

Nota Beleggingsbeleid 2022

Stichting Pensioenfonds TDV

Inleiding

In dit document wordt een voorstel gedaan met betrekking tot het in 2022 te voeren beleggingsbeleid.

Achtereenvolgens komen aan de orde:

- I Algemene uitgangspunten en beleidsmatige doelstellingen*
- II Terugblik op 2021*
- III Vooruitblik 2022*
- IV Voorstel beleggingsbeleid 2022*

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 het pensioenvermogen,
- helder en duidelijk communiceren met belanghebbenden.

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

Risicohouding

Het fonds streeft er naar om de nominale pensioenaanspraken 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 pensioenaanspraken 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 voor het grootste deel 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 2022 -0,53% (éénjaarsrente). Op lange termijn dient gemiddeld een rendement van 0,63% (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.

Naast de lange termijn overwegingen spelen de kortere termijn risicogrenzen een belangrijke rol, onder andere om te voorkomen dat TDV terugvalt in een reservetekort.

In 2019 is er een nieuwe ALM studie uitgevoerd. Uit de studie kwam naar voren dat de strategische beleggingsstrategie van 2019 niet meer voldeed 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 opgerekend.

Uitgangspunten

- Belegd vermogen van ongeveer euro 675 miljoen.
 - TDV heeft per ultimo 2021 geen reservetekort meer, maar kan nog niet volledig indexeren.
 - 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 2022 schieten de inkomsten net iets te kort om de uitgaven volledig 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 2022					
Inkomsten	(x € 1 mio)		Uitgaven	(x € 1 mio)	Saldo
Premiebijdrage	10,00		Pensioenbetalingen	18,00	-8,00
Coupons+ Swaps	4,70		Kosten	1,50	
Dividenden	4,00				
Totaal	18,70		Totaal	19,50	-0,80

Bij de cashflow prognose dient een belangrijke kanttekening gezet te worden. De cashflow kan substantieel beïnvloed worden door de resultaten op derivaten, met name valutatermijncontracten. 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 mede is gebaseerd.

II Terugblik 2021

Vorig jaar hebben we de volgende vooruitzichten opgesteld:

- Na het ruim beschikbaar komen van vaccins in de loop van 2021 een behoorlijk sterk economisch herstel
- Licht aantrekkende, maar nog steeds lage inflatie (onder de beleidsmatig gewenste 2%).
- Continuering van het ruime monetaire beleid van centrale banken.
- Een laag blijvende rente in Europa en in de VS.
- Ruime fiscale stimulering die wel in de loop van het jaar verminderd zal worden.
- Gunstige omstandigheden voor risicovollere beleggingen .

Deze verwachtingen zijn grotendeels uitgekomen, alleen is de inflatie meer gestegen dan verwacht.

Economische ontwikkeling

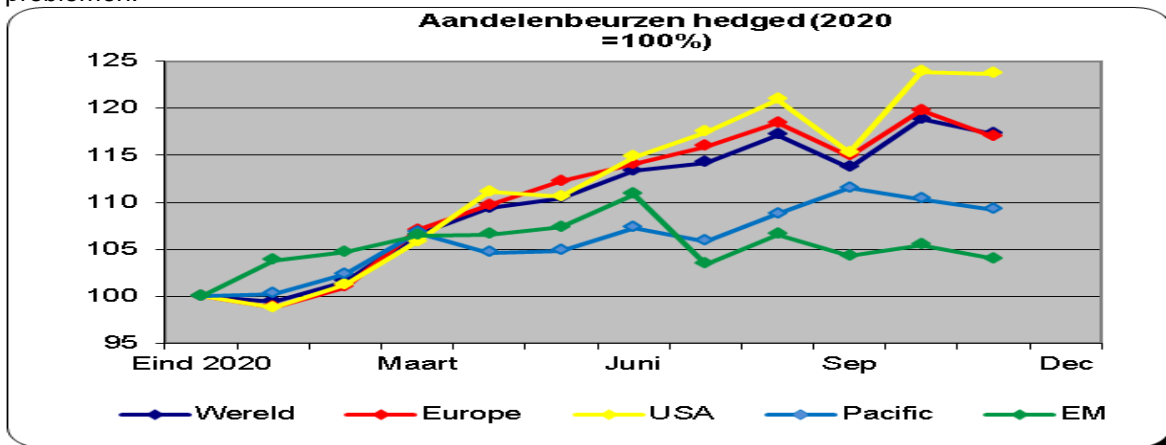
Aan het begin van het jaar was covid-19 wereldwijd (op een paar uitzonderingen na) nog volop aanwezig. Veel landen zaten in de eerste maanden van het jaar in een (streng) lockdown. In de loop van 2021 kwamen er steeds meer vaccins tegen het covid-19 virus beschikbaar. Landen uit de ontwikkelde wereld begonnen vanaf het begin van het jaar druk met vaccineren. Rond het voorjaar was in veel landen een redelijk gedeelte van het meest kwetsbare deel van de bevolking gevaccineerd en konden de corona-maatregelen langzaam versoepeld worden. Dit leidde vanaf het derde kwartaal tot een sterke toename in de vraag naar diensten en goederen en een sterke economische groei. Echter, de aanbodzijde van de economie was ook gehinderd door het virus en de daaraan gekoppelde beperkende maatregelen. Als gevolg hiervan ontstonden er in een aantal sectoren tekorten aan producten. Dit leidde tot soms forse prijsstijgingen en zelfs tot het (tijdelijk) stilleggen van fabricageprocessen. Hierdoor viel de economische groei terug, maar bleef nog wel robuust. De inflatie wakkerde aan waarbij de vraag naar voren kwam of dit een tijdelijke opleving zou zijn en dat de inflatie in 2002 weer terugkeert naar een normaal niveau, of dat de inflatie langer gaat aanhouden. Centrale banken zijn van mening dat dit een tijdelijk fenomeen is en wisten de markten daar in eerste instantie van te overtuigen.

Doordat de pandemie bleef aanhouden zagen overheden zich genoodzaakt om de zeer ruime steunmaatregelen voort te zetten. Ook centrale banken zetten hun ongekennd ruime monetaire beleid onverminderd voort. Wel laaide in de zomer door de sterke groei en snelle stijging van de inflatie de discussie op hoe lang de centrale banken hiermee door kunnen gaan. In het najaar gaf de Fed aan dat zij vanaf het einde van het jaar langzaam het aankoopprogramma van obligaties gaat afbouwen.

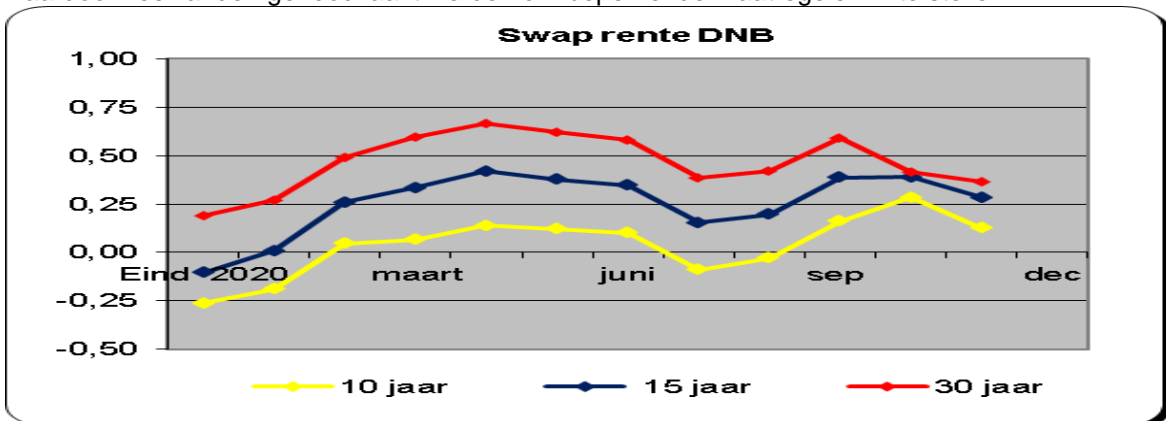
Financiële markten

2021 was een uitstekend jaar voor risicovolle beleggingen. De stemming op financiële markten was vrijwel het hele jaar positief en veel aandelenbeurzen bereikten nieuwe recordstanden. Ook bedrijfsobligaties deden het relatief goed, de opslag t.o.v. staatsleningen daalde naar nieuwe laagtepunten. Het overheersende thema was een sterk herstel van de economische groei en daardoor een sterke stijging van de bedrijfswinsten. Er waren maar enkele korte momenten dat markten wat terugvielen. Dat had meestal te maken met oplopende inflatie en licht stijgende rentes.

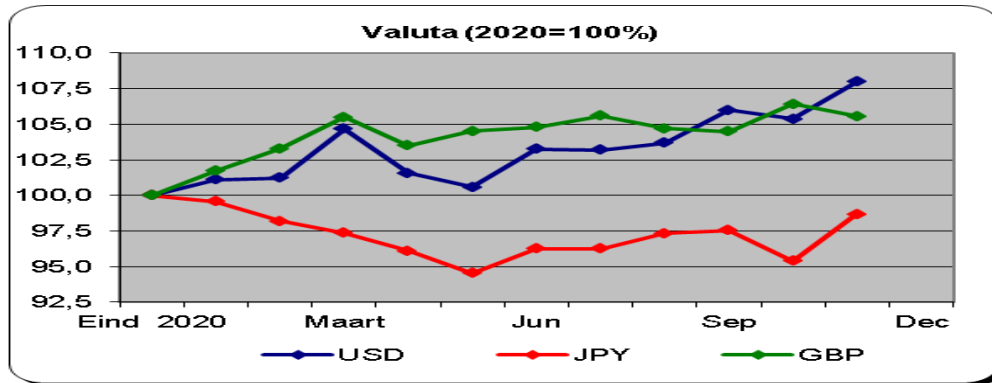
De opkomende markten waren de belangrijkste dissonant. In opkomende landen is de vaccinatiegraad laag en daarom hebben deze landen meer last van het coronavirus. Daarnaast beschikken deze landen over minder middelen en mogelijkheden om de economie te ondersteunen. Verder speelden perikelen in China een rol. Chinese autoriteiten legde in juli beperkingen op aan een aantal technologiebedrijven. Daarnaast kwam niet veel later een groot Chinees vastgoedbedrijf in financiële problemen.



De snel aantrekkende economische groei en de oplopende inflatie leidde in de eerste maanden tot een stijging van de rente. In het voorjaar wisten centrale banken de markten ervan te overtuigen dat de oplopende inflatie tijdelijk zou zijn en dat ze hun ruime monetaire beleid niet zouden veranderen. Daarop daalde de rente weer. De inflatie bleef echter oplopen en de economische groei bleef robuust. Dit bracht de Fed er toe om aan te geven dat tegen het einde van het jaar het monetaire beleid minder ruim gaat worden. Dit leidde in september tot kortstondige stijging van de rente. In de laatste maanden keerde deze trend en daalde de rente o.a. als gevolg van het oplaaien van het coronavirus waardoor veel landen genoodzaakt werden om beperkende maatregelen in te stellen.



De verwachting dat de Fed als eerste grote centrale bank een minder ruim beleid zou gaan voeren, zorgde voor een stijging van de dollar. Pond Sterling herstelde van de daling van het voorgaande jaar.



III Vooruitblik 2022

Verwachtingen

- Aanhoudende robuuste economische groei, wel lager dan in 2021.
- Inflatie zal in de loop van 2022 afnemen, maar blijft wel relatief hoog.
- Minder ruim monetaire beleid van centrale banken, maar nog niet echt verkrapping.
- Licht stijgende rente in Europa en in de VS.
- Nog steeds een ruim fiscaal beleid, maar minder dan in 2021.
- Goede stijging van bedrijfswinsten.
- Gunstige omstandigheden voor risicovollere beleggingen, met name aandelen.

Algemeen

De economie is in 2021, na het loslaten van de coronamaatregelen, sterk opgeveerd. Dit werd voor een gedeelte gedreven door een inhaalvraag en opgepotte besparingen. Ook de enorme overheidssteun aan burgers (in de VS) en bedrijven heeft aan de sterke economische groei bijgedragen. In 2022 zal hier minder sprake van zijn. De overheidssteun is grotendeels afgebouwd en de inhaalvraag zal ook terugvallen, maar wel degelijk nog een factor van belang zijn. Dit ook mede gezien de problemen in de aanleveringsketen in een aantal sectoren. Indien deze in 2022 opgelost worden, zal er inhaalslag gemaakt worden. Vanwege corona hebben veel bedrijven investeringen op een lager pitje gezet. Ook hier valt een inhaalslag te verwachten. Al met al zijn de vooruitzichten voor economische groei gunstig. Hierbij moet wel als voorbehoud aangetekend worden, dat de economieën niet meer op slot gaan vanwege corona. Gezien de sterke stijging van het aantal besmettingen eind 2021, is dit zeker niet uit te sluiten.

Inflatie is één van de belangrijkste thema's voor de vooruitzichten voor 2022. 2022 zal moeten uitwijken of de opleving van de inflatie inderdaad tijdelijk is zoals centrale banken beweren. Prijsverhogingen manifesteren zich als eerste bij de producenten. Dit komt tot uiting in een sterke stijging van de producenten prijzen. Over het algemeen hebben afnemers contracten met de producenten voor een wat langere periode. Producenten kunnen pas na afloop van de contractperiode de prijzen verhogen. Dit zal naar verwachting eind van dit jaar en begin volgend jaar gaan gebeuren. De afnemers zullen op hun beurt dit (gedeeltelijk) doorberekenen in hun afzetprijzen naar de consument. Dat betekent dat er nog een behoorlijk naijleffect voor de deur staat. Anderzijds zal de inflatie door de jaar op jaar vergelijking wiskundig wel gedrukt worden. Immers de prijzen van bijvoorbeeld energie en vrachtkosten zouden met hetzelfde tempo als in 2021 moeten stijgen om de inflatie op hetzelfde peil als in 2021 te houden. Dat lijkt niet waarschijnlijk. De loonontwikkeling is een laatste belangrijke factor. Er zijn duidelijk tekenen van krapte op de arbeidsmarkt. Dit kan tot hogere loonstijgingen gaan leiden. Tot nu toe zijn daar nog weinig tekenen van, maar dat kan snel veranderen. De inflatie zal door genoemde factoren aan de hoge kant blijven, maar wel in de loop van het jaar naar verwachting wel afnemen.

Overheden en centrale banken willen nog steeds weinig risico nemen om het economische herstel te verstoren. Ook in 2021 zal fiscaal gestimuleerd worden, wel in mindere mate dan in de echte corona jaren 2020 en 2021. Zo heeft President Biden in de VS een grootschalig plan voor de verbetering van de infrastructuur opgezet. Centrale banken zijn zeer huiverig om een einde te maken aan hun ruime monetaire beleid. De Fed heeft recentelijk de eerste stap gezet door aan te kondigen te gaan stoppen met het opkoopprogramma. Een renteverhoging komt eventueel pas aan de orde nadat het opkoopprogramma volledig is afgebouwd. Financiële markten gaan er overigens vanuit dat de Fed in het najaar van 2022 de rente licht zal verhogen. De ECB is nog lang niet zover. Wel heeft de ECB aange-

kondigd te zullen stoppen met de aankoop van obligaties in het kader van het noodprogramma dat is opgezet vanwege het coronavirus.

Ontwikkelande landen zijn in 2021 duidelijk achter gebleven met hun economisch herstel. Een minder hoge vaccinatiegraad speelde hier een grote rol bij. Inmiddels neemt de vaccinatiegroei toe. Hierdoor zal het groeiverschil in 2022 afnemen en waarschijnlijk helemaal verdwijnen. Daarnaast zullen deze landen profiteren van de hoger economische groei op de ontwikkelde landen.

Financiële markten

2021 was een uitzonderlijk goed jaar voor risicovollere beleggingen, met name aandelen. De kans dat dit in 2022 herhaald zal worden, is niet groot. Op zich blijft de omgeving met positieve economische groei, stijgende winsten en een (zeer) ruim en fiscaal monetair beleid in principe gunstig voor risicovollere beleggingen. Zoals eerder geschreven zal het fiscale en monetaire beleid minder ruim zijn dan in 2021. Daarnaast zijn de waarderingen gestegen, wat de ruimte voor verdere stijging beperkt.

Bij de risicovollere beleggingen dient voor 2022 een onderscheid gemaakt te worden tussen zakelijke waarden en aan de rente gerelateerde producten. De gunstige omgeving geldt met name voor zakelijke waarden. Voor beleggingen zoals bedrijfsobligaties, HighYield en Emerging Markets Debt ligt dit iets genuanceerder. De spreads t.o.v. staatsobligaties is in 2021 voor de meeste categorieën verder ingekomen. De ruimte voor het verder teruglopen van deze spread is beperkt, met name voor bedrijfsobligaties. Dat betekent dat de performance meer afhankelijk wordt van de ontwikkeling van de rente. In de verwachting dat de rente wat zal oplopen, zal het rendement op staatsobligaties zeer waarschijnlijk negatief zijn. Voor genoemde beleggingen zal het rendement wel hoger uitvallen, maar het zal in ieder geval laag zijn en wellicht zelfs negatief (bedrijfsobligaties).

De vooruitzichten voor vastgoed zijn gemengd. Het virus heeft enorme gevolgen gehad voor winkels en kantoren. Het lijkt erop dat dit ook structurele veranderingen betreft en dat de terugkeer naar een normaal dagelijks leven niet betekent dat de vraag naar kantoor- en winkelruimte weer naar oude niveaus terugkeert (door thuiswerken en internet-winkelen). De woningmarkt heeft zich daarentegen goed staande weten te houden. Positief voor vastgoed is de sterke economische groei en ook inflatie is over het algemeen positief voor vastgoed, omdat de huren geïndexeerd zijn. Anderzijds is een oplopende rente een negatieve factor, maar naar verwachting zal de stijging van de rente beperkt zijn.

IV Voorstel asset-mix 2022

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 deelnemersbestand) 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. Indien TDV zich in een situatie van een reservetekort bevindt en / of niet volledig kan indexeren, wordt gestreefd naar een extra rendement, met inachtneming van het risico, ter versterking van het eigen vermogen. In de situatie dat TDV geen reservetekort meer heeft en volledig kan indexeren zal in 2022 een onderzoek gedaan worden naar de gewenste risicohouding. In eerste instantie zal het streven naar extra rendement gehandhaafd blijven om een buffer op te bouwen tegen een terugval in een reservetekort.

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 markttrente (IV.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, beleggingsfondsen, hypotheke(n) (via een fonds), geldmarktfondsen, 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. 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 besloten om de renteafdekking te baseren op de marktrentecurve i.p.v. de UFR curve. In 2020 is besloten om niet uit te gaan van de nominale rente, maar van de reële rente. Het streven is om pensioenen te indexeren, bij een hoge inflatie en dus hoge rente is minder afdekking gewenst dan bij een hoge rente en lage inflatie. Voor de reële rente geldt nog meer dan voor de nominale rente dat deze momenteel extreem laag is.

Daarnaast is besloten om de renteafdekking ook te koppelen aan de stand van de dekkingsgraad. Bij een lage dekkingsgraad past minder risico (meer renteafdekking), terwijl anderzijds bij een hoge dekkingsgraad meer risico niet nodig is (meer renteafdekking).

Op basis van bovenstaande overwegingen is de volgende staffel opgesteld..

15 jaars reële rente		Dekkingsgraad						
		< 105%	< 110%	< 120%	< 125%	< 130%	< 140%	>140%
-	< - 1,5%	30%	25%	20%	20%	25%	30%	30%
-1,50%	-1,00%	30%	25%	20%	25%	25%	30%	30%
-1,00%	-0,50%	30%	25%	25%	25%	25%	35%	40%
-0,50%	0,00%	30%	30%	25%	25%	35%	40%	50%
0,00%	0,50%	40%	35%	30%	35%	45%	50%	60%
0,50%	1,00%	50%	40%	35%	45%	55%	60%	70%
1,00%	1,50%	60%	45%	45%	55%	65%	70%	80%
1,50%	2,00%	70%	60%	55%	65%	75%	80%	80%
2,00%	2,50%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

Voor de dekkingsgraad geldt dat deze voor een periode van 3 maanden in het desbetreffende interval gelegen moet hebben. 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 16 jaar. Dat betekent dat een verandering van de rente van 1% tot een verandering van 16% 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 6,7% (2020:7,2%).

Risico Analyse	Matching-portefeuille				
Start DKG	25%	35,0%	45%	55,0%	65%
127,5%	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking
DKG bij 1% rentedaling	114,3%	116,1%	117,8%	119,6%	121,4%
DKG bij 0,5% rentedaling	120,4%	121,4%	122,3%	123,3%	124,2%
DKG bij 0,5% rentestijging	135,8%	134,7%	133,6%	132,5%	131,4%

De tabel laat de verandering van de dekkingsgraad zien bij verschillende renteafdekkingspercentages. Hierbij is verondersteld dat er geen rendement wordt behaald. Uitgaande van een dekkingsgraad van 127,5% komt TDV, bij de minimale renteafdekking van 25% en een daling van de rente met 0,5%, net iets uit onder het vereist eigen vermogen.

Collateral analyse

Het ongerealiseerde resultaat op de renteswap-portefeuille bedraagt ongeveer € 14 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%	1,2%
Waarde swaps (€ mio)	7,7	2,1	-0,1

Uit de tabel kan berekend worden dat tot een stijging van de rente met 1,2% (1,4%)TDV nog geen collateral hoeft te 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. Indien TDV zich in een situatie van een reservetekort bevindt en / of niet volledig kan indexeren, wordt gestreefd naar een extra rendement, met inachtneming van het risico, ter versterking van het eigen vermogen. In de situatie dat TDV geen reservetekort meer heeft en volledig kan indexeren zal in 2022 een onderzoek gedaan worden naar de gewenste risicohouding. In eerste instantie zal het streven naar extra rendement gehandhaafd blijven om een buffer op te bouwen tegen een terugval in een reservetekort.

Primair zal worden berekend of de returnportefeuille bovengenoemde doelstelling heeft behaald. Dit zal op basis van drie - en vijfjaarstermijn gemeten worden. 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 aangeesteld aan het strategische percentage zakelijke waarden van 60% van het totale vermogen.

In 2021 is een onderzoek gestart naar de inrichting van het beleggingsmodel onderzocht. Dit proces is nog niet afgerond. Totdat dit project is afgerond zullen er zo weinig mogelijk veranderingen in de beleggingsstrategie aangebracht worden.

Categorie in % van Return-portefeuille	2022 (onveranderd)		2021	
	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. 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 BAC in samenspraak met de directie. Hierbij wordt advies ingewonnen bij de beleggingsadviseur Altis.

Aandelen	Actief	Passief	2022		2021	
			Norm in %	Bandbreedte in %	Norm in %	Bandbreedte in %
Europa	30	15	45	35 - 55	45	35 - 55
N-Amerika		35	35	25 - 45	35	25 - 45
Azië (incl. Japan)		10	10	5 - 15	10	5 - 15
Emerging markets	10		10	5 - 15	10	5 - 15
Totaal	40	60	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 10% van de totale aandelenportefeuille. De actuele weging is 4%. Over de toekomst van Private equity in de portefeuille moet nog beslist 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. De beleggingen in vastgoed bestaan uit indirect vastgoed.

In september 2021 is besloten om de exposure van vastgoed inclusief leverage op te nemen.

Indirect vastgoed

Deze categorie omvat participaties in niet-beursgenoteerde (75%) en beursgenoteerde beleggingsfondsen (25%). Het niet-beursgenoteerd gedeelte is opgesplitst in Nederlandse fondsen (2/3) en Europese fondsen (1/3). 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.

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 portefeuille dient goed gespreid te zijn over commercieel en residentieel vastgoed.

De indirecte vastgoedportefeuille is als volgt samengesteld.

Sector	2022		2021	
	Norm in % RP	Bandbreedte in % RP	Norm in %	Bandbreedte in %
Niet beursgenoteerd Nederland	10%	5% - 11%	10%	5% - 11%
Niet beursgenoteerd Europa	5%	2,5% - 7,5%	5%	2,5% - 7,5%
Beursgenoteerd wereldwijd	5%	2,5% - 10%	5%	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 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 eigen vermogen..

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 (met afdekking van het valutarisico).
- 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% 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% 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:

		2022		
		maximum	maximum	maximum van
		% Return	% Vermogen	lening*
S & P	Moody's	Totaal	Per debiteur	
AA -	Aa3			
A -	A3		1,50%	10%
BBB -	Baa3	30%	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	2022	
	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 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. Wel kunnen valutaposities een positief diversificatie-effect hebben, waardoor het totale risico van de portefeuille verlaagd wordt. Daarnaast zijn sommige valuta niet, heel moeilijk of heel duur om af te dekken.

Op basis van deze uitgangspunten wordt het volgende valuta-afdeckingsbeleid gevolgd.

In vastrentende waarden wordt het valutarisico, met uitzondering van dat van emerging markets strategisch volledig afgedekt.

In vastgoed wordt het valutarisico van de US dollar en het Britse pond strategisch volledig afgedekt.

In de aandelenportefeuille wordt het valutarisico van de US dollar strategisch voor 75% en dat van het Britse Pond voor 100% 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 Aziatische valuta (exclusief de Yen) kunnen op een tactische basis via een proxy hedge worden afgedekt.

De totale maximum valuta exposure is bepaald op 20% van het totale vermogen. Hierbij geldt een maximum van 10% per valuta.

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 7% (op jaarbasis gemeten o.b.v. maandcijfers over de periode 2016 – 2021). 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 7% kan berekend worden dat het rendement voor 2020 met een kans van 95% tussen de -11% en 17% zal liggen. Er is dus een kans van 2,5% op een rendement van -11% of lager.

De volatiliteit van de dekkingsgraad (tracking error) is in 2020 behoorlijk gestegen. Dat was te verwachten gezien de grote maandelijkse veranderingen van de TV in 2020. Hierdoor is de volatiliteit per eind 2021 ook nog hoog. Op grond van deze volatiliteiten en uitgaande van de huidige beleggingsstrategie kan berekend worden de kans dat de dekkingsgraad eind 2022 onder 104,1% terecht verwaarloosbaar klein is. De kans dat de dekkingsgraad onder de vereiste dekkingsgraad (125%) uitkomt is ongeveer 25%.

Risico Analyse	Beleggingen					
maandbasis	Totaal	VRW/MP	Aandelen	Vastgoed	Overige	DKG
in %					Beleggingen	
Absoluut risico						
Portefeuille 2021	6,94	6,70	13,87	5,54	6,90	6,94
Benchmark 2021	5,46	7,79	13,22	4,61	0,62	6,68
Portefeuille 2020	6,94	7,26	13,84	5,59	7,07	6,94
Relatief Risico						
Tracking Error 2021	2,33	2,95	1,67	3,89	6,85	8,24
Tracking Error eind 2020	3,07	4,70	1,74	5,85	7,05	8,28

Conclusie voorstel Asset-Mix

De voorgestelde strategische beleggingsstrategie genereert voldoende rendement om uit de situatie van een reservetekort te blijven. Het risico op een terugval in een reservetekort is beperkt (25%). k.

Rebalancing

Per kwartaal zal er naar de gewenste weging gerebalanced 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 (brede spoor) 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.

Na afronding van het onderzoek naar de inrichting van het beleggingsmodel, zal het MVB nader worden uitgewerkt en opgezet.

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 net niet toereikend voor. (zie pagina 1). TDV is een verrijd fonds en dient 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 2022

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 de indexatie van de pensioenen en pensioenaanspraken.
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
6,67% MSCI Japan
3,33% MSCI Pacific ex Japan
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%)*

Een samengestelde benchmark op basis van de benchmarks van de onderliggende beleggingen.

- * Inclusief de strategische valutaafdekking

Aldus vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 16 december 2021.

Stichting Pensioenfonds TDV

H.J. Veld
Voorzitter

M.J.E.T. van der Marck
Secretaris