdoelstelling van de LDI-portefeuille.

3 Confrontatie met Investment Beliefs van POB

De toetsing van een belegging in de LDI-portefeuille conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling LDI Portefeuille (-/+ /nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemer. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	De LDI-portefeuille is onderdeel van de Beschermingsportefeuille. De LDI-portefeuille heeft als doelstelling het behalen van het theoretisch beschermingsrendement (plus een opslag voor de beheerkosten), bij een beperkt mismatchrisico. Dit is met name voor jongere deelnemers relevant omdat de mismatch met het theoretisch beschermingsrendement wordt toegevoegd aan het overrendement.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	=	De doelstelling van de LDI-portefeuille is afdekken van het renterisico van de af te dekken kasstromen. Met het oog op het behalen van het theoretisch beschermingsrendement wordt deels belegd in 'veilige' staatsobligaties en staatsgerelateerde obligaties. Dit levert een beperkt mismatchrisico op.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	=/+	De risicopremie op 'veilige' staatsobligaties en staatsgerelateerd is beperkt positief, deze beleggingscategorie heeft meestal geen rendementsdoelstelling.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=/+	Vanwege de doelstelling en aard van de af te dekken kasstromen is diversificatie minder van belang. Binnen de portefeuille staatsobligaties ligt de focus op veiligheid en binnen de geldmarktfondsen is sprake van voldoende spreiding.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	De focus ligt op semi-passief beheer en de portefeuille volgt een buy & maintain benadering. Transacties dienen bij te dragen aan de doelstelling van de portefeuille en onnodige transactiekosten worden vermeden.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	=/+	De beleggingen zijn in het algemeen zeer liquide. Staatsgerelateerde obligaties

			leveren een (kleine) extra premie voor illiquiditeit.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	=	De LDI-portefeuille leent zich moeilijk voor een duurzame invulling. Wel kan de beheerder binnen de doelstelling van het mandaat kiezen voor groene en/of sociale obligaties uitgegeven door de toegestane issuers. De LDI-portefeuille is daarmee niet in strijd met het ESG beleid van POB.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Het bestuur streeft naar eenvoud in de beleggingsportefeuille. Beleggingen dienen transparant te zijn en complexiteit wordt waar mogelijk vermeden. Beleggingen worden waar mogelijk passief ingevuld.	=/+	De beoogde renteafdekking wordt ingevuld met (centraal geclearde) swaps en (staats)obligaties. Swaps kennen enige mate van complexiteit.

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie LDI nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	Ongun stig	Neu traal	Gun stig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	De LDI-portefeuille is (een belangrijk) onderdeel van de matchingportefeuille.
Rol in totale portefeuille	De LDI-portefeuille is gericht op het behalen van het theoretisch beschermingsrendement, bij een beperkt mismatchrisico. Deze doelstelling draagt bij aan het mitigeren van het renterisico van de af te dekken kasstromen.
Keuze benchmark	De benchmark van de LDI-portefeuille bestaat uit de 'af te dekken kasstromen' minus de rentegevoeligheid van bedrijfsobligaties, Green bonds en hypotheeklen. Ook wordt gecorrigeerd voor de rentegevoeligheid van Euro staatsobligaties die buiten het LDI-mandaat worden aangehouden.
Waardering	Level 1 (met uitzondering van swaps): Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.

Eisen toezicht DNB	Er moet worden aangesloten bij best practices zoals beschreven door DNB zoals het monitoren van de rente afdekking en het curverisico.
--------------------	--

Scores staatsobligaties / scores swaps en cash

Beslisfactoren	Score	Toelichting									
Kwantitatief											
Verwacht rendement (EUR unhedged)	2 / 1	Voor AAA/AA Euro staatsobligaties is de lange termijn verwachting 0.1% (10-jaars horizon) ten opzichte van het theoretische beschermingsrendement (ook wel het overrendement genoemd). Voor cash (€STR) plus renteswaps zou de lange termijn verwachting van dit overrendement -0.2% zijn (10 jaars horizon). (niet gecorrigeerd voor het verschil in duratie) <table border="1"> <thead> <tr> <th></th><th>AAA-AA Euro Staatsobligaties</th><th>Cash plus renteswap</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Rendement</td><td>3,0%</td><td>n.v.t.</td></tr> <tr> <td>Overrendement*</td><td>0.1%</td><td>-0.2%</td></tr> </tbody> </table> * Rendement ten opzichte van een swap benchmark (gezuiverd voor het renterisico vanuit swaprente bewegingen). <i>Bron: GSAM Q2 2024</i> GSAM bepaalt niet het verwachte rendement voor AAA-AA Euro staatsgerelateerde obligaties. Het verwachte rendement is afhankelijk van de gekozen uitgevers binnen dit universum in de LDI-portefeuille.		AAA-AA Euro Staatsobligaties	Cash plus renteswap	Rendement	3,0%	n.v.t.	Overrendement*	0.1%	-0.2%
	AAA-AA Euro Staatsobligaties	Cash plus renteswap									
Rendement	3,0%	n.v.t.									
Overrendement*	0.1%	-0.2%									
Vermindering risico's	5 / 5	De beleggingen zorgen voor een sterke vermindering van het renterisico van de af te dekken kasstromen. Het totale onderdeel LDI kan bij benadering als een risicovrije asset worden gezien zonder risicopremie. Cash plus renteswap past zeer goed bij deze aanname.									
Diversificatie		Deze categorie is niet gericht op diversificatie, maar op risicobeheersing door middel van zeer veilige beleggingen.									
Bescherming tegen inflatie	2 / 2	De LDI-portefeuille biedt geen bescherming tegen inflatie.									

ESG karakteristieken	3 / 3	De LDI-portefeuille biedt enige gelegenheid voor toepassing van duurzame strategieën. Dit zijn de integratie van ESG factoren, uitsluiting en impact beleggen door middel van green en social bonds. Ten slotte is engagement beleid mogelijk bij geldmarkt beleggingen. Binnen de LDI-portefeuille waar vooral wordt belegd in veilige staatsobligaties en zeer kortlopende geldmarktinstrumenten zal de rendementsimpact van een ESG strategie naar verwachting relatief beperkt zijn.
Kosten	5 / 5	De kosten voor LDI zijn relatief laag. Afhankelijk van de grootte kan het variëren tussen enkele basispunten tot circa 20 basispunten.
Kwalitatief		
Liquiditeit	5 / 4	Cash, renteswaps en staatsobligaties vallen onder de meest liquide marktinstrumenten. Zeer lange obligaties hebben relatief hogere transactiekosten dan kortere obligaties.
Transparantie	5 / 3	Staatsobligaties zijn zeer transparant. Het zijn meestal niet veel lijnen in de portefeuille en het is duidelijk wie de issuer of tegenpartij is. Daarentegen bevatten geldmarktfondsen zeer veel lijnen en uitgevers met als achterliggende reden de diversificatie die het geeft. Het aantal lijnen in portefeuille t.a.v. en staatsgerelateerde obligaties is doorgaans zeer beperkt. De prijsvorming van swaps wordt als relatief minder transparant gezien.
Complexiteit / governance	5 / 2	Voor renteswaps zijn bij central clearing afspraken nodig met clearing brokers en een central clearing house, is onderpand nodig en een collateral beleid.
Implementatiemogelijkheden	4 / 5	Via LDI-fondsen (keuze redelijk beperkt) of een op maat gemaakt mandaat.

5 Conclusie POB

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

	Staats- Obligaties	Swaps & Cash
Verwacht rendement	2	1
Vermindering risico	5	5
Diversificatie		
Bescherming tegen inflatie	2	2
ESG profiel	3	3
Kosten	5	5
Liquiditeit	5	4

Transparantie	5	3
Complexiteit	5	2
Implementatie mogelijkheden	4	5

De conclusie (positief) is dat de beleggingscategorieën LDI een belangrijke rol heeft binnen in de totale portefeuille vanuit het behalen van het theoretisch beschermingsrendement. De liquiditeit en transparantie zijn daarbij ruim voldoende. De aandachtspunten zijn dat ESG-beleid niet van toepassing is en dat de categorie geen bescherming biedt tegen inflatierisico en dat door gebruik van derivaten en staatgerelateerde obligaties er enige mate van operationele complexiteit is.

6 Evaluatie

Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn.

De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Ten opzichte van de vorige versie (2021) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	Staats- Obligaties	Swaps & Cash
Verwacht rendement	2	1 (-2)
Vermindering risico	5	5
Diversificatie		
Bescherming tegen inflatie	2 (-1)	2 (-1)
ESG profiel	3	3
Kosten	5	5
Liquiditeit	5	4
Transparantie	5	3
Complexiteit	5	2
Implementatie mogelijkheden	4	5

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie LDI portefeuille

Vertrouwelijk

Investment Case

Emerging Markets Debt

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 6

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door POB een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren die worden gerangschikt naar doelstellingen en randvoorwaarden. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor Emerging Markets Debt. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Emerging Markets Debt (augustus 2023)* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Beleggen in Emerging Markets Debt

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in een Emerging Markets Debt vormgegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- De beheerstijl is passief.
- Er wordt zowel belegd in EMD Hard Currency als in EMD Local Currency. De omvang van de allocatie wordt bepaald op basis van een SAA-studie.

- Als benchmark wordt gekozen voor de JP Morgan EMBI Global Diversified voor Hard Currency beleggingen en de JP Morgan GBI Global Diversified voor Local Currency beleggingen. Voor deze benchmarks zijn voldoende passende fondsen beschikbaar. De benchmarks omvatten zowel obligaties uitgegeven door overheden als door staatsgerelateerde bedrijven.
- Voor de implementatie wordt gekozen voor fondsen.
- Beleggingen in EMD brengen valutarisico's met zich mee. Valuta afdekking kan plaatsvinden op fondsniveau of op portefeuilleniveau in lijn met de doelstelling van het pensioenfonds. In het kader van de complexiteitsreductie verdient afdekking op fondsniveau bij EMD HC de voorkeur. Bij EMD LC zijn de kosten voor het afdekken van valutarisico relatief hoog en daarom wordt het valutarisico voor deze categorie opengelaten.

3 Confrontatie met Investment Beliefs POB

De toetsing van een belegging in EMD conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling EMD (-/+ / + / nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemers. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	EMD past goed bij een lange beleggingshorizon.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	Het rendement van EMD is op lange termijn relatief aantrekkelijk en heeft door de specifieke rendementsbronnen een eigen risico-/rendementsprofiel, waardoor het diversificatie biedt in de portefeuille.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	Beleggen in EMD brengt extra risico's met zich mee, waardoor het risico hoger is dan veel andere beleggingscategorieën. Deze risico's vinden wij echter opwegen tegen het mogelijke extra rendement dat door het verzilveren van de marktrisicopremies gerealiseerd kan worden.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	+	EMD draagt bij aan diversificatie in de portefeuille.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	Er zijn in deze categorie passieve beleggingsoplossingen tegen lage kosten voorhanden.

6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	-/=	In stress situaties kan de liquiditeit van EMD sterk terugvallen.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	-/=	Voor EMD gelden andere kaders op het gebied van MVB. Via passief beheer wordt ook belegd in landen met een laag ESG-profiel.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	+	EMD is een transparante beleggingscategorie. Informatie over onderliggende emittenten is beschikbaar en de prijsvorming is transparant.

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie EMD nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	On gun stig	Ne utra al	Gun stig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	EMD past in de return portefeuille
Rol in totale portefeuille	EMD geeft binnen het vastrentende beleggingsuniversum de beste rendementsverwachtingen. Daarnaast diversifieert de beleggingscategorie ten opzichte van zowel zakelijke waarden als de overige vastrentende waarden, waardoor de portefeuille beter gespreid wordt.
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Eisen toezicht DNB	Er zijn door DNB voor deze beleggingscategorie (nog) geen specifieke eisen opgesteld.

Beslisfactoren	Score	Toelichting			
Kwantitatief					
Verwacht rendement	4	EMD LC		EMD HC (unhedged)	EMD HC (hedged)
		Rendement	3.6%	4.1%	4.1%
		Overrendement*	1.8%	2.2%	2.2%
		* Rendement ten opzichte van kas			
		Bron: Goldman Sachs Asset Management per Q2 2024			

		Hoog verwacht rendement voor EMD HC en EMD LC, vergelijkbaar met High Yield in de vastrentende universum.
Risico's	3	EMD is samen met high yield de meest risicovolle vastrentende beleggingscategorie. Bovendien brengt een allocatie naar EMD LC extra valutarisico met zich mee dat zeer lastig af te dekken is. Binnen de return portefeuille geeft EMD door de blootstelling aan andere economische factoren dan zakelijke waarden wel diversificatie. Daarbij dient echter wel opgemerkt te worden dat EMD in tijden van markt stress vaak ook getroffen wordt.
Diversificatie	3	Diversificatie gemeten als correlatie met aandelen ontwikkelde markten is neutraal voor zowel EMD HC als EMD LC. De beleggingscategorie laat vooral een hoge correlatie zien met EM Equity (0,77) en high yield bedrijfsobligaties (0,83).
Bescherming tegen inflatie	3	Net als andere nominale beleggingen beschermt EMD niet tegen structureel hoge (NL/EUR) inflatie of pieken in inflatie. Hogere grondstoffenprijzen kunnen wel positief uitwerken op de kredietkwaliteit.
Kosten	EMD HC 4 EMD LC 3	EMD HC scoort 4 en EMD LC scoort 3 op het gebied van kosten. Dit zijn de gemiddelde kosten van een passieve en actieve strategie. Indien gekozen wordt voor actieve implementatie liggen de kosten hoger en bij passieve invulling liggen de kosten lager. Bij EMD LC is alleen bij actief beheer integratie van ESG mogelijk.
Kwalitatief		
ESG profiel	2	Opkomende markten scoren niet goed op ESG-gebied. Veel landen zijn geen (echte) democratie en bovendien zijn de economieën vaak afhankelijk van de verkoop en productie van een aantal grondstoffen waar duurzaamheidsvraagstukken kunnen spelen. Het uitsluiten van landen op basis van MVB-overwegingen heeft al snel een groot effect op het universum en daarmee op de risico-rendementskarakteristieken van de categorie.
Liquiditeit	3	De liquiditeit van EMD is onder normale marktomstandigheden goed, maar in crisistijden neemt deze liquiditeit sterk af.
Transparantie	3	De transparantie van EMD is verbeterd, maar blijft nog achter bij aandelen opkomende markten. De schulden worden veelal uitgegeven onder lokale regelgeving waardoor transparantie ontbreekt. De prijsvorming van de obligaties is wel transparant.
Complexiteit / governance	4	De instrumenten kennen een lage complexiteit. Echter, het operationele proces in de beleggingen in EMD LC is complexer vergeleken met de EMD HC wegens de exposure naar vele lokale valuta.
Implementatie-mogelijkheden	5	Brede beschikbaarheid van mandaten en fondsen.

5 Conclusie POB

Doelstelling

Pensioenfonds POB kiest vooral voor een belegging in EMD (staats- en staatsgerelateerde obligaties uit opkomende landen) vanwege het op lange termijn relatief hoge verwachte rendement. Dit sluit aan bij de beleggingsovertuiging over risicopremies en bij de beleggingsovertuiging over rendement en risico. Toevoeging van EMD aan de totale beleggingsportefeuille zorgt wel voor enige verbetering van de spreiding, maar de mate waarin is beperkt. De categorie zal in 2025/2026 opnieuw worden beoordeeld, mede in het licht van het MVB-beleid van POB.

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

	EMD HC	EMD LC
Verwacht rendement	4	4
Vermindering risico	3	3
Diversificatie	3	3
Bescherming tegen inflatie	3	3
ESG profiel	2	2
Kosten	4	3
Liquiditeit	3	3
Transparantie	3	3
Complexiteit	4	4
Implementatie mogelijkheden	5	5

Randvoorwaarden

De ESG toepassingsmogelijkheden bij EMD zijn vooralsnog beperkt, hoewel er bij EMD HC wel (actief beheerde) beleggingsfondsen beschikbaar zijn met een goed ESG-profiel. Gegeven de samenstelling van de EMD LC benchmark (met een grote weging naar bepaalde landen) is dit bij deze laatste categorie moeilijker te bereiken. Gunstig is wel dat de beleggingscategorie transparant is, de prijsvorming komt op openbare, gereguleerde tot stand, en weinig complex. Daarnaast zijn de kosten en de liquiditeit voor deze categorie gemiddeld. De implementatiemogelijkheden zijn ruim voldoende.

Conclusie

De investment case voor EMD is positief omdat er een duidelijke doelstelling is geformuleerd en de belegging voldoet aan de randvoorwaarden.

5.1 Richtlijnen

Als leidraad voor de keuze voor de uiteindelijke manager voor een beleggingscategorie worden richtlijnen opgesteld voor het profiel van de organisatie en de beleggingsexposure. De uiteindelijk gekozen manager zal aan deze richtlijnen moeten voldoen. Deze richtlijnen worden in het manager selectie proces expliciet gemaakt.

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

Ten opzichte van de vorige versie (2019) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	EMD HC	EMD LC
Verwacht rendement	4	4
Vermindering risico	3	3
Diversificatie	3	3
Bescherming tegen inflatie	3	3
ESG profiel	2	2
Kosten	4	3
Liquiditeit	3	3
Transparantie	3 (-1)	3 (-1)
Complexiteit	4	4
Implementatie mogelijkheden	5	5

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhogen) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie EMD

Vertrouwelijk

Investment Case

Investment Grade Credits

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 5

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door POB een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren die worden gerangschikt naar doelstellingen en randvoorwaarden. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor aandelen ontwikkelde markten. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Investment Grade Bedrijfsobligaties (december 2022)* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Beleggen in Investment Grade Credits

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in een investment grade credits (IGC) vormgegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- De beheerstijl is actief. Tegen relatief beperkte extra kosten kan een hoger rendement worden gerealiseerd en is er ruimte voor integratie van ESG criteria in het beleggingsbeleid.
- Voor de regioverdeling is er de voorkeur voor Euro bedrijfsobligaties, aangezien de rente-component bijdraagt aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement.

- Als benchmark wordt gekozen voor de iBOXX Euro Corporate Bonds Index.
- Voor de implementatie wordt gekozen voor een mandaat.

3 Confrontatie met Investment Beliefs POB

De toetsing van een belegging in investment grade bedrijfsobligaties conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling Investment Grade Bedrijfsobligatie s (-/=/+ /nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemers. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Wanneer in IGC's wordt belegd, wordt dat in principe voor de lange termijn gedaan.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	Het (extra) rendement op IGC's versus het theoretisch beschermingsrendement is relatief aantrekkelijk bij een beperkt mismatchrisico.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	IGC's kennen goede risico-rendements karakteristieken. Op lange termijn is de verwachting dat IGC's een bijdrage leveren aan het overrendement.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=/+	IGC's passen in een gediversifieerde beleggingsportefeuille en bieden exposure naar andersoortige risico's en sectoren dan aandelen.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	Voor zowel actief als passief beheer bieden IGC's de mogelijkheid om kosten inzichtelijk te maken en beheerst te houden.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	=	IGC's zijn liquide beleggingen met een beperkte liquiditeitspremie.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	+	Voor zowel actief als passief beheer zijn er voldoende beheerders beschikbaar die tenminste aan de door POB gestelde randvoorwaarden voor ESG voldoen.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	+	De beleggingscategorie IGC's is een weinig complexe en redelijk transparante beleggingscategorie.

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde markten nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	Ongunstig	Neutraal	Gunstig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	IGC is onderdeel van de matching portefeuille.
Rol in totale portefeuille	IGC levert een bijdrage aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement en levert naar verwachting een positieve bijdrage aan het overrendement, bij een beperkt mismatchrisico.
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Eisen toezicht DNB	Er zijn door DNB voor deze beleggingscategorie (nog) geen specifieke eisen opgesteld.

Beslisfactoren	Score	Toelichting						
Kwantitatief								
Verwacht rendement	3	<table><tr><th colspan="2">EUR IGB</th></tr><tr><td>Rendement</td><td>3.1%</td></tr><tr><td>Overrendement*</td><td>0.5%</td></tr></table> <i>* Rendement ten opzichte van een swap benchmark (gezuiverd voor het renterisico vanuit swaprente bewegingen).</i> <i>Bron: Goldman Sachs Asset Management per Q2 2024</i>	EUR IGB		Rendement	3.1%	Overrendement*	0.5%
EUR IGB								
Rendement	3.1%							
Overrendement*	0.5%							
Vermindering risico	4	IGC hebben een volatiliteit die hoger ligt dan staatsobligaties.						
Diversificatie	4	Het totale risico van de portefeuille kan verlaagd worden vanwege de lage correlatie met vooral risicovolle beleggingscategorieën als aandelen en vastgoed. IGC worden opgenomen in de matching portefeuille vanwege een relatief hoge correlatie met swaprentes.						
Bescherming tegen inflatie	2	IGC biedt geen bescherming tegen inflatie						
ESG karakteristieken	5	Voor EUR IGC is de implementatie van ESG verder ontwikkeld in vergelijking tot USD IGC. Bij een mandaat zijn er mogelijkheden om een eigen ESG beleid te implementeren. Bij een fondstoplossing wordt aangesloten bij de ESG richtlijnen van de aanbieder.						
Kosten	5	De OCF (Ongoing Charge Figure) voor fondsen bedraagt circa 40-50 bps voor EUR IGB en 50-60 bps voor Global IGB. Bij een passieve invulling bedraagt de OCF circa 10 bps.						

Kwalitatief		
Liquiditeit	4	IGC zijn relatief liquide in vergelijking met High Yield bedrijfsobligaties. Bij stress droogt de liquiditeit veelal op.
Transparantie	4	Beleggingen in IGC hebben een hoge mate van transparantie.
Complexiteit / governance	5	Complexiteit is beperkt vanwege het liquide karakter, de transparantie en volwassen markt.
Implementatie-mogelijkheden	5	Zowel beschikbaar in fonds als in mandaat.

5 Conclusie POB

Doelstelling

Voor de belegging in investment grade credits (IGC) is gekozen vanwege het extra rendement ten opzichte van het theoretisch beschermingsrendement. Omdat het extra rendement op het moment van schrijven van de investment case beperkt is, is toch een neutrale score aan rendement gegeven. Een ander belangrijk argument voor een allocatie naar IGC is dat de risico-rendementskarakteristieken van de beleggingsportefeuille verbeteren. De lage correlatie met de overige beleggingscategorieën maakt de beleggingscategorie vanuit risico-rendementsperspectief interessant. Pensioenfonds POB kiest voor een Euro belegging in IGC. De rentegevoeligheid van de IGC beleggingen draagt bij aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement.

Pensioenfonds POB kiest bij IGC voor een actieve invulling. Dit is in lijn met de overtuiging dat prijzen van beleggingen kunnen afwijken van de veronderstelde waarde van deze beleggingen en dat actief beheer kan bijdragen aan een hoger rendement. Hierbij speelt echter tevens een rol dat er op die manier nadere invulling kan worden gegeven aan het MVB-beleid.

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

Scores	IG Credits
Verwacht rendement	3
Vermindering risico	4
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2
ESG profiel	5
Kosten	5
Liquiditeit	4
Transparantie	4
Complexiteit	5
Implementatie mogelijkheden	5

Randvoorwaarden

De transparantie van de categorie (hoog) en de complexiteit (beperkt) is in lijn met de eisen die hieraan door POB worden gesteld. Via rapportages is bijvoorbeeld duidelijk waarin wordt belegd en de prijsvorming komt op openbare markten tot stand. Vanwege variaties in de kans op faillissement, rating migraties, valutarisico's en, in tijden van stress, illiquiditeit is er slechts in beperkte mate sprake van specifieke risico's. Omdat gebruik wordt gemaakt van een actieve

invulling zijn de kosten gemiddeld. De liquiditeit is hoog. Er zijn voldoende keuzemogelijkheden via fondsen of mandaten om de gewenste exposure in te vullen.

Conclusie

De investment case voor Euro investment grade Credits is positief omdat er een duidelijke doelstelling is geformuleerd en de belegging voldoet aan de randvoorwaarden.

Richtlijnen

Als leidraad voor de keuze voor de uiteindelijke manager voor een beleggingscategorie worden richtlijnen opgesteld voor het profiel van de organisatie en de beleggingsexposure. De uiteindelijk gekozen manager zal aan deze richtlijnen moeten voldoen. Deze richtlijnen worden in het manager selectie proces expliciet gemaakt.

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren

Ten opzichte van de vorige versie (2019) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

Scores	IG Credits
Verwacht rendement	3
Vermindering risico	4
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2 (-1)
ESG profiel	5 (+2)
Kosten	5 (+2)
Liquiditeit	4
Transparantie	4
Complexiteit	5 (+1)
Implementatie mogelijkheden	5

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie Investment Grade Bedrijfsobligaties

Vertrouwelijk

Investment Case

High Yield

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 6

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie of beleggingsstrategie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van diverse beslisfactoren. In elke investment case wordt tevens een koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor de beleggingscategorie High Yield.

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case en in paragraaf 7 de uitgevoerde evaluatie.

2 Kaderstelling

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in High Yield vormgegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- Voor de regioverdeling is er de voorkeur voor Developed High Yield.
- De beheerstijl is actief. Het aantal passieve aanbieders is zeer beperkt, en de aard van de beleggingscategorie maakt dat met actief beheer risico's beter beheerst kunnen worden en de meerkosten kunnen worden goedgemaakt.
- Bij de keuze over mandaat versus fonds gaat de voorkeur uit naar een beleggingsfonds.
- Als benchmark gaat de voorkeur uit naar de ICE BofAML Developed Markets HY Constrained Index.

3 Confrontatie met Investment Beliefs

De toetsing van High Yield conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling High Yield	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico an worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemer. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Een belegging in High Yield zal voor de lange termijn worden aangegaan en past daarmee bij de horizon van het pensioenfonds.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	=/-	Op lange termijn zijn de rendement- risico eigenschappen van High Yield goed.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	-	High Yield biedt een extra vergoeding voor kredietrisico, wat relatief hoog is.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=	High Yield heeft een relatief hoog risico, hoewel het lager is dan aandelen. De lagere correlatie met aandelen biedt extra spreiding.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	-	De standaard OCF (Ongoing Charge Figure) van actieve beleggingsfondsen voor High Yield ligt tussen de 40 en 70 basispunten. Passief beheer wordt nauwelijks aangeboden. Het is daarmee voor POB een relatief dure categorie.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	=	High Yield zijn relatief minder liquide dan hoogwaardige bedrijfsobligaties en staatsobligaties. Bij stress droogt de liquiditeit veelal op.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	=/+	Binnen High Yield is een uitsluitingenbeleid toe te passen. Aangezien het obligaties betreft is een stem- of engagement beleid niet van toepassing.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	=/-	Net als bij andere obligaties is de complexiteit van High Yield beperkt. Een actieve invulling sluit niet goed aan bij de uitgangspunten van POB.

4 Uitwerking investment case

In onderstaand schema wordt High Yield nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele

aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	O ng un stig	N eu tra al	G un stig	Ze er g un stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	HY-obligaties passen in de return portefeuille.
Rol in totale portefeuille	HY-obligaties leveren een bijdrage in het behalen van overrendement ten opzichte van kas.
Keuze benchmark	ICE BofAML Developed Markets HY Constrained Index
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Eisen toezicht DNB	Er zijn door DNB voor deze beleggingscategorie (nog) geen specifieke eisen opgesteld.

Beslisfactoren	Score HY										
Kwantitatief											
Verwacht geometrisch rendement (Q4 2020)	4	<table> <tr> <th>Unhedged</th><th>Global HY (unhedged)</th><th>Global HY (hedged)</th></tr> <tr> <td>Rendement</td><td>4.0%</td><td>3.9%</td></tr> <tr> <td>Excess Rendement</td><td>2.1%</td><td>2.1%</td></tr> </table> Bron: NNIP, ICS per Q2 2024 De lange termijn verwachte rendementen van High Yield zijn lager dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen jaren.	Unhedged	Global HY (unhedged)	Global HY (hedged)	Rendement	4.0%	3.9%	Excess Rendement	2.1%	2.1%
Unhedged	Global HY (unhedged)	Global HY (hedged)									
Rendement	4.0%	3.9%									
Excess Rendement	2.1%	2.1%									
Vermindering risico	2	HY obligaties hebben een volatiliteit die hoger ligt dan staatsobligaties maar lager dan aandelen.									
Diversificatie	2	Deze categorieën kunnen voor spreiding zorgen in de return portefeuille maar hebben wel een vrij hoge correlatie met aandelen.									
Bescherming tegen inflatie	2	High Yield bieden geen directe bescherming tegen inflatie Centrale banken kunnen op basis van het inflatieniveau de Euribor/Libor verhogen/verlagen waardoor de coupon uitbetaling stijgt of daalt.									
Kosten	2	De verwachte OCF voor institutionele beleggers bedraagt circa 35-55 bps voor High Yield.									
Kwalitatief											
ESG karakteristieken	3	De klimaatkenmerken van High Yield wijken in negatieve zin af van die van de Investment Grade bedrijfsobligaties. Een belegger met een robuust klimaatbeleid dient zich hiervan te vergewissen. ESG wordt standaard meegenomen in de evaluatie van mandaten of fondsen binnen het High Yield universum. Echter, binnen het High Yield spectrum is ESG nog niet zo ver ontwikkeld als bij andere beleggingscategorieën zoals aandelen of IG bedrijfsobligaties. Dit is echter wel in ontwikkeling en inmiddels zijn er ook een aantal SFDR artikel 9 oplossingen beschikbaar waarbij op verschillende manieren SDG's worden gebruikt. Meest voorkomend binnen High Yield zijn het toepassen van uitsluitingen en het toepassen van ESG integratie binnen de krediet analyse. Bij de selectie van een HY beleggingsfonds is een aandachtspunt dat Amerikaanse partijen achterlopen bij het toepassen van een uitsluitingenlijst hoewel dit de laatste tijd wel beter is geworden. Voor High Yield zijn 'best-in-class' en klimaat benchmarks beschikbaar maar nog geen 'Paris-Aligned' indices.									

Liquiditeit	3	HY-obligaties zijn minder liquide vergeleken met andere vastrentende obligaties zoals staatsobligaties en IG bedrijfsobligaties.
Transparantie	5	Beleggingen in High Yield hebben een hoge mate van transparantie.
Complexiteit / governance	5	De complexiteit bij het beleggen in High Yield verschilt niet veel van beleggen in andere zakelijke waarden.
Implementatiemogelijkheden	5	Zowel beschikbaar in fonds als in mandaat.

5 Conclusie

Pensioenfonds POB acht de categorie High Yield in principe investeerbaar, maar ziet op dit moment onvoldoende toevoegde waarde van de categorie in de context van de totale beleggingsportefeuille.

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

	High Yield
Verwacht rendement	4
Vermindering risico	3
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2
ESG profiel	3
Kosten	2
Liquiditeit	3
Transparantie	5
Complexiteit	5
Implementatie mogelijkheden	5

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn.

De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs. Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

Ten opzichte van de vorige versie (2019) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	High Yield
Verwacht rendement	4
Vermindering risico	3
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2 (-1)
ESG profiel	3
Kosten	2
Liquiditeit	3
Transparantie	5 (+1)
Complexiteit	5 (+1)
Implementatie mogelijkheden	5 (+1)

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie of strategie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving van de beleggingscategorie of strategie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie betekent dat High Yield niet aan de totale portefeuille zal worden toegevoegd.

Vertrouwelijk

Investment Case

Green Bonds

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 6

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie of beleggingsstrategie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van diverse beslisfactoren. In elke investment case wordt tevens een koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor de beleggingscategorie Green Bonds.

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Kaderstelling (concept)

POB hanteert de volgende kaders bij de beleggingscategorie Green Bonds.

Doelstelling

De ambitie van POB rond verantwoord beleggen bestaat uit twee componenten. Enerzijds wil het pensioenfonds, vanuit het principe do no harm, de beleggingsportefeuille zoveel mogelijk vrijwaren van activiteiten die, of gedrag dat het pensioenfonds vanuit zijn normen en waarden, en dus vanuit maatschappelijk perspectief, onwenselijk acht. Het pensioenfonds kan hiertoe overgaan tot het uitsluiten van ondernemingen of landen die de meest grove schendingen van internationaal geaccepteerde normen begaan. Anderzijds wil het pensioenfonds positieve impact realiseren: do good, bijvoorbeeld door invloed als aandeelhouder via het betrokkenheidsbeleid (engagement en stemmen) in te zetten op thema's die voor het pensioenfonds relevant zijn. POB wenst via de beleggingen positief (impact beleggen) bij te dragen aan de financiering van maatschappelijk relevante activiteiten. De beleggingscategorie Green Bonds biedt een mogelijkheid om dit laatste instrument concreet in te zetten in de portefeuille van POB.

Type obligaties

Green Bonds omvatten zowel staatsobligaties als bedrijfsobligaties. De Euro Corp Green Bond index heeft zeer vergelijkbare karakteristieken met de reguliere benchmarks voor Euro Investment Grade credits. Alleen de landen- en de sector verdeling zijn enigszins verschillend, met meer exposure naar Utilities en Financials en minder exposure naar Industrials (uit de VS, het VK en Duitsland). Naar verwachting zullen de verschillen kleiner worden naarmate de markt

voor Euro Corp Green bonds verder groeit. POB heeft gekozen voor een invulling met green bonds uitgegeven door zowel overheden als bedrijven.

Regioverdeling

Voor de regioverdeling is er de voorkeur voor Euro Green Bonds, aangezien dit goed aansluit bij de huidige implementatie van staatsobligaties en bedrijfsobligaties, waar ook de keuze is gemaakt om enkel in Euro te beleggen.

Verwacht rendement

Gecorrigeerd voor verschillen in rating, sector en looptijd is de kredietvergoeding voor groene obligaties enkele basispunten lager dan voor gewone obligaties. Dit kan een teken zijn van schaarste (meer belangstelling voor groene obligaties dan dat er projecten beschikbaar zijn die aan de eisen voor Green Bonds voldoen). Ook kan het zijn dat beleggers in Green Bonds rekening houden met toekomstige wetgeving, die deze obligaties mogelijk relatief aantrekkelijker gaan maken, en daarom genoeg nemen met een iets lagere vergoeding. Tegenover een iets lagere kredietpremie staat ook een iets lagere volatiliteit. In termen van risico/rendementsverhouding zijn beide soorten obligaties goed vergelijkbaar.

Actief versus passief

De beheerstijl is actief. Tegen relatief beperkte extra kosten biedt actief beheer beter de mogelijkheid een eigen oordeel te geven over de mate waarin de obligatie kwalificeert als Green Bond en de kredietkwaliteit van de issuer. Daarbij is de markt voor Green Bonds sterk in ontwikkeling waardoor het passief volgen van een index mogelijk tot ongewenste exposures leidt. Tevens kan een licht hoger rendement worden gerealiseerd. Een actieve aanpak sluit aan bij de manier waarop de bestaande allocatie naar bedrijfsobligaties is vormgegeven.

Keuze mandaat of fonds

Voor de implementatie wordt gekozen voor een beleggingsfonds.

3 Confrontatie met Investment Beliefs

De toetsing van Green Bonds conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling Green Bonds (-/+ / + / nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemers. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	De lange horizon van het pensioenfonds is bij uitstek geschikt voor impact beleggingen.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	=	Qua risico en rendement zijn Green Bonds goed vergelijkbaar met de combinatie staatsobligaties en bedrijfsobligaties. Het (extra) rendement op Groene bedrijfsobligaties versus het theoretisch beschermingsrendement is relatief

			aantrekkelijk, bij een beperkt mismatchrisico. Green Bonds bieden geen bescherming tegen inflatierisico.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact	+	Er bestaat een risicopremie op Green Bonds, wat naar verwachting een positieve bijdrage levert aan het overrendement.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=	Gegeven de al bestaande allocatie aan staatsobligaties en bedrijfsobligaties voegen Green Bonds niet veel diversificatie toe.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	=/+	Er is een klein verschil tussen de fees voor actief en passief beheer. De transactiekosten zijn relatief hoog, maar frequent handelen is niet nodig.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	n.v.t.	Green Bonds zijn (normaliter) een liquide belegging.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	+	Green Bonds bieden een mogelijkheid om bij te dragen aan de financiering van maatschappelijk relevante activiteiten.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	+	Green Bonds voldoen aan deze voorwaarden.

4 Uitwerking investment case

In onderstaand schema worden Green Bonds nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	O ng un stig	N eu traal	G un stig	Ze er g un stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	Beschermingsportefeuille
Rol in totale portefeuille	Green Bonds geven invulling aan de ambities van POB op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Het zijn vastrentende beleggingen, waarbij de renteveranderingen in sterke mate samenhangen met de swaprente. Green Bonds dragen daarom ook bij aan het realiseren van het

	theoretisch beschermingsrendement en krijgen daarom een plaats krijgen in de beschermingsportefeuille. De kredietpremie draagt naar verwachting positief bij aan het overrendement.
Omvang totale portefeuille	5%. Het percentage kan worden aangepast op basis van een SAA-studie.
Keuze benchmark	Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Waardering	Level 1: Prijzen die in een actieve markt tot stand komen.
Guidance DNB	Er zijn door DNB voor deze beleggingscategorie (nog) geen specifieke eisen opgesteld.

Beslisfactoren		Score Euro Green Bonds	
Kwantitatief			
Verwacht geometrisch rendement (Q3 2022)	2		
		EUR Green Bonds	
		Rendement	3.4%
		Overrendement*	0.5%
		* Rendement ten opzichte van een swap benchmark (gezuiverd voor het renterisico vanuit swaprente bewegingen).	
		Bron: GSAM per Q2 2024	
Risico en diversificatie	4	EUR GB hebben een vergelijkbare volatiliteit als Euro staatsobligaties. Het totale risico van de portefeuille kan verlaagd worden vanwege de lage correlatie met vooral risicovolle beleggingscategorieën als aandelen en vastgoed. Green Bonds worden opgenomen in de beschermingsportefeuille vanwege een hogere correlatie met swaprentes, met een beperkte bijdrage aan het mismatchrisico.	
Bescherming tegen inflatie	2	Green bonds bieden geen bescherming tegen inflatie.	
Kosten	5	De standaard OCF (Ongoing Charge Figure) van actieve beleggingsfondsen ligt tussen de 30 en 80 basispunten. Door fee afspraken met managers kan dit doorgaans flink verlaagd worden. Voor passieve beleggingsfondsen ligt de OCF tussen 20 en 25 basispunten.	
Kwalitatief			
ESG karakteristieken	5	Green bonds vormen een geschikte belegging voor het invullen van ESG beleid. Opbrengsten van Green bonds worden aangewend voor groene projecten. Het biedt ruime gelegenheid om rekening te houden met ESG-karakteristieken. Er zijn ook fondsen beschikbaar met een meer nadrukkelijke integratie van ESG criteria, zowel actief als passief.	

Liquiditeit	4	GBs zijn een liquide asset categorie. Obligaties worden op publieke markten verhandeld en zijn er dagelijks in-en uitstap mogelijkheden in beleggingsfondsen. GBs zijn relatief minder liquide dan standaard bedrijfsobligaties en staatsobligaties. Dit is in het algemeen geen nadeel omdat GBs veelal buy and hold worden aangekocht.
Transparantie	4	Beleggingen in Green bonds hebben een hoge mate van transparantie.
Complexiteit / governance	5	Net als bij gewone obligaties is de complexiteit van Green bonds beperkt.
Implementatiemogelijkheden	5	Zowel beschikbaar in fonds als in mandaat.

5 Conclusie

Pensioenfonds POB staat Green Bonds toe omdat deze beleggingscategorie invulling geeft aan de wens om via de beleggingen bij te dragen aan de financiering van maatschappelijk relevant activiteiten. Naast de maatschappelijke relevantie is de conclusie over de investment case positief vanwege de goede transparantie, de beperkte complexiteit en de ruime implementatiemogelijkheden. Green Bonds dragen daarnaast bij aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement en de verwachte positieve bijdrage aan het overrendement, bij een beperkt mismatchrisico.

	Green Bonds
Verwacht rendement na kosten	2
Vermindering risico	4
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2
ESG karakteristieken	5
Kosten	5
Liquiditeit	4
Transparantie	4
Complexiteit	5
Implementatiemogelijkheden	5

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn.

Ten opzichte van de vorige versie (2021) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie Green Bonds, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	Green Bonds
Verwacht rendement na kosten	2 (-1)
Vermindering risico	4
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	2
ESG karakteristieken	5
Kosten	5 (+2)
Liquiditeit	4 (+1)
Transparantie	4 (-1)
Complexiteit	5
Implementatiemogelijkheden	5

De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs. Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie of strategie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving van de beleggingscategorie of strategie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie betekent dat Green Bonds niet aan de totale portefeuille worden toegevoegd.

Vertrouwelijk

Investment Case

Hypotheke

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 10

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB) een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van diverse beslisfactoren. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor de beleggingscategorie Nederlandse hypotheke (hierna hypotheke). Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Beleggingscategorie Hypotheek (januari 2024)* opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG -karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve beslisriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid. Tenslotte volgt in paragraaf 6 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Kaderstelling beleggen in hypotheke

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in hypotheke vorm wordt gegeven. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing.

Verwachte risicopremie en risicospreiding

Uit de update van de lange termijn verwachtingen (beleggingshorizon 10 jaar) blijkt dat hypotheke binnen vastrentende waarden rendement toevoegen. De correlatie met de af te dekken kasstromen is hoog en hypotheke worden opgenomen in de beschermingsportefeuille. De kredietpremie levert naar verwachting een positieve bijdrage aan het overrendement, bij een beperkte toename van het mismatchrisico.

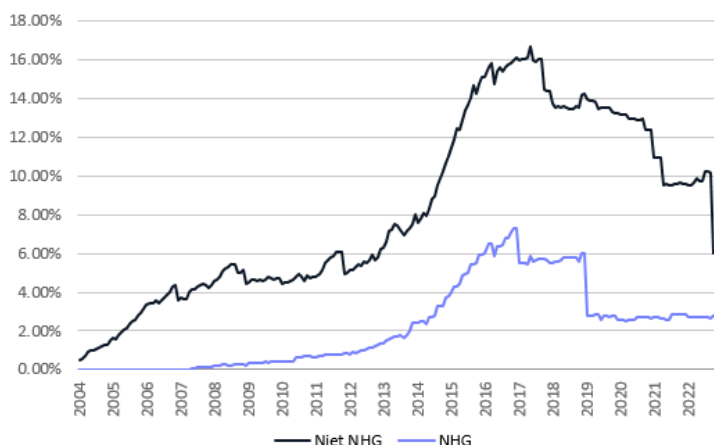
Keuze markt exposure

POB heeft specifieke richtlijnen gedefinieerd ten aanzien van rendement en risico. Hierbij zijn de volgende zaken meegewogen.

Er geldt dat hoe hoger de loan to value (LTV), hoe hoger de vergoeding (de spread) voor het onderliggende risico is. NHG-hypotheken geven voor iedere looptijd de laagste spread. Verder geldt met betrekking tot de looptijden van de hypotheken dat er relatief weinig verschil zit tussen de spreads van looptijden van 15 en 20 jaar, maar dat 10- en 30 jaars hypotheken daar wat meer van afwijken. Het spread-verschil tussen NHG en niet-NHG per looptijdsegment, beweegt in de range van 50-60 basispunten. Spreadverschillen bij andere aanbieders kunnen afwijken op basis van andere aannames en waarderingsmethodieken. De tabel hieronder is illustratief voor meerdere aanbieders.

Gemiddelde spread / Term	1	5	10	15	20	30
NHG	1.235%	1.223%	1.362%	1.465%	1.465%	1.740%
LTV - 55%	1.435%	1.525%	1.656%	1.825%	1.835%	2.047%
LTV - 65%	1.445%	1.535%	1.666%	1.834%	1.844%	2.055%
LTV - 85%	1.455%	1.544%	1.673%	1.838%	1.846%	2.056%
LTV - 95%	1.585%	1.674%	1.753%	1.917%	1.924%	2.186%
LTV - 110%	1.764%	1.824%	1.902%	2.065%	2.071%	2.331%

NHG-hypotheken verlagen het risicoprofiel, want de historische gerealiseerde verliezen zijn lager dan van niet-NHG hypotheken. Het verschil hiertussen is absoluut gezien echter beperkt. Dit wordt weergegeven in onderstaande figuur, waarin de historische verliezen van NHG en niet-NHG hypotheken wordt getoond.



Bron: Moody's RMBS indices

Verder heeft het CPB een viertal economische toekomstscenario's¹ ontwikkeld. Als de impact daarvan wordt berekend voor een hypotheekportefeuille, dan valt op dat vooral bij LTV-waardes boven de 90%, de verwachte verliezen materieel toenemen.

GSAM DRMF LTB Bucket	Notional (*mln)	Expected Loss per annum per scenario				
		CPB-I	CPB-II	CPB-III	CPB-IV	DNB
NHG	561	0.01%	0.02%	0.02%	0.03%	0.01%
<75	1,113	0.01%	0.01%	0.03%	0.04%	0.01%
75 - 90	694	0.06%	0.07%	0.12%	0.15%	0.04%
>90	460	0.17%	0.20%	0.29%	0.37%	0.13%
Total	2,828	0.05%	0.06%	0.09%	0.12%	0.04%

Bron: GSAM

Bij annuïtaire en lineaire hypotheek neemt in de basis automatisch de LTV af doordat er wordt afgelost op het leningdeel van de hypotheek. Bij een gelijkblijvende waarde van de onderliggende woning, daalt daardoor de LTV en het risico. Dalende huizenprijzen zullen een negatief effect hebben (hogere LTV's). Bij een aflossingsvrije hypotheek blijft de lening ongewijzigd en fluctueert de LTV op basis van de woningwaarde.

Op basis van bovenstaande informatie kiest POB voor de volgende exposure:

- Type hypotheek: Er wordt belegd in Nederlandse woning hypotheek.
- Omvang spread (bruto, voor kosten): een minimale spread t.o.v. staatsobligaties met een vergelijkbare looptijd van 100 basispunten. Een beoordeling hiervan vindt voor aanvang van de belegging plaats en bij de evaluatie.
- De voorkeur gaat uit naar hogere LTV's en langere looptijden, aangezien dit een hogere spread en daarmee een hoger verwacht rendement oplevert. Vanwege de potentiële risico's van hogere LTV-waardes in een sterk negatief scenario, begrenst POB de gemiddelde LTV-waardes op 90%.
- Overbruggings hypotheek: <10%.
- Gegeven de beperkte verschillen tussen de historische verliezen van NHG en niet-NHG hypotheek en de verwachting dat dit in de toekomst vergelijkbaar blijft, ziet POB geen aanleiding meer voor een minimale restrictie voor het percentage NHG-hypotheek.
- Duratie: > 5 jaar.
- Minimale rating (inschatting) op fondsniveau: AA.

In het geval van overbruggings hypotheek is de looptijd zeer kort, slechts ter overbrugging van de aankoop van het nieuwe huis tot verkoop van het oude huis (van enkele maanden tot twee jaar). De hoogte van de overbruggings hypotheek wordt bepaald op basis van zowel het nieuwe als de overwaarde op het oude huis. De rente op een overbruggings hypotheek is doorgaans hoger dan de (aflossingsvrije) hypotheekrente met dezelfde looptijd.

Waardering

Bij de controle op de waardering wordt zowel gekeken naar de methodiek als naar de gebruikte input. Onder input valt onder andere marktdata als rentecurves, kans op in-gebreke-blijven en verwachting van vervroegde terugbetaling. Hierbij wordt gekeken naar de aannemelijkheid van de gebruikte input. Het waarderingsmodel zelf wordt gecontroleerd door de accountant van de asset manager. Er is sprake van maandelijkse waardering, welke tijdig beschikbaar is voor het bepalen van het gerealiseerde rendement ten behoeve van de verdeling over de cohorten (SPR).

¹ <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Scenarios-March-2020-Scenarios-economic-consequences-corona-crisis.pdf>

Benchmarkkeuze (en z-score risico)

Voor hypotheek is er geen algemeen aanvaarde benchmark beschikbaar. Vanwege de illiquide aard van de beleggingen is een benchmark ook niet belegbaar. Zowel een op maat gemaakte swapbenchmark of obligatie-benchmark als referentie-index (voorbeeld: de Bloomberg Barclays Euro Treasury Netherlands index) met een vergelijkbare rentegevoeligheid als de hypotheekportefeuille is acceptabel. Omdat een belegbare benchmark ontbreekt is er sprake van z-score risico.

Keuze mandaat of fonds

Mandaten zijn een meer complex beleggingsalternatief, er wordt dan een apart contract afgesloten tussen de belegger en de beheerder voor inrichting van een eigen portefeuille. Ook zijn mandaatfondsen beschikbaar, waarbij een belegger een compartiment binnen het beleggingsfonds naar wens kan inrichten. Mandaten-(fondsen) zijn alleen beschikbaar vanaf een bepaalde omvang die per vermogensbeheerder kan verschillen. Er kan voor een regulier beleggingsfonds worden gekozen als kan worden voldaan aan de gestelde richtlijnen.

3 Confrontatie met Investment Beliefs

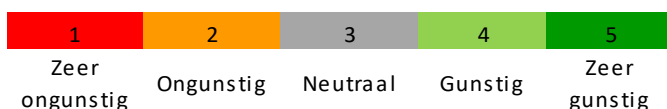
De toetsing van een belegging in Hypotheken conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

Investment beliefs		Beoordeling Hypotheek (-/+ /nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemer. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Hypotheek zijn illiquide en daarom vooral geschikt voor beleggers met een lange termijn beleggingshorizon zoals pensioenfonds.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	De belegging draagt bij aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement en de kredietpremie draagt naar verwachting positief bij aan overrendement.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	De kredietpremie draagt bij aan het overrendement, bij een geaccepteerde mate van risico.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	=/+	Woninghypotheek bieden goede diversificatie omdat de rendementen vooral op korte termijn op ongecorrleerd zijn met belangrijke andere bronnen van rendement, zoals aandelen of krediet-spreads.
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	+	De kosten voor hypotheek zijn hoger dan voor andere vastrentende waarden categorieën. De hogere kosten worden

			gecompenseerd door een hoger verwacht rendement.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	+	Hypotheek zijn illiquide. Transacties in de portefeuille zijn echter wel mogelijk. Deze liquiditeit kan snel verdwijnen in tijden van marktstress.
7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	=	Traditioneel ESG-beleid zoals beleggers dat in de aandelenportefeuille kennen is vooralsnog niet toepasbaar op investeren in woning hypotheek.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	=	Vanwege het onderhandse karakter en het feit dat een hypotheekportefeuille al gauw meer dan 1,000 leningen kan bevatten is er niet zo veel informatie over de leningnemer aanwezig als bijvoorbeeld bij bedrijfsobligaties. Portefeuilles bevatten echter homogene leningen en er zijn uniforme verstrekkingcriteria, waardoor het ook niet strikt noodzakelijk is om tot op detailniveau inzicht te hebben in de volledige portefeuille.

4 Uitwerking investment case

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie Hypotheken nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.



Figuur 1: Scoringsmethodiek

Beslisfactoren	Score	Toelichting
Classificatie		
Plaats in totale portefeuille		Hypotheken zijn illiquide en daarom vooral geschikt voor beleggers met een lange termijn beleggingshorizon zoals pensioenfonds.
Rol in totale portefeuille		Het zijn vastrentende beleggingen, waarbij de renteveranderingen in voldoende mate samenhangen met de swap rente. Hypotheken dragen daarom bij aan het realiseren van het theoretisch beschermingsrendement krijgen daarom een plaats in de beschermingsportefeuille. De kredietpremie draagt naar verwachting positief bij aan het overrendement.
Omvang totale portefeuille		De beoogde normweging wordt in een SAA-studie vastgesteld.
Keuze benchmark		Een belegbare benchmark is niet beschikbaar. Als benchmark is gekozen voor een proxy van de Nederlandse staatsleningen, te weten de Bloomberg Barclays Global Treasury Netherlands Index. Dit geeft een goede indicatie van de opportunity costs van de belegging in hypotheken. Als alternatief zou ook gekozen kunnen worden voor een credit benchmark (als hypotheken als meer risicovol gepercipieerd worden). Bij opname in de matching portefeuille is een swaps gerelateerde benchmark ook een alternatief.
Waardering		De categorie valt onder waarderingsniveau 3. Waarderingstechnieken waarvoor geldt dat minimaal één belangrijke inputfactor is gebaseerd op niet-observeerbare marktdata.
Eisen toezicht DNB		DNB heeft in september 2017 de uitkomsten gegeven van haar on site onderzoek. Van belang is dat pensioenfonds aangeven dat de belegging aansluit bij het eigen beleid inzake de beliefs en de houding ten aanzien van illiquiditeit. Relevant voor de uiteindelijke managerkeuze is dat de eigen restricties goed worden vastgelegd (bijvoorbeeld de rol van NHG, keuze van de looptijd en de minimaal vereiste spread). Onderbouwd moet worden welke rol hypotheken spelen in de portefeuille en hoe de waardering tot stand komt (o.a. keuze disconteringscurve).
Kwantitatief		

verwacht rendement	3	Verwacht rendement (10 jaar) <table><tr><th></th><th>Hypotheken</th></tr><tr><td>Rendement na management fee*</td><td>3,6%</td></tr><tr><td>Overrendement na management fee**</td><td>0,7%</td></tr></table> Bron: GSAM per Q2 2024 *Aanname voor kostenniveau is 0.30% ** Rendement ten opzichte van een swap benchmark (gezuiverd voor het renterisico vanuit swaprente bewegingen).		Hypotheken	Rendement na management fee*	3,6%	Overrendement na management fee**	0,7%
	Hypotheken							
Rendement na management fee*	3,6%							
Overrendement na management fee**	0,7%							
Vermindering totaal Risico	4	De belegging draagt bij tot een vermindering van het renterisico met een naar verwachting positieve bijdrage aan het overrendement, bij een beperkt mismatchrisico.						
Diversificatie	5	Hypotheken bieden goede diversificatie op balansniveau omdat portefeuillerendementen op een 3-maands horizon niet gecorreleerd zijn met belangrijke andere bronnen van rendement, zoals aandelen of krediet-spreads. Op een langere horizon bekeken kan worden geconcludeerd dat de rendementen op hypothekenportefeuilles zich laat-cyclisch gedragen, aangezien de belangrijkste drijfveren van verliezen (dalende woningprijzen en werkeloosheid) met een vertraging doorwerken in gerealiseerde verliezen. Daardoor is er op lange termijn wat minder spreiding te verwachten dan de korte-termijn zou suggereren. Omdat woninghypotheken tijdens en na de kredietcrisis minder slecht rendeerden dan op basis van voorgaande macro-economische inzichten kon worden verwacht, is er geen reden om de diversificatie score neerwaarts aan te passen.						
Bescherming tegen inflatie	1	Hypotheken bieden geen bescherming tegen inflatie.						
Kosten	3	Circa 50 basispunten (bps). Na fee-onderhandeling circa 30-35 bps. Het operationeel beheer van een hypotheekportefeuille is kostbaar en intensief. De waardeketen – van advies, acceptatie, administratie naar achterstandsbeheer – is de afgelopen jaren sterk geautomatiseerd maar is ook arbeidsintensief						
Kwalitatief								
Liquiditeit	2	Individuele hypotheken zijn praktisch volledig illiquide. Portefeuilletransacties kunnen voorkomen. Ook kan een belegging in een fonds verkocht worden, wat in de huidige marktomstandigheden wellicht goed mogelijk is. Deze liquiditeit kan snel verdwijnen in tijden van marktstress.						
Transparantie	2	Hypotheken zijn een transparante belegging.						

		De tamelijk uniforme portefeuille maakt hypotheek zeer transparant. Daarentegen bevat de portefeuille een zeer groot aan hypotheek waardoor deze transparantie wat afneemt. Bij een groot aantal hypotheek is het niet praktisch om individuele hypotheek te beschouwen. Daarom zijn risicorapportages op geaggregeerd niveau.
Complexiteit / governance	2	De categorie hypotheek is beheersbaar en er wordt veel in belegd door Nederlandse institutionele beleggers. Er zijn voldoende best-practices. Desalniettemin is het complexer om in-control te zijn van een investering in woninghypotheek dan bijvoorbeeld bij staatsobligaties. Een aantal aandachtspunten zijn de illiquiditeit, het spreadrisico en vervroegd aflossings-risico (indien de belegger hypotheek als onderdeel van de rente afdekking ziet). Ook moet het bestuur in control zijn ten aanzien van de manier waarop woninghypotheek worden gewaardeerd, en hoe kredietratings worden vastgesteld.
ESG-karakteristieken	2	Traditioneel ESG-beleid zoals beleggers dat in de aandelenportefeuille kennen is niet toepasbaar op investeren in hypotheek. Er zijn ontwikkelingen om op basis van energie-labels portefeuilles te onderscheiden, maar op dit moment zien we dat de ontwikkelingen te beperkt zijn om een consistent ESG-beleid mee te voeren. Wel kan het beleid ten aanzien van wanbetaling worden beoordeeld.
Implementatiemogelijkheden	3	Beperkte keuze over fondsbeleggingen

5 Conclusie

Pensioenfonds POB kiest vooral voor een belegging in hypotheek vanwege de bijdrage aan het behalen van het theoretisch beschermingsrendement en de verwachte positieve bijdrage aan het overrendement, bij een beperkt mismatchrisico. Dit sluit aan bij de beleggingsovertuiging over rendement en risico (om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen).

Een ander belangrijk argument voor een allocatie naar hypotheek is dat daarmee de risico-/rendementskarakteristieken van de collectieve beleggingsportefeuille verbeteren. Vooral de lage correlatie met de overige beleggingscategorieën in combinatie met het verwachte rendement maakt de beleggingscategorie vanuit risico-/rendementsperspectief interessant.

	Hypotheek
Verwacht rendement na kosten	3
Vermindering risico	4
Diversificatie	5
Bescherming tegen inflatie	1
ESG karakteristieken	2
Kosten	3
Liquiditeit	2
Transparantie	2
Complexiteit	2
Implementatiemogelijkheden	3
Randvoorwaarden	

De belegging kent enkele aandachtspunten. De wijze waarop het rendement tot stand komt en het groot aantal verschillende risico's geeft aan dat de categorie redelijk complex is. Omdat de prijsvorming niet op een openbare markt tot stand komt is de mate van transparantie daarnaast beperkt. Dit laatste heeft tevens te maken met de beperkte liquiditeit. De illiquiditeit is overigens wel een bewuste keuze. De positieve score voor rendement is namelijk vooral gebaseerd op de verwachte premie voor illiquiditeit. Aandachtspunt is tevens dat de kosten voor deze belegging hoger zijn dan gemiddeld en dat er relatief weinig aanbieders zijn van een breed gespreide portefeuille hypotheekbeleggingen. Er is sprake van een maandelijkse waardering, die tijdig na maandeinde beschikbaar is voor het berekenen van het gerealiseerde portefeuillerendement (ten behoeve van de verdeling over de cohorten).

In de visie van POB wegen de voordelen van de beleggingen in termen van extra rendement en de bijdrage aan de risicospreiding in voldoende mate op tegen de genoemde aandachtspunten.

Conclusie

De investment case voor hypotheeklen is positief omdat er een duidelijke doelstelling is geformuleerd en de belegging voldoet aan de randvoorwaarden.

6 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn.

Ten opzichte van de vorige versie (2021) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie Hypotheken, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

	Hypotheeklen
Verwacht rendement na kosten	3 (-1)
Vermindering risico	4 (-1)
Diversificatie	5
Bescherming tegen inflatie	1 (-2)
ESG karakteristieken	2 (-1)
Kosten	3
Liquiditeit	2
Transparantie	2
Complexiteit	2
Implementatiemogelijkheden	3 (+1)

De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhoging) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA-update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

7 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie Hypotheken

Vertrouwelijk

Investment Case

Vastgoed

Stichting Pensioenfonds Openbare Bibliotheken (POB)

Datum 15-10-2024

Pagina 1 van 7

1 Inleiding

Als onderdeel van de beleidscyclus wordt door POB een investment case per beleggingscategorie opgesteld, inclusief een opzet voor een evaluatie.

Een investment case geeft de redenen aan waarom een specifieke beleggingscategorie wel of juist niet in de beleggingsportefeuille van POB mag worden opgenomen. Dit wordt in elke investment case gedaan aan de hand van beslisfactoren die worden gerangschikt naar doelstellingen en randvoorwaarden. In elke investment case wordt tevens een duidelijke koppeling gemaakt met de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds.

In deze notitie wordt ingegaan op de investment case voor de beleggingscategorie Vastgoed. Als bijlage bij de investment case is het document *Analyse Vastgoed* (september 2024) opgenomen met daarin:

- Afbakening van de beleggingscategorie
- De toegevoegde waarde van de beleggingscategorie
- De specifieke risico's van de categorie
- Benchmarkkeuze.
- ESG karakteristieken
- Kwalitatieve en kwantitatieve overwegingen bij een besluit om in de categorie te beleggen

In deze notitie zijn op basis van deze beschrijving de uitgangspunten van POB beschreven in paragraaf 2. Vervolgens wordt in paragraaf 3 beschreven hoe de categorie aansluit op de investment beliefs van POB. In paragraaf 4 worden scores toegekend aan een aantal vooraf vastgestelde kwalitatieve en kwantitatieve besliscriteria en volgt in paragraaf 5 de eindconclusie over de investeerbaarheid voor POB. Tenslotte volgen in paragraaf 6 de richtlijnen die POB heeft opgesteld voor de beleggingen in de categorie en volgt in paragraaf 7 een beschrijving van het evaluatieproces van deze investment case.

2 Beleggen in Vastgoed

POB heeft op basis van de bijgevoegde analyse van de beleggingscategorie afgewogen op welke wijze een investering in een vastgoed vorm gegeven zou kunnen worden. Hierbij zijn de volgende kaders van toepassing:

- POB kiest voor niet-beursgenoteerde open-end vastgoedfondsen. Beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn liquide beleggingen en transacties kunnen daardoor sneller en tegen lagere kosten plaatsvinden. Beursgenoteerde vastgoedfondsen kennen een sterke correlatie met aandelen en zijn tevens al onderdeel van de portefeuille wereldwijde aandelen. Een directe investering in vastgoed past niet bij de omvang en governance van POB.

- Regio: POB belegt in Nederlands en Europees vastgoed. Er wordt enkel in Europa belegd als dit voldoende toegevoegde waarde levert binnen de vastgoedportefeuille en de totale portefeuille. Er wordt niet buiten Europa belegd omdat POB op een beheersbare wijze wenst te beleggen.
- Sector: POB heeft gezien het maatschappelijke en defensieve karakter in Nederland een voorkeur voor woningen. Nederlandse winkels worden gezien de vooruitzichten rondom e-commerce en de hogere correlatie met economische groei als minder aantrekkelijk en diversifiërend beschouwd. De relatieve waardeontwikkelingen maken echter op enig moment ook de sector winkels weer aantrekkelijk. Omdat de woningmarkt in andere landen een veel minder groot aandeel van het beleggingsuniversum uitmaakt is voor Europees vastgoed een voorkeur voor een multisector invulling. De manager van een multi sector fonds heeft daarbij een grotere mogelijkheid om binnen elke sector, waaronder winkels, exposure aan te gaan naar de aantrekkelijke regio's.
- Stijl: POB kiest voor (hoofdzakelijk) core vastgoed met stabiele kasstromen en beperkte leverage.
- ESG is onderdeel van de monitoring en selectie van de specifieke vastgoedmanagers. POB verwacht dat de managers deelnemen aan de duurzaamheidsbenchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed (GRESB).
- Als benchmarks wordt de volgende index gehanteerd:
 - Nederland: MSCI (voorheen ROZ/IPD) Nederlandse Woningen Index

3 Confrontatie met Investment Beliefs POB

De toetsing van een belegging in de Vastgoed conform de hiervoor genoemde uitgangspunten aan de investment beliefs van POB wordt door middel van onderstaande tabel weergegeven.

	Investment beliefs	Beoordeling Vastgoed (-/+/-/+/nvt)	Toelichting
1.	Horizon beleggingen. Op lange termijn weegt het extra rendement op risicovolle beleggingen op tegen het risico. De mate waarin risico kan worden geaccepteerd hangt daarom samen met de beleggingshorizon van de deelnemer. Voor jongeren kan meer risico worden gelopen dan voor oudere deelnemers.	+	Vastgoed past goed bij een lange beleggingshorizon.
2.	Rendement-risico. Om koopkrachtbehoud voor onze deelnemers waar te kunnen maken is het noodzakelijk om beleggingsrisico te nemen.	+	Vastgoed biedt een relatief aantrekkelijke verhouding tussen verwacht rendement en risico.
3.	Risicopremies. Het nemen van risico is een afweging tussen rendement, risico, kosten en maatschappelijke impact.	+	Vastgoed biedt een aantrekkelijk rendement in verhouding tot het risico.
4.	Risicospreiding. Spreiding is belangrijk, maar niet tegen elke prijs.	+	Vastgoed biedt spreiding door exposure naar andere risicopremies dan in de obligatie- en aandelenportefeuilles
5.	Kosten. Het pensioenfonds belegt kostenbewust.	-	Vastgoed is een relatief dure categorie.
6.	Illiquide beleggingen. Illiquide beleggingen dragen positief bij aan het lange termijn rendement.	+	Vastgoed is een illiquide belegging.

7.	Duurzaamheid. Het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeslissingen zorgt op lange termijn voor betere beleggingsresultaten.	+	Vastgoed biedt mogelijkheden om duurzaam beleid te implementeren.
8.	Eenvoud, pragmatisch en transparant. Eenvoud, pragmatisme en transparantie vindt het pensioenfonds belangrijk.	=/-	Vastgoed is relatief complexer dan andere beleggingscategorieën, onder andere door minder transparante waarderingen.

4 Uitwerking investment case POB

In onderstaand schema wordt de beleggingscategorie Vastgoed nader toegelicht aan de hand van een aantal beslisfactoren. Ten behoeve van een heldere argumentatie (de investment case) wordt aan elke beslisfactor een score toegekend, variërend van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (zeer gunstig). De investment case voor een beleggingscategorie is positief wanneer aan één of meerdere beslisfactoren een 4 of een 5 wordt toegekend, waarbij de voordelen hiervan opwegen tegen eventuele aandachtspunten (beslisfactoren met een score 2 of 1). In de driejaarlijkse evaluatie zal de score van elke beslisfactor opnieuw worden vastgesteld.

1	2	3	4	5
Ze er on gun stig	Ongunstig	Neutraal	Gunstig	Ze er gun stig

Classificatie	Toelichting
Plaats in totale portefeuille	Vastgoed past enkel in de return portefeuille.
Rol in totale portefeuille	Niet-beursgenoteerd vastgoed geeft een goede spreiding van de risico's en heeft bovendien een relatief aantrekkelijk verwacht rendement in verhouding tot het risico.
Omvang totale portefeuille	De omvang wordt op basis van een SAA-studie bepaald
Keuze benchmark	Nederland: MSCI (voorheen ROZ/IPD) Nederlandse Woningen Index Voor de belegging in Europa wordt geen benchmark gehanteerd.
Waardering	De categorie valt onder waarderingsniveau 3. Waarderings-technieken waarvoor geldt dat minimaal één belangrijke inputfactor is gebaseerd op niet-observeerbare marktdata.
Guidance DNB	Recent is geen additionele guidance gegeven.

Beslisfactoren	Score Vastgoed																			
Kwantitatief																				
Verwacht geometrisch rendement	4	Het verwacht rendement is gematigd, maar hoger dan LDI, investment grade en hoogrentende beleggingen, <table border="1"> <thead> <tr> <th>Verwacht rendement</th><th>Vastgoed Privaat (EUR)</th><th>Vastgoed Beursgenoteerd</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Unhedged</td><td>5,1%</td><td>5,4%</td></tr> <tr> <td>Hedged</td><td>5,1%</td><td>5,3%</td></tr> </tbody> </table> Bron: GSAM Multi-Asset Solutions per Q2 2024 <table border="1"> <thead> <tr> <th>Verwacht overrendement versus kas</th><th>Vastgoed Privaat (EUR)</th><th>Vastgoed Beursgenoteerd</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Unhedged</td><td>3,2%</td><td>3,5%</td></tr> <tr> <td>Hedged</td><td>3,2%</td><td>3,4%</td></tr> </tbody> </table> Bron: GSAM Multi-Asset Solutions per Q2 2024	Verwacht rendement	Vastgoed Privaat (EUR)	Vastgoed Beursgenoteerd	Unhedged	5,1%	5,4%	Hedged	5,1%	5,3%	Verwacht overrendement versus kas	Vastgoed Privaat (EUR)	Vastgoed Beursgenoteerd	Unhedged	3,2%	3,5%	Hedged	3,2%	3,4%
Verwacht rendement	Vastgoed Privaat (EUR)	Vastgoed Beursgenoteerd																		
Unhedged	5,1%	5,4%																		
Hedged	5,1%	5,3%																		
Verwacht overrendement versus kas	Vastgoed Privaat (EUR)	Vastgoed Beursgenoteerd																		
Unhedged	3,2%	3,5%																		
Hedged	3,2%	3,4%																		
Vermindering risico	3	De toevoeging van vastgoed aan het risico ten opzichte van de af te dekken verplichtingen is gemiddeld in vergelijking tot andere beleggingen.																		
Diversificatie	4	De correlaties met andere categorieën zijn beperkt (<0,5), waardoor er een sterke diversificatiebijdrage is.																		
Bescherming tegen inflatie	3	Van NL Woningen is een beperkte inflatiebescherming te verwachten, waarbij dit veelal de Nederlandse inflatie is.																		
Kosten	1	Vastgoed is een relatief kostbare categorie, met beheervergoedingen van 0,3%-1,5%																		
Kwalitatief																				
ESG karakteristieken	3	ESG is implementeerbaar binnen vastgoed.																		
Liquiditeit	1	De liquiditeit is laag, zeker op het moment dat deze liquiditeit benodigd is.																		
Transparantie	2	Voor Nederlands en Europees vastgoed zijn rapportage standaarden vastgesteld. De waardering is echter op basis van taxaties en modellen dus minder transparant.																		
Complexiteit / governance	2	Investeren in niet-beursgenoteerd vastgoed is gecompliceerder dan sommige publieke categorieën en brengt daarom extra governance inspanning met zich mee. De waardering is pas met vertraging beschikbaar, wat extra complexiteit met zich mee kan brengen bij de maandelijkse waardering (met name bij waardeoverdrachten onder SPR) en het jaarwerkproces, dat daardoor een langere doorlooptijd kent. Gegeven de omvang van de allocatie in de totale (return)portefeuille																		

Beslisfactoren	Score Vastgoed	
		en de omvang van de historische herwaarderingen wordt dit risico echter geaccepteerd. Er is een politiek risico voor verdere regulering van huren van woningen. Europese beleggingsfondsen kennen veelal een mate van leverage die de risico's van vastgoed verhoogt.
Implementatiemogelijkheden	3	Er zijn op zich voldoende kwalitatief goede fondsen, maar de wachtrijen zijn op dit moment zeer lang.

5 Conclusie POB

In onderstaande tabel worden de bevindingen samengevat.

Beslisfactor	Score
Verwacht rendement	4
Vermindering risico	3
Diversificatie	4
Bescherming tegen inflatie	3
Kosten	1
ESG profiel	3
Liquiditeit	1
Transparantie	2
Complexiteit	2
Implementatiemogelijkheden	3

De conclusie is dat Vastgoed past binnen het strategische beleggingsbeleid van POB alsmede binnen de nieuwe wet- en regelgeving horende bij de SPR-regeling na invaren in juli 2025. Vastgoed verbetert de spreiding en maakt de totale portefeuille daarmee robuuster. De voordelen in termen van een relatief hoog rendement en de bijdrage aan de diversificatie wegen in voldoende mate op tegen de aandachtspunten in termen van transparantie en complexiteit. Vastgoed past als illiquide categorie prima bij de lange termijn beleggingshorizon van een pensioenfonds.

6 Kaderstelling (concept)

POB hanteert de volgende randvoorwaarden en kaderstelling bij de implementatie:

Onderwerp	Randvoorwaarden
Organisatie:	Stabiel, minimale reputatierisico's
Track record:	Voorkeur voor groter dan 3 jaar, waaronder bij voorkeur een bear markt
Team:	Belangrijkste personen werken meer dan 3 jaar samen
Retail / Institutioneel:	Institutioneel

Omvang	Meer dan 1 mld euro onder beheer
ESG beleid:	Actief stembeleid, deelname GRESB. Hoge score ESG scorecard bij managerselectie een pré
Operationele kwaliteit:	ISAE 3402 of equivalent
Fonds/Mandaat	Open-end fonds
Regio's/Sectoren	Nederlandse woningen Multisector Europa met voldoende spreiding over sectoren en regio's
Stijl	Core fondsen
Leverage	Maximale leverage op portefeuilleniveau van 30% (vreemd vermogen / waarde van het vastgoed)
Beheervergoeding	TER Nederlandse woningen maximaal 0,7%; Europa max 1,2%

7 Evaluatie

In het vorige hoofdstuk is aangegeven waarom de beleggingscategorie past bij de investment beliefs en waarom deze categorie kan worden opgenomen in de totale beleggingsportefeuille. Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score vastgesteld van de in hoofdstuk 4 benoemde beslisfactoren.

Ten opzichte van de vorige versie (2019) zijn de scores op een aantal punten gewijzigd. De belangrijkste reden hiervoor is een andere (meer objectieve) scoremethodiek die waarborgt dat scores onderling consistent zijn. De huidige scores en de mutaties volgen daarmee niet uit sterk gewijzigde karakteristieken van de categorie, maar vooral uit de aangepaste methodiek.

Beslisfactor	Score
Verwacht rendement	4
Vermindering risico	3
Diversificatie	4 (+1)
Bescherming tegen inflatie	3
Kosten	1
ESG profiel	3
Liquiditeit	1
Transparantie	2 (-1)
Complexiteit	2

Implementatiemogelijkheden

3

De toegekende scores variëren zoals aangegeven in het voorgaande hoofdstukken van 1-5. Aan niet elke beslisfactor zal een positieve score (een 4 of 5) worden toegekend en de uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is daarmee het resultaat van een afweging. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhoging) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

8 Bijlagen

- Analyse Beleggingscategorie Vastgoed