

Nota Beleggingsbeleid 2020

Stichting Pensioenfonds TDV

Inleiding

In dit document wordt een voorstel gedaan met betrekking tot het in 2020 te voeren beleggingsbeleid.

Achtereenvolgens komen aan de orde:

- I Algemene uitgangspunten en beleidsmatige doelstellingen*
- II Terugblik op 2019*
- III Vooruitblik 2020*
- IV Voorstel beleggingsbeleid 2020*

I Algemene uitgangspunten en beleidsmatige doelstellingen

Missie

De missie van Stichting Pensioenfonds TDV (TDV) is om de pensioenregelingen van Trivium Packaging Netherlands B.V. (Trivium) en haar rechtsvoorgangers uit te voeren. Deze uitvoering omvat:

- het inzichtelijk maken van pensioenzaken,
- het administreren en uitbetalen van pensioenen,
- het op solide wijze beleggen en beheren van de pensioenpremies, de beleggingsopbrengsten en pensioenvermogen,
- helder en duidelijk communiceren met belanghebbenden.

TDV doet dit op een toekomstbestendige, betrouwbare en integere wijze.

Risicohouding

Het fonds streeft ernaar om nominale aanspraken waardevast na te komen. Inflatie holt de waarde van de nominale uitkeringen uit en gezien het lange termijn karakter van pensioenen is het belangrijk dat de koopkracht van het pensioen via toeslagverlening behouden blijft.

Beleggingsrisico is acceptabel in het streven naar dit koopkrachtbehoud, maar zal in de beoordeling worden gekoppeld aan de kans dat de nominale aanspraken niet kunnen worden nagekomen (korting van aanspraken en rechten). Hierbij accepteert het pensioenfonds tot op zekere hoogte een kans op korting zoals aangegeven in de risicorestricties van sociale partners.

Beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid van TDV wordt bepaald door lange termijn overwegingen. Op lange termijn is de doelstelling het kunnen betalen van geïndexeerde pensioenen. Om geïndexeerde pensioenen te kunnen bereiken moeten de beleggingen een bepaald minimaal rendement opleveren. Voor de betaling van alleen de nominale pensioenaanspraken bedraagt het minimaal benodigd netto rendement in 2020 -0,32% (één jaarsrente). Op lange termijn dient gemiddeld een rendement van 0,53% (gebaseerd op de 1 jaars forward rente over een periode van 15 jaar) behaald te worden. Om indexaties te kunnen betalen moet bij dit rendement de verwachte inflatie/loonstijging worden opgeteld.

Daarnaast spelen de op kortere termijn risicogrenzen een belangrijke rol, onder andere omdat TDV een reservetekort heeft. Het herstelplan toonde aan dat, zonder extra maatregelen (en met conservatieve rendementsverwachtingen), het beleggingsresultaat van de strategische beleggingsmix voldoende is om het reservetekort binnen 10 jaar weg te werken. Hierbij dient aangetekend te worden dat dit alleen te realiseren valt indien niet volledig geïndexeerd wordt.

In 2019 is er een nieuwe ALM studie uitgevoerd. Uit de studie kwam naar voren dat strategische beleggingsstrategie van 2019 niet meer voldoet aan de door de sociale partners gestelde risicocriteria. Daarom is er in overleg getreden met sociale partners. Alle partijen waren voorstander om de huidige beleggingsstrategie voort te kunnen zetten en hebben als gevolg hiervan de gestelde risicocriteria opgerekt.

Uitgangspunten

- Belegd vermogen van ongeveer euro 600 miljoen.
- TDV heeft per ultimo 2019 een reservetekort.
- De portefeuille is gesplitst in een matching- en return-portefeuille.
- De matching-portefeuille bestaat uit een combinatie van obligaties, liquiditeiten en derivaten.
- De returnportefeuille is strategisch verdeeld over aandelen, vastgoed en overige beleggingen (waaronder ook obligaties).
- TDV is een rijp pensioenfonds, de premie-inkomsten zijn beduidend kleiner dan de pensioen-uitkeringen. Hierdoor is er permanent een netto uitstroom van pensioengelden. In 2020 zijn naar verwachting de inkomsten ruim voldoende om de uitgaven te financieren.
- Het premie-instrument voor bijsturing van de financiële positie van TDV is weinig effectief. De opbrengsten (direct en indirect) van de beleggingen zijn daarom van groot belang voor TDV.

Cash Flow prognose 2020					
Inkomsten	(x € 1 mio)		Uitgaven	(x € 1 mio)	Saldo
Premiebijdrage	10,50		Pensioenbetalingen	18,50	-8,00
Matching Portefeuille	5,00		Kosten	1,50	
Return Portefeuille	6,00				
Dividenden					
Totaal	21,50		Totaal	20,00	1,50

De premiebijdrage is inclusief de inkoop van de TOP/SUMO overgangsregeling. Over de afgelopen jaren bedroeg deze inkoop minimaal € 1 miljoen. Bij de cashflow prognose dient een belangrijke kanttekening gezet te worden. De cashflow kan substantieel beïnvloed worden door de resultaten op derivaten, met name valutatermijn contracten. Indien de euro sterker wordt levert dit een positieve cashflow op, maar als de euro daalt een negatieve. Indien bijvoorbeeld de euro met 10% daalt, komt hieruit een negatieve cashflow van ruim € 10 miljoen uit voort. Dit kan ondervangen worden door de verkoop van onderliggende assets die dan immers door de daling van de euro, uitgedrukt in euro's in waarde gestegen zijn.

Er zal voortdurend een afweging gemaakt moeten worden tussen extra rendement van beleggingen en het daaraan verbonden extra risico en extra vereist eigen vermogen. Hierbij speelt de financiële positie van het fonds een belangrijke rol. Sociale partners hebben grenzen gesteld aan de mate van risico. Deze grenzen zijn meegenomen in de ALM studie, waarop deze Nota gebaseerd is.

II Terugblik 2019

Vorig jaar hebben we de volgende vooruitzichten opgesteld:

- Een licht afzwakkende groei.
- Licht aantrekkende inflatie.
- Verdere verkrapping van het monetaire beleid.
- Een eerste stijging van de rente in Europa.
- Enige stijging van de kapitaalmarktrente, maar het niveau blijft historisch gezien laag.
- Lastig jaar voor aandelen en andere risicovolle beleggingen

Deze voorspellingen zijn maar beperkt uitgekomen. De economische groei en de groei van de wereldhandel zwakten inderdaad af. In de VS liep de inflatie op richting 2%, maar in Europa werd de beleidsmatig gewenste inflatiegroei niet gerealiseerd.

De verrassing van 2019 was de omslag in het monetaire beleid van de centrale banken. Eind 2018 verwachtte de Fed in 2019 de rente nog verder te verhogen en de ECB was per 31 december 2018 gestopt met haar opkoopprogramma. Begin van het jaar veranderde de toon. De Fed zette de renteverhogingen on hold en later in het jaar werd de rente zelfs verlaagd. Ook de ECB verlaagde de rente en hervatte het opkoopprogramma. Op de financiële markten leidde dit tot een forse daling van de rente en tot een run op risicovolle beleggingen, die spectaculair stegen.

Economische ontwikkeling

De wereldeconomie koelde af. Het afzakken van de economische groei gold in het bijzonder voor Europa en China. Ook in de VS zwakte de groei af o.a. door het wegvallen de belastingverlaging uit 2017/2018, maar de groei handhaafde zich daarentegen op een stabiel en redelijk niveau. In Europa

daalde de werkloosheid wel aanmerkelijk. De handelsoorlog tussen China en de VS en de Brexit-perikelen zorgden voor onzekerheid en een afnemende investeringsbereidheid. Duitsland werd zwaar geraakt door de problemen in de auto-industrie. Daar waar sprake was van een dalende productie in de industrie, bleef de dienstensector opvallend genoeg redelijk overeind. De opkomende markten hadden last van de handelsperikelen tussen de VS en China. De export is voor deze landen een belangrijke groeimotor. Ondanks deze tegenwind groeide de economie in de opkomende landen, m.u.v. een paar specifieke probleemlanden redelijk.

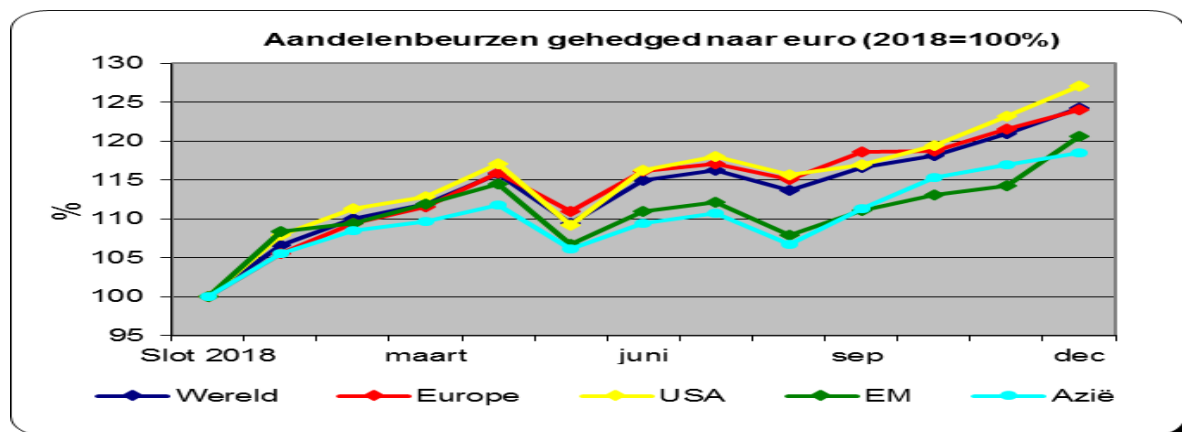
De inflatie blijft in veel landen laag, ligt vaak nog onder de doelstelling van de centrale banken en toont weinig neiging tot stijgen.

De Fed verlaagde de rente in de loop van het jaar enkele malen om de (verwachte) negatieve gevolgen van de handelsoorlog tussen de VS en China te verminderen. In Europa besloot de ECB vanwege de almaar laag blijvende inflatie en de trage economische groei, de rente verder te verlagen en het eerder gestopte opkoopprogramma van obligatieleningen te hervatten.

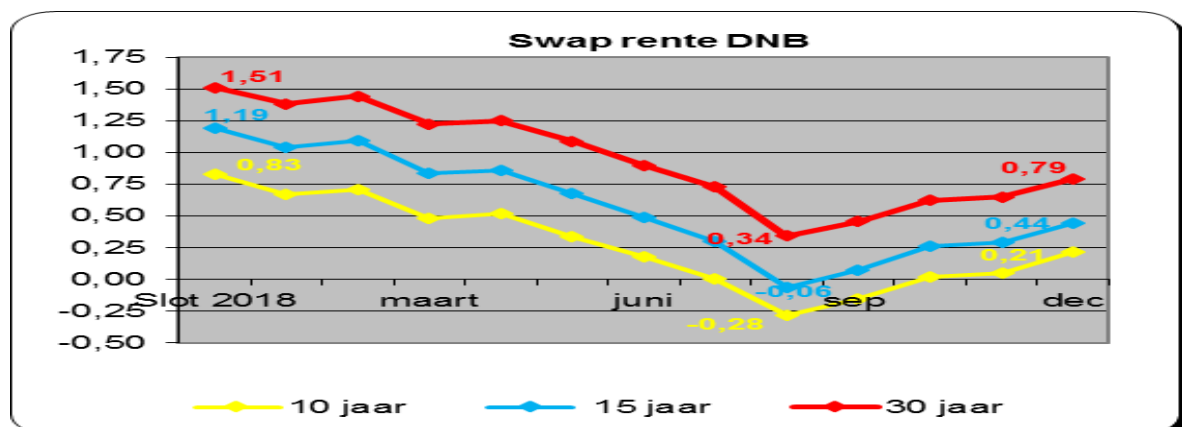
Financiële markten

Voor beleggers was 2019 een erg mooi jaar, waarbij er eigenlijk geen echte verliezers waren. 2019 was een van de beste beleggingsjaren uit de historie. Belangrijkste aanjager van de markten was de verruiming van het monetaire beleid. Wederom presteerde de Amerikaanse aandelenmarkt het beste. Voor een gedeelte is dat te verklaren door de goede performance van de technologieaandelen, die een belangrijke component van de Amerikaanse markt vormen. De opkomende markten bleven achter o.a. door de eerder genoemde handelsperikelen.

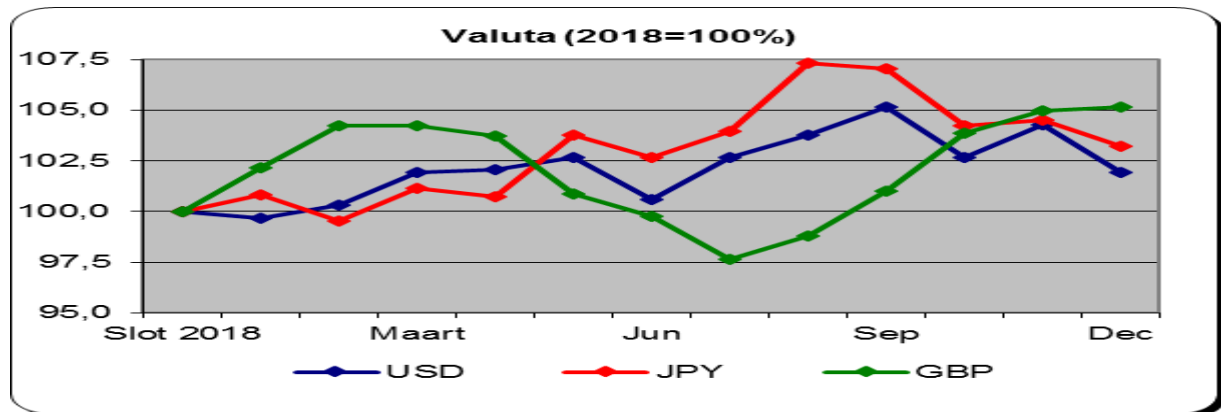
Bij de goede performance van 2019 dient aangetekend te worden dat de rendementen gerekend zijn vanaf een wel zeer gunstig punt. In het vierde kwartaal van 2018 daalden de aandelenmarkten scherp, om het jaar vrijwel precies op het laagste punt af te sluiten. Een deel van de mooie rendementen van 2019 kan dus niet los worden gezien van de slechte rendementen in het vierde kwartaal van 2018.



De omslag in het monetaire beleid zorgde voor een enorme daling van de rente. Het dieptepunt werd in augustus bereikt. De rente op veel obligaties werd zelfs negatief. Door de daling van de rente werden op obligaties prima rendementen behaald. Obligaties in opkomende markten leverden het hoogste rendement op (+15%).



Op de valutamarkt waren de bewegingen beperkt. De euro verzwakte licht t.o.v. de andere valuta. Meest opvallend was het herstel van Pond Sterling. Dit werd gevoed door meer duidelijkheid over Brexit in de loop van het jaar.



III Vooruitblik 2020

Verwachtingen

- Een aanvankelijk stabiliserende en daarna een herstellende groei op een laag niveau.
- Een licht aantrekkende, maar nog steeds lage inflatie (onder de beleidsmatig gewenste 2%).
- Een continuering van het ruime monetaire beleid van centrale banken.
- Een voorlopig laag blijvende rente in Europa en in de VS.
- Iets minder geopolitieke onzekerheid door duidelijkheid over Brexit en handelsakkoorden.
- Omstandigheden voor risicovollere beleggingen blijven redelijk gunstig.

Algemeen

Na een uitzonderlijk lange economische cyclus is de economische groei nu duidelijk aan het vertragen. De vraag is of de economie in het jaar 2020 al in een recessie zal belanden. Wij denken van niet. De kans daarop lijkt in Europa overigens wat groter dan in de VS. Met name Duitsland heeft te lijden onder de effecten van de handelsoorlog en is dicht bij een recessie. Internationaal is er mede daarom een roep om de overheidsinvesteringen in Nederland en Duitsland te vergroten; dit met het verhogen van de economische groei in heel Europa als doel. Duitsland en Nederland hebben daarvoor zeker de ruimte, maar de politieke bereidwilligheid om dat te doen is klein. Als gevolg van het handels(deel)akkoord kan de wereldhandel weer iets aantrekken. Dit komt met name ten goede aan de maakindustrie en de op export georiënteerde ondernemingen in Europa en de opkomende markten.

De binnenlandse consumptie en het ruime monetaire beleid blijven de economie voldoende ondersteunen om een recessie te vermijden.

In de VS is 2020 een verkiezingsjaar. De regering van Trump zal er alles aan gelegen zijn om de verkiezingen in te gaan met een gezonde economie. De omzwaai van de Fed naar een ruimer monetair beleid alsmede de lage werkloosheid ondersteunen de economie. Indien noodzakelijk en gewenst is er in de VS nog ruimte om het monetaire beleid verder te verruimen. Het inflatieniveau in de VS is stabiel (rond 2%) en vormt voor monetaire verruiming geen belemmering. Daarnaast is de dienstenindustrie onverminderd sterk. Kortom, de kans dat de VS al in het jaar 2020 met een recessie wordt geconfronteerd, lijkt niet erg groot.

Financiële markten

In 2019 was de winstgroei heel mager of zelfs negatief (opkomende markten). De winstgroei zal naar verwachting in 2020 duidelijk verbeteren door het herstel van de economische groei. Met de sterke koersstijgingen van 2019 en de magere winstgroei zijn de waarderingen van aandelen opgelopen. De financiële markten zijn deels vooruitgelopen op het aantrekken van de economische groei en de bedrijfswinsten in 2020. Desalniettemin is een omgeving met positieve economische groei, stijgende winsten en een (zeer) ruim monetair beleid gunstig voor risicovollere beleggingen. Daarnaast is historisch gezien een verkiezingsjaar in de VS positief voor aandelen. Indien de verwachting uitkomt dat de economie aantrekt, zouden markten buiten de VS het eindelijk eens een keer beter moeten

gaan doen dan die van de VS. Deze markten zijn in ieder geval lager gewaardeerd dan de Amerikaanse aandelenmarkt.

Vastgoed heeft nog steeds de wind in de rug. Met name de lage rente lokt investeerders naar beleggingen met een goede cashflow. De bruto aanvangsrendementen zijn behoorlijk verder gedaald, maar door de daling van de rente is de spread t.o.v. obligaties niet kleiner geworden. Verder zal de waardering van vastgoed ondersteund worden door hogere huren. Daar is zeker ruimte voor.

Obligaties genereerden in 2019, enigszins tegen de verwachting in, een goed rendement. Dit kwam door de verdere daling van de rente. Het aanvangsrendement van veel obligaties is nu erg laag of zelfs negatief. Om een goed rendement op deze obligaties te behalen, dient de rente verder te dalen. Die kans is zeker aanwezig, maar indien dat gebeurt zal de daling beperkt zijn. Indien de rente niet daalt, is er op veel obligaties geen positief rendement te behalen. De beste mogelijkheden voor obligaties lijken te liggen bij obligaties met een lagere krediet rating en obligaties uit opkomende landen. Op deze obligaties is het rendement nog wel ruimschoots positief. Aan deze obligaties is uiteraard wel meer risico verbonden.

IV Voorstel asset-mix 2020

Om het doel van het betalen van geïndexeerde pensioenen te kunnen verwezenlijken dient de totale portefeuille een rendement te genereren dat tenminste gelijk is aan de verandering van de Technische Voorzieningen (TV). De TV veranderen (afgezien van wijzigingen in het pensioenbestand) door:

1. Jaarlijkse aangroei, interest (1 jaars rente).
2. Veranderingen van de marktrente.
3. Toekennen van toeslagen.
4. Verandering van de levensverwachting voor zover die afwijkt van de prognose.

De beleggingsportefeuille is gesplitst in een matching-portefeuille en return-portefeuille. Deze portefeuilles dienen samen voor opbrengsten te zorgen die minimaal gelijk zijn aan de eerste 3 componenten van de veranderingen van de TV. Omdat TDV zich in een situatie van een reservetekort bevindt, wordt gestreefd naar een extra rendement, met inachtneming van het risico, ter versterking van het eigen vermogen.

ALM

Gebaseerd op de ALM-studie in 2019 hebben sociale partners hun risicohouding bijgesteld. Op basis hiervan is ervoor gekozen om het huidige strategische beleggingsbeleid voort te zetten.

Algemeen

Het totale beleggingsrisico dient onder het in de haalbaarheidstoets aangegeven maximale vereist eigen vermogen van 124% te blijven. Anderzijds geldt er ook een minimumgrens van 119%.

Er zijn geen expliciete maxima en minima aan de verhouding tussen de matching- en de return portefeuille gesteld. Om het totale risico van de portefeuille te bewaken, zijn maxima gesteld aan de meest risicovolle beleggingen van de portefeuille:

- de totale weging van zakelijke waarden o.b.v. de definitie van DNB mag maximaal 60% van het totale vermogen bedragen;
- leningen met een rating van BBB of lager mogen maximaal 22,5% van het totale vermogen bedragen;
- de waarde van de vastrentende waarden uit de matching-portefeuille en de return-portefeuille bij elkaar opgeteld dient minimaal 40% en maximaal 70% van het totale vermogen te beslaan.

Matching-portefeuille

Het doel van de matching-portefeuille is het behalen van tenminste dezelfde opbrengst als de verandering van de TV als gevolg van de verandering van de marktrente (bullet 2). In principe is dit in tijden van rentedaling alleen mogelijk indien het renterisico voor 100% is afgedekt. Indien het strategisch afdekkingspercentage lager ligt, is de doelstelling het behalen van een opbrengst die ten minste gelijk is aan de verandering van de TV maal het strategisch afdekkingspercentage, maar liefst meer.

De beleggingen in de matching-portefeuille bestaan uit een combinatie van obligaties, liquiditeiten en derivaten, zoals futures, renteswaps en mogelijk swaptions. De keuze is afhankelijk van de rendementen die op de diverse beleggingsinstrumenten behaald kunnen worden. Beleggingen in futures en renteswaps gaan niet gepaard met een geldinvestering, er wordt slechts een contract afgesloten. Deze beleggingen leveren in principe over de gehele looptijd geen rente inkomsten op (bij het afsluiten van het contract is de contante waarde nul. De inkomsten en kosten (korte rente) vallen over de totale looptijd tegen elkaar weg. Echter van jaar tot jaar kan dit wel verschillen en zullen er

jaren zijn dat er inkomsten gegenereerd worden). In de matching-portefeuille zitten ook obligaties. De obligaties genereren wel renteinkomsten. Daarom is de doelstelling voor de obligaties een zelfde waardeverandering als de verandering van de TV als gevolg van de veranderingen in de rente (bullet 2) plus de jaarlijkse interest. De matching-portefeuille wordt beheerd door BNP Asset Management Nederland N.V..

Door het gebruik van derivaten, blijven er middelen over om te beleggen. Dit gebeurt in de return-portefeuille.

De rente is bijzonder laag en ligt onder de op lange termijn veronderstelde evenwichtswaarde. Wat dat betreft is een strategie, waarbij een groot gedeelte van het renterisico structureel is afgedekt, niet optimaal. Anderzijds ligt een grote stijging van de rente niet voor de hand. In 2012 is de zogenaamde UFR geïntroduceerd. De rentecurve gebaseerd op de UFR bepaalt de dekkingsgraad. Echter afdekken op basis van van UFR is niet mogelijk en vergt meer onderhoud. Daarom heeft het bestuur in 2017 besloten om de renteafdekking te baseren op de markrentecurve i.p.v. de UFR curve, Hierbij wordt met de volgende staffel gewerkt.

<u>15-jaars swaprente</u>	<u>Afdeckingspercentage</u>
0,0% - 1,0%	30,0% - 35,0%
1,0% - 1,5%	35,0% - 40,0%
1,5% - 2,0%	40,0% - 50,0%
2,0% - 2,5%	50,0% - 57,5%
2,5% - 3,0%	57,5% - 65,0%
3,0% - 3,5%	65,0% - 72,5%
3,5% - 4,0%	72,5% - 80,0%

Het aanpassen van de renteafdekking is geen automatisme. Er kan van de staffel afgeweken worden als omstandigheden daartoe aanleiding geven. Dit moet wel goed beargumenteerd en vastgelegd worden.

Risico analyse matching-portefeuille

De modified duration van de TV bedraagt per einde van het jaar ongeveer 15,2 jaar. Dat betekent dat een verandering van de rente van 1% tot een verandering van 15,2% van de TV leidt. Het afdekken van de rente zorgt voor een demping van de invloed van de renteverandering op de dekkingsgraad, doordat het vermogen (gedeeltelijk) mee verandert. De volatiliteit van de TV over een periode van vijf jaar ligt op 8,2% (2018:7,2%).

Risico Analyse	Matching-portefeuille				
Start DKG	30%	40,0%	50%	60,0%	70%
116,4%	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking
1% rentedaling	105,7%	107,2%	108,7%	110,3%	111,8%
0,5% rentedaling	110,7%	111,5%	112,3%	113,1%	113,9%
0,5% rentestijging	123,1%	122,2%	121,2%	120,2%	119,3%

De tabel laat de verandering van de dekkingsgraad zien bij verschillende renteafdeckingspercentages. Hierbij is verondersteld dat er geen rendement wordt behaald. Uitgaande van een dekkingsgraad van 116,4% komt TDV, ook bij de minimale renteafdekking van 30% als de rente met 1% daalt, niet in een dekkingstekort terecht.

Collateral analyse

Het ongerealiseerde resultaat op de renteswap-portefeuille bedraagt ongeveer € 18 miljoen positief. Ter waarborging van dit bedrag wordt door de tegenpartijen een min of meer gelijk bedrag aan (Franse) staatsobligaties gestort.

Het ongerealiseerde resultaat fluctueert met de rente. Indien de rente stijgt neemt het resultaat af en kan omslaan van positief naar negatief. In dat geval moet TDV collateral storten. Onderstaande tabel geeft een inzicht in de positie van TDV bij een stijging van de rente.

Berekening waarde renteswaps			
Rentestijging	0,50%	1%	1,5%
Waarde swaps (€ mio)	13,5	8,6	3,7

Uit de tabel blijkt dat bij een stijging van de rente met 1,5%% TDV nog steeds geen collateral zou moeten storten.

Return-portefeuille

De doelstelling van de return-portefeuille is minimaal zoveel opbrengst te behalen als de jaarlijkse aangroei (interest) van de TV plus de kosten van de indexatie van de pensioenen en pensioenaanspraken. Gezien het feit dat TDV zich in een situatie van een reservetekort bevindt, wordt daarnaast gestreefd naar een extra rendement, met inachtneming van het risico, ter versterking van het eigen vermogen.

Voor aandelen en vastgoed wordt verondersteld dat deze doelstelling op langere termijn gehaald kan worden. Voor overige beleggingen zal dit de expliciete doelstelling zijn.

Primair zal worden berekend of de returnportefeuille bovengenoemde doelstelling heeft behaald. Daarnaast zullen de diverse onderdelen vergeleken worden met een relevante benchmark om de prestaties van de return-portefeuille te kunnen beoordelen.

Asset allocatie

De strategische asset allocatie is gebaseerd op de risicohouding zoals sociale partners hebben vastgesteld. Het gewicht van zakelijke waarden bedraagt 65% van de return-portefeuille. Als percentage van het totale vermogen is dit 49%. DNB heeft een methodiek voorgeschreven voor de bepaling het aandeel zakelijke waarden. Hierbij worden obligaties o.b.v. hun rating voor een bepaald percentage meegenomen als zakelijke waarden. Op basis van de definitie van DNB is er een maximum aangesteld aan het strategische percentage zakelijke waarden van 60% van het totale vermogen.

Categorie in % van Return-portefeuille	2020		2019	
	Norm in % 75%	Bandbreedte in %	Norm in % 75%	Bandbreedte in %
Matching-Portefeuille	(25)		(25)	
Aandelen	45	35 – 50	45	35 – 50
Vastgoed	20	15 – 25	20	15 – 25
Liquiditeiten	0	-5 – 10	0	-5 – 10
Overige beleggingen	35	25 – 50	35	25 – 50
Totaal	100		100	

Aandelen

In de portefeuille wordt gebruik gemaakt van fondsen met actief (afwijkend van de benchmark) en passief management. Actief management heeft vaak niet de resultaten gebracht waarop gehoopt werd. De filosofie van TDV is dat in principe passief belegd wordt, tenzij er bij actief beheer op lange termijn een hoger verwacht rendement of een lager verwacht risico tegenover staat.

Passief management is gebaseerd op een marktgewogen index en wordt gedaan via BlackRock Global Investors.

De selectie van de fondsen is de verantwoordelijkheid van de directie in samenspraak met de BAC. Hierbij wordt advies ingewonnen bij de beleggingsadviseur Altis. In 2016 is gekozen voor een puur regionale indeling van de aandelenportefeuille.

Aandelen	Actief	Passief	2020		2019	
			Norm in %	Bandbreedte in %	Norm in %	Bandbreedte in %
Europa			45	35 - 55	45	35 - 55
N-Amerika			35	25 - 45	35	25 - 45
Azië (incl. Japan)			10	5 - 15	10	5 - 15
Emerging markets			10	5 - 15	10	5 - 15
Totaal			100	Actief max 50%	100	Actief max 50%

Het risico van de aandelenportefeuille wordt gemeten aan de hand van de zogenaamde tracking error. Voor de actieve portefeuille geldt een maximum tracking error van 5% en een minimum van 2%. Wij zijn niet geïnteresseerd in een semi-passieve portefeuille waar we een behoorlijke fee voor betalen. Voor de passieve portefeuille geldt een maximum tracking error van 1%.

Private equity vormt een onderdeel van de aandelenportefeuille. Het strategisch gewicht van Private equity bedraagt 5% (was oorspronkelijk 8% van de totale aandelenportefeuille en het maximum

gewicht 10%. De actuele gewing is 2%). In een nog uit te voeren Risico Budgeterings Studie (RBS) zal de toegevoegde waarde van Private Equity onderzocht worden. Er is geen aparte regioverdeling voor Private Equity. Private Equity wordt niet meegenomen in de hierboven vermelde beleggingsrestricties ten aanzien van de regioverdeling. Voor de verdeling actief/passief wordt Private Equity ook niet meegenomen.

Vastgoed

Algemeen

Het strategische gewicht van de vastgoedportefeuille vormt een belangrijk bestanddeel van de totale portefeuille van het fonds. In 2016 is de directe vastgoedportefeuille in zijn totaliteit verkocht. De beleggingen in vastgoed bestaan vanaf dat moment alleen nog maar uit indirect vastgoed.

Indirect vastgoed

Deze categorie omvat participaties in niet-beursgenoteerde en beursgenoteerde beleggingsfondsen. Oorspronkelijk was het de bedoeling om te beleggen in een verhouding van 2/3 niet-beursgenoteerd en 1/3 beursgenoteerd vastgoed en het niet-beursgenoteerd gedeelte op te splitsen in de helft Nederlandse fondsen en de andere helft Europese fondsen. Het Nederlandse gedeelte zou op advies van Altis alleen uit woningen bestaan. Wij waren echter nog belegd in kantoren en deze positie is (nog) niet verkocht (dat was een goede beslissing, het kantorenfonds is veruit het best presterende fonds). In 2019 kregen we een mogelijkheid om de positie in het woningenfonds uit te breiden. Na overleg met Altis leek dat aantrekkelijk en is dat gedaan. Als gevolg hiervan is de gewing van Nederlandse niet-beursgenoteerde beleggingsfondsen beduidend hoger dan het oorspronkelijke strategische gewicht van 6,7%. Nu wordt voorgesteld om de strategische gewichten (voor dit jaar) aan te passen aan de huidige situatie.

In beursgenoteerd vastgoed wordt zowel wereldwijd als specifiek in Europa belegd. Op advies van Altis wordt de wereldwijde belegging passief ingevuld. De Europese belegging wordt actief ingevuld. De indirecte vastgoed portefeuille wordt als volgt samengesteld.

Sector	2020		2019	
	Norm in % RP	Bandbreedte in % RP	Norm in %	Bandbreedte in %
Niet beursgenoteerd Nederland	10%	5% - 10%	6,7%	5% - 8%
Niet beursgenoteerd Europa	5%	2,5% - 7,5%	6,7%	2,5% - 8%
Beursgenoteerd wereldwijd	5%	2,5% - 10%	6,7%	2,5% - 10%
Totaal	20%		20%	

Overige beleggingen

Deze categorie bestaat uit vastrentende waarden die niet gebruikt worden voor het afdekken van het renterisico, beleggingsfondsen in vastrentende waarden en andere alternatieve producten.

De invulling van de portefeuille wordt geheel gedreven door rendements-risico afwegingen, waarbij het risico voorop staat. Dit is in een eerdere Risico Budgeterings Studie onderzocht. Hieruit kwam o.a. naar voren dat grondstoffen structureel niet voldoende toegevoegde waarde bieden t.o.v. de eigen volatiliteit, maar High Yield en Emerging Market Debt wel.

De doelstelling van de portefeuille is om een rendement te genereren dat tenminste gelijk is aan de jaarlijkse aangroei van de verplichtingen plus de kosten van de indexatie van de pensioenen en pensioenaanspraken. Daarnaast wordt gestreefd naar een extra rendement ter versterking van het VEV.

De vastrentende waarden worden ingezet voor het genereren van rendement en fungeren als diversificatie binnen de return-portefeuille. De inzet is afhankelijk van de verwachte rendementsvooruitzichten en van het risicoprofiel van de portefeuille.

Restricties aan **de vastrentende waarden** in de portefeuille overige beleggingen:

- Beleggingen in andere valuta dan de euro mogen in totaal maximaal 50% van de return-portefeuille bedragen
- Er mag maximaal in totaal voor 15% van de return-portefeuille belegd zijn in emergingmarket-obligatiefondsen en in zogenaamde high-yield obligatiefondsen.
- De beleggingen in deze fondsen worden meegenomen bij kredietrestricties zoals onder weergegeven. Het maximum per debiteur geldt niet voor de beleggingsfondsen.

- Er mag voor maximaal in totaal 5% van de return-portefeuille belegd worden in obligaties zonder rating.
 - Er mag maximaal voor 15% (was 20%) van de return-portefeuille belegd worden in obligaties zonder rating of met een rating lager dan BBB. De minimale rating voor obligaties met een rating is B. De maximale positie per debiteur in obligaties zonder rating of met een rating lager dan BBB bedraagt 0,75% van het totaal vermogen.
 - Er mag maximaal voor 30% (was 25%) van de return-portefeuille belegd worden in obligaties zonder rating, obligaties met een rating lager dan BBB of obligaties met een rating van BBB. De maximale positie per debiteur in obligaties met een rating van BBB bedraagt 1% van het totaal vermogen.
 - Maximale positie per debiteur in obligaties met een rating hoger dan BBB bedraagt 1,5% van het totaal vermogen.
 - Indien een onderneming leningen met een verschillende rating heeft, wordt het laagste van rating gehanteerd voor de bepaling van het maximum voor de totale positie.
 - Aan staatsleningen waarvan de rating minimaal AA is, is geen maximum verbonden. Met de categorie staatsobligaties wordt bedoeld: obligaties die door overheden uitgegeven worden, of gegarandeerd worden, of door hun publiekrechtelijke organen, of door supranationale instellingen en organisaties met een gemeenschappelijk, regionaal of mondiaal karakter.
- In tabel samengevat:

		2020		
		maximum	maximum	maximum van
		% Return	% Vermogen	lening*
S & P	Moody's	Totaal	Per debiteur	
AA -	Aa3			
A -	A3		1,50%	10%
BBB -	Baa3	25%	1,00%	10%
Lager BBB	Lager Baa3	15%	0,75%	10%
No rating	No rating	5%	0,75%	10%
Buitenlandse valuta		50%		
EM + HY		15%		
Emerging markets (EM)		10%		
High yield (HY)		10%		

De percentages bij totaal zijn cumulatief. High Yield en EMD vallen onder de in het tabel gestelde maxima aan de ratings.

Overige beleggingen	2020	
	Categorie	Bandbreedte in %
HY en EMD	als % van de return-portefeuille	0 – 15
Grondstoffen	idem	0 – 2,5
Alternatieve beleggingen	idem	0 – 5
Totaal		

De selectie van de fondsen is de verantwoordelijkheid van de directie in samenspraak met de BAC. Hierbij wordt advies ingewonnen bij de beleggingsadviseur Altis Investment management AG.

Valuta

In de economische theorie wordt verondersteld dat valuta geen bron van extra rendement zijn, maar wel een hoog risico met zich meebrengen. In het FTK wordt bovendien een buffer vereist voor valutaire posities. Belangrijkste valutarisico's liggen bij de US dollar, het Britse pond, de Japanse yen en de overige Aziatische valuta. De dollar, yen en het pond worden structureel afgedekt. De valuta van Azië en andere emerging markets zijn moeilijk af te dekken. De Aziatische valuta kunnen op een tactische basis via een proxy hedge worden afgedekt.

De mogelijkheid bestaat om valuta die niet structureel zijn afgedekt op tactische basis af te dekken. Anderzijds bestaat de mogelijkheid om een gedeelte van het valutarisico niet af te dekken. De totale maximum valuta exposure is bepaald op 15% van het totale vermogen. Hierbij geldt een maximum van 10% per valuta.

Er dient opgemerkt te worden dat een groot gedeelte van het valutarisico in de beleggingsfondsen van de aandelenportefeuille zit en daarmee voor een gedeelte niet direct zichtbaar is. We krijgen de valutaire verdeling wel regelmatig door en kunnen op basis hiervan de benodigde afdekking bepalen.

Risico analyse

De gekozen strategische beleggingsportefeuille heeft een verwacht netto lange termijn rendement van 3,0%.

De volatiliteit van de rendementen van de portefeuille bedraagt ongeveer 6,0% (op jaarbasis gemeten o.b.v. maandcijfers over de periode 2014 – 2019,). Hierbij wordt uitgegaan van de wijze waarop het strategische beleggingsbeleid geïmplementeerd wordt (dat houdt in dat niet uitgegaan wordt van benchmark rendementen, maar rekening gehouden wordt met actief beheer).

Uitgaande van een volatiliteit van de portefeuille van 6% kan berekend worden dat het rendement voor 2020 met een kans van 95% tussen de -8,6% en 15,4% zal liggen. Er is dus een kans van 2,5 % op een rendement van -8,6% of lager, waardoor de dekkingsgraad onder de 110% zou uitkomen (afgezien van veranderingen in de verplichtingen).

De volatiliteit van de dekkingsgraad (tracking error) is behoorlijk gestegen. Dat was te verwachten gezien de grote maandelijkse veranderingen van de TV in 2019. Op grond van deze volatiliteiten en uitgaande van de huidige beleggingsstrategie kan berekend worden dat de kans dat de dekkingsgraad eind 2020 onder 104,2% terecht komt ongeveer 4% (2019: 1,5%) bedraagt.

Risico Analyse	Beleggingen					
	Totaal	VRW/MP	Aandelen	Vastgoed	Overige	DKG
maandbasis						Beleggingen
in %						
Absoluut risico						
Portefeuille 2019	6,07	7,97	10,73	6,00	3,78	6,07
Benchmark 2019	6,86	13,66	11,03	4,07	0,05	8,28
Portefeuille 2018	5,94	7,44	9,73	5,80	3,51	5,94
Relatief Risico						
Tracking Error 2019	2,89	6,02	2,23	5,85	3,78	7,17
Tracking Error eind 2018	3,00	7,83	2,33	5,84	3,50	6,09

Conclusie voorstel Asset-Mix

De voorgestelde strategische beleggingsstrategie genereert voldoende rendement om op lange termijn uit een situatie van een reservetekort te komen. Dat kan echter alleen door in de eerst komende jaren gedeeltelijk te indexeren.

Rebalancing

Per kwartaal zal er naar de gewenste weging gerebalanceerd worden. Indien er zwaarwegende redenen zijn om niet te rebalancen, dient dit door het bestuur goedgekeurd te worden. Overschrijding van de tactische brandbreedtes ten gevolge van marktontwikkelingen gedurende het kwartaal zijn toegestaan.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

De aandelenportefeuille van TDV is belegd door middel van beleggingsfondsen. Hierdoor neemt TDV niet direct deel in individuele ondernemingen. Dat betekent dat TDV niet rechtstreeks in contact staat met ondernemingen. TDV belegt in fondsen die een actief beleggingsbeleid voeren en in fondsen met een passief beleggingsbeleid. Bij de laatste categorie wordt in principe in alle ondernemingen belegd die in bepaalde marktindices zijn opgenomen en komen aspecten van maatschappelijk verantwoord beleggen minder aan de orde. TDV heeft er echter voor gekozen om te beleggen in passieve fondsen waarbij aspecten van maatschappelijk verantwoord beleggen tot op zekere hoogte een rol spelen.

TDV stelt aan vermogensbeheerders, die actief beleggen, op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen een aantal eisen waaraan vermogensbeheerders en de beleggingsfondsen minimaal moeten voldoen. Ten eerste verlangt TDV van haar vermogensbeheerders dat zij minimaal voldoen aan de principes zoals verwoord in het handvest van de Verenigde Naties t.a.v. maatschappelijk verantwoord beleggen (UNPRI). Verder eist TDV onder andere dat haar

vermogensbeheerders maatschappelijk verantwoorde criteria betrekken in hun beleggingsproces en proberen bedrijven er toe aan te zetten om maatschappelijk verantwoord te ondernemen. Verder verlangt TDV van haar vermogensbeheerders dat zij in aandeelhoudersvergaderingen zoveel mogelijk hun stem uitbrengen.

Ook bij beleggingsfondsen die beleggen in obligaties en / of leningen wordt in toenemende mate rekening gehouden met aspecten van maatschappelijk verantwoord beleggen.

De PensioenFederatie heeft een convenant op het gebied van MVB afgesloten. De pensioenfondsen die het convenant ondertekenen kiezen met dit convenant voor een aanpak waarbij de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de *UN Guiding Principles on Business and Human Rights* als basis worden genomen om dergelijke ESG-risico's te identificeren, prioriteren en adresseren. Ook kiezen zij voor samenwerking met non-gouvernementele organisaties vakbonden en overheid.

Deelnemende pensioenfondsen streven naar (maatschappelijke) waardecreatie op de lange termijn. Deelnemende pensioenfondsen zullen binnen de beleggingscategorieën rekening houden met de lange en korte termijn gevolgen voor samenleving en milieu en zetten zich in om afspraken te maken met de externe dienstverleners die (een deel van) het verantwoord beleggen beleid van het pensioenfonds uitvoeren opdat zij de weging van ESG-risico's integraal opnemen in hun beleggingsprocessen.

TDV heeft dit convenant ondertekend.

Tijdens de studiedag van 2018 heeft het bestuur naar aanleiding van een enquête 3 duurzame ontwikkelingsdoelen uit de door de Verenigde Naties opgestelde 17 duurzame ontwikkelingsdoelen geselecteerd die naar mening van het bestuur het beste bij TDV en de werkgever aansluiten. Dit zijn in volgorde van prioriteit voor TDV:

12. Duurzame consumptie en productie.

8. Inclusieve, economische groei, werkgelegenheid en fatsoenlijk werk voor iedereen.

7. Toegang tot betaalbare en duurzame energie voor iedereen.

De nummers verwijzen de nummers van de duurzame ontwikkelingsdoelen.

Liquiditeit

De meeste beleggingen zijn zeer liquide en kunnen binnen één dag of enkele dagen te gelde gemaakt worden. Dit geldt niet voor niet-beursgenoteerd vastgoed en Private Equity. TDV is een lange termijn belegger en accepteert dat een gedeelte van de beleggingen niet erg liquide is. Dit zou normaal gesproken het rendement ten goede moeten komen. Van belang is dat TDV zijn (jaarlijkse) verplichtingen kan betalen. De cashflow is daar normaal gesproken voldoende voor (zie pagina 1). TDV is een vergrijsd fonds en dient daarom een ruime buffer aan liquide beleggingen te bezitten. Daarom wordt er een maximum gesteld aan de illiquide beleggingen van 25% van het totale vermogen.

Derivaten

Derivaten kunnen als afgeleide beleggingsinstrumenten gebruikt worden om:

- de risicograad van de beleggingsportefeuille te verlagen;
- de gewenste renteafdekking te realiseren;
- het valutarisico af te dekken;
- tactische wijzigingen in de portefeuille op een efficiënte wijze tot stand te brengen;
- om de asset allocatie te brengen naar de gewenste samenstelling, indien het niet mogelijk is of de directie het niet gewenst acht om dit te bereiken middels directe beleggingen.

Verbruikleen

Uit het depot van TDV bij Caceis kunnen effecten uitgeleend worden aan derde partijen. Hierbij treedt Caceis op als principal en niet als agent.

In de ABTN staan de voorwaarden die aan het gebruik van derivaten en verbruikleen worden gesteld beschreven, inclusief het collateral management.

Strategische benchmarks 2020

TDV matching-portefeuille

Verandering van de TV als gevolg van de verandering van de rente op basis van het percentage strategische renteaafdekking. Voor het gedeelte van de matching-portefeuille dat belegd is obligaties wordt bij deze benchmark de jaarlijkse aangroei van de TV o.b.v. de één jaars-forwardrente opgeteld.

TDV return portefeuille

1. De jaarlijkse aangroei (interest) van de TV (naar rato van de grootte van de portefeuille) plus de kosten van eventuele indexatie van de pensioenen.
2. Voor een beoordeling van de prestatie van de return portefeuille:

TDV Aandelen benchmark (45%)* als volgt verdeeld:

45% MSCI Europe
35% MSCI Noord Amerika
10% MSCI Verre Oosten
10% MSCI Emerging Markets

TDV Vastgoed benchmark (20%) als volgt verdeeld:

50% IPD Nederlandse Vastgoedindex
25% IPD Pan-Europe Property Funds Index (Balanced Funds):
25% FTSE EPRA/NAREIT Developed Index (Net Return)

Overige beleggingen (35%)

de jaarlijkse aangroei (interest) van de TV (1 jaars swaprente) plus de kosten van de indexatie van de pensioenen en pensioenaanspraken.

* De wegingen van de onderdelen van de Return-portefeuille zijn uitgedrukt als % van de Return-portefeuille. De dollar, yen en ponden worden structureel afgedekt.

Aldus vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 11 februari 2020.

Stichting Pensioenfonds TDV

F.C.L. Terpstra
Voorzitter

B.P. Hess
Secretaris