



Strategisch meerjarenplan beleggingen 2023-2025

Update 2024

5 december 2023
www.pensioenfondscosun.nl

Inhoudsopgave

1.	Doelstelling Beleggingsbeleid	4
1.1.	Inleiding	4
1.2.	Missie, visie en strategie	4
1.3.	Prudent person verklaring	4
1.4.	Doelstelling beleggingsbeleid	4
2.	Organisatie beleggingen/vermogensbeheer	6
2.1.	Bestuur	6
2.2.	BAC / Bestuursbureau / externe adviseur	6
2.3.	Uitvoering	7
3.	Investment beliefs	9
3.1.	Het Fonds is een lange termijn belegger	9
3.2.	Risico vereist een extra rendement	9
3.3.	Asset allocatie is de belangrijkste keuze	10
3.4.	Diversificatie is van belang	10
3.5.	Het Fonds is kostenbewust	11
3.6.	Het bestuur is verantwoordelijk voor en aanspreekbaar op de beleggingen	11
3.7.	Het bestuur houdt rekening met milieu, sociale en governance-overwegingen	12
4.	Beleggingsproces	13
4.1.	Bepalen doelstelling en risicohouding	13
4.2.	Bepalen strategisch beleggingsbeleid	14
5.	Strategische allocatie	22
5.1.	Asset allocatie	22
5.2.	Renteafdekking	24
5.3.	Valuta-afdekking	26
5.4.	Risicohouding - balansrisico	27
5.5.	Beleggingsrestricties	28
6.	Risicomanagement	29
6.1.	Marktrisico	29
6.2.	Renterisico	29
6.3.	Inflatierisico	30
6.4.	Kredietrisico	30
6.5.	Valutarisico	31
6.6.	Uitbestedingsrisico	31
6.7.	Integriteitrisico	32
6.8.	Derivaten	32
6.9.	Leverage	33
6.10.	Liquiditeitsrisico	34
6.11.	Tegenpartij / faillissementsrisico	35
6.12.	Waarderingsrisico	36

6.13. Concentratierisico	37
6.14. Onderpandrisico.....	37
6.15. Performancemeting en risicometing	38
6.16. Securities lending	39
6.17. Verzekeringstechnisch risico	39
6.18. ESG-risico.....	40
6.19. Naleven investment guidelines.....	40
7. Maatschappelijk verantwoord beleggen	41
Bijlage I. Samenvatting investment cases.....	43
Bijlage II. Begrippenlijst	50

1. Doelstelling Beleggingsbeleid

1.1. Inleiding

Dit beleidsdocument zet de doelstelling en de uitvoering van het strategisch beleggingsbeleid uiteen. In dit document wordt het (lange termijn) strategische beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds Cosun (hierna: het Fonds) beschreven voor de periode 2023-2025.

Dit document omvat de volgende onderdelen:

- het beschrijft de organisatie van het beleggingsbeleid en wie waar verantwoordelijk voor is,
- de investment beliefs, welke de basis vormen voor beleggingsbeslissingen,
- het beleggingsproces en de monitoring en uitvoering daarvan,
- het strategisch beleggingsbeleid,
- het risicomanagement van de verschillende risico's, en
- het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid van het Fonds.

Naast het strategisch beleggingsplan wordt jaarlijks een jaarplan beleggingen geschreven, waarin wordt ingegaan op de nadere invulling van de beleggingsstrategie en de speerpunten met betrekking tot de beleggingen in het betreffende jaar. Dat jaarplan beleggingen valt binnen de restricties van het strategisch meerjarenplan. Jaarlijks wordt in oktober/november door de Beleggingsadviescommissie (verder: BAC) de optimale invulling van de portefeuille besproken, hetgeen leidt tot normwegingen binnen de portefeuille. Daarbij zal de fiduciair manager een eerste voorstel maken.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt in principe eens in de drie jaar heroverwogen, en in uitzonderlijke omstandigheden eerder. Het huidige strategisch beleggingsbeleid is gebaseerd op de ALM-studie 2022 die, naar aanleiding van een sterke stijging van de rente en dekkingsgraad, vervroegd is uitgevoerd.

1.2. Missie, visie en strategie

De missie, visie en strategie van het Fonds is vastgelegd in het jaarverslag.

1.3. Prudent person verklaring

De prudent person verklaring van het Fonds is vastgelegd in de ABTN.

1.4. Doelstelling beleggingsbeleid

Doelstelling van het beleggingsbeleid van het Fonds is het behalen van een lange termijn beleggingsrendement dat voldoende is voor het realiseren van de nominale pensioentoezegging en de gestelde indexatie ambitie tegen een acceptabel risico. Tevens dienen de tussentijdse negatieve effecten van een dalende rente zoveel mogelijk te worden opgevangen. Het bestuur bepaalt welke risico's het Fonds bereid is te nemen, met inachtneming van de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en het niveau van de pensioenpremie. Het bestuur

houdt bij het beleggingsbeleid rekening met evenwichtige belangenbehartiging tussen de verschillende belanghebbenden van het Fonds.

2. Organisatie beleggingen/vermogensbeheer

In de beleidscyclus met betrekking tot de beleggingen zijn bij het Fonds de onderstaande organen en organisaties betrokken. Taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden ten aanzien van het beleggingsbeleid zijn vastgelegd in een RACI-tabel, als onderdeel van het statuut BAC, zoals opgenomen in het huishoudelijk reglement van het Fonds.

2.1. Bestuur

Het bestuur van het Fonds is verantwoordelijk voor het strategisch beleggingsbeleid. Allereerst wordt de doelstelling van het beleggingsbeleid bepaald evenals de risicohouding van het Fonds. Eens in de drie jaar wordt een ALM-studie uitgevoerd waarin de hoofdlijnen van het beleid worden bepaald. Aan de hand van advies van de fiduciair manager en de BAC stelt het bestuur vervolgens het jaarlijkse beleggingsplan vast, waarin de portefeuille-invulling op detailniveau staat uitgewerkt. Dit valt altijd binnen de kaders uiteengezet in de ALM-studie. Het bestuur mandateert vervolgens de BAC en de fiduciair manager om binnen de vastgestelde risicokaders het beleggingsbeleid uit te voeren.

Samenvattend valt onder de verantwoordelijkheid van het bestuur:

- de organisatie van het beleggingsproces,
- het vaststellen van het doel en het risicoprofiel van het beleggingsbeleid,
- de strategische allocatie en de bandbreedtes,
- de investeerbare beleggingscategorieën,
- de keuze van de benchmark,
- de keuze van de fiduciair manager en overige externe partijen,
- de bewaking van het gehele beleggingsbeleid, en
- de evaluatie van bestuur, BAC en fiduciair manager.

Het bestuur komt circa 10 keer per jaar bijeen en is samengesteld uit vertegenwoordigers van werknemers, werkgever en pensioengerechtigden en aangevuld met 2 onafhankelijke bestuurders.

2.2. BAC / Bestuursbureau / externe adviseur

De BAC heeft een voorbereidende en adviserende rol op het gebied van het strategisch beleggingsbeleid ten behoeve van het bestuur. De BAC is belast met de advisering over de nadere invulling evenals de uitvoering, monitoring en evaluatie van het vastgestelde strategisch beleggingsbeleid.

In het strategisch beleggingsbeleid en het jaarlijkse beleggingsplan zijn benchmarks, duidelijke restricties, bandbreedtes (de minimale en maximale weging van een bepaalde beleggingscategorie of mate van rente- of valuta-afdekking) en risicomaatstaven vastgelegd. Binnen de restricties van het beleggingsplan is de BAC verantwoordelijk voor de uitvoering en het toetsen en evalueren van het gevoerde en te voeren beleid van de fiduciair manager en de aangestelde fondsmanagers, het onderhouden van contacten met adviseurs en het bijhouden van beleggingstechnische kennis. Er

zijn maandelijkse afspraken met de fiduciair manager en daarnaast is er met regelmaat contact tussen de BAC en de aangestelde fondsmanagers.

Het bestuur van het Fonds benoemt maximaal 4 bestuurders uit zijn midden in de BAC, waarbij gestreefd wordt naar pariteit. De BAC bestaat naast de benoemde bestuurders uit maximaal 3 additionele leden (waaronder in ieder geval één medewerker van het Bestuursbureau), die eveneens door het bestuur benoemd worden. De BAC wordt in haar adviezen richting het bestuur en in haar beslissingen ondersteund door een adviseur, en vergadert ongeveer tien maal per jaar.

Het Bestuursbureau, de voorzitter van de BAC, de fiduciair manager en de externe adviseur zorgen voor de beleidsvoorbereiding en de coördinatie met betrekking tot de vergaderingen en de hieruit voortkomende acties. Binnen het risicobudget van de strategische portefeuille geeft de BAC het beleggingsbeleid vorm. Samenvattend hebben deze de volgende taken:

- adviezen opstellen ten aanzien van invulling portefeuille (de verfijning van de ALM-studie, of de vertaling van de ALM-studie naar de werkelijke portefeuille),
- adviezen opstellen ten aanzien van voorstellen van de fiduciair manager op het gebied van beleggingscategorieën, managers en beleggingsfondsen,
- monitoren beleggingsfondsen, -restricties en fiduciair manager,
- beoordelen van beleggingsresultaten/-rendementen in het kader van het behalen van het beoogde langjarige meerrendement van 1,6% ten opzichte van de verplichtingen (gewaardeerd tegen marktrente), welke het uitgangspunt vormt voor de beleidsambities van het Fonds,
- het opstellen van voorleggers als voorbereiding op besluitvorming,
- uitvoeren van het eerste lijns risicomangementbeleid door middel van monitoren risico's op strategisch niveau (VEV, tracking error) en uitvoerende niveaus (credit rating, securities lending, onderpand management, et cetera), en
- het initiëren van workshops en het initiëren van andere educatieve activiteiten in het geval onderwerpen bijzondere aandacht vereisen.

2.3. Uitvoering

Het Fonds voert zelf geen vermogensbeheer uit. Dit is volledig uitbesteed aan de fiduciair manager en de geselecteerde externe vermogensbeheerders.

2.3.1. Fiduciair manager

De fiduciair manager voert binnen de in het strategisch beleggingsbeleid en beleggingsplan opgestelde doelstellingen en restricties, het operationele beleggingsbeleid uit. Deze afspraken zijn vastgelegd in een mandaat (Raamovereenkomst Fiduciair Beheer [hierna: Raamovereenkomst]). De fiduciair manager heeft de opdracht om een bepaald meerrendement te behalen (beleggingen ten opzichte van verplichtingen) binnen een bepaald risicobudget (verschil risico beleggingen ten opzichte van verplichtingen).

Het bestuur van het Fonds heeft gekozen om een deel van het beleggingsproces uit te besteden aan één fiduciair manager omdat:

- het de mogelijkheid van een integraal overzicht over de hele balans, inclusief verplichtingen, biedt en het risicomanagement van de integrale portefeuille beter te organiseren en te monitoren is,
- het Fonds niet beschikt over een eigen uitvoeringsorganisatie en de governance capaciteit beperkt is. Het Fonds beschikt daarmee niet over de mogelijkheden en vaardigheden, systemen en kennis om zelf de selectie, beheer en risicomanagement van beleggingen op het door haar gewenste niveau uit te voeren,
- het bestuur en de BAC kunnen focussen op strategische vraagstukken omdat het geen uitvoerende taken heeft rondom vermogensbeheer,
- het bestuur het belangrijk vindt dat de uitvoering van vermogensbeheer in professionele handen is, en
- het bestuur van mening is dat het bij een professionele partij betere toegang heeft tot vermogensbeheerproducten.

De rol- en taakverdeling tussen bestuur, BAC en de fiduciair manager is als volgt:

- strategie / advies: bestuur en BAC, ondersteund door adviseur,
- uitvoering / aansturing portefeuille / controle / rapportage: fiduciair manager, en
- monitoring / evaluatie: bestuur en BAC.

Als nadeel van fiduciair beheer ziet het Fonds de afhankelijkheid van de fiduciair manager en het risico van onvoldoende countervailing power richting de fiduciair manager. Het Fonds is van mening dat zij deze zaken met de BAC, ondersteund door een custodian en een externe beleggingsadviseur, voldoende adresseert.

2.3.2. Custodian

De custodian is verantwoordelijk voor het bewaren van de stukken en het administreren van de beleggingen. Alle officieel gerapporteerde cijfers zijn gebaseerd op de cijfers van de custodian. Hiermee kan de BAC de performancemeting, onafhankelijk van de fiduciair manager, toetsen. Daarnaast verzorgt de custodian een onafhankelijke Performance & Attributie analyse van de beleggingsresultaten en verzorgt zij de input ten behoeve van de DNB-rapportages.

3. Investment beliefs

Investment beliefs zijn de overtuigingen over het beleggingsbeleid waarin het bestuur gelooft en die gebaseerd zijn op bewuste keuzes. De overtuigingen vormen het kader waarbinnen het beleggingsbeleid wordt uitgevoerd en worden voorafgaand aan een ALM-studie, in overleg met het bestuur, al dan niet geactualiseerd. De investment beliefs van het Fonds zijn hieronder weergegeven.

3.1. Het Fonds is een lange termijn belegger

De uitkeringen die het Fonds moet doen liggen (ver) in de toekomst. Het Fonds wil kunnen profiteren van lange termijn mogelijkheden en niet teveel sturen op de korte termijn. Het Fonds realiseert zich echter dat een lange termijn belegger op korte termijn risico's kan lopen en dat korte termijn risico's voor haar deelnemers nadelige impact kunnen hebben. Daarom:

- Richt het Fonds zich in haar beleggingsbeleid in eerste instantie op de lange termijn, maar beoordeelt zij expliciet de mogelijke risico's op de korte termijn. De risico's op korte termijn zijn mede afhankelijk van de financiële positie van het Fonds;
- Beoordeelt het Fonds de beleggingen in eerste instantie op het lange termijn risico en het lange termijn rendement: het Fonds is een fundamentele¹ belegger;
- Wil het Fonds niet meer risico nemen dan het nodig acht om haar lange termijn doelstellingen te kunnen realiseren;
- Is het Fonds voorzichtig in het voeren van een tactisch beleid waarbij wordt ingespeeld op beleggingsmogelijkheden met een korte termijn horizon. Het Fonds is wel bereid om op korte termijn beslissingen te nemen met een lange termijn horizon, maar is niet bereid om op korte termijn beslissingen te nemen met een korte termijn horizon.

3.2. Risico vereist een extra rendement

Het Fonds is bereid om beleggingsrisico te accepteren indien dat wenselijk is om een acceptabel pensioenresultaat te realiseren. Daarbij is het Fonds alleen bereid om beleggingsrisico te accepteren indien daar naar verwachting een additioneel rendement tegenover staat. Daarom:

- Vereist het Fonds een risicopremie voor risicovolle beleggingen (zakelijke waarden en vastrentende beleggingen waarvan het onzeker is of de investering wordt terugbetaald);
- Moet de risicopremie voorafgaand aan de investering kunnen worden onderbouwd;
- Hanteert het Fonds een passief model. Het Fonds belegt alleen actief (afwijkend van de benchmark) indien daar op lange termijn een hoger verwacht netto rendement of een lager verwacht risico tegenover staat;
- Dienen de additionele kosten en risico's voor actief beleggen te worden goedge maakt door een (verwachte) outperformance. Het Fonds maakt voor elke beleggingscategorie een expliciete keuze tussen actief en passief beleggen, of een mix van beide;

¹ Hiermee wordt bedoeld dat het Fonds een lange termijn belegger is.

- Worden risico's waar naar verwachting geen beloning tegenover staat zoveel als praktisch mogelijk gereduceerd;
- Heeft het Fonds geen lange termijn visie op valuta. De verplichtingen zijn in Euro en de beleggingen kunnen ook in andere valuta zijn genoteerd. Het Fonds maakt een expliciete keuze of het de vreemde valuta wil afdekken. Bij die afweging spelen kosten en risicomanagement een belangrijke rol;
- Houdt het Fonds rekening met de looptijd en de kenmerken van de verplichtingen. Daarbij staart het Fonds zich niet blind op de huidige opgebouwde nominale aanspraken, maar houdt zij ook rekening met mogelijke indexaties en toekomstige ontwikkelingen in de verplichtingen;
- Vereist het Fonds een hoger rendement indien ze haar vermogen langer uitzet;
- Houdt het Fonds in haar beleggingsbeleid rekening met mogelijke onevenwichtigheden in de markt. Dit kan leiden tot het afbouwen van risico, maar ook tot het toevoegen van risico.

3.3. Asset allocatie is de belangrijkste keuze

De financiële ontwikkeling van het Fonds wordt vooral gedreven door de asset allocatie ('80% van het rendement wordt verklaard door asset allocatie, 20% door de invulling'). Onder asset allocatie verstaat het Fonds in welke beleggingscategorieën wordt belegd en in welke verdeling, inclusief de looptijd van de vastrentende categorieën (renterisico) en de valuta van de categorieën (valutarisico). Daarom:

- Hanteert het Fonds een top-down aanpak waarbij de meeste tijd wordt besteed aan het asset allocatie vraagstuk;
- Kiest het Fonds bij elke categorie expliciet voor een bepaalde benchmark. De benchmark bepaalt grotendeels de invulling²;
- Geven de rapportages het Fonds inzicht in de resultaten van de gemaakte beleidskeuzes waarbij de meeste aandacht wordt gegeven aan de belangrijkste keuzes.
- Hanteert het Fonds een rebalancing methodiek.

3.4. Diversificatie is van belang

Diversificatie zorgt voor spreiding en voorkomt concentratierisico's. Niet alle eieren in één mandje. Het Fonds wil echter ook waken voor schijn diversificatie. Het Fonds is zich bewust van de beperkingen van diversificatie: in extreme marktomstandigheden kunnen diversificatievoordelen wegvallen. Daarom:

- Spreidt het Fonds de risico's door in meerdere beleggingscategorieën te beleggen;
- Dient een beleggingscategorie voldoende omvang te hebben om diversificatievoordeel op te leveren;
- Wordt de toegevoegde waarde van diversificatie afgezet tegen de extra kosten en risico's van complexe beleggingen en het 'governance budget';

² Met name bij passieve mandaten.

- Spreidt het Fonds de risico's door binnen een beleggingscategorie in meerdere titels/instellingen te beleggen indien de omvang van de asset class het toelaat;
- Gebruikt het Fonds wel statistische maatstaven (risicobudget/tracking error) maar is het Fonds zich ervan bewust dat daarin onzekere diversificatie-aannames worden gedaan.

3.5. Het Fonds is kostenbewust

De kosten bepalen mede de pensioenhoogte. Door de lange horizon kan het Fonds profiteren van 'rente op rente', maar heeft het ook last van 'kosten op kosten'. De verwachte opbrengsten zijn vaak onzeker, maar de kosten niet. Daarom:

- Maakt het Fonds een expliciete keuze tussen 'make' (zelf doen) en 'buy' (uitbesteden) waarbij de gevolgen voor professionaliteit, continuïteit en kosten worden afgewogen;
- Hanteert het Fonds eenduidige verantwoordelijkheden in de eigen organisatie en bij externen (geen dubbel werk);
- Accepteert het Fonds alleen hogere kosten als dat leidt tot een aantoonbaar hoger verwacht rendement, dan wel leidt tot een kwaliteitsverbetering;
- Worden rendement-risico analyses en rapportages altijd gepresenteerd na aftrek van kosten;
- Weegt het Fonds kosten expliciet mee in het oordeel of een investering na kosten een voldoende hoog rendement genereert. Dit doet het Fonds zowel bij de keuze voor een bepaalde beleggingsmix (bepaalde beleggingscategorieën zijn immers duurder dan andere) als bij de invulling van een beleggingscategorie.

3.6. Het bestuur is verantwoordelijk voor en aanspreekbaar op de beleggingen

Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleggingsproces, de beleggingsportefeuille en de organisatie van de beleggingen. Dat betekent niet dat het bestuur ook alle werkzaamheden zelf uitvoert. Uitbesteding van delen van het proces kan nodig zijn om de beste kennis en expertise in huis te halen. Het Fonds belegt daarbij alleen in categorieën en strategieën die het begrijpt en het acht maatschappelijk verantwoord beleggen onderdeel van de bestuurlijke verantwoordelijkheid. Daarom:

- Wil het Fonds een uitlegbaar beleggingsbeleid voeren waarbij het ook als het misgaat kan uitleggen waarom destijds bepaalde beleggingsbeslissingen zijn genomen;
- Heeft het Fonds een inspanningsverplichting om (nieuwe) beleggingscategorieën, -constructies en -instrumenten te doorgronden. Het Fonds legt het deskundigheidsniveau van het bestuur vast in een geschiktheidsplan;
- Hanteert het Fonds gezond verstand bij investeringsbeslissingen en kan het bestuur de karakteristieken van de beleggingen uitleggen aan de achterban;
- Wil het Fonds zicht hebben op de eindbeleggingen (look through);
- Hanteert het Fonds de juiste checks and balances om belangenverstremeling te voorkomen (geen dubbele petten);
- Streeft het Fonds de kennis, kunde en het gedrag na om de partijen aan wie is uitbesteed te kunnen beoordelen en een volwaardige gesprekspartner te zijn (countervailing power); en

- Besteedt het Fonds voor meer complexe of minder liquide instrumenten meer tijd en aandacht aan bijvoorbeeld de waardering en betrouwbaarheid van cijfers.

3.7. Het bestuur houdt rekening met milieu, sociale en governance-overwegingen

ESG beleggen draagt bij aan haar lange termijn doelstelling en is onderdeel van haar fiduciaire taak.

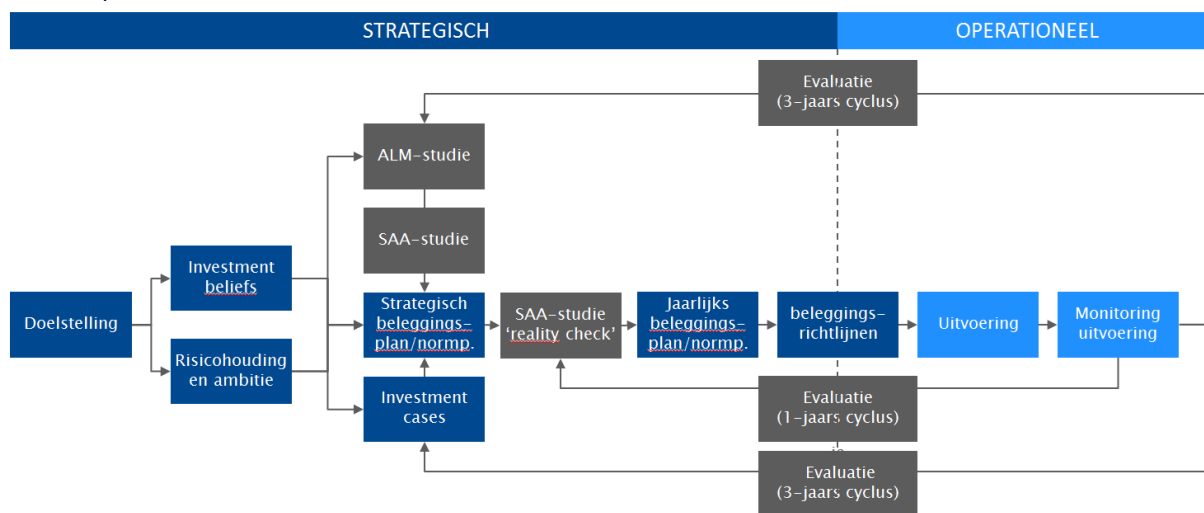
Het Fonds is zich bewust van de invloed die zij als belegger kan uitoefenen. Daarom:

- Is bij beleggingsbeleid-beslissingen de ESG-impact onderdeel van de besluitvorming;
- Voert het Fonds een ESG-beleid waarover verantwoording wordt afgelegd;
- Heeft het Fonds ook aandacht voor de mogelijke negatieve consequenties die een (te) strikt MVB-beleid kan hebben op de omvang van het belegbaar universum en het kostenniveau;
- Gaat het Fonds bij het vormgeven en implementeren van haar ESG-beleid uit van de eigen intrinsieke motivatie;
- Sluit het beleid waar mogelijk aan op maatschappelijk verantwoord ondernemen van Cosun;
- Gelooft het Fonds in een relatief aantrekkelijk risico-rendementsprofiel op de lange termijn voor bedrijven die goed presteren op criteria voor ESG;
- Mag ESG-beleid niet leiden tot een naar verwachting lager rendement;
- Wordt aandacht besteed aan de kosten van implementatie van ESG-beleid;
- Richt het Fonds zich vooralsnog niet op specifieke thema's, maar richt zich op ESG prestaties in het algemeen;
- Worden ESG-factoren meegenomen in de bestuurlijke besluitvorming omtrent beleggen, kwantitatief dan wel kwalitatief;
- Hecht het Fonds er belang aan, daar waar mogelijk, te meten wat de impact is van het ESG-beleid op de fondsresultaten;
- Geeft het Fonds er de voorkeur aan dat de beheerders waarin het Fonds belegt UNPRI hebben ondertekend; en
- Is het Fonds van mening dat ESG beleggen een leerproces is dat nog niet is volgroeid, noch bij het eigen Fonds noch in de markt van productaanbieders.

4. Beleggingsproces

Dit hoofdstuk beschrijft het proces rondom het beleggingsbeleid. Het beleggingsproces (of de beleggingscyclus) geeft op hoofdlijnen de stappen weer die het Fonds periodiek doorloopt om achtereenvolgens de volgende punten vast te stellen:

- de doelstellingen en beleidsuitgangspunten van het beleggingsbeleid (waaronder de risicohouding van het Fonds),
- de keuze voor het strategisch beleggingsbeleid vanuit de doelstellingen en beleidsuitgangspunten,
- de implementatie en de eventuele uitbesteding van de uitvoering van het strategisch beleggingsbeleid,
- de monitoring van de voorgaande stappen op basis van een rapportagekader, en
- de evaluatie en (waar nodig) bijsturing van het beleidskader en/of de (strategische) portefeuille.



Taakverdeling

Het bestuur is eindverantwoordelijk voor (de naleving van) het proces en de beslissingen die daarin worden genomen. Door heldere omschrijving van proces, taken en verantwoordelijkheden beoogt Het Fonds een consistent proces te waarborgen. Het Fonds heeft daarom de taken en verantwoordelijkheden per partij opgenomen in een RACI-matrix. Deze is opgenomen in het huishoudelijk reglement van het Fonds.

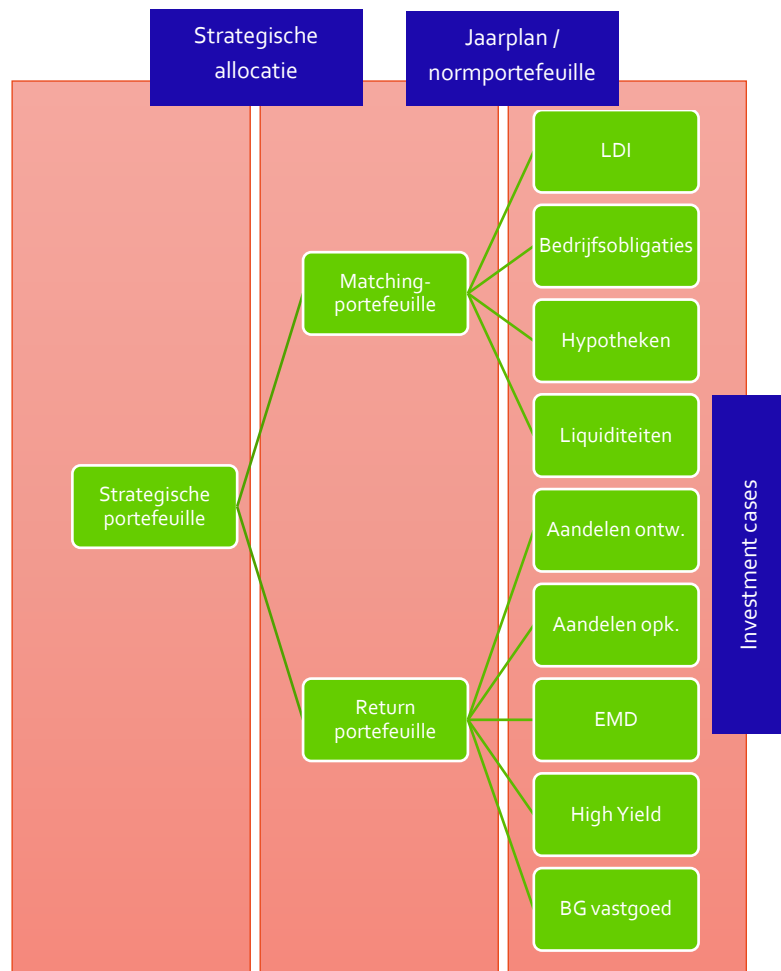
4.1. Bepalen doelstelling en risicohouding

Het bestuur bepaalt de doelstelling van het beleggingsbeleid en stelt de risicohouding en risicobereidheid vast in overleg met de sociale partners, horende het advies van het verantwoordingsorgaan. De doelstelling en de risicohouding vormen de input voor de ALM-studie die wordt gebruikt om te komen tot de keuze van het strategisch beleggingsbeleid.

4.2. Bepalen strategisch beleggingsbeleid

4.2.1. Beleggingsportefeuilles

Het bestuur heeft ervoor gekozen om binnen de beleggingsportefeuille onderscheid te maken tussen twee onderliggende beleggingsportefeuilles: de matchingportefeuille en de returnportefeuille. De matchingportefeuille is ingericht met vastrentende beleggingen in euro's en een zekere kasstroom met als doelstelling om de karakteristieken van de verplichtingen te repliceren. De returnportefeuille bestaat uit zowel vastrentende- als zakelijke waarden met als doelstelling het realiseren van overrendement ten opzichte van de verplichtingen, mede ter financiering van de toeslagambitie. De returnportefeuille kent daarmee een hoger risico dan de matchingportefeuille. Deze constructie beoogt de transparantie van de portefeuille als geheel te vergroten en explicieter aan te sluiten op enerzijds de nominale doelstelling en anderzijds indexatieambitie van het Fonds.



In het strategisch beleggingsbeleid is de allocatie naar de matching- en de returnportefeuille vastgelegd, samen met het niveau van de rente- en valuta-afdekking. Elke drie jaar wordt het strategisch beleggingsbeleid geanalyseerd met behulp van een ALM (Asset Liability Management)-studie.

4.2.2. Doel ALM-studie

De ALM-studie heeft als doel om de allocatie naar de matching- en de returnportefeuille en het niveau van de rente- en valuta-afdekking vast te stellen. In de ALM-studie wordt de verdeling over de twee portefeuilles onderzocht, maar niet de verdere invulling hiervan. De verdere invulling van de matching- en de returnportefeuille wordt onderzocht middels een Strategische Asset Allocatie (SAA)-studie.

Uitgangspunten

Voordat een ALM-studie wordt uitgevoerd, stelt het bestuur de aannames en uitgangspunten vast die worden gehanteerd in de prognoseberekeningen en draagt het bestuur er zorg voor dat deze overeenkomen met de relevante wetgeving.

De aannames en uitgangspunten hebben (onder andere) betrekking op economische verwachtingen. Het bestuur is zich bewust van de invloed van de economische uitgangspunten op de uitkomsten in de ALM-studie. Het bestuur hanteert daarom prudente verwachtingen en toetst de uitkomsten van de ALM-studie op robuustheid met betrekking tot deze aannames.

Investment cases

Voorafgaand aan de invulling van het beleggingsplan stelt het bestuur vast welke beleggingscategorieën voor het Fonds geschikt zijn om eventueel in te beleggen. Daarbij toetst zij de beleggingscategorieën aan de investment beliefs van het Fonds, waarmee wordt vastgelegd of de categorie potentieel investeerbaar is. Voor de potentieel investeerbare categorieën wordt de investment case verder uitgewerkt met doelstellingen en restricties. Voor een nieuwe beleggingscategorie wordt eerst een investment case opgesteld.

De investment case van een beleggingscategorie vormt het uitgangspunt bij de uitvoering van het beheer van de betreffende beleggingscategorie. De investment case geeft (op hoofdlijnen) aan wat het Fonds met de beleggingscategorie beoogt, op welke wijze het Fonds wil beleggen in die betreffende categorie en wat daarbij de (risico)begrenzingen zijn bij het beheer van de betreffende categorie. Bij iedere categorie wordt een afweging gemaakt of de mandaten discretionair dan wel in een fonds worden belegd, of er actief of passief beheer wordt toegepast en wat de beoogde restricties zijn. Er wordt door het fonds onderscheid gemaakt naar restricties ('harde criteria') en criteria ('zachte criteria'). Middels rapportages wordt periodiek gereflecteerd in hoeverre aan deze restricties en criteria, zoals vastgelegd in de investment cases, wordt voldaan.

De investment cases zijn door het bestuur vastgesteld, onafhankelijk van de vermogensbeheerders. De investment cases geven de fiduciair manager guidance in het manager-selectie proces en bij de monitoring na selectie. De beleggingsrichtlijnen zijn de feitelijke opdrachtformulering richting de vermogensbeheerders. Elke drie jaar (in lijn met de ALM-studie) worden de investment cases herzien.

SAA-studie

De verdere invulling (optimalisatie) van de matching- en de returnportefeuille vindt plaats, in het verlengde van de ALM-studie, middels een SAA-studie. Hierbij wordt de allocatie naar

beleggingscategorieën binnen de matching- en de returnportefeuille bepaald. Zowel kwantitatieve argumenten (rendement versus risico) als kwalitatieve argumenten (macro-economische omgeving, beschikbaarheid, waarderingen) spelen hierbij een rol. Het resultaat van de SAA-studie is de vaststelling van de normportefeuille: de wegingen per beleggingscategorie binnen de matching- en de returnportefeuille. De strategische normportefeuille is vastgelegd in het meerjarenplan.

Voor het nader invullen van de strategische normportefeuille, binnen de grenzen voor de matching- en de returnportefeuille, en het beoordelen van de aantrekkelijkheid en exacte weging van een beleggingscategorie laat het bestuur zich adviseren door de BAC.

4.2.3. Bepalen normportefeuille in jaarplan

Normportefeuille

Jaarlijks wordt een beleggingsplan opgesteld waarin de te voeren normportefeuille en het operationele beleggingsbeleid voor het komende jaar nader wordt geconcretiseerd binnen de kaders en risicogrenzen van het strategisch beleggingsbeleid.

Jaarlijks wordt getoetst of er aanleiding is de normportefeuille aan te passen binnen de restricties van het strategisch meerjarenplan, middels de 'reality check'. De evaluatie is gebaseerd op risicopremies, zoals gehanteerd voor de verschillende beleggingscategorieën, en de relatieve aantrekkelijkheid van de markten. Daarbij wordt er gekeken naar kwalitatieve overwegingen (macro-economische omgeving, beschikbaarheid) om de normwegingen eventueel aan te passen. Nadat de jaarlijkse 'reality check' is uitgevoerd, wordt in het jaarplan de normportefeuille voor het betreffende jaar opgenomen. Het Fonds heeft geen investment beliefs die aanleiding geven tot jaarlijkse grote verschuivingen in de allocatie naar beleggingscategorieën en het Fonds voert geen tactisch beleid. De jaarlijkse aanpassingen in de normportefeuille zijn daarom doorgaans beperkt.

Jaarlijks beleggingsplan

Het jaarlijks beleggingsplan bevat in elk geval de volgende onderdelen:

- normportefeuille (invulling portefeuilles),
- bandbreedtes normportefeuille,
- benchmarks, en
- risicoprofiel normportefeuille.

Herbalanceringsbeleid

Wanneer de beleggingsportefeuille of rente/valuta-afdekking van het Fonds buiten de bandbreedtes, zoals gedefinieerd in het strategisch meerjarenplan, raakt, zal de fiduciair manager een voorstel doen tot aanpassing middels een memo met daarin de geplande herbalancing over de verschillende categorieën. Indien de portefeuille zich binnen de bandbreedtes bevindt, kan de BAC echter ook besluiten om richting de normwegingen te herbalanceren. Dit geldt alleen als er strategische overwegingen zijn om het risico van de portefeuille bij te sturen. Voor een uitgebreidere beschrijving van het herbalanceringsbeleid, zie het jaarplan beleggingen.

Tactisch beleid

Het Fonds ziet vanuit de risicohouding en de investment beliefs geen toegevoegde waarde in het actief afwijken van de normportefeuille, ofwel het voeren van tactisch beleid. Het Fonds voert derhalve geen tactisch beleid uit, hetgeen betekent dat het Fonds geen bewuste (tijdelijke) over- of onderwegingen ten opzichte van de normportefeuille aanbrengt binnen de portefeuille. Over- of onderwegingen kunnen daarmee in principe alleen het resultaat zijn van bewegingen van markten, die middels herbalancering weer binnen de (grenzen van) de normportefeuille worden gebracht conform het beleid van het Fonds.

Daarnaast geldt dat binnen beleggingsfondsen, waar gekozen is voor actief beheer, eventueel wel bewust kan worden afgeweken van de benchmarks, als gevolg van het actieve beleid dat binnen de beleggingsfondsen wordt gevoerd.

4.2.4. Managerselectie beleid

Wanneer is besloten in welke strategieën en beleggingscategorieën wordt belegd en aan welke eisen een beleggingsfonds of manager moet voldoen, wordt het selectieproces opgestart. De uitvoering van het managerselectie proces is uitbesteed aan de fiduciair manager. Het managerselectie proces heeft als doel dat elke beleggingscategorie de investeringsmogelijkheden maximaliseert binnen een optimaal risico/rendement raamwerk. Deze sectie beschrijft het proces van het selecteren en monitoren van externe managers.

Governance

De governance rond dit proces is als volgt ingericht:

- bestuur: besluitvorming. Het bestuur stelt de criteria vast (conform investment beliefs en investment cases),
- BAC: adviseren en monitoren. De BAC monitort de managers op basis van de rapportages van de fiduciair manager en de beschikbare factsheets en jaarverslagen, en
- fiduciair manager: monitoren, voorbereiden en uitvoeren. De fiduciair manager monitort de managers op continue basis. Indien een nieuwe, of het vervangen van een bestaande, externe manager voorgesteld wordt, bereidt de fiduciair manager het voorstel voor.

De fiduciair manager gaat hierin van een long list naar een short list (bestaande uit minstens drie managers) en stelt uiteindelijk de manager of het beleggingsfonds voor waar zij zelf de voorkeur aan geeft. De BAC besluit hierover zolang dit binnen haar mandaat ligt, of besluit dit voor te leggen aan het bestuur, wanneer daar een reden voor is.

Managerselectie

Het selectieproces beleggingen kan om meerdere redenen in gang worden gezet. De evaluatie van het strategisch beleggingsbeleid kan aanleiding geven om hierin wijzigingen aan te brengen³. De

³ Na de bepaling van de strategische mix, beleggingscategorieën, benchmark en actief of passief, volgt de keuze voor de manager.

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

Het Fonds heeft restricties ('harde criteria') en criteria ('zachte criteria') vastgelegd die dienen te worden gehanteerd bij het selecteren van managers. Deze restricties en criteria zijn opgenomen in de investment cases.

In onderstaande figuur is het selectieproces schematisch weergegeven.



Selectie beleggingsfondsen van de fiduciair manager (intern beheer)

De fiduciair manager belegt namens het Fonds ook in beleggingsfondsen die intern beheerd worden. De LDI portefeuille wordt extern beheerd. Deze portefeuille wordt echter wel gemonitord door de fiduciair beheerder. Het bestuur is van mening dat risicobeheersing en balansbeheer onderdeel van de taak van de fiduciair manager is.

Voor de overige liquide beleggingsfondsen geldt dat de fiduciair manager selectievoorstellen doet waarbij dezelfde selectiecriteria worden gehanteerd voor eventuele eigen fondsen als voor externe fondsen. Het Fonds geeft expliciete goedkeuring voordat in een nieuwe beleggingsfonds wordt geïnvesteerd.

Het managerselectie proces combineert zowel een kwantitatieve- als een kwalitatieve benadering om de meest optimale combinatie van managers te identificeren. Het managerselectie proces bestaat uit drie stappen:

- stap 1: kwantitatieve screening,
- stap 2: kwalitatieve selectie, en
- stap 3: portefeuille constructie.

De investment cases vormen het uitgangspunt voor de managerselectie. Hierbij kunnen additionele restricties worden toegevoegd per beleggingscategorie.

4.2.5. Monitoring en evaluatie

Monitoring

De managers die door het Fonds zijn geselecteerd worden door de fiduciair manager gemonitord. Het monitoren gebeurt op continue basis. De monitoring wordt periodiek conform vaste procedures uitgevoerd. Vervolgens wordt hierover aan de BAC gerapporteerd.

Evaluatie

De evaluatie van een externe manager is een continu proces. Het is de resultante van het monitoringsproces dat gedurende het jaar plaatsvindt. Naast de continue evaluatie die voortvloeit uit de monitoring, is er ook een jaarlijkse evaluatie.

Evaluatie portefeuille invulling – jaarlijks

Daarnaast wordt de invulling van de portefeuille (het jaarlijkse beleggingsplan) jaarlijks geëvalueerd, voorafgaand aan de jaarlijkse SAA-studie. De invulling van de returnportefeuille van het Fonds wijkt af van een standaard wereldwijde marktgewogen aandelenindex, zoals de MSCI World All Countries Index. Het bestuur beseft dat de hierin gemaakte keuzes op korte termijn (maar mogelijk ook op lange termijn) negatieve resultaten kunnen geven. Deze keuze wordt daarom jaarlijks ook kwantitatief geëvalueerd door de (drie- en vijf-jaars) rendementen en risico's af te zetten tegen de risico's en rendementen, indien de betreffende keuzes niet zouden zijn gemaakt (ofwel een overzicht van de risico-rendementen per stap).

Evaluatie uitvoering vermogensbeheer – jaarlijks

De resultaten van de uitvoering van het beleggingsplan worden jaarlijks geëvalueerd aan de hand van doelstellingen en restricties zoals vastgelegd in de investment cases van de verschillende beleggingscategorieën. Het doel is om inzicht te krijgen in de resultaten van de uitvoering van het beleggingsplan op rendement, risico en kosten op de verschillende niveaus in de portefeuille. Deze evaluatie geeft ook inzicht in de toegevoegde waarde (over de afgelopen jaren) van actief beheer op totaal niveau, per beleggingscategorie en per manager.

Evaluatie uitvoerders – jaarlijks

De jaarlijkse evaluatie van de fiduciair manager, de custodian, en de externe beleggingsadviseur maken deel uit van het uitbestedingsbeleid waarbij de partijen, aan wie diensten zijn uitbesteed, regelmatig worden beoordeeld. Daarnaast voert de BAC jaarlijks een zelfevaluatie uit. De evaluaties worden gedeeld met het bestuur.

Reguliere monitoring – per kwartaal of maand

Het Fonds monitort de uitvoering van het beleggingsbeleid aan de hand van de rapportages van haar fiduciair manager. De fiduciair manager levert, naast gevraagde en ongevraagde ad hoc rapportages, zowel maand- als kwartaalrapportages die in de BAC en het bestuur worden besproken.

Het bestuur monitort door middel van een rapportage over minimaal de volgende zaken:

Voor elke beleggingscategorie en de totale portefeuille

- portefeuille-overzichten in marktwaarden begin en einde periode op transactiebasis, inclusief lopende rente in Euro,
- waarde vermogenswinst of -verlies in Euro,
- fonds- en benchmarkrendement in procenten, en
- (harde) restricties en (zachte) criteria zoals vastgelegd in de investment cases voor elk van de managers/beleggingscategorieën.

Voor de totale portefeuille

- beknopte toelichting op het gevoerde beleggingsbeleid,
- verwachtingen voor de komende periode,
- overzicht van valuta-, rating-, duration- en looptijdverdeling voor totale vastrentende portefeuille,
- overzicht van regio- en sectorenverdeling voor de totale aandelenportefeuille,
- overzicht of voldaan is aan de vooraf vastgestelde risicolimieten, waaronder minimum en maximum allocatie van de beleggingscategorieën en valuta, en
- overzicht aangaande renteafdekking, bijbehorende bandbreedtes en ex-post en ex-ante afdekkingsniveau.

Daarnaast vraagt de fiduciair manager elk kwartaal een compliance-verklaring op bij de beheerders van de beleggingsfondsen. In deze verklaring moeten de beheerders aangeven of ze zich in de betreffende periode gehouden hebben aan de richtlijnen uit de prospectus. De fiduciair manager rapporteert vervolgens weer aan de BAC en het bestuur of de vermogensbeheerders zich hebben gehouden aan de vastgelegde restricties.

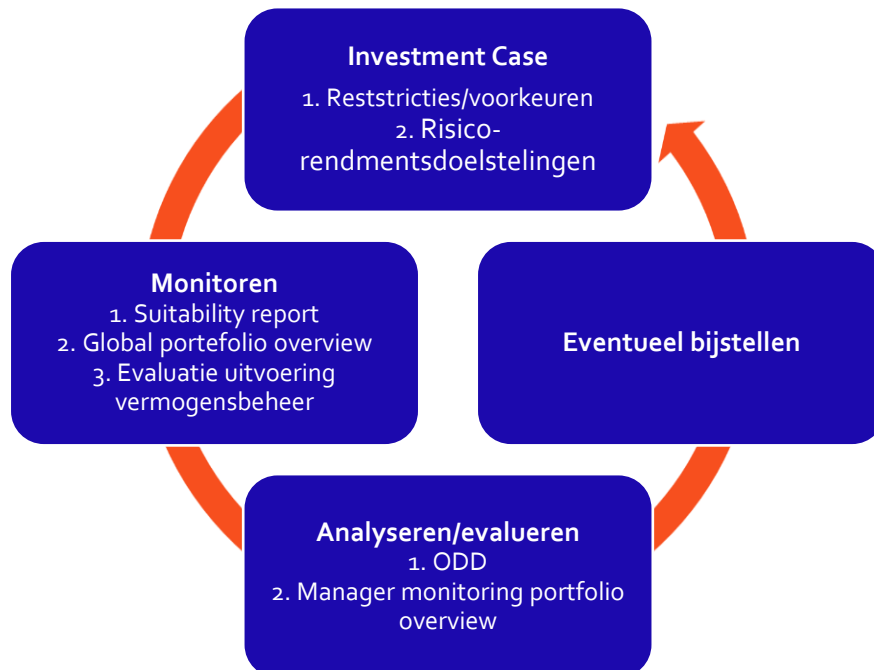
Proces bij constatering van afwijking op harde restricties en (zachte) criteria

De scores op harde restricties zoals opgenomen in hoofdstuk 2 van de investment cases veranderen niet frequent. Bij de keuze voor een beleggingsfonds van een bepaalde vermogensbeheerder, zal voldaan moeten worden aan deze harde restricties. Mocht toch niet meer aan een hard criterium voldaan worden door de vermogensbeheerder, zal op korte termijn een analyse hiervan gemaakt moeten worden. Mocht uit deze analyse blijken dat de afwijking een incident is en dat deze op korte termijn (binnen 1 kwartaal) hersteld wordt, dan is geen verdere actie noodzakelijk. Anders wordt een nieuw selectietraject gestart om de vermogensbeheerder te vervangen. Concreet leidt eenzelfde afwijking op (een of meerdere) restrictie(s) in het tweede opeenvolgende kwartaal tot de start van een selectietraject. Een en ander na vaststelling door de BAC tijdens een reguliere BAC-vergadering.

De zachte criteria zoals opgenomen in hoofdstuk 2 van de investment cases moeten worden beschouwd als voorkeuren. Het niet voldoen aan één of enkele van deze voorkeuren op zich is geen aanleiding om een nieuw selectietraject op te starten. Het wel of niet vervangen van een vermogensbeheerder hangt in dat geval af van een gedegen analyse, waarbij ook het resultaat op de risico-rendementsdoelstellingen, de evaluatie van de uitvoering door de vermogensbeheerder, de ODD (Operational Due Dilligence) en de kwantitatieve en kwalitatieve beoordeling door de manager selecteur meegenomen moet worden. Mocht het oordeel van de BAC over deze

vermogensbeheerder op basis van deze analyse negatief zijn, dan zou de vermogensbeheerder op een redelijke termijn (binnen 1 jaar) vervangen kunnen worden.

Het proces ziet er dan als volgt uit:



Bij constatering van een afwijking op de zachte criteria (voorkeuren) in het suitability report, wordt in het volgende kwartaal door de Fiduciair manager een analyse gemaakt van de oorzaak van de afwijking. Deze analyse wordt besproken in de BAC en er wordt vastgesteld op basis van de gegevens uit de evaluatie uitvoering vermogensbeheer en de ODD of er aanleiding is (gelet op het meerjarig niet voldoen aan de risico-rendementsdoelstelling) om de vermogensbeheerder aan te houden danwel te onderzoeken of dit beleggingsfonds moet worden vervangen. Na een selectietraject kan de BAC alsnog besluiten het bestaande fonds aan te houden indien alternatieve beleggingsfondsen ook dergelijke afwijkingen blijken te hebben en een vervanging dus geen oplossing hiervoor biedt. Overwegingen en onderbouwingen worden vastgelegd en in de monitoring wordt de 'rode vlag' vervangen door een 'oranje vlag'. Deze oranje vlag wordt groen als er een verandering ten gunste van de criteria door de vermogensbeheerder wordt doorgevoerd. De oranje vlag wordt rood indien een verandering door de vermogensbeheerder wordt doorgevoerd die (nog steeds niet) voldoet aan de voorkeuren van het Fonds. Zonder veranderingen blijft de vlag oranje.

5. Strategische allocatie

Het bestuur heeft naar aanleiding van de in 2022 uitgevoerde ALM-studie gekozen voor een strategisch beleggingsbeleid, waarbij de kans op korten (op nominale aanspraken én op opbouw), herstel en kansen op toeslagverlening de belangrijkste criteria zijn geweest. Daarnaast is de risicobereidheid van het bestuur mede bepalend geweest voor de uiteindelijke keuze voor de vormgeving van het strategisch beleggingsbeleid. De onderbouwing van de keuze die het bestuur heeft gemaakt is vastgelegd in de eindpresentatie van de ALM-studie en is geen onderdeel van dit strategisch beleggingsplan.

5.1. Asset allocatie

Het Fonds hanteert het beleid dat bij lage of hoge dekkingsgraden het risico in de portefeuille kan worden afgebouwd. Dit ter bescherming van de nominale verplichtingen bij lage dekkingsgraden en het consolideren van de goede financiële positie van het Fonds bij hoge dekkingsgraden.

De ALM-studie waarop het beleggingsbeleid is gebaseerd is uitgevoerd naar aanleiding van een stijging van de (actuele UFR-)dekkingsgraad tot boven 125% en een stijging van de rente tot boven de 2,5%. Naar aanleiding van deze ALM-studie, is de beleggingsmix en de mate van afdekking van het renterisico niet aangepast.

Hieronder is het strategisch beleggingsbeleid weergegeven.

Beleggingsmix ⁴	Min	Norm	Max
Matchingportefeuille	45%	55%	65%
Returnportefeuille	35%	45%	55%

De strategische normportefeuille op basis van de ALM-studie is als volgt:

Categorie		Strategische Normportefeuille
Matching	QiF-portefeuille	22%
	Bedrijfsobligaties Euro	19%
	Hypotheke	14%
Return	Aandelen	25%
	Ontwikkeld	11%
	Private Equity	3%
	Opkomend	6%
	Infrastructuur	5%
	Hoogrentend	20%
	High Yield	8%
EMD HC	6%	

⁴ In de monitoring door KCM wordt gebruik gemaakt van een andere toewijzing van beleggingscategorieën naar de matching- en return portefeuille. De hier vermelde indeling is leidend met betrekking tot de eventuele herbalancering tussen matching- en returnportefeuille.

Categorie	Strategische Normportefeuille
	EMD LC 6%

De normportefeuille wordt jaarlijks vastgesteld in het jaarplan beleggingen na het uitvoeren van de 'reality check', zie hoofdstuk 4. Indien de normportefeuille afwijkt van de strategische normportefeuille, dan wordt dat in het jaarplan beleggingen toegelicht. De jaarlijkse normportefeuille dient te passen binnen (de bandbreedtes van) het strategisch plan. De bandbreedtes per beleggingscategorie en de wijze waarop wordt geherbalanceerd is vastgelegd in het jaarplan beleggingen.

De matchingportefeuille is ingericht met vastrentende beleggingen die als doelstelling hebben de karakteristieken van de verplichtingen te repliceren. Ten behoeve van het repliceren van deze karakteristieken van de verplichtingen wordt een voorkeur gegeven aan beleggingen die een duratie hebben, echter beleggingen die voldoen aan de hieronder gestelde criteria (zoals geldmarktfondsen en meer renderende vervangende alternatieven hiervoor) zonder noemenswaardige duratie zijn niet per definitie uitgesloten. De volgende criteria worden gesteld aan beleggingen / beleggingscategorieën om opgenomen te worden in de matchingportefeuille:

- De beleggingscategorie dient een vastrentende waarde categorie te zijn waarbij het moment waarop betalingen plaatsvinden zeker moet zijn en het risico op wanbetaling zeer klein moet zijn;
- Om het risico op wanbetaling te beperken dienen instrumenten in de matching portefeuille minimaal een investment grade beoordeling te hebben;
- De beleggingscategorie dient in Euro te zijn.

De matchingportefeuille bestaat op 30 september 2023 uit de QIF-portefeuille (bestaande uit rentederivaten, supranationale obligaties en eventueel onderhands staatsgegarandeerde leningen), investment grade bedrijfsobligaties, NL Woninghypotheken en geldmarktfondsen.

De returnportefeuille bestaat uit beleggingen die niet meetellen voor de renteafdekking. Dit zijn op 30 september 2023 aandelen ontwikkelde markten, Private Equity, aandelen opkomende markten, beursgenoteerd infrastructuur, High Yield⁵, EMD HC en EMD LC⁶.

In de investment cases is vastgelegd op welke wijze het Fonds in de categorie wil investeren. Daarin zijn onder meer de benchmarks en de gewenste restricties en criteria opgenomen waaraan de portefeuille en de operationeel vermogensbeheerder moeten voldoen.

⁵ Hoogrentende/risicovolle obligaties

⁶ Obligaties in opkomende landen in local currency (LC) / hard currency (HC)

5.2. Renteafdekking

De huidige mate van renteafdekking (75%) betreft een vaste rente-afdekking. Het Fonds hanteert de volgende uitgangspunten voor de rente-afdekking:

1. Een rente-staffel past bij het pensioenfonds:
bij een hogere rente neemt het risico toe waardoor het logisch is om meer af te dekken.
2. Het pensioenfonds heeft de voorkeur voor een eenzijdige staffel:
het pensioenfonds heeft de laatste jaren in de praktijk ervaren dat het renterisico groter kan zijn dan vooraf ingeschat. Dat wenst het fonds niet nog een keer mee te maken.
3. Het pensioenfonds wil meer renterisico afdekken bij een lagere dekkingsgraad:
bij een lagere dekkingsgraad is de risicobereidheid lager en de focus op nominale aanspraken groter. Dan past het om risico's die niet structureel beloofd zijn (zoals het renterisico) terug te nemen.
4. Renterisico wordt niet in isolement beoordeeld:
Het renterisico hangt samen met het inflatierisico (als de inflatie sterk toeneemt is de kans groot dat de rente ook stijgt) en kan tot diversificatie leiden met het aandelenrisico (als de rente sterk stijgt kan dat leiden tot een daling van de aandelenkoersen). Daarom beoordeelt het pensioenfonds de mate van renterisico in samenhang met de andere balansrisico's. 100% rente-afdekking lijkt daarbij suboptimaal.

Ten aanzien van deze uitgangspunten wordt gesteld dat:

- Het (verder) verhogen van de renteafdekking in het huidige toezichtskader en de huidige financiële positie niet noodzakelijk is;
- Ter vermindering van het korte termijnrisico ten aanzien van de invaardekkingsgraad, het mogelijk is om de renteafdekking te verhogen indien de huidige (actuele nominale) dekkingsgraad dicht bij deze invaardekkingsgraad (vooralsnog gesteld op 110%) komt.
- Het Fonds geen beleggingen heeft die het inflatierisico afdekken (zoals inflatieswaps). Daardoor is het Fonds bij het "dichtzetten" van de nominale rente bij het bereiken van een reële dekkingsgraad van 100% nog steeds niet beschermd tegen de effecten van inflatie;
- Er onvoldoende middelen zijn om risicovrij de verwachte inflatie te kunnen vergoeden. Hierdoor dient het Fonds beleggingsrisico te nemen, om zodoende de gerealiseerde inflatie te kunnen vergoeden. Op het moment dat het Fonds voldoende vermogen/middelen heeft om ook de verwachte inflatie te vergoeden, zou (een deel van) dit risico afgebouwd kunnen worden. Dit wordt echter niet alleen bereikt door (een deel van) het nominale renterisico af te bouwen.

Op basis van bovenstaande punten is door de BAC geconcludeerd dat de huidige mate van renteafdekking (75%) vooralsnog een vaste renteafdekking is, maar er signaleringen gehanteerd

⁷ Onder eenzijdig wordt verstaan dat de rente-afdekking wordt verhoogd als de rente stijgt maar niet meer wordt verlaagd als de rente vervolgens daalt

worden om de renteafdekking in kwalitatieve zin te onderzoeken. De signaleringen geven op die manier een moment in de tijd aan waarop de mate van renteafdekking in kwalitatieve zin opnieuw onderzocht kan worden, zonder dat hierbij een nieuwe ALM-studie (en derhalve een kwantitatief onderzoek) uitgevoerd hoeft te worden. De signaleringen betreffen:

- Het bereiken van een actuele (nominale) dekkingsgraad van 115% (5%-punt boven ingeschatte invaardeckingsgraad). Doel: bekijken of de renteafdekking naar boven bijgesteld kan worden, om het effect van rentedalingen op de hoogte van de nominale dekkingsgraad te beperken waardoor de invaardeckingsgraad beschermd wordt;
- Het bereiken van een 20-jaars rente van 4,0%⁸. Doel: afwegen of de kans dat de (nominale) rente daalt groter is dan de kans dat de (nominale) rente stijgt. Indien de kans op een daling, gelet op de ontwikkeling van bijvoorbeeld de inflatie a.d.h.v. de reële rente, groter wordt geacht is het mogelijk goed om de renteafdekking te verhogen;
- Bij het vaststellen van het beleggingsbeleid in het kader van de nieuwe pensioenregeling. Doel: bepalen of, vooruitlopend op het nieuwe beleggingsbeleid, een eerste stap gezet kan/moet worden gezet met betrekking tot het niveau van de renteafdekking of curvepositie.

5.2.1. Instrumenten

De renteafdekking wordt vormgegeven door de matchingportefeuille. Deze bevat de QIF-portefeuille (bestaande uit renteswaps, supranationale staatsobligaties, AAA-AA Euro staatsobligaties, onderhands staatsgegarandeerde leningen en geldmarktfondsen), investment grade bedrijfsobligaties (op basis van de benchmark duratie van Euro credits) en NL woninghypotheken.

5.2.2. Bijsturing renteafdeckingspercentage

Er wordt een soft trigger van 2,5%-punt rondom de norm renteafdekking gehanteerd. Zodra de ex-ante renteafdekking meer dan 2,5%-punt afwijkt van de norm renteafdekking, zal de fiduciair manager via de reguliere rapportage een voorstel tot eventuele aanpassing doen. Bij een keuze voor een gemotiveerde handhaving van een overschrijding van de bandbreedte, zal eerst het bestuur worden geraadpleegd, want op basis van verschillende overwegingen kan van de staffel worden afgeweken.

5.2.3. Curvebeleid

Het curvebeleid is opgesteld om het curverisico te beperken. In het curvebeleid is vastgelegd hoe de renteafdekking over verschillende (looptijden)buckets wordt verdeeld. Het Fonds onderscheidt negen verschillende looptijdenbuckets. Het Fonds dekt per bucket dezelfde mate van de rentegevoeligheid op die betreffende (looptijden)bucket af. Deze normafdekking is gelijk aan de

⁸ Alhoewel arbitrair, is hierbij gekozen voor een renteniveau dat naar verwachting niet op heel korte termijn wordt bereikt. Daarnaast is dit het renteniveau dat in een eerder rente-afdeckingsbeleid (2012) is gebruikt als grensniveau (voor afdekking van 100%).

mate van renteaftdekking zoals vastgesteld in het de eenzijdige strategische rentestafel. Per looptijdbucket wordt een boven- en ondergrens van 2,5% van de rentegevoeligheid van de totale verplichtingen (PV01) aan bandbreedte aangehouden. Bij overschrijding van de bandbreedte wordt de volledige renteaftdekking geherbalanceerd naar de norm, waarbij een voorstel met betrekking tot de inzet van de instrumenten waarmee de aftdekking wordt vormgegeven wordt besproken in de BAC.

Per eind 2023 is de strategische curveverdeling als volgt:

Looptijd	Ondergrens	Norm	Bovengrens
2	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
5	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
10	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
15	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
20	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
25	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
30	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
40	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
50	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01
Totaal	-/- 2,5% PV01	75%	+/- 2,5% PV01

In de jaren 2022 t/m 2027 zal minimaal eens per jaar een gerichte (prijs)indicatie gevraagd worden ten aanzien van het handelen in lange looptijden. Naar mate het beleggingsbeleid, en met name het renteaftdekkingsbeleid, ten aanzien van het nieuwe pensioenstelsel (NPS) duidelijk wordt, zal de uitvraag vaker dan eens per jaar plaatsvinden. Op deze manier wordt getracht voeling te houden met de marktontwikkelingen.

5.3. Valuta-aftdekking

In overeenstemming met de investment beliefs, dekt het Fonds het valutarisico als volgt af:

- Het valutarisico van valuta uit ontwikkelde markten worden, voor zover het Fonds een exposure heeft van meer dan 1% van de totale omvang van de beleggingsportefeuille, als volgt aftgedekt:
 - Valutaexposure (op basis van de benchmark) in de zakelijke waarden portefeuille wordt voor 50% aftgedekt,
 - Valutaexposure (op basis van de benchmark) in de vastrentende waarden portefeuille (inclusief het valutarisico in de High Yield beleggingscategorie) wordt voor 100% aftgedekt.
- het valutarisico naar valuta uit opkomende markten wordt niet aftgedekt (let op, als voorbeeld: aandelen opkomende landen (voor 50%) en EMD (voor 100%) uitgegeven in USD wordt derhalve wel aftgedekt, maar aandelen opkomende landen en EMD in lokale valuta niet.)
- De huidige exposure naar HKD wordt op basis van de huidige doorkijk in de portefeuille (ultimo 2022) niet aftgedekt, omdat deze exposure meer gerelateerd is naar CNY dan aan de HKD.

Jaarlijks wordt de operationele valutaafdekking op basis van de bovenstaande uitgangspunten vastgesteld en vastgelegd in de beleggingsrichtlijnen. De mate van afdekking wordt periodiek gemonitord. Op dat moment wordt tevens de exposure naar HKD/CNY opnieuw beoordeeld op basis van de actuele doorkijk. Alleen bij eventuele investeringen in nieuwe beleggingscategorieën en/of bij een gewijzigde benchmark voor één of meerdere beleggingscategorieën wordt gedurende het jaar de mate van operationele afdekking eventueel aangepast.

Met betrekking tot de afdekking van de vastrentende- en zakelijke waarden portefeuilles wordt een bandbreedte van +/- 10% gehanteerd. De valuta-afdekking wordt uitgevoerd door de fiduciair manager, waarbij dagelijks onderpand wordt uitgewisseld.

Er wordt geen tactisch beleid gevoerd met betrekking tot valuta exposure.

De effectiviteit van de ex-post rente- en valuta-afdekking wordt ieder kwartaal in de reguliere rapportage gemonitord. Om de effectiviteit van de renteafdekking te beoordelen, wordt er een trigger grens van 1,0%-punt van de voorziening pensioenverplichtingen gehanteerd. Indien de ex-post realisatie van de renteafdekking meer dan 1,0%-punt van de voorziening pensioenverplichtingen bedraagt, wordt door de BAC besproken of er vervolgacties nodig zijn.

5.4. Risicohouding - balansrisico

De risicohouding van het Fonds wordt vastgelegd door een VEV-bandbreedte en een tracking error bandbreedte.

Deze ranges zijn onafhankelijk van de dekkingsgraad. De eerdere vastgestelde bandbreedte van het VEV van 110% - 118% is naar aanleiding van de uitkomsten van de ALM-studie in 2022 onveranderd vastgesteld. De bandbreedte van de tracking error (het risicobudget) is vastgesteld op 4,0% - 7,9%⁹. Deze bandbreedte van de tracking error is bepaald naar aanleiding van de uitkomsten van berekeningen over meerdere historische 10-jaars tijdsvakken, waarbij de verhouding tussen de return- en matchingportefeuille bepalend is geweest. De ondergrens is gebaseerd op een laag risico-portefeuille met een returnportefeuille van 35 en een matchingportefeuille van 65% met een renteafdekking van 75%. De bovengrens is gebaseerd op een hoog risico-portefeuille met een returnportefeuille van 55% en een matchingportefeuille van 45% met een renteafdekking van 75%.

In het jaarplan beleggingen worden de bandbreedte voor het VEV en de tracking error mogelijk verder verfijnd (in de vorm van smallere bandbreedtes).

⁹ Tracking errors op basis van risicomodel VLK (hetgeen kan afwijken van andere risicomodellen)

5.5. Beleggingsrestricties

Het Fonds hanteert beleggingsrestricties. Op strategisch niveau hebben deze restricties betrekking op het niveau van bandbreedtes ten aanzien van asset allocatie, VEV en tracking error. Ook gelden er restricties ten aanzien van credit rating, onderpand management, leverage, verantwoord beleggen, tegenpartijen en andere risico's. De uitwerking hiervan is, per beleggingscategorie, weergegeven in de investment cases. In bijlage I wordt een samenvatting van de investment cases weergegeven voor elk van de beleggingscategorieën.

6. Risicomanagement

In alle stappen van het beleggingsproces is er sprake van risico's die gemanaged dienen te worden. Daarnaast is er in de beleggingsportefeuille sprake van verschillende soorten risico's. Voor de verschillende stappen van het beleggingsproces zijn risico's geïdentificeerd waarvoor, na inschatting van de waarschijnlijkheid en omvang, bijbehorende beheersmaatregelen zijn vastgesteld. Er wordt gerapporteerd over risicomanagement op basis van monitoring en maandelijkse verslaglegging middels een risico/rendement dashboard. Hierin worden alle risico's gemonitord, inclusief de maatstaf voor tracking error en het VEV (Vereist Eigen Vermogen). Deze dienen binnen de vooraf vastgestelde bandbreedte te blijven.

De belangrijkste risicocategorieën zijn hieronder gedefinieerd.

6.1. Marktrisico

Het Fonds neemt bewust marktrisico omdat hier, naar verwachting, een risicopremie tegenover staat. De risicopremie is benodigd om de ambitie¹⁰ van het Fonds, het indexeren van de pensioenaanspraken, te kunnen realiseren. Periodiek wordt met behulp van een ALM-studie het strategisch beleggingsbeleid bepaald. Hierin wordt vastgelegd in welke mate het bestuur bereid is marktrisico te nemen in de beleggingsportefeuille. Bij het beoordelen van de resultaten in de ALM-studie is de mate van de indexatie een van de criteria.

Beheersmaatregelen:

- nadat een keuze is gemaakt over de hoeveelheid marktrisico die wordt gelopen, wordt
- vastgehouden aan dit beleid tot de herijking tijdens de volgende ALM-studie. Dit bevordert een heldere besluitvorming over het nemen van marktrisico,
- in de portefeuille wordt het risico beheerst door het stellen van bandbreedtes rondom de strategische allocatie. De maandelijkse dashboard rapportage meet of de allocatie van de werkelijke portefeuille binnen de bandbreedtes is. De grootte van de bandbreedte van een beleggingscategorie is afhankelijk van de gemiddelde volatiliteit van de categorie en wordt opgesteld naar rato van het strategische gewicht van de categorie in de normportefeuille.

6.2. Renterisico

Het Fonds loopt renterisico doordat, als gevolg van verschillen in duratie, de waarde van de verplichtingen van het Fonds anders op renteveranderingen reageert dan de waarde van de

¹⁰ Het Fonds heeft als ambitie om de pensioenaanspraken te indexeren om zodoende het inflatierisico te mitigeren. In het geval van indexeren blijft de koopkracht van de pensioenaanspraken op peil. Het Fonds kan echter geen garantie geven op een waardevast pensioen. Het kunnen indexeren van de aanspraken is (deels) afhankelijk van het rendement op de beleggingen. De ambitie is uitgebreider toegelicht in de ABTN.

beleggingen. Dit risico is, als er geen beheersmaatregelen worden genomen, zeer groot. Voor de mate van afdekking van het renterisico is een beleidskader¹¹ vastgesteld dat als richtlijn fungeert.

Beheersmaatregelen:

- het renterisico wordt (deels) afgedekt. Het bestuur heeft beleid geformuleerd met betrekking tot het niveau van deze afdekking, de curve positionering en de te gebruiken instrumenten,
- maandelijks wordt in de beleggingsrapportage(s) gerapporteerd over de tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen,
- iedere maand wordt er in de beleggingsrapportage(s) gerapporteerd over de mate van renteafdekking,
- periodiek gaat er een update van de kasstromen naar de fiduciair manager en de LDI-beheerder, en
- de effectiviteit van de renteafdekking wordt elk kwartaal geëvalueerd.

6.3. Inflatierisico

Het Fonds loopt inflatierisico door een mogelijke discrepantie tussen de werkelijke inflatie en de verwachte inflatie. Daarnaast omvat het inflatierisico het risico dat de inflatieverwachting stijgt. Een hogere inflatie heeft tot gevolg dat het opgebouwde pensioen minder waard wordt en derhalve de koopkracht van het pensioen afneemt.

Beheersmaatregelen:

- Het Fonds dekt het nominale renterisico niet volledig af, waardoor een gedeeltelijke inflatiebescherming wordt gerealiseerd;
- Het Fonds belegt in risicovolle beleggingscategorieën om op de langere termijn een hoger rendement te genereren dan benodigd om de nominale verplichtingen te dekken;
- Het Fonds houdt in de normportefeuille rekening met inflatie-gerelateerde beleggingscategorieën.

6.4. Kredietrisico

Het Fonds neemt bewust kredietrisico door het kopen van obligaties, omdat hier, naar verwachting, een risicopremie tegenover staat.

Beheersmaatregelen:

- spreiding in de normportefeuille en de gehanteerde benchmarks,
- monitoring tracking error, en

¹¹ Zie tabel renteafdekking hoofdstuk 5.

- limieten op credit ratings en/of landen en/of sectoren.

Voor vastrentende waarden geldt een minimale credit rating van CCC. Deze restrictie geldt niet voor de beleggingscategorieën obligaties opkomende markten en laagwaardig krediet (High Yield). Voor deze categorieën geldt dat de beleggingsfondsen maximaal 10% van het vermogen geïnvesteerd mogen hebben in <CCC en Not Rated. De fiduciair manager zal hierover jaarlijks rapporteren. De kredietwaardigheid van alle vastrentende waarden wordt vastgesteld op basis van de ratings van S&P, Moody's en Fitch. Indien een meerderheid van de agencies overeenstemming hebben over de rating van een bepaald instrument, wordt uitgegaan van deze rating. Indien dit niet het geval is, wordt de kredietrating van S&P gehanteerd en als deze geen rating heeft die van Moody's en anders Fitch.

Per kwartaal wordt, door middel van de DNB-kwartaalrapportage beleggingen, inzicht verkregen in de kredietwaardigheid van de portefeuille. In de managementrapportage wordt hierover aan het bestuur gerapporteerd.

6.5. Valutarisico

Het Fonds loopt valutarisico doordat de verplichtingen van het Fonds in Euro luiden, terwijl de beleggingen gespreid zijn over meerdere valuta. Naar verwachting wordt op lange termijn geen extra rendement behaald door valutarisico te nemen. Daarom wordt het valutarisico gedeeltelijk afgedekt. Voor de mate van afdekking van het valutarisico is een beleidskader¹² vastgesteld dat als richtlijn fungeert.

Beheersmaatregelen:

- afdekking van valuta's van ontwikkelde landen waar de beleggingsportefeuille voor meer dan 1% aan bloot staat,
- de afdekking van het valutarisico wordt jaarlijks op strategisch niveau gebracht, en
- iedere maand wordt in de beleggingsrapportage gerapporteerd over de afdekking van valuta.

6.6. Uitbestedingsrisico

Uitbesteding kan de continuïteit, integriteit en/of kwaliteit van de werkzaamheden schaden. Het risico bestaat eruit dat een uitvoerder/manager niet handelt volgens de belangen van het Fonds of dat de richtlijnen waarbinnen een manager mag opereren verkeerd zijn gedefinieerd.

Beheersmaatregelen:

- contracten zijn vastgesteld met inachtneming van de uitbestedingsrichtlijnen van het Fonds en de Pensioenwet,

¹² Zie tabel valuta-afdekking hoofdstuk 5.

- contracten met custodian, fiduciair en adviseur kunnen alle op korte termijn beëindigd worden¹³,
- monitoren of de fiduciair manager zich aan het mandaat houdt,
- de BAC is zich bewust van het speelveld van fiduciair managers en evalueert regelmatig het opereren van de eigen fiduciair manager. Aandachtspunten worden besproken. Contracten worden altijd door twee tekeningsbevoegden ondertekend,
- contracten worden indien nodig voorgelegd aan gespecialiseerde juristen,
- leden van de BAC bezoeken regelmatig fondsmanagers samen met de fiduciair manager en de beleggingsadviseur,
- het operational due diligence team van de manager selecteur voert onafhankelijk toezicht op de accounting, administratie en controle procedures van de externe vermogensbeheerders,
- de financiële verslaglegging en consultatie van 'corporate actions' van de vermogensbeheerders worden periodiek gecontroleerd,
- de fiduciair manager geeft een samenvatting van door hun uitbestede diensten aan derden (bijvoorbeeld fiscale diensten), en
- veranderingen worden in de Raamovereenkomst en/of SLA vastgelegd.

6.7. Integriteitrisico

Twijfel over de integriteit kan de reputatie van het Fonds schaden. Voorbeelden van integriteitrisico zijn het benadelen van derden, handelen met voorwetenschap en witwassen.

Beheersmaatregelen:

- naleving van de gedragscode van het Fonds door bestuur en medewerkers van het bestuursbureau, leveranciers en overige dienstverleners,
- er worden alleen externe vermogensbeheerders geselecteerd die onder de controle vallen van een toezichthouder en
- het toetsen van (nieuwe en al geselecteerde) externe vermogensbeheerders door de fiduciair manager. Hier wordt op kwartaalbasis over gerapporteerd in de beleggingsrapportage. In het geval er sprake kan zijn van belangenverstrengeling, wordt dit door de fiduciair manager aan de BAC voorgelegd ter beoordeling.

6.8. Derivaten

Derivaten worden binnen het Fonds alleen gebruikt om het rente- en valutarisico te verminderen of voor efficiënt portefeuillebeheer. Zie sectie 'Leverage' onder welke overige voorwaarden gebruik van derivaten binnen de beleggingsfondsen is toegestaan.

¹³ Opzegtermijn voor fiduciair manager en custodian is gelijk aan drie maanden, het contract met de externe beleggingsadviseur is dagelijks opzegbaar.

Aan het gebruik van derivaten in de portefeuille zijn de volgende risico's verbonden. Het gaat om:

- transacties in derivaten vragen (meestal) onderpand (zie sectie 'Onderpandrisico' en 'Liquiditeitsrisico'), en
- derivaten kunnen onderhandse contracten zijn, die specifiek met een tegenpartij zijn overeengekomen. Dit resulteert in tegenpartijrisico (zie sectie 'Tegenpartijrisico').

Beheersmaatregelen:

- zie secties 'Liquiditeitsrisico', 'Tegenpartijrisico', 'Concentratierisico', en 'Onderpandrisico', en,
- per kwartaal wordt door de fiduciair en de LDI-manager gerapporteerd over:
- inzage in de onderpand posities, en
- inzage in de derivaten posities en stresstesten van de derivaten posities.
- de derivatenposities met betrekking tot valuta- en renteafdekking zijn ondergebracht in de deelportefeuilles Matching Portfolio en FX (als onderdeel van de return-portefeuille) en worden tevens afzonderlijk in de rapportages van de fiduciair weergegeven. De rapportages worden ieder kwartaal in de BAC besproken, en
- voor rentederivaten is het Fonds geëquipeerd om nieuwe contracten centraal te laten clearen. Bij het afsluiten van nieuwe rentederivaten zal het Fonds een afweging maken op risico's en kosten/prijsstelling of deze al dan niet centraal gecleared worden.

6.9. Leverage

Leverage houdt in dat een belegging (deels) met geleend geld is gefinancierd of een rendementsrisicoprofiel heeft dat gelijk is aan een met geleend geld gefinancierde belegging¹⁴. Leverage wordt in beginsel niet toegestaan, tenzij het nodig is voor het afdekken van het renterisico.

Mocht er in een beleggingsfonds worden belegd waar sprake is van leverage, dan worden de afspraken hieromtrent bij de selectie van het beleggingsfonds beoordeeld door het Fonds en vastgelegd in de fondsdocumenten. De fiduciair manager en de BAC monitoren het risico omtrent het toepassen leverage. Hierbij gelden in ieder geval de volgende voorwaarden:

- er zullen geen verplichtingen voor het Fonds kunnen ontstaan die de waarde van de deelneming in de betreffende beleggingsfondsen te boven gaan (dat wil zeggen maximaal verlies = participatiewaarde), en
- het gebruik van leverage heeft tot doel om op efficiënte wijze invulling te geven aan het portefeuillebeleid van de fondsmanager en past binnen het geldende risicobudget voor actief beheer.

De toetsing van het leverage-beleid van een fonds vindt plaats bij de selectie. Indien het Fonds eenmaal deelneemt is er weinig mogelijkheid tot bijsturing. Het Fonds accepteert dat het

¹⁴ Zo is het rendementsprofiel van een rentederivaat gelijk aan een met geleend geld gekochte obligatie.

deelneemt in beleggingsfondsen waar beleggingen met leverage in kunnen zitten. Bij de beoordeling hiervan wordt rekening gehouden met de materialiteit van deze risico's zoals deze tot uitdrukking komt in de bijdrage aan het totale risico van het Fonds.

Beheersmaatregelen:

- maximeringen ten aanzien van het gebruik van leverage,
- de fiduciair manager geeft ieder kwartaal inzicht in de mate van de leverage toegepast in het QIF-fonds. Leverage is hierbij gedefinieerd als de hoofdsom van de derivaten gedeeld door het QIF-fondsvermogen. Dit ratio mag maximaal 4 zijn¹⁵,
- de fiduciair manager ziet toe op de richtlijnen ten aanzien van leverage bij de externe vermogensbeheerders.
- er wordt gebruik gemaakt van stress testen.

6.10. Liquiditeitsrisico

Ondanks de lange horizon van de uitstaande verplichtingen, is het belangrijk voor het Fonds om het liquiditeitsrisico op korte termijn te beheersen. Hiertoe heeft het Fonds een liquiditeitsbeleid¹⁶ opgesteld. Het Fonds vindt dat extreme liquiditeitsrisico's vermeden moeten worden, maar liquiditeitsrisico totaal uitsluiten leidt tot derving van (benodigd) rendement. Het Fonds wil een dusdanig liquiditeitsbeleid hanteren, dat het met inzetten van derivaten specifieke risico's kan afdekken (rente- en valutarisico). Daarnaast wil het Fonds in staat zijn om haar doelstellingen en (toeslag)ambities te behalen door rendementen te optimaliseren, waarbij investeren in illiquide beleggingen een extra rendement genereert.

Het liquiditeitsbeleid is vormgegeven op basis van de EMIR-regelgeving. De positie in cash (inclusief money market fondsen) en hoogwaardige staatsobligaties dient gezamenlijk voldoende te zijn om op korte termijn (dag- en maandbasis) aan de verwachte maximale liquiditeitsbehoefte te kunnen voldoen in de gekozen stress-scenario's.

Beheersmaatregelen:

- liquiditeitsrisico wordt bewaakt met behulp van een stresstest 'liquiditeiten'. Deze stresstest geeft inzicht in de benodigde liquiditeiten bij marktschokken en de beschikbare hoeveelheid liquiditeiten,
- de bewaking van het liquiditeitsrisico vindt wekelijks plaats, uitgevoerd door de fiduciair manager, met een horizon van één maand en één jaar. Maandelijks wordt in de reguliere rapportage van de fiduciair manager hierover gerapporteerd aan BAC en bestuur,
- er zijn limieten gesteld voor de mate waarin leverage door middel van derivaten in de portefeuille is toegestaan. Een hoge mate van leverage leidt tot grotere liquiditeitsrisico's doordat de marktwaarde, en daarmee de onderpandverplichtingen, volatieler wordt, en

¹⁵ Het beleid aangaande leverage in het QIF-fonds is vastgelegd in de prospectus van het QIF-fonds.

¹⁶ Zie stuk 232.2021 'Evaluatie en update liquiditeitsbeleid'.

- in de beleggingsportefeuille worden voldoende liquide middelen aangehouden en er zijn voldoende beleggingsfondsen aanwezig waar dagelijkse uittreding mogelijk is.
- De normweging van beleggingen in illiquide beleggingscategorieën¹⁷, bedraagt maximaal 25% van de totale beleggingsportefeuille.

6.11. Tegenpartij / faillissementsrisico

Als er geen mitigerende maatregelen genomen zouden worden, zou het tegenpartijrisico in de beleggingsportefeuille zeer groot zijn. Het betreft het risico dat tegenpartijen van aandelen- of obligatieposities en derivatentransacties geheel of gedeeltelijk in gebreke blijven. Voor de rente- en valutaderivaten, gericht op het reduceren van rente- of valutarisico, geldt dat bij het wegvallen van de tegenpartij ook de afdekking komt te vervallen. De impact hiervan kan zeer groot zijn.

Tegenpartijrisico hangt samen met concentratierisico, dit risico wordt bij sectie 'Concentratierisico' verder toegelicht.

Beheersmaatregelen:

- spreiding binnen de aandelenportefeuille,
- spreiding binnen de matchingportefeuille,
- richtlijnen ten aanzien van ratingvereisten,
- In de Investment Management Agreement (IMA) voor het LDI-beheer en de Raamovereenkomst (voor valuta-afdekking) zijn minimale eisen ten aanzien van de tegenpartijen waarmee derivatentransacties worden aangegaan vastgelegd,
- selectieproces ten aanzien van tegenpartijen waarin onder meer wordt gekeken naar:
 - toezicht op deze partijen,
 - kredietwaardigheid, en
 - dienstverlening.
- periodieke beoordeling kredietwaardigheid tegenpartijen.
- voldoende tegenpartijen waarmee ISDA's zijn afgesloten zodat een concentratie van exposure bij tegenpartijen wordt voorkomen,
- het gebruik van onderpand voor openstaande exposures bij tegenpartijen,
- het Fonds beschikt over de mogelijkheid rentederivaten af te sluiten onder central clearing,
- voor de bilaterale rente- en valutaderivaten wordt er rekening gehouden met de verdeling over de tegenpartijen, en
- om het tegenpartijrisico voor de derivaten te mitigeren wordt er dagelijks onderpand uitgewisseld.

¹⁷ Een belegging die niet dagelijks verhandelbaar is.

6.12. Waarderingsrisico

Waarderingsrisico is het risico dat de waardering van de beleggingen niet juist, niet volledig, niet tijdig of niet onafhankelijk is. Het Fonds belegt voornamelijk in (beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde) beleggingsfondsen. De beleggingen worden gewaardeerd op actuele waarde. Voor bepaling van de actuele waarde wordt uitgegaan van de beurskoers per controledatum. Indien er geen beurskoers voorhanden is, wordt uitgegaan van de door de fondsmanager opgegeven net asset value. Deze net asset value wordt bepaald met behulp van de waardering van de onderliggende beleggingen tegen hun marktwaarde (bij voorkeur beursnotering). Bij het ontbreken van een beursnotering, wordt de waarde bepaald met behulp van marktconforme waarderingsmodellen.

Bij de afsluiting van het boekjaar van het Fonds, worden alle waarderungen van de onderliggende beleggingen aangesloten met de net asset value zoals opgenomen in de gecontroleerde jaarverslagen van de beleggingsfondsen. Indien het einde van het boekjaar voor het beleggingsfonds niet gelijk loopt met het einde van het kalenderjaar, wordt de net asset value zoals opgenomen in de (ongecontroleerde) fact sheets en de koersontwikkeling gedurende de tussenliggende maanden beoordeeld en vergeleken met de opgenomen waardering in de boekhouding van het Fonds.

Het waarderingsrisico wordt met name materieel geacht bij het waarderen van illiquide beleggingen en bilaterale rentederivaten. Dit komt omdat prijsvorming niet tot stand komt op een gereguleerde markt.

Beheersmaatregelen:

- de waardering van de portefeuille gebeurt door de custodian en daarmee onafhankelijk van de aangestelde fiduciair,
- jaarlijks vindt er, op basis van de beleggingen per 31 december van dat jaar, een uitgebreide reconciliatie plaats tussen de waarderungen van de fiduciair manager en de custodian. Hierbij is de toegestane afwijking tussen de waardering van de fiduciair manager en de custodian:
 - 20 bps van de hoofdsom in het geval van rente- en valutaderivaten,
 - 3% van de marktwaarde ten opzichte van de laagste marktwaarde van de custodian en fiduciair voor de overige producten,
 - daarbij geldt dat alle afwijkingen groter dan 15.000 EUR worden gerapporteerd aan de BAC,
- eveneens vindt er maandelijks afstemming plaats over de waardebepaling van de beleggingen tussen de fiduciair manager en de custodian (reconciliatie),
- het Fonds controleert maandelijks de opgenomen net asset value per beleggingsfonds op basis van aangeleverde documentatie,
- voor illiquide beleggingen wordt periodiek (minimaal jaarlijks) een onafhankelijke accountantscontrole op de waardering geëist

- waardering van bilaterale derivaten, binnen de QIF-portefeuille, gebeurt door de prijs¹⁸ van de tegenpartij op te vragen en te vergelijken met de gemodelleerde prijs berekend door de custodian en de LDI-beheerder. Indien de afwijking buiten de bandbreedtes valt, zal het onafhankelijke Risk Team van de LDI-manager een waardering afgeven en zal er overlegd worden met de tegenpartij om tot overeenstemming te komen,
- indien er een (bilaterale) derivatentransactie plaatsvindt, zal de fiduciair manager dan wel de LDI-beheerder minimaal drie prijzen opvragen en wordt de goedkoopste daarvan gehanteerd,
- illiquide beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktconforme waarderingsmodellen,
- de waardering van de onroerend goed portefeuille wordt jaarlijks getoetst met behulp van het goedgekeurde jaarverslag van de onroerend goed manager, en
- de waardering van participaties in beleggingsfondsen wordt jaarlijks getoetst met behulp van het goedgekeurde jaarverslag van het betreffende fonds.

6.13. Concentratierisico

Het concentratierisico is het risico dat verband houdt met een grote concentratie van de beleggingen in bepaalde activa of op bepaalde markten, regio's of sectoren. Hoe groter de spreiding binnen de beleggingsportefeuille, hoe kleiner het concentratierisico. Het concentratie risico wordt beheerst door diversificatie binnen de beleggingsportefeuille en het vermijden van een groot belang in een specifieke onderneming, sector, regio, beleggingscategorie of een beleggingsfonds.

Beheersmaatregelen:

- Er wordt gekozen voor benchmarks die een brede weerspiegeling geven van het universum van de beleggingscategorie
- In de investment cases worden waar nodig additionele restricties gehanteerd voor de spreiding over vermogenstitels
- voor beleggingsfondsen met een actieve beheervorm geldt dat in beginsel de participatie van het Fonds maximaal 10% van het totale vermogen van het beleggingsfonds mag zijn. Deze restrictie geldt niet voor het QIF-fonds en voor de passieve managers.

6.14. Onderpandrisico

Onderpand (management) is erop gericht om het risico op de tegenpartij te reduceren. Maar de effectiviteit daarvan is afhankelijk van de mate van de beheersing van de volgende risico's:

- het risico dat het onderpand niet voldoende is ter compensatie van het verlies op een tegenpartij,
- het risico dat het rendement op het gestorte onderpand minder is dan het rendement dat daarover aan de tegenpartij betaald moet worden,

¹⁸ Met 'prijs' is bedoeld de combinatie van de biedprijs en laatprijs die op een bepaald moment door de markt wordt geboden en gelaten.

- het risico dat het onderpand onjuist gewaardeerd wordt, en
- operationele risico's doordat er sprake is van dagelijkse onderpandstromen van en naar de beleggingsportefeuille en de onderpandrekeningen.

Beheersmaatregelen:

- ISDA met eenduidige richtlijnen op het gebied van toegestaan onderpand, haircuts, thresholds, minimum transfer amounts, etc.,
- dagelijks beheer van het onderpand,
- per kwartaal wordt er gerapporteerd over de onderpand posities,
- het beleid ten aanzien van onderpand management en de beheersing daarvan is opgenomen in de prospectus van de beleggingsfondsen. Onderpand wordt dagelijks uitgewisseld. Specifieke informatie over het soort onderpand, de threshold en de spreiding over tegenpartijen zal door de fiduciair manager worden opgevraagd, en
- de mogelijkheid tot het gebruik maken van central clearing. Daarvoor gelden andere specifieke onderpandvoorwaarden. Het onderpandrisico is kleiner, omdat de tegenpartij voor het onderpand een centrale partij is met een hoge kredietwaardigheid.

6.15. Performancemeting en risicometing

Er zijn risico's gerelateerd aan de performanceberekeningen en risicometing. Deze risico's ontstaan doordat er niet onafhankelijk of verkeerd gemeten wordt, de resultaten foutief gepresenteerd worden, of naar de verkeerde maatstaven wordt gekeken.

Beheersmaatregelen:

- onafhankelijke performance meting en attributie analyse door de custodian¹⁹, en
- maandelijkse vergelijking van de onafhankelijke performance meting van de custodian en de berekeningen van de fiduciair manager en de externe vermogensbeheerders.
- jaarlijks vindt er in Q1 een uitgebreide reconciliatie plaats tussen de gerapporteerde rendementen van de fiduciair manager en de custodian. Hierbij is de toegestane afwijking tussen de gerapporteerde rendementen van de fiduciair manager en de custodian:
 - 0,2%-punt over het laatste jaar (één jaars periode) op regelniveau voor zowel het rendement van het Fonds als het rendement van de benchmark.

Verschillen tussen de custodian en de externe vermogensbeheerders kunnen eveneens ontstaan door verschillen in timing en het gehanteerde rekenmodel.

Performance meting binnen de fiduciair manager vindt plaats door gespecialiseerde afdelingen, op basis van vastgestelde processen. Het risicobeheer van de fiduciair manager wordt vormgegeven door het dagelijkse risicomanagement van de 'front office' teams. Daarnaast zijn er een reeks

¹⁹ Een uitzondering geldt voor de performanceberekening van het QIF-fonds. Hier vindt om kostentechnische redenen geen onafhankelijke performancemeting door de custodian plaats.

controles, onafhankelijk van de front office, op het gebied van performance meting, compliance, beleggingsrichtlijnen en portfolio control.

6.16. Securities lending

Aan securities lending zijn risico's verbonden. Het Fonds leent zelf geen stukken uit. Het Fonds is terughoudend ten aanzien van beleggingsfondsen die gebruik maken van securities lending. Deze beleggingsfondsen worden echter niet bij voorbaat uitgesloten. De fiduciair manager maakt een beoordeling van het securities lending programma alvorens een beleggingsfonds aan de portefeuille toe te voegen. Daarnaast beoordeelt het bestuur onafhankelijk of de beleggingsfondsen in de portefeuille passen bij het terughoudende karakter van het Fonds, aangaande het toepassen van securities lending. Het uitlenen van stukken middels securities lending heeft ook invloed op de uitvoering van het stembelief van het Fonds/de vermogensbeheerder. Wanneer stukken zijn uitgeleend kan er niet middels deze stukken worden gestemd op aandeelhoudersvergaderingen.

Beheersmaatregelen:

- het kritisch beoordelen van het beleid van de beleggingsfondsen waarin securities lending wordt toegestaan, en
- de mate waarin securities lending is toegestaan (maximaal 50% van de marktwaarde van het beleggingsfonds) en het deel van het rendement wat ten goede dient te komen aan het Fonds (minimaal 60% van de totale opbrengst van het uitlenen), is vastgelegd in de investment cases en de beleggingsrichtlijnen. Deze restricties zijn een onderdeel van de eisen bij het selecteren van een nieuw beleggingsfonds.
- daarnaast wordt jaarlijks gemonitord, in de evaluatie uitvoering vermogensbeheer, of de feitelijke posities van de beleggingsfondsen voldoen aan de restricties ten aanzien van securities lending.
- bij securities lending vindt onderpand-uitwisseling plaats.

6.17. Verzekeringstechnisch risico

Alle verzekeringstechnische zaken die voor het Fonds een materieel risico vormen, vallen onder het verzekeringstechnisch risico. Drie voorbeelden van verzekeringstechnisch risico zijn procesrisico (het schatten van het sterfteproces van het fondsspecifieke deelnemersbestand), negatieve stochastische afwijking (het mogelijk afwijken van de gemiddelde sterfte) en trendsterfteonzekerheid (het anders ontwikkelen van de sterfte in vergelijking met eerdere verwachtingen).

Beheersmaatregelen:

- het Fonds houdt voor het verzekeringstechnische risico een reserve aan in het eigen vermogen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de handreiking²⁰ van DNB omtrent het kwantificeren van dit risico.

6.18. ESG-risico

Het Fonds is gevoelig voor risico's gerelateerd aan Environmental, Social and Governance (ESG). Zo kan er reputatierisico worden gelopen door niet een beleid te voeren waarin het Fonds rekening houdt met ESG-aspecten. Daarnaast loopt het Fonds risico door te beleggen in sectoren gevoelig voor de gevolgen van klimaatverandering.

Beheersmaatregelen:

- in de ALM-studie worden verschillende klimaatscenario's doorgerekend om een bestendig beleggingsbeleid te kunnen bepalen, en
- is er een ESG-beleidsdocument opgesteld waarin de doelstelling, uitvoering en monitoring van het ESG-beleid van het Fonds is beschreven.

6.19. Naleven investment guidelines

De BAC heeft beschikking tot factsheets van alle externe beleggingsfondsen. De factsheets bevatten informatie over het risico van het beleggingsfonds: tracking error, VaR, risk- en returndrivers, etc. Deze documenten worden centraal aangehouden en gedeeld met het bestuur.

In de beleggingsrapportage wordt gerapporteerd over de tracking error van ieder beleggingsfonds. Ieder kwartaal wordt per beleggingsfonds gerapporteerd over de ontwikkeling in de risk- en return drivers, en dit wordt besproken in de BAC.

²⁰ Zie <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-202316.jsp>.

7. Maatschappelijk verantwoord beleggen

Het Fonds heeft in 2018 voor het eerst haar ESG-beleid vastgelegd in een separaat beleidsdocument. Het ESG-beleid is mede gebaseerd op de uitkomsten van het deelnemersonderzoek over dit onderwerp. In het deelnemersonderzoek dat in 2019 is uitgevoerd is wederom aandacht besteed aan maatschappelijk verantwoord beleggen, waarbij bekeken is of er bepaalde thema's zijn waar het Fonds in het beleid rekening mee moet houden. In 2021 zijn deze thema's en doelstellingen van het ESG-beleid verder uitgewerkt. Hieronder zijn de kernpunten uit het ESG-beleid weergegeven. Het volledige ESG-beleid is vastgelegd in een separaat stuk en is gepubliceerd op de website van het Fonds.

Het Fonds heeft voor ESG beleggen de volgende definitie en visie geformuleerd.

Definitie:

Het ESG-beleid geeft weer op welke wijze (hoe en waarom) bij het beleggen rekening wordt gehouden met milieu, sociale en governance-overwegingen (ESG-factoren).

Visie:

De visie van het Fonds is dat ESG beleggen bijdraagt aan haar langetermijndoelstelling (financiële doelstelling) en onderdeel is van haar fiduciaire taak (verantwoordelijkheid doelstelling).

Op basis van de visie en de investment beliefs heeft het Fonds de volgende uitgangspunten voor ESG beleggen gedefinieerd:

- Bij beleggingsbeleid-beslissingen is de ESG-impact onderdeel van de besluitvorming;
- Het fonds voert een ESG-beleid waarover verantwoording wordt afgelegd;
- Het fonds heeft ook aandacht voor de mogelijke negatieve consequenties die een (te) strikt ESG beleid kan hebben op de omvang van het belegbaar universum en het kostenniveau.
- Het fonds gaat bij het vormgeven en implementeren haar ESG beleid uit van de eigen intrinsieke motivatie en streeft niet naar een bepaalde positie in ranglijstjes ten opzichte van andere pensioenfondsen.
- Het beleid sluit waar mogelijk aan bij het beleid op maatschappelijk verantwoord ondernemen van Cosun.
- Het Fonds gelooft in een relatief aantrekkelijk risico-rendementsprofiel op de lange termijn voor bedrijven die goed presteren op criteria voor ESG (Environment, Social, Governance).
- Het ESG beleid mag niet leiden tot een naar verwachting lager rendement op lange termijn.
- Het bestuur besteedt aandacht aan de kosten van implementatie van het ESG beleid.
- Het Fonds richt zich primair op ESG prestaties in het algemeen en heeft een klimaatambitie in het bijzonder.
- Het Fonds zoekt naar alternatieven die aansluiten bij de door de deelnemers als belangrijk aangemerkte Sustainable Development Goals (SDG's), welke eveneens passen bij de duurzaamheidsthema's vanuit de Cosun organisatie.
- ESG factoren, ESG-risico's en de benoemde focus SDG's worden meegenomen in de bestuurlijke besluitvorming omtrent beleggingen, kwantitatief danwel kwalitatief. Het

Fonds hecht er belang aan daar waar mogelijk te meten wat de impact is van het ESG beleid op de fondsresultaten.

- Het Fonds geeft er de voorkeur aan dat de beheerders van de fondsen waarin het belegt UNPRI hebben ondertekend.
- Het Fonds legt over zijn ESG-beleggingsbeleid verantwoording af aan zijn stakeholders.
- Het Fonds is van mening dat ESG beleggen een leerproces is dat nog niet volgroeid is, noch bij het eigen fonds noch in de markt van productaanbieders.

In het ESG-beleid is beschreven:

- De governance aangaande het ESG-beleid (governance)
- De doelstelling van het ESG-beleid van het Fonds (beleid).
- Hoe het Fonds sturing wil geven aan het beleid (uitvoering).
- Hoe het Fonds verantwoording aflegt over het beleid (monitoring).

Alle drie thema's van ESG worden als belangrijk beschouwd. Binnen het ESG-raamwerk van het Fonds zijn naast de gangbare ESG normen, op basis van het deelnemersonderzoek van 2019, drie focus SDG's benoemd welke het Fonds wil bevorderen via haar beleggingsportefeuille:

- SDG 3: Goede gezondheid en welzijn
- SDG 7: Betaalbare en duurzame energie
- SDG 12: Verantwoorde productie en consumptie.

Deze drie focus SDG's van het Fonds kunnen worden gekoppeld aan de thema's 'Klimaat' en 'Gezondheid & Welzijn'.

Om concreter te beoordelen of het Fonds succesvol is in het behalen van zijn ESG-ambitie en of bijsturing nodig is, is een aantal key performance indicatoren (KPI's) benoemd:

1. Elk jaar 2 beleggingscategorieën analyseren met betrekking tot de mogelijkheden om ESG-beleid te implementeren;
2. CO₂-uitstoot van de portefeuille gelijk of lager dan CTB;
3. Aandeel MSCI CCC-rating in de beleggingsportefeuille: <1%;
4. Maximale blootstelling in beleggingsportefeuille naar UNGC Fails: <1%;
5. De beleggingsportefeuille levert een positieve bijdrage op SDG's 3, 7 en 12 (voor zover meetbaar).

Bijlage I. Samenvatting investment cases

De investment cases laten zich samenvatten conform de onderstaande tabellen. Hierbij zijn de beleggingscategorieën opgenomen waarin het Fonds belegt en die door het Fonds als investeerbaar worden geacht.

Merk op dat de beleggingsrichtlijnen een verdere uitwerking zijn van de investment cases en de feitelijke opdrachtformulering vormen richting de vermogensbeheerders. De beleggingsrichtlijnen zijn specifiek van aard en bevatten meer beleggingstechnische informatie op detailniveau.

Returnportefeuille	Aandelen ontwikkeld / opkomend	Aandelen BG infrastructuur	EMD HC / LC	High yield
Potentieel investeerbaar	✓	✓	✓	✓
Doelstelling rendement ¹⁾	5,4% / 5,9%	4,8%	3,6% / 3,4%	4,4%
Doelstelling risicopremie ²⁾	3,4% / 3,9%	2,8%	1,6% / 1,4%	2,4%
Risico ³⁾	19,4% / 22,9%	15,7%	12,4% / 10,8%	13,2%
Benchmark	MSCI World / MSCI EM	niet vastgelegd	JP Morgan EMBI Global Div./ JP Morgan GBI-EM Global Diversified	BofA Merrill Lynch Global HY Constrained
Actief / passief	Ontw.: passief / Opk.: passief & actief	passief & actief	HC: passief & actief LC: passief & actief	Actief
Outperformance doelstelling ⁴⁾	Ontw.: 0,4% passief / Opk.: -0,1% passief & 0,2% actief	-0,4% passief & -0,9% actief	HC: -0,2% passief & -0,9% actief / LC: -0,5% passief & -0,3% actief	0,0%
Informatie ratio doelstelling ⁵⁾	Ontw.: 0,8 passief / Opk.: -0,2 passief & 0,1 actief	-0,8 passief & -0,6 actief	HC: -0,4 passief & -0,6 actief / LC: -0,9 passief & -0,2 actief	0
Harde criteria - voor alle categorieën	<ul style="list-style-type: none"> De belegging moet voldoen aan de wet- en regelgeving voor Nederlandse pensioenfondsen. 			

Returnportefeuille	Aandelen ontwikkeld / opkomend	Aandelen BG infrastructuur	EMD HC / LC	High yield
	<ul style="list-style-type: none"> • Vereisten aangaande de (fiscale) structuur: er moet gebruik kunnen worden gemaakt van de belastingvrijstellingen voor pensioenfondsen. Hierbij wordt rekening gehouden dat dit voor bepaalde minder ontwikkelde / minder efficiënte beleggingscategorieën moeilijker realiseerbaar is. • Bij passief beheer: fysieke replicatie. • Securities lending: <ul style="list-style-type: none"> ○ Maximaal 50% van de portefeuille. ○ Minimaal 60% van de opbrengst ten gunste van de investeerders. ○ Bij securities lending vindt onderpand-uitwisseling plaats. ○ Let op: nadeel van securities lending is dat PF Cosun het stemrecht <u>van een aandeel</u> gedurende de looptijd van de uitleenperiode kan verliezen. 			
Zachte criteria - per categorie	<ul style="list-style-type: none"> • Max TE: Ontw.: 0,5% passief / Opk.: 0,5% passief, 3,0% actief • Kosten: Ontw. max 10 bps passief & Opk. max 20 bps passief, max 75 bps actief 	<ul style="list-style-type: none"> • Max TE: 1,0% passief, 3,0% actief • Kosten: 40 bps passief, 70 bps actief • Max leverage beleggingsfonds: 5% • Max 70-90% allocatie naar ontw. en 10-30% naar opk. • Max allocatie naar value-added infra van 50% 	<ul style="list-style-type: none"> • Max TE: 3% actief HC & LC • Kosten: max 70bps, voor zowel HC als LC en actief en passief • Max Δ duratie benchmark: +/- 2 jaar • Max Δ rating benchmark: 2 notches • Max overweging naar land t.o.v. benchmark: 5% • Max allocatie naar bedrijfsobligaties: 20% • Geen short positie naar een bepaald land (allocatie 	<ul style="list-style-type: none"> • Max TE: 3% • Kosten: max 50bps • Max Δ duratie benchmark: +/- 2 jaar • Max Δ regio allocatie benchmark (US, EU en EM): 20% • Bankloans toegestaan • Coupon mag variable zijn • Min looptijd bij aankoop 1 jaar • Max Δ issuer benchmark: 2% • Max allocatie rating BBB- of hoger: 5% • Max allocatie rating CCC of lager / zonder rating: 10%

Returnportefeuille	Aandelen ontwikkeld / opkomend	Aandelen BG infrastructuur	EMD HC / LC	High yield
			naar land min 0%) • Max off- benchmark allocatie: 20% HC en 30% LC	

- 1) Wat is de rendementsdoelstelling voor de categorie?
- 2) Wat is de risicopremiedoelstelling (ten opzichte van staatsobligaties) voor de categorie?
- 3) Wat is de volatiliteit van de categorie?
- 4) Netto outperformance doelstelling voor de manager ten opzichte van benchmark (na aftrek van kosten en inclusief effect terugvorderen dividendbelasting).
- 5) Netto informatie ratio doelstelling voor de manager gedefinieerd als de netto outperformance doelstelling gedeeld door tracking error doelstelling.

Matchingportefeuille	LDI	IG bedrijfsobligaties	Hypotheken
Potentieel investeerbaar	✓	✓	✓
Doelstelling rendement ¹⁾	n.v.t.	3,2%	3,6%
Doelstelling risicopremie ²⁾	n.v.t.	1,2%	1,6%
Risico ³⁾	n.v.t.	10,0%	10,7%
Benchmark	Portefeuillerendement	iBoxx € Corporates Overall of Barclays Euro Corporate Bonds	iBoxx € Corporates Overall + 40 bps
Actief / passief	Semi-passief	Passief & actief	Actief
Outperformance doelstelling ⁴⁾	n.v.t.	-0,1% passief & 0,1% actief	0,0% t.o.v. de peer groep van vergelijkbare beleggingsfondsen
Informatie ratio doelstelling ⁵⁾	n.v.t.	-0,2 passief & 0,1 actief	n.v.t.
Harde criteria - voor alle categorieën	<ul style="list-style-type: none"> • De belegging moet voldoen aan de wet- en regelgeving voor Nederlandse pensioenfondsen. • Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. 		

Matchingportefeuille	LDI	IG bedrijfsobligaties	Hypotheken
		<ul style="list-style-type: none"> • De manager dient controversiële wapens en gesanctioneerde instrumenten uit te sluiten (wettelijke uitsluiting), voor zover van toepassing op de categorie. • De manager dient de UNPRI te hebben ondertekend. • Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. • Rapportage: <ul style="list-style-type: none"> ○ PF Cosun heeft de mogelijkheid om op elk moment (al dan niet met een vertraging van maximaal een maand) inzicht in te krijgen in de portefeuille. De doorkijk is nodig vanwege risico-inschattingen. ○ PF Cosun wenst een jaarlijkse rapportage van alle kosten in het fonds, inclusief een schatting van de transactiekosten (cf. pensioenfederatie-eisen). ○ Het jaarverslag van de beheerder is beschikbaar voor PF Cosun. 	
<p>Zachte criteria - voor alle categorieën</p> <p>Merk op: voor sommige criteria wordt het criterium bij de categorie specifieke omschrijving hieronder overruled</p>		<ul style="list-style-type: none"> • Omvang allocatie naar beleggingscategorie is minimaal 5% van het totale belegd vermogen van PF Cosun. • Omvang beleggingsfonds is minimaal 250 mln. EUR. • PF Cosun heeft maximaal 10% van het vermogen van het beleggingsfonds, in het geval een actieve beheervorm betreft. • Maximale off-benchmark allocatie is 20%, bij een actieve invulling van een categorie. • Geen beleggingen in andere beleggingscategorieën toegestaan. (Dus een manager in IG bedrijfsobligaties heeft bij voorkeur geen beleggingen in staatsobligaties.) • Maatschappelijk verantwoord beleggen: <ul style="list-style-type: none"> ○ Uitsluiting van ondernemingen die de UN Global Compact hebben geschonden. ○ De manager van een beleggingsfonds dient verantwoording af te leggen over het ESG-beleid. ○ ESG-factoren dienen aantoonbaar in het beleggingsproces te zijn geïntegreerd. ○ De belegging dient bij te dragen aan het behalen van de ESG-ambitie en de in het beleid opgenomen KPI's. ○ Het beleggingsfonds dient onder SFDR te zijn geclassificeerd als een artikel 8 of 9 product. • Kosten: de beheerkosten dienen marktconform te zijn en mogen geen performance-based fee bevatten. PF Cosun wil inzicht hebben in alle kosten. • Efficiënte behandeling van bronbelasting, oftewel volledige terugvordering, indien dit mogelijk is voor de betreffende beleggingscategorie. • Vereisten aangaande de (fiscale) structuur: er moet gebruik kunnen worden gemaakt van de belastingvrijstellingen voor pensioenfondsen. Hierbij wordt rekening gehouden dat dit voor bepaalde minder ontwikkelde / minder efficiënte beleggingscategorieën moeilijker realiseerbaar is. • Bij passief beheer: fysieke replicatie. 	

Matchingportefeuille	LDI	IG bedrijfsobligaties	Hypotheke
	<ul style="list-style-type: none"> • Securities lending: <ul style="list-style-type: none"> ○ Maximaal 50% van de portefeuille. ○ Minimaal 60% van de opbrengst ten gunste van de investeerders. ○ Bij securities lending vindt onderpand-uitwisseling plaats. 		
Harde criteria – per categorie			<ul style="list-style-type: none"> • Alleen NL woninghypotheken of tijdelijke liquide middelen • Verpakte hypotheken zijn uitgesloten • Derivaten alleen ter overbrugging offerte-risico • Extra rapportage vereisten: reserveringen voor kredietverliezen / aantal, omvang, en aantal dagen van hypotheken met achterstand in betaling / vervroegde aflossingen / rente-typische looptijden / uitstaande offertes / LtV-ratio's inclusief spreiding / regio-verdeling • Zuivere en gecertificeerde toewijzing van hypotheken
Zachte criteria - per categorie	<ul style="list-style-type: none"> • Alleen in Euro uitgegeven staatsobligaties • Min en max rentegevoeligheid, zie investment case • Beheersing curverisico, zie investment case • Voldoende diversificatie staatsobligaties 	<ul style="list-style-type: none"> • Alleen in Euro uitgegeven obligaties van bedrijven • Max TE: 1,0% passief, 2,0% actief • Kosten: max 20 bps passief, max 45 bps actief • Min rating bij aankoop: BBB 	<ul style="list-style-type: none"> • Kosten: max 50 bps • Voorkeur nieuwe stijl hypotheken, i.e. niet aflossingsvrij • Max 15% van het beleggingsfonds voor PF Cosun • Geen gebruik van leverage • Geen allocatie naar LtV >120%

Matchingportefeuille	LDI	IG bedrijfsobligaties	Hypotheken
	<ul style="list-style-type: none"> naar landen, zie investment case • Min rating staatsobligaties: AA- • Gemiddelde rating staatsobligaties: AA • Zowel bilaterale als centrally cleared rentederivaten toegestaan • Voldoende buffer voor onderpandrisico • Voldoende spreiding tegenpartijen derivaten • Min rating tegenpartij derivaten: A- • Max gap risico: 2,5% van contante waarde verplichtingen • Signaalfunctie TE bij: 2% • Payer swaps alleen toegestaan indien i) kasstromen IG bedrijfsobligaties en hypotheke te hedgen, en ii) reduceren transactiekosten 	<ul style="list-style-type: none"> • Max allocatie non-IG: 10% • Max Δ duratie benchmark: 1 jaar 	<ul style="list-style-type: none"> • Gemiddelde LtV van 95% of lager • Zowel NHG als niet-NHG toegestaan • Min rating: A- • Spreiding over minstens 1000 leningdelen • Allocatie naar krimpregio's van max 20% • Waardering o.b.v. verdiscontering van kasstromen tegen actuele hypotheektarieven waarbij prepayment risico wordt meegenomen • Accountantscontrole op waardering indien niet door onafhankelijke partij uitgevoerd

- 1) Wat is de rendementsdoelstelling voor de categorie?
- 2) Wat is de risicopremiedoelstelling (ten opzichte van staatsobligaties) voor de categorie?
- 3) Wat is de volatiliteit van de categorie?
- 4) Netto outperformance doelstelling voor de manager ten opzichte van benchmark (na aftrek van kosten en inclusief effect terugvorderen dividendbelasting).
- 5) Netto informatie ratio doelstelling voor de manager gedefinieerd als de netto outperformance doelstelling gedeeld door tracking error doelstelling.

Bijlage II. Begrippenlijst

Central clearing	De praktijk waarbij een financiële instelling voor meerdere/vele partijen de transacties/posities saldeert en als feitelijke tegenpartij fungeert.
Collateral	Onderpand.
CSA	Credit Support Annex, afspraken ten aanzien van derivatenovereenkomsten.
EMIR	European Market Infrastructure Regulation.
FX	Wordt als afkorting gebruikt voor The Foreign Exchange market.
Haircuts	Afwaardering van de marktwaarde bij te storten onderpand, in verband met de situatie dat een bedrijf in default raakt, er evenredig wordt gekort op crediteuren.
ISDA	ISDA master agreement (International Swaps and Derivatives Association); afspraken ten aanzien van derivatenovereenkomsten.
Leverage	Leverage houdt in dat een belegging (deels) met geleend geld is gefinancierd of een rendements-risicoprofiel heeft dat gelijk is aan een met geleend geld gefinancierde belegging.
Securities lending	Is het tijdelijk uitlenen van in eigendom gehouden aandelen aan een derde partij. De uitlenende partij ontvangt daarbij, naast een vergoeding, tevens zekerheden, meestal in de vorm van contanten of obligaties. In securities lending geïnteresseerde partijen zijn partijen die gebruik maken van fiscale faciliteiten bij dividend- en couponontvangsten en die 'short' strategieën volgen zoals gebruikelijk in de hedgefund wereld. Een dergelijk fonds leent bepaalde aandelen van de belegger onder de verplichting of i) op een bepaalde datum of ii) op verzoek van de uitlenende partij, deze aandelen terug te leveren. De economische rechten zoals dividenduitkeringen blijven toekomen aan de uitlenende partij. De uitlenende partij kan evenwel niet gebruik maken van bijvoorbeeld stemrecht op uitgeleende aandelen.
Threshold	Ondergrens qua omvang van uit te wisselen onderpand in kader van kostenefficiëntie.
UNPRI	Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties