

BELEGGINGSPLAN 2023

STICHTING PENSIOENFONDS VAN DE GROLSCHHE BIERBROUWERIJ

JANUARI 2023

INHOUD

1. Inleiding.....	2
2. Vooruitblik 2023	3
3. Beleggingsbeleid 2023.....	4
• 3.1 Doelstellingen pensioenfonds.....	4
• 3.2 Mandaat 2023: Normwelingen, benchmarks en bandbreedtes	5
• 3.3 Huidige stand van zaken.....	6
• 3.4 Vastrentende portefeuille en rente-afdekking.....	9
• 3.6 Overige zakelijke waarden portefeuille: Vastgoed.....	13
• 3.7 Liquide Middelen.....	14
• 3.8 Valuta-afdekking	14
• 3.9 Securities lending	16
• 3.10 Verantwoord beleggen.....	18
4. Aandachtspunten voor 2023.....	19
• 4.1 Herijking ESG-beleid	19
• 4.2 Klimatrisico's	20
• 4.3 Het nieuwe pensioenakkoord.....	20
• 4.4 Aanpassing DNB RTS per 1 januari 2023.....	21
• 4.5 ALM-studie	23

1

Inleiding

In dit Beleggingsplan 2023 wordt het beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds van de Grolsche Bierbrouwerij (hierna 'het pensioenfonds' of 'het fonds') vanaf 1 januari 2023 vastgelegd.

De verschillende onderwerpen die worden besproken in het Beleggingsplan worden of zijn ook meegenomen in de verschillende risicoanalyses die het pensioenfonds maakt.

In het Beleggingsplan wordt het strategische langetermijnbeleid uitgewerkt in concrete en gedetailleerde normwelingen en bandbreedtes per beleggingscategorie. Daarnaast wordt beschreven welk beleid het pensioenfonds heeft opgesteld voor de beheersing van relevante risico's. Tot slot worden actie- en aandachtspunten voor de korte termijn geformuleerd.

Voor dit Beleggingsplan 2023 wordt uitgegaan van het strategische beleggingsbeleid zoals het pensioenfonds dit heeft vastgelegd in de meest recente ABTN en van de huidige economische omgeving. Allereerst wordt een korte vooruitblik op het jaar 2023 gegeven.

2

Vooruitblik 2023

De wereldeconomie lijkt op een keerpunt te zitten, maar breekt vooralsnog niet. In 2023 is de kans aanwezig dat er rekening gehouden moet worden voor met een verdere vertraging van de economische groei, maar er wordt niet verwacht dat dit zal leiden tot een wereldwijde recessie. Op regionaal niveau zijn er echter grote verschillen, waarbij sommige landen mogelijk slechter presteren dan andere landen.

De verwachting is dat de piek van de inflatie achter ons ligt, maar wel hoog blijft. Ondanks een recente daling in de energieprijzen blijft de geldontwaarding momenteel aanzienlijk hoog. Er wordt verwacht dat de jaarlijkse inflatie in 2023 zal dalen, maar stevig boven de 2% blijft die de centrale banken van ontwikkelde landen in hun beleid hebben opgenomen. Naar verwachting zullen de centrale banken hun monetaire beleid vanaf medio 2023 enigszins pauzeren om het effect van de recente beleidswijzigingen te evalueren.

In het basisscenario dat is opgesteld door Mercer blijft de rente in de meeste landen op een hoog niveau voordat deze uiteindelijk omlaag gaat. Verdere verrassingen met betrekking tot de inflatie kunnen echter aanleiding geven tot extra en agressieve maatregelen, die ook een sterke impact op de rendementen van aandelen en vastrentende waarden kunnen hebben.

De oorlog in Oost-Europa, het standpunt van China over Taiwan en de aanhoudende spanningen met Iran zullen de economieën en markten waarschijnlijk blijven beïnvloeden. China blijft een groot vraagteken: hoewel de economie lijkt te herstellen door het opheffen van de lockdowns en de steun van de overheid aan de vastgoedsector, maken beleggers zich zorgen over de sterkere greep van president Xi op de politieke macht na het laatste congres van de Nationale Partij.

Bovengenoemde spanningen zullen in 2023 naar alle waarschijnlijkheid een impact blijven hebben op de wereldeconomie en de financiële markten.

3

Beleggingsbeleid 2023

3.1 Doelstellingen pensioenfonds

Het doel van het fonds is gelden bijeenbrengen en beheren om binnen de door de beschikbare middelen gestelde beperkingen, pensioenen uit te keren of te doen uitkeren aan personen, die werkzaam zijn of werkzaam geweest zijn bij de vennootschap of een toetreden onderneming dan wel aan hen, die door de arbeid van deze personen worden of werden onderhouden. De wijze waarop het fonds deze doelstelling uitvoert wordt verder geregeld in het pensioenreglement of in een pensioenbrief.

Het beleggingsbeleid is afgestemd op de verplichtingenstructuur van het fonds. Daarbij is rekening gehouden met de wettelijke eisen die in het Financieel Toetsingskader aan het beleggingsbeleid en risicomanagement gesteld worden.

Het fonds belegt en beheert het pensioenvermogen in het belang van de (gewezen) deelnemers van het fonds. Het doel van het beleggingsbeleid van het fonds is het behalen van een zo goed en stabiel mogelijk rendement op het belegde vermogen binnen een aanvaardbaar risicoprofiel. In het opgestelde risicoraamwerk is door het bestuur de (financiële) risicohouding en risicobereidheid bepaald. Hieruit afgeleid zijn strategische doelstellingen met bijbehorende beheersmaatregelen welke bepalend zijn voor het te voeren beleggingsbeleid en het monitoren van deze doelstellingen.

De zakelijke waardenportefeuille wordt grotendeels passief belegd, met uitzondering van de categorie Global Small caps. De vastrentende waardenportefeuille wordt actief beheerd, met als doel om een hoger rendement te behalen dan de benchmark, na aftrek van kosten.

Er wordt bij het bepalen van het beleggingsbeleid rekening gehouden met de rechten en verplichtingen van het fonds, de solvabiliteitseisen en de wenselijkheid van een stabiel premiebeleid. De activa worden zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd.

Het fonds heeft haar lange termijnrisicoprofiel vertaald naar normverdelingen voor de verdeling van het vermogen over verschillende beleggingscategorieën. Ten behoeve van optimalisering van het rendement en/of het voorkomen van additionele transactiekosten kan het fonds afwijken van deze strategische normverdelingen, op voorwaarde dat het binnen vastgestelde bandbreedtes gebeurt.

3.2 Mandaat 2023: Normwegingen, benchmarks en bandbreedtes

Tenminste één keer in de drie jaar voert het pensioenfonds een ALM-studie uit ter ondersteuning van de bepaling van het strategisch beleggingsbeleid, vastgelegd in een strategisch beleidskader. De meest recente ALM-studie is uitgevoerd in 2018¹. Het pensioenfonds achtte de verhouding risico/rendement en het gemiddelde indexatieresultaat van een beleggingsmix bestaande uit 60% vastrentende waarden en 40% zakelijke waarden in combinatie met een renteafdekking van tenminste 60% (op basis van marktwaarde verplichtingen) als meest passend. De normwegingen en bandbreedtes welke met ingang van 1 januari 2023 van toepassing zijn, zijn weergegeven in de onderstaande tabellen. Op het hoogste niveau (verdeling tussen vastrentende waarden en zakelijke waarden) is gekozen voor een bandbreedte van plus en min 5%-punt (en binnen zakelijke waarden voor plus en min 4%-punt). Deze bandbreedte is ruim genoeg om transactiekosten te kunnen beperken (portefeuille hoeft niet continue aan de strategische norm aangepast te worden), maar beperkend genoeg om het risicoprofiel in stand te houden. De strategische verdeling binnen de aandelenportefeuille is in tabel 2 weergegeven.

Tabellen 1 en 2: Normwegingen en bandbreedtes

	Minimum	Strategische Norm	Maximum
Vastrentende waarden	55,0%	60,0%	65,0%
Zakelijke waarden	35,0%	40,0%	45,0%
- Waarvan aandelen	30,0%	35,0%	40,0%
- Waarvan vastgoed	1,0%	5,0%	9,0%

Bron: ABTN 2022

¹ In 2020 heeft een update van deze ALM-studie plaatsgevonden, ten behoeve van het vaststellen van de premie en het opbouwpercentage.

	Minimum	Norm	Maximum
AC Wereld Low Volatility	15,0%	25,0%	35,0%
Ontwikkelde markten	30,0%	40,0%	50,0%
Opkomende markten	10,0%	20,0%	30,0%
Small Caps	5,0%	15,0%	25,0%

Bron: ABTN 2022

Tabel 3: Beheerders en benchmarks

Beleggingscategorie	Vermogensbeheerder	Benchmark
Vastrentende waarden	PIMCO	Verplichtingen
Aandelen – AC Wereld Low Volatility	BlackRock	MSCI AC World Minimum Volatility (net)
Aandelen – Ontwikkelde markten	BlackRock	MSCI World ex Select Controversies Index (net)
Aandelen – Opkomende markten	BlackRock	MSCI Emerging Markets IMI (net)
Aandelen – Global Small Cap	Mercer (fund-of-mandates)	MSCI World Small Cap (net)
Beursgenoteerd Vastgoed	BlackRock	FTSE EPRA/NAREIT Developed (net)
Liquide Middelen	BlackRock / CACEIS	€STR

Bron: ABTN 2022

3.3 Huidige stand van zaken

De beleggingsadviescommissie (BAC) weegt in iedere BAC-vergadering het huidige beleggingsbeleid af ten opzichte van het strategische beleid (normwegingen en bandbreedtes voor zowel de verdeling over beleggingscategorieën als de procentuele afdekking van het renterisico). Het pensioenfonds evalueert het portefeuilleresultaat versus benchmarkresultaat, zowel op totaal portefeuilleniveau alsook per individueel mandaat/beleggingsfonds op kwartaalbasis. Tevens controleert het pensioenfonds periodiek op afwijkingen van de richtlijnen zoals vermeld in de fondsprospectussen. Voor de beleggingscategorieën in de portefeuille heeft het pensioenfonds investment cases opgesteld. In de onderstaande tabel worden deze investment cases weergegeven.

Tabel 4: Investment cases

Categorie	Behandeling BAC	Oordeel bestuur
Emerging Market Debt	20-05-2021	Categorie is passend
Aandelen ontwikkelde markten	30-11-2020	Categorie is passend
Aandelen opkomende markten	17-03-2021	Categorie is passend

Liability Driven Investments (LDI)	14-10-2021	Categorie is passend
------------------------------------	------------	----------------------

In de tabellen 5 en 6 is de situatie per 30 september 2022 weergegeven. Tevens is weergegeven welke afwijkingen ten opzichte van de normwegingen op dat moment van toepassing waren.

Tabel 5 en 6: Werkelijke wegingen versus normwegingen en bandbreedtes

	Feitelijk	Minimum	Norm	Maximum
Vastrentende waarden	57,5%	55,0%	60,0%	65,0%
Zakelijke waarden - aandelen	36,4%	30,0%	35,0%	40,0%
Zakelijke waarden - vastgoed	6,0%	1,0%	5,0%	9,0%
Liquide Middelen	0,1%	0,0%	0,0%	5,0%

Bron: *Risico Dashboard Q3 2022*

		Feitelijk	Minimum	Norm	Maximum
VRW	Vastrentende waarden	57,5%	55,0%	60,0%	65,0%
ZW	AC Wereld Low Volatility	9,5%	5,25%	8,75%	12,25%
ZW	Ontwikkelde markten	14,5%	10,5%	14,0%	17,5%
ZW	Opkomende markten	7,3%	3,5%	7,0%	10,5%
ZW	Global Small Cap	5,7%	1,75%	5,25%	8,75%
ZW	Vastgoed	6,0%	1,0%	5,0%	9,0%
LM	Liquide Middelen	0,1%	0,0%	0,0%	5,0%

Bron: *Risico Dashboard Q3 2022*

Herbalanceringsbeleid en uitbesteding

Eénmaal per drie jaar, nadat de nieuwe normportefeuille is vastgesteld op basis van een ALM/SAA-studie, wordt er geherbalanceerd naar de normwegingen.

De bandbreedtes die rond de strategische procentuele allocaties zijn vastgesteld, worden door het pensioenfonds zelf op kwartaalbasis gemonitord. Indien één van de categorieën zich buiten de bandbreedtes bevindt, dan wordt er geherbalanceerd tot halverwege de norm en het minimum dan wel het maximum van de categorie met een overschrijding. Het bestuur kan bij bijzondere bewegingen in de markt of vanwege efficiënt portefeuillebeheer altijd beargumenteerd van dit beleid afwijken.

Het pensioenfonds heeft het feitelijke portefeuillebeheer uitbesteed aan externe vermogensbeheerders. Voor iedere beleggingscategorie worden specialistische vermogensbeheerders aangesteld. Vermogensbeheerders worden in principe geselecteerd met behulp van Mercer Manager Research. Waar mogelijk stelt het pensioenfonds vermogensbeheerders aan met de hoogste (A) Mercer rating. De tabellen 7 en 8 geven inzicht in de huidige Mercer ratings inclusief ESG-ratings, alsmede in het jaar van inceptie in de portefeuille

van de verschillende beheerders / strategieën. Voor de allocatie naar Aandelen – Global Small Cap heeft het pensioenfonds gekozen voor een belegging in een zogenaamd fund-of-mandates. Tabel 8 geeft inzicht in de allocatie van dit fund-of-mandates naar onderliggende vermogensbeheerders.

Tabel 7 en 8: Beheerders (inceptie, Mercer rating en Mercer ESG-rating)

Beleggingscategorie	Vermogensbeheerder	Inceptie jaar	Mercer rating	Mercer ESG rating	Laatste evaluatie in BAC
Vastrentende waarden	PIMCO	2005	A	ESG3	20-05-2022
Aandelen – AC Wereld Low Volatility	BlackRock	2013	A	ESGp2 ²	28-01-2022
Aandelen – Ontwikkelde markten	BlackRock	2013	A	ESGp2	28-01-2022
Aandelen – Opkomende markten	BlackRock	2021	A	ESGp2	28-01-2022
Aandelen – Global Small Cap	Mercer (fund-of-mandates)	2018	n.v.t.	n.v.t.	08-07-2022
Beursgenoteerd Vastgoed	BlackRock	2017	N	n/a	28-01-2022
Liquide Middelen	BlackRock	2019	A	ESG4	28-01-2022

Bron: Risico Dashboard Q3 2022

Vermogensbeheerder	Allocatie	Inceptie jaar	Mercer rating	Mercer ESG rating
Arrowstreet	40%	2011	A	ESG3
Baillie Gifford	14%	2017	A (T)	ESG3
Kempen	25%	2021	A (T)	ESG2
GW&K	18%	2022	A	ESG3
Allspring	18%	2022	A	ESG3

Bron: Risico Dashboard Q3 2022

² De p in een ESG-rating geeft aan de ESG-rating is gegeven aan een passieve beleggingsstrategie. De beoordelingscriteria verschillen tussen actieve en passieve strategieën.

3.4 Vastrentende portefeuille en rente-afdekking

Een verandering van de rente heeft gevolgen voor de waarde van de nominale pensioenverplichtingen. Als de beleggingen niet (of niet in dezelfde mate) worden beïnvloed door dezelfde renteverandering, is er sprake van renterisico. Om dit risico te beperken heeft het pensioenfonds ervoor gekozen om strategisch 72,5% van de rentegevoeligheid van de op marktrente berekende nominale verplichtingen af te dekken. Rondom de strategische rente-afdekking zijn bandbreedtes geformuleerd. Het minimum percentage is daarbij gesteld op 60% in een marktrente-omgeving. Het maximum percentage is gesteld op 100% op basis van de rentegevoeligheid van de DNB RTS 2023. Op 30 september 2022 bedraagt de feitelijke rente-afdekking 69,8% in een marktrente-omgeving. Dit betekent dat de feitelijke afdekking dicht tegen de strategische norm ligt.

Tabel 9: Normweging en bandbreedtes rente-afdekkingsportefeuille

	Minimum	Strategische Norm	Maximum
Rente-afdekking	60,0% in een marktrente-omgeving	72,5% in een marktrente-omgeving	100,0% o.b.v. DNB RTS 2023

De beleggingsadviescommissie monitort op kwartaalbasis of de mate van rente-afdekking zich nog binnen de geformuleerde bandbreedtes bevindt. Indien dit niet meer het geval is, dan zal de beleggingsadviescommissie op een zo kort mogelijke termijn het bestuur adviseren op welke wijze de rente-afdekking weer binnen de gestelde bandbreedtes kan worden gebracht en naar welke percentages. Het bestuur besluit vervolgens welke acties worden uitgezet.

De strategische rente-afdekking bestaat uit twee onderdelen: staatsobligaties en renteswaps. De afdekking vindt plaats middels een discretionair mandaat bij de vermogensbeheerder PIMCO. Vanuit het oogpunt van kostenbesparing en efficiency heeft het pensioenfonds ervoor gekozen om de invulling van de rente-afdekking door één vermogensbeheerder te laten uitvoeren. Voor de berekening van de rente-afdekking worden alle beleggingen bij de vastrentende waarden beheerder voor 100% meegewogen.

Het beleid van de vastrentende waarden beheerder is gebaseerd op een verplichtingenbenchmark die wordt berekend door de vermogensbeheerder, gecontroleerd door de externe investment consultant en vastgesteld door het bestuur op advies van de beleggingsadviescommissie. Deze benchmark wordt tenminste 1 keer per jaar geactualiseerd en

aangepast indien daar aanleiding toe is. Voordat de benchmark wordt geïmplementeerd, wordt de vastrentende waarden beheerder gevraagd een controleberekening uit te voeren. De vastrentende waarden beheerder heeft een beperkt tracking error budget om af te wijken van de verplichtingenbenchmark om waarde aan de portefeuille toe te kunnen voegen.

De verplichtingenbenchmark bestaat momenteel uit een combinatie van euro renteswaps en staatsobligaties uitgegeven door Nederland, Duitsland en Frankrijk. Bij het construeren van de benchmark is de benodigde rente-afdekking per looptijdbucket uitgedrukt in DV01 en gelijkgesteld aan 50% van de afdekking van de nominale verplichtingen op basis van markttrente en 50% op basis van UFR. De totale afdekking bedraagt dan tenminste 60% in een markttrente-omgeving.

Aangezien de nieuwe DNB RTS dicht bij de markttrentecurve ligt, heeft het pensioenfonds besloten om in 2023 de curvepositionering enkel te baseren op de markttrentecurve. De implementatie hiervan zal in het eerste kwartaal van 2023 plaatsvinden.

Door de gehanteerde structuur van een verplichtingenbenchmark met een beperkte vrijheid voor de vermogensbeheerder om hiervan af te wijken, acht het pensioenfonds het niet noodzakelijk om extra curvebegrenzings in te stellen.

De huidige beheerderstructuur van de vastrentende portefeuille is als volgt:

Vermogensbeheerder:	PIMCO
Mandaat:	Discretionair verplichtingenmandaat euro renteswap overlay via een discretionair mandaat
Benchmark:	Verplichtingenbenchmark bestaande uit een combinatie van euro staatsleningen (beperkt tot Nederland, Duitsland en Frankrijk) en euro renteswaps
Deel totale portefeuille:	Strategisch 60%
Doelstelling:	Het primaire doel is invulling geven aan de beoogde rente-afdekking van tenminste 60%. Daarnaast geldt: 1) het zo goed mogelijk repliceren van het renterisico en het curverisico inclusief convexiteit van de benchmark, 2) het verslaan (na aftrek van beheerkosten) van het benchmarkrendement
Tracking error:	Maximaal 2%
Stijl:	Actief, fundamenteel macro-economisch / curve posities

In combinatie met de hierboven genoemde richtlijnen is het binnen het mandaat toegestaan om naast bedrijfsobligaties ook in supranationals, inflation-linked obligaties, covered bonds,

staatsgegarandeerde obligaties, asset backed securities alsmede in de PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF te beleggen. De limieten hiervan zijn opgenomen in de onderstaande tabel.

Tabel 10: Toegestane instrumenten in het discretionaire verplichtingenmandaat

Toegestane instrumenten	Minimum	Maximum
Supranational obligaties	0%	20%
Inflation-linked obligaties	0%	15%
Covered bonds	0%	25%
Government Guaranteed	0%	25%
Asset Backed Securities ³	0%	15%
PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	0%	20%

Bron: ABTN 2022

3.5 Aandelenportefeuille

Tabel 11: Normwegingen en bandbreedtes aandelenportefeuille

	Minimum	Norm	Maximum
AC Wereld Low Volatility	15,0%	25,0%	35,0%
Ontwikkelde markten	30,0%	40,0%	50,0%
Opkomende markten	10,0%	20,0%	30,0%
Global Small Cap	5,0%	15,0%	25,0%

bron: ABTN 2022

Tabel 11 toont de lange termijn strategische allocatie van de aandelenportefeuille van het fonds. De allocatie naar ontwikkelde markten wordt ingevuld via een indexfonds van BlackRock. Het beleggingsfonds is een fiscaal transparant lers beleggingsfonds (Common Contractual Fund (CCF)), waardoor het pensioenfonds vrijwel alle betaalde dividendbelasting kan terugvorderen. De allocaties naar opkomende markten en AC Wereld Low Volatility worden ingevuld via indexfondsen van BlackRock die verhandeld worden via de beurs (Exchange Traded Fund (ETF)). De allocaties naar ontwikkelde markten, opkomende markten en AC Wereld Low Volatility worden passief beheerd.

Voor de invulling van de allocatie naar wereldwijde Small Cap aandelen is gekozen voor een belegging in het Mercer Global Small Cap Equity fund. Dit betreft een zogenaamde fund-of-mandates oplossing, waarbij de verdeling over onderliggende small cap strategieën en vermogensbeheerders wordt uitbesteed aan Mercer Global Investments Limited. Voor de selectie

³ De gemiddeld credit rating van de Asset Backed Securities in het mandaat moet op zijn minst AA- zijn, waarbij de hoogste credit rating leidend is.

van de actieve vermogensbeheerders maakt Mercer Global Investments Limited gebruik van de diensten van Mercer Manager Research. Dit betekent dat de selectie van de onderliggende Small Cap vermogensbeheerders volledig in lijn is met het selectieproces van het pensioenfonds.

Binnen het Mercer Global Small Cap Equity fund wordt uitsluitend belegd in Small Cap aandelen uit ontwikkelde markten. Per 30 september 2022 belegt het Mercer Global Small Cap Equity fund in de wereldwijde actieve small cap strategieën van de volgende vijf vermogensbeheerders:

Tabel 12: Samenstelling Mercer Global Small Cap Equity fund

Vermogensbeheerder	Beleggingstijl	Value	Growth	Quality	Size	Momentum
Arrowstreet	Kwantitatief	√				√
Baillie Gifford	Bottom-up stock picker met focus op groei		√	√		
Kempen	Bottom-up stock picker met focus op waarde en kwaliteit	√		√	√	
GW&K			√			
Allspring		√		√	√	

bron: Mercer Global Investments

De samenstelling van het Mercer Global Small Cap Equity fund kan gedurende het jaar wijzigen. Dit betekent dat zowel de allocatie over de verschillende vermogensbeheerders kan wijzigen, alsook de samenstelling van vermogensbeheerders.

De huidige beheerderstructuur van de aandelenportefeuille is als volgt:

Vermogensbeheerder: **BlackRock**
Mandaat: Aandelen ontwikkelde markten via een passief beleggingsfonds
Benchmark: MSCI World ex Select Controversies net TR
Deel totale portefeuille: Circa 16%
Doelstelling: Benchmarkrendement minus kosten
Tracking error: <0,5%
Stijl: Passief, waar mogelijk replicatie

Vermogensbeheerder: **iShares (BlackRock)**

Mandaat: Wereldwijde low volatility aandelen via een beursgenoteerd indexfonds (ETF of indextracker)
Benchmark: MSCI AC World Minimum Volatility net TR
Deel portefeuille: Circa 12%
Doelstelling: Benchmarkrendement minus kosten
Tracking error: <0,5%
Stijl: Passief, waar mogelijk replicatie

Vermogensbeheerder: **iShares (BlackRock)**
Mandaat: Aandelen opkomende markten via een beursgenoteerd indexfonds (ETF of indextracker)
Benchmark: MSCI Emerging Markets IMI net TR
Deel portefeuille: Circa 7%
Doelstelling: Benchmarkrendement minus kosten
Tracking error: <0,5%
Stijl: Passief, waar mogelijk replicatie

Vermogensbeheerder: **Mercer**
Mandaat: Wereldwijde Small Cap aandelen via een fund-of-fund oplossing
Benchmark: MSCI World Small Cap net TR
Deel portefeuille: Circa 4%
Doelstelling: Outperformance van 2,0% per jaar
Tracking error: Maximaal 4% - 6% op jaarbasis
Stijl: Actief, het doel van het Mercer Global Small Cap Equity fund is om met een gediversificeerde portefeuille naar wereldwijde small cap aandelen een outperformance van 2% per jaar te realiseren.

3.6 Overige zakelijke waarden portefeuille: Vastgoed

Voor de allocatie naar vastgoed wordt geparticipeerd in een indexfonds van BlackRock wat exposure geeft naar wereldwijd beursgenoteerd vastgoed. Het fonds is van mening dat vastgoed een goede diversificatie biedt binnen de zakelijke waarden portefeuille.

De huidige beheerderstructuur van de vastgoedportefeuille is als volgt:

Vermogensbeheerder:	BlackRock
Mandaat:	Wereldwijd beursgenoteerd vastgoed via een passief beleggingsfonds
Benchmark:	FTSE EPRA/NAREIT Developed
Deel portefeuille:	Circa 5%
Doelstelling:	Benchmarkrendement minus kosten
Tracking error:	<0,5%
Stijl:	Passief, waar mogelijk replicatie

3.7 Liquide Middelen

Voor het beheer van de Liquide Middelen maakt het pensioenfonds onderscheid tussen tijdelijke liquide middelen en structurele liquide middelen. Liquide middelen belegd als afzonderlijke categorie, worden gedefinieerd als structurele liquide middelen. Structurele liquide middelen worden beheerd door BlackRock via een belegging in het BlackRock Institutional Euro Liquidity Fund. Dit fonds heeft een AAA-rating van Standard & Poor's, Moody's en Fitch ontvangen. Tijdelijke liquide middelen worden aangehouden op een bankrekening bij de custodian van het pensioenfonds.

De huidige beheerderstructuur van de Liquide Middelen portefeuille is als volgt:

Vermogensbeheerder:	BlackRock
Mandaat:	Euro liquiditeiten
Benchmark:	€STR
Deel portefeuille:	Circa 0%
Doelstelling:	1) Behoud van kapitaal, 2) liquiditeit en 3) rendement

3.8 Valuta-afdekking

Het pensioenfonds heeft geen visie op de ontwikkelingen van vreemde valuta's ten opzichte van de euro, maar erkent dat het binnen de totale beleggingsportefeuille een diversifiërend effect kan hebben. Om deze reden heeft het bestuur besloten om 50% van de grootste posities (USD, GBP, JPY en CHF) af te dekken naar euro. Daaromheen heeft het bestuur bandbreedtes van +2,5%-punt en -/2,5%-punt gedefinieerd. De afdekking is passief van aard en kent geen ruimte voor tactische posities. De af te dekken bedragen worden bepaald o.b.v. de feitelijke portefeuille (look-through binnen beleggingsfondsen).

In 2022 heeft de beleggingsadviescommissie een voorstel aan het bestuur gepresenteerd om de afdekking van valuta's uit opkomende landen te beëindigen. Er zijn hierbij meerdere factoren die een rol spelen. De valuta's uit opkomende landen worden afgedekt met de Amerikaanse dollar gezien de relatief sterke correlatie tussen de Amerikaanse dollar en de valuta's uit opkomende landen. De correlatie tussen de Amerikaanse dollar en valuta's uit opkomende landen is echter minder sterk dan voorheen. Daarnaast heeft de exposure naar deze valuta's een diversifiërende factor. Het pensioenfonds heeft inzicht in de kosten die gepaard gaan met het afdekken van de valuta's. Omdat het stoppen met de valuta-afdekking het VEV-risico vergroot en het pensioenfonds nog in herstel is, heeft de BAC het voorstel vooralsnog aangehouden. Mocht het pensioenfonds in 2023 uit herstel raken, dan zal het bestuur een besluit nemen of het de gedeeltelijke afdekking van 50% van de valuta's uit opkomende landen die middels de Amerikaanse dollar worden afgedekt wil stoppen. Dit heeft geen impact op de valuta afdekking op de posities die worden aangehouden in USD, GBP, JPY en CHF.

Ongerealiseerde winsten en verliezen uit de valuta-afdekking worden gedekt door onderpand. De valuta-afdekking is ingericht middels een passieve hedge met 3-maands forward contracten, waarbij elke maand het hedgepercentage van de valutaparen die buiten de afgesproken bandbreedte van 47,5% - 52,5% vallen, herbalanceerd worden naar 50%. Het pensioenfonds monitort nauwgezet de ontwikkelingen op het gebied van EMIR en of de uitvoering van de valuta-afdekking in dit kader aanpassingen behoeft. De uitvoering van de valuta-overlay is in januari 2023 overgegaan van Caceis naar Northern Trust

Vermogensbeheerder:	Northern Trust
Mandaat:	Strategische valuta-afdekking van de aandelenportefeuille en beursgenoteerd vastgoedportefeuille voor 50% van het valutarisico van de USD, het GBP, de JPY, de CHF en de Emerging Markets valuta's (via de USD)
Benchmark:	De wisselkoers wordt gehandeld tegen de WM-fixing met een vaste mark-up op de spotkoers. De maximale looptijd is 3 maanden. Elke maand wordt het hedgepercentage van de valutaparen die buiten de afgesproken bandbreedte van 47,5% - 52,5% vallen teruggezet naar 50%
Deel portefeuille:	Overlay
Doelstelling:	Passieve hedge, aanpassingen op maandbasis
Tracking error:	Niet van toepassing
Stijl:	Passief

3.9 Securities lending

Het pensioenfonds maakt bij voorkeur geen gebruik van securities lending, maar staat onder de hieronder genoemde voorwaarden securities lending toe in beleggingsfondsen in de returnportefeuille. Securities lending leidt tot tegenpartijrisico en het kan nadelige gevolgen hebben voor het uitvoeren van het actief aandeelhoudersbeleid. De genoemde voorwaarden hebben als doel om deze risico's zoveel mogelijk te beperken. In de discretionaire portefeuille is securities lending niet toegestaan. Securities lending toestaan in een discretionaire portefeuille zou een te grote last op de governance rondom de uitbesteding en selectie van een lending agent opleveren. De zakelijke waarden portefeuille bestaat in zijn geheel uit fondsbeleggingen. Securities lending vindt in de portefeuille van het pensioenfonds dus alleen plaats in beleggingsfondsen. Het bestuur kan besluiten om securities lending toe te staan als de beleggingsoplossing op andere criteria beter wordt beoordeeld dan de alternatieven. Vele beleggingsfondsen hebben securities lending in de prospectus staan. Het pensioenfonds kiest ervoor om deze fondsen niet op voorhand uit te sluiten om zo de nadelen van securities lending eerlijk te kunnen laten meewegen in het selectieproces van een vermogensbeheerder. In de zakelijke waarden portefeuille kunnen onder de volgende voorwaarden uitzonderingen worden gemaakt:

Kredietwaardigheid tegenpartijen

De tegenpartijen waaraan effecten worden uitgeleend moeten een minimale Short-Term Issue Credit Rating hebben van A-2 (Standard & Poor's) of een equivalent daarvan. Een Credit Rating van A-2 betekent dat de financiële zekerheid op de lening voldoende is. Als er geen externe rating beschikbaar is, dan dient de tegenpartij door de vermogensbeheerder met minimaal A-2 beoordeeld te worden.

Toegestaan onderpand

Als onderpand op de uitgeleende effecten worden cash, staatsobligaties, bedrijfsobligaties en aandelen geaccepteerd. Ontvangen cash collateral wordt uitsluitend herbelegd in geldmarktfondsen. De waarde van het onderpand bedraagt minimaal 102% tot 105% van de waarde van de uitgeleende stukken, afhankelijk van het soort onderpand dat wordt ontvangen en wordt op dagbasis bepaald. Het onderpand dient op dagbasis te worden uitgewisseld.

Opbrengst uit securities lending

Het pensioenfonds stelt als voorwaarde dat minstens 67,5% van de opbrengsten uit securities lending ten gunste komt van het beleggingsfonds waarin zij participeert. Indien een beleggingsfonds een slechtere verdeling hanteert, dan beslist de beleggingsadviescommissie op korte termijn of het beleggingsfonds waarbinnen de waarschuwingsgrens wordt overschreden nog

past in het beleid van het pensioenfonds. De opbrengsten worden inzichtelijk gemaakt in het Risico Dashboard dat op kwartaalbasis aan het pensioenfonds wordt toegestuurd.

Rapportage

Het pensioenfonds dient ten minste één keer per kwartaal een overzicht te ontvangen van de vermogensbeheerder met daarin over het afgelopen kwartaal het percentage uitgeleende stukken ten opzichte van het totale vermogen van het beleggingsfonds, de gemiddelde marktwaarde van de uitgeleende stukken, de waarde van het ontvangen onderpand en het percentage onderpand ten opzichte van de marktwaarde van de uitgeleende stukken. Tevens dient het pensioenfonds informatie over de aard van het onderpand te ontvangen. Zo kan er onderscheid worden gemaakt tussen cash en non-cash onderpand. Deze informatie zal worden gemonitord in het Risico Dashboard dat het bestuur ieder kwartaal ontvangt. Verder dient het pensioenfonds periodiek informatie te ontvangen over de opbrengsten van securities lending.

Evaluatie

Tijdens de managerevaluatie wordt beoordeeld in hoeverre securities lending nog voldoet aan bovenstaande richtlijnen. Tijdens deze evaluatie zal het securities lending beleid van de vermogensbeheerder worden opgevraagd en zullen eventuele wijzigingen worden toegelicht door de vermogensbeheerder.

Maximale omvang securities lending

Het bestuur wil erop toezien dat securities lending per beleggingsfonds beperkt blijft. Omdat de prospectussen bijna alle vermogensbeheerders securities lending toestaan waarbij maximaal 100% van het vermogen wordt uitgeleend, is het niet mogelijk op voorhand een limiet op te leggen. Om de ontwikkeling van het deel van een beleggingsfonds dat is uitgeleend in de gaten te houden, monitort het bestuur de huidige omvang per beleggingsfonds ieder kwartaal via het Risico Dashboard. Het bestuur hanteert een waarschuwingsgrens van 25% van het belegd vermogen per beleggingsfonds. Indien de waarschuwingsgrens is overschreden, beslist de beleggingsadviescommissie op korte termijn of het beleggingsfonds waarbinnen de waarschuwingsgrens wordt overschreden nog past in het beleid van het pensioenfonds.

Indemnificatie (Indemnification)

Het aanbieden van een schadeloosstelling betekent dat de vermogensbeheerder garant staat in het geval dat de tegenpartij in gebreke blijft en het onderpand niet voldoende is om het verlies te compenseren. Hoewel schadeloosstelling geen eis is die het pensioenfonds stelt aan het toestaan van securities lending, weegt het al dan niet aanbieden van een schadeloosstelling wel mee in de overwegingen van het pensioenfonds om een uitzondering te maken.

Het pensioenfonds besluit per beleggingsfonds om al dan niet securities lending toe te staan. Dit besluit wordt als onderdeel van de managerevaluatie geëvalueerd.

3.10 Verantwoord beleggen

In 2019 heeft het pensioenfonds een beleid in het kader van maatschappelijk verantwoord beleggen geformuleerd. Dit beleid is in 2022 aangescherpt, waarbij ook nieuwe ESG investment beliefs zijn geformuleerd. Deze ESG investment beliefs vormen de basis voor het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Het bestuur van het pensioenfonds heeft de volgende ESG investment beliefs geformuleerd:

- Het pensioenfonds wil ESG-aspecten meenemen op een manier die past bij de grootte van het fonds en die recht doet aan de mening van de deelnemers.
- Het bewust kiezen voor ESG-aspecten bij het maken van beleggingsbeslissingen draagt bij aan een betere risico/rendementsverhouding.
- Als belegger heeft het pensioenfonds een verantwoordelijkheid om ervoor te zorgen dat er gebruik wordt gemaakt van het stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen. Engagement kan daarnaast een bijdrage leveren aan het duurzamer maken van een onderneming en daarmee aan het rendement op de lange termijn.
- Klimaatverandering vormt een systeemrisico en als beleggers moeten we rekening houden met de mogelijke financiële gevolgen zowel de transitie naar een duurzame economie als met de gevolgen van verschillende klimaateffecten.

In 2023 zal de BAC een voorstel doen voor een bijgewerkt MVB-beleid dat is gebaseerd op deze uitgangspunten (zie ook paragraaf 4.1).

4

Aandachtspunten voor 2023

4.1 Herijking ESG-beleid

Het ESG-beleid speelt een steeds prominentere rol binnen het beleggingsbeleid. De wetgever, de toezichthouder en stakeholders verwachten steeds meer dat het pensioenfonds haar beleid en implementatie op het gebied van ESG monitort en beoordeelt. In dit kader heeft DNB eerder al aangegeven dat de beheersing van ESG-risico's op de toetsingsgesprekken met bestuurders en beleidsbepalers een terugkerend onderwerp zal worden. Bij bezoeken aan pensioenfonds en uitvoerders zal DNB eveneens meer aandacht besteden aan de beheersing van ESG-risico's.

Tijdens de beleidsdag op 7 september 2022 is gesproken over de ESG investment beliefs van het pensioenfonds. Het pensioenfonds heeft tijdens de beleidsdag uitgesproken het belangrijk te vinden om de maatschappelijke ontwikkelingen op het gebied van duurzaam beleggen te blijven volgen. De BAC heeft vervolgens nieuwe ESG investment beliefs geschreven die het bestuur heeft vastgesteld. Nu de ESG investment beliefs zijn vastgesteld zal de BAC dit jaar werken aan een nieuw MVB beleid.

Het pensioenfonds heeft inmiddels het ESG-beleid van alle beleggingsfondsen waar zij in belegt beoordeeld. De beoordelingen worden bijgehouden in het beleidsdocument ESG. Ook nu alle beleggingsfondsen zijn beoordeeld blijft de BAC het ESG-beleid van beleggingsfondsen beoordelen tijdens de periodieke evaluatie van de vermogensbeheerders. Bij de selectie van een nieuwe vermogensbeheerder zal het ESG-beleid ook worden gebruikt om de vermogensbeheerder te beoordelen.

Het komende jaar wil het pensioenfonds verder gaan met het gericht in kaart brengen wat het effect van het gevoerde ESG-beleid is. Er zal meer informatie worden opgevraagd bij de vermogensbeheerder voor wat betreft de CO²-intensiteit en ESG-scores van de beleggingen, de gevoerde gesprekken met bedrijven en de uitgebrachte stemmen namens het pensioenfonds.. Het pensioenfonds gaat ook tijdens de evaluaties aandringen op regelmatige ESG-rapportages zodat het ESG-beleid van de vermogensbeheerders in voldoende mate getoetst kan worden aan het ESG-beleid van het pensioenfonds.

De beleggingsportefeuille bevat momenteel nog twee beleggingsfondsen zonder ESG-integratie: de low volatility aandelen en de vastgoedaandelen. De BAC zal komend jaar onderzoeken welke alternatieven er beschikbaar zijn voor deze beleggingsfondsen waarbij wel ESG-aspecten worden meegewogen. Ook zal worden onderzocht op welke wijze het pensioenfonds meer invloed kan uitoefenen op het proxy voting beleid.

4.2 Klimatrisico's

DNB en recente wetgeving stellen sinds de vorige ALM-studie in 2018⁴ hogere eisen inzake ESG- en klimatrisico's. Er wordt verwacht van pensioenfondsen dat ze inzicht hebben in de effecten van bepaalde klimaatscenario's. Het pensioenfonds wil haar ESG- en klimaatbeleid verder ontwikkelen. Aan de hand van meerdere klimaatscenario's kan worden onderzocht wat de impact is op het beleggingsbeleid. Volgend jaar wil het pensioenfonds tijdens de evaluaties van de vermogensbeheerders uitvragen wat zij doen om klimatrisico's in de portefeuille te beperken. Het resultaat hiervan zal worden opgenomen in het ESG-document.

4.3 Het nieuwe pensioenakkoord

Het Nederlandse pensioenstelsel eindigt al jaren in de top van de Mercer Global Pension index. In 2022 is Nederland nipt op de tweede plaats geëindigd, onder IJsland. Beide landen scoren een A-rating en Nederland scoort een score van 84.6 tegenover 84.7 van IJsland. De zaken die in dit onderzoek een prominente rol krijgen zijn toereikendheid, toekomstbestendigheid en integriteit.

Ondanks dat het Nederlandse pensioenstelsel internationaal behoorlijk aanzien geniet, is het toch toe aan grondig onderhoud. Het beoogde doel van het pensioenakkoord is een transparanter pensioensysteem waar duidelijk is wie aanspraak maakt op welk deel van het vermogen. Nominale toezeggingen verdwijnen en worden vervangen door een gereserveerd kapitaal per deelnemer dat vanaf pensioendatum jaarlijks wordt uitgekeerd.

De bespreking van het pensioenakkoord in de Tweede Kamer is meerdere keren uitgesteld. Op het moment van schrijven is de Tweede Kamer reeds akkoord gegaan met de nieuwe wetgeving. De Eerste Kamer dient over de nieuwe pensioenwet nog een besluit te nemen.

⁴ In 2020 heeft een update van deze ALM-studie plaatsgevonden, ten behoeve van het vaststellen van de premie en het opbouwpercentage.

4.4 Aanpassing DNB RTS per 1 januari 2023

De rentetermijnstructuur waarmee pensioenfondsen de waarde van hun toekomstige pensioenverplichtingen berekenen, wordt vanaf 1 januari 2023 gebaseerd op nieuwe parameters. Dit heeft De Nederlandsche Bank (DNB) besloten in december 2022. Het besluit van DNB is gebaseerd op het advies van de Commissie Parameters.

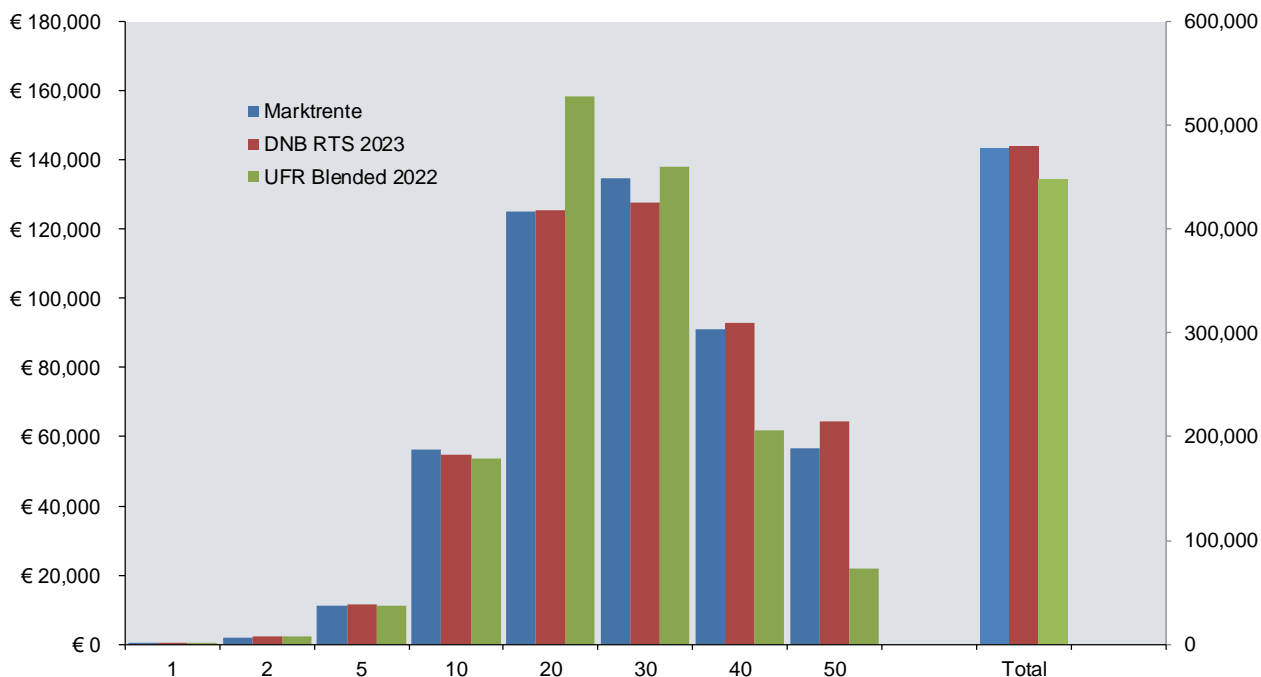
De huidige methode (rentesystematiek) wordt aangepast op de volgende punten:

- Het startpunt van extrapolatie schuift op van 30 jaar naar 50 jaar. Hierdoor wordt voor looptijden tot 50 jaar uitgegaan van marktdata.
- DNB stapt af van de huidige extrapolatie-methode door over te gaan naar een constant-forward extrapolatiemethode van de rentetermijnstructuur. Deze methode maakt gebruik van 30- en 50-jaars marktrenten om de rente te extrapoleren voor looptijden vanaf 50 jaar.
- DNB laat de methode los om forward-renten te berekenen op basis van een 120-maands historisch gemiddelde, zoals dat bij de huidige UFR methode wordt gedaan.

Omdat de rente uitsluitend voor looptijden vanaf 30 jaar verandert, heeft het aanpassen van de methode een beperkt effect op de dekkingsgraad van het pensioenfonds. De verwachting is dat de waarde van de verplichtingen met circa 1% zal toenemen, waardoor de dekkingsgraad met circa 1%-punt zal dalen. Het exacte effect is afhankelijk van de rentestand op het moment van invoeren. De dekkingsgraad zal door bovenstaande aanpassingen iets volatieler worden in vergelijking met de voorgaande methodiek voor de DNB RTS.

In onderstaande grafiek is een vergelijk gemaakt van de rentegevoeligheid van de verplichtingen onder de verschillende rentecurves. De verschillen tussen marktrente en de DNB RTS 2023 zijn beperkt, maar van de UFR blended 2022 naar de DNB RTS 2023 vinden op de looptijden grote verschuivingen plaats. De exposure naar 20 en 30 jaar neemt aanzienlijk af en de exposure naar 40 en 50 jaar neemt aanzienlijk toe.

Rentegevoeligheid verplichtingen



Het pensioenfonds dekt op dit moment het renterisico voor 72,5% af op marktrente en hield bij de invulling van de renteafdekking rekening met het curveprofiel (rentegevoeligheid op de looptijden) van de UFR-curve 2022. Begin 2023 zal de beleggingsadviescommissie het bestuur adviseren hoe hier mee om te gaan nu de rentegevoeligheid van de DNB RTS 2023 vrijwel gelijk is geworden aan de marktrente curve.

4.5 Custodian

Het pensioenfonds heeft besloten om over te stappen naar een nieuwe custodian. Aanleiding hiervoor is dat het pensioenfonds al enige tijd zorgen had over de continuïteit en kwaliteit van de dienstverlening van de custodian als gevolg van de overname. Het pensioenfonds heeft in 2022 samen met beleggingsadviseur Mercer een search gedaan naar een nieuwe custodian. Daarbij heeft het pensioenfonds de keuze gemaakt om Northern Trust als nieuwe custodian aan te wijzen. Vanaf 2023 zal Northern Trust de nieuwe custodian van het pensioenfonds zijn en de dienstverlening die de huidige custodian biedt overnemen. Daarbij zal Northern Trust ook de performance berekeningen overnemen van Mercer. In het komende jaar wil het pensioenfonds

extra toezien op de uitvoering van Northern Trust, om ervoor te zorgen dat alle noodzakelijke dienstverlening goed wordt uitgevoerd. Ook zal er een evaluatie van de transitie naar Northern Trust plaatsvinden.

4.6 ALM-studie

Het pensioenfonds heeft in 2018 voor het laatst een ALM-studie uitgevoerd. Doorgaans voert een pensioenfonds een keer in de 3 jaar een ALM-studie uit. Het pensioenfonds is hiervan af geweest. In 2023 zal het pensioenfonds een nieuwe ALM-studie laten uitvoeren. Het fonds zal in deze ALM-studie de gevolgen van het transitie-FTK onderzoeken, onder andere door deze te vergelijken met het huidige FTK. Verder zal beleidskader worden getoetst op basis van het huidige strategische beleid, onder andere door de optimale mate van renteafdekking te onderzoeken. Vervolgens kan worden gezien of het huidige beleid nog aansluit bij de risicohouding.

In het transitie-FTK maken deelnemers eerder kans op indexatie van het pensioen. De VEV- en MVEV-vereisten komen in het transitie-FTK te vervallen. Deelnemers hebben dus minder snel kans op korting van het pensioen.

DNB en recente wetgeving stellen sinds de vorige ALM-studie hogere eisen inzake ESG- en klimaatrisico's. Er wordt verwacht van pensioenfonds dat ze inzicht hebben in de effecten van bepaalde klimaatscenario's. Het pensioenfonds wil haar ESG- en klimaatbeleid verder ontwikkelen en kijken op welke manier deze effecten het beste kunnen worden meegenomen in een ALM-studie.

Het fonds is van mening dat het in de ALM-studie niet alle bovengenoemde aspecten tegelijkertijd kan en wil behandelen. Op dit moment verwacht het fonds dat het zich zal willen focussen op het toetsen van de risicohouding, de consequenties van het transitie-FTK en het Pensioenakkoord voor het beleggingsbeleid.