

# Beleggingsplan 2023

## Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten



16 December 2022

**Beleggingsplan – Toelichting**

# Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
1. Samenvatting	3
2. Strategisch beleid 2022 - 2024	5
3. Beleggingsbeleid 2023	8
4. Macro-economische ontwikkelingen	11
5. Portefeuille analyse	14
6. Implementatie en managers	25

# 1. Samenvatting

In dit beleggingsplan wordt de te voeren normportefeuille en het operationele beleggingsbeleid voor het komende jaar nader geconcretiseerd. Hiervoor gelden de kaders en risicogrenzen van het lange termijn strategisch beleggingsbeleid 2022 – 2024 (inclusief investment cases).

In de aanloop naar dit beleggingsplan heeft StiPP mede op basis van een risicobudgetstudie een beoordeling gemaakt van de ontwikkelingen op de relevante beleggingsmarkten, de daarmee samenhangende macro economische vooruitzichten, risico- en rendementsverwachtingen, maar ook de relatieve aantrekkelijkheid van de markten in relatie tot de rendementsdoelstellingen die StiPP heeft geformuleerd. Op basis hiervan wordt het strategisch beleid verder geconcretiseerd, waaronder een vertaling naar concrete richtlijnen en operationeel belegbare benchmarks.

## **Belangrijkste kenmerken en wijzigingen beleggingsbeleid 2023**

De uitgangspunten van StiPP ten aanzien van het jaarlijkse beleggingsbeleid zijn niet veranderd. De lange termijn horizon van StiPP en de beleggingsbeginselen van het fonds zijn gelijk gebleven op basis van de meest recente ALM studie van 2021.. Desondanks heeft StiPP besloten om het beleggingsbeleid 2023 beperkt aan te passen ten opzichte van het beleid 2022 op de volgende punten:

- In de allocatie voor de Reservepool is besloten tot verhoging van de allocatie naar de portefeuille Vastrentend Middellang (+10%-punt) ten koste van de portefeuilles Zakelijke Waarden (-5%-punt) en Vastrentend Lang (-5%-punt)
- In de portefeuille Zakelijke Waarden is besloten tot een verlaging (van 18% naar 10%) van de allocatie naar aandelen opkomende markten ten gunste van aandelen ontwikkelde markten;

De allocatie van de reservepool wordt jaarlijks geëvalueerd op basis van een balansanalyse, die voor 2023 tot een aanpassing heeft geleid. Al enige jaren wordt een lagere gewenste weging zakelijke waarden geschat, maar uit oogpunt van het vermijden van schijnnaauwkeurigheid is een tolerantiegrens van 5% geaccepteerd. Dit jaar is die grens overschreden en is besloten de weging zakelijke waarden te verlagen.

Het besluit om de allocatie aandelen opkomende markten te verlagen, is gebaseerd op een aantal overwegingen en niet zozeer op basis van de uitkomsten van de kwantitatieve risicobudgetstudie. In de eerste plaats streeft StiPP naar een meer passieve (lees marktconforme) allocatie in plaats van de structurele overweging die thans wordt gehanteerd. In de tweede plaats zijn beheer – en transactiekosten in aandelen opkomende markten aanzienlijk hoger.

Concreet betekent dit dat de positie in het Northern Trust Emerging Markets Custom ESG Fund zal worden omgezet in de SDG Northern Trust fondsen aandelen wereldwijd en Europa. Hierdoor wordt ook het MVB beleid meer in lijn gebracht met de ambitie en doelstellingen van StiPP.

## Speerpunten 2023

Vanuit de ambitie om het beleid door te ontwikkelen worden ieder jaar een aantal speerpunten gedefinieerd. StiPP heeft voor 2023 de volgende speerpunten vastgesteld:

Speerpunt	Impact
Pensioenakkoord	Ontwikkelingen nieuwe pensioenakkoord en de potentiële gevolgen hiervan voor StiPP nauwlettend volgen
MVB	Implementatie van de eisen op het gebied van SFDR en Taxonomie (eerste rapportage verplichtingen). Evaluatie engagementbeleid Onderzoek impact investing Verder onderzoek ESG landenbeleid
Onroerend goed	Nader onderzoek naar diversificatiemogelijkheden binnen categorie niet-genoteerd OG en evaluatie van de parkeerfunctie.

Naast deze speerpunten staan voor 2023 ook de gebruikelijke jaarlijkse onderwerpen op de agenda, bijvoorbeeld ten aanzien van verslaggeving en voorbereiding op het jaarlijkse beleggingsplan. Verder staan in 2023 de periodieke 3-jaars evaluaties van de investment case en eventuele invulling van de categorieën hypotheken, high yield en staatsobligaties op de agenda. Deze onderwerpen zijn onderdeel van de Roadmap 2023 (zie bijlage 3).

## Planning 2023

In bijlage 3 is een gedetailleerde planning, c.q. 'Roadmap 2023' opgenomen.

## 2. Strategisch beleid 2022 - 2024

### Strategisch beleid op hoofdlijnen

Het strategisch beleid is overeenkomstig met het strategisch plan. Het pensioenfonds maakt onderscheid tussen een Deelnemerspool, een Reservepool en een Uitkeringenpool. Dit doet recht aan de van elkaar verschillende doelstellingen van delen van het belegd vermogen. Ieder van deze pools belegt in portefeuilles, die gezamenlijk door de pools worden gebruikt om de uitvoering van de beleggingen zo efficiënt mogelijk te kunnen inregelen. Er worden vier portefeuilles onderscheiden: Vastrentende waarden met middellange duratie (VRW Middellang), Vastrentende waarden met lange duratie (VRW Lang), Zakelijke waarden en de Uitkeringenportefeuille.

Voor iedere pool zijn vaste strategische wegingen naar iedere portefeuille vastgesteld. In de tabellen hieronder zijn deze opgenomen.

<b>DEELNEMERSPOOL: WEGING PORTEFEUILLES PER LEEFTIJDGROEP</b>								
Leeftijdsgroep	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Zakelijke waarden	70%	64%	58%	47%	37%	27%	17%	7%
VRW Middellang	30%	29%	25%	24%	23%	21%	20%	19%
VRW Lang	0%	7%	17%	29%	40%	52%	63%	74%

Het beleid is hetzelfde voor deelnemers die kiezen voor de optie doorbeleggen, alleen beleggen deze deelnemers vanaf leeftijd 59 tot aan pensioendatum conform leeftijdsgroep 59-60.

<b>RESERVEPOOL: WEGING PORTEFEUILLES</b>	
Portefeuille	Reservepool
Zakelijke waarden	25% (van 30% in 2022)
VRW Middellang	40% (van 30% in 2022)
VRW Lang	35% (van 40% in 2022)

De Uitkeringenpool belegt voor 100% in de Uitkeringenportefeuille.

Voor de invulling van ieder van de portefeuilles geldt op zichzelf een beleid, dat verderop in dit plan is opgenomen.

### Afdekking renterisico

Voor iedere leeftijdsgroep is gedefinieerd wat de gewenste mate van afdekking van het renterisico van de pensioeninkoop is. Deze is uitgedrukt als een afdekkingsratio: de ratio van de rentegevoeligheid van de portefeuille van een leeftijdsgroep ten opzichte van die van de pensioeninkoop. De pensioeninkoop wordt gerepresenteerd door een verzameling (actuarieel-) representatieve kasstromen die door de actuarieel adviseur van StiPP jaarlijks worden vastgesteld. Om te sturen op de mate van renteafdekking wordt gebruik gemaakt van twee instrumenten: de normallocatie binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden per leeftijdsgroep, en naar de benchmarkkeuze van de mandaten staatsobligaties binnen die portefeuilles.

<b>DOELSTELLING RENTEAFDEKKING PER LEEFTIJDGROEP</b>								
Leeftijdsgroep	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Norm afdekking	16%	22%	31%	43%	54%	66%	77%	88%
Resulterende portefeuille duratie bij huidige rente <sup>1</sup> (indicatief)	2,0	2,8	3,8	5,2	6,5	7,9	9,2	10,5

Binnen de Uitkeringenportefeuille wordt het volledige renterisico afgedekt, zodanig dat de dekkingsratio ongevoelig is voor rentebewegingen. Concreet betekent dit dat de rentegevoeligheid (op basis van de swapcurve) wordt aangesloten bij die van de verwachte pensioenuitkeringen, *verveelvoudigd* met de dekkingsratio van de Uitkeringenpool op basis van discontering tegen de swapcurve.

### Valuta afdekking

StiPP dekt strategisch 55% van het valutarisico van de drie belangrijkste valuta's (USD, GBP en JPY) binnen de Zakelijke Waarden portefeuille af, en binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden (wanneer relevant) voor 100%. Andere valuta's worden niet afgedekt. Voor de valuta afdekking wordt gebruik gemaakt van valuta termijn affaires ('fx forwards').

### Risicomaatstaven

StiPP monitort het risico van de leeftijdsgroepen. Het vermogensrisico wordt uitgedrukt als de standaard deviatie van de beleggingen. Het inkooprisico wordt uitgedrukt als standaarddeviatie van de beleggingen versus de pensioeninkoop.

Aangezien StiPP geen tactisch beleid voert voor de leeftijdsgroepen zal dit risicogebruik als signaleringsniveau worden gehanteerd. Indien het risicogebruik van de Deelnemerspool hoger is dan het signaleringsniveau dan zal de fiduciair beheerder StiPP hierover informeren en een suggestie doen voor een aanpassing. In de beleggingsrichtlijnen zijn de signaleringsniveaus opgenomen.

Risicogebruik	Signaleringsniveau vermogensrisico (standaarddeviatie)	Signaleringsniveau inkooprisico (tracking error)
Leeftijdsgroep < 47	10,5%	nvt
Leeftijdsgroep 47 – 51	9,5%	nvt
Leeftijdsgroep 52 – 56	9%	nvt
Leeftijdsgroep 57 – 58	nvt	11%
Leeftijdsgroep 59 – 60	nvt	9.5%.
Leeftijdsgroep 61 – 62	nvt	8%.
Leeftijdsgroep 63 – 64	nvt	6.5%
Leeftijdsgroep 65 – 66	nvt	5%
Reservepool	7,0%	nvt

<sup>1</sup> Peildatum 31 augustus 2022

Het pensioenfonds hanteert de tracking error van de beleggingen versus de uitvoeringsbenchmark als risico maatstaf voor het uitvoeringsrisico van het vermogensbeheer door de fiduciair. Tot deze risicomatstaf is besloten om het Z-score risico te monitoren en te beperken. Het risicobudget betreft het maximale ex-ante risicoprofiel (het ex-ante beleggingsrisico dat StiPP ten behoeve van het behalen van de doelstelling maximaal wil lopen) van het vermogen ten opzichte van de benchmark. Het maximaal in te zetten uitvoeringsrisico bedraagt 1,6%.

Om het risico binnen de uitkeringspool te kunnen meten en beheersen heeft StiPP besloten een signaleringsniveau hierop vast te stellen. De vastgestelde maatstaf is de tracking error van de portefeuille versus de Uitkeringenkasstromen. Bij het raken van dit signaleringsniveau zal StiPP geïnformeerd worden.

<b>Risicogebruik</b>	<b>Signaleringsniveau tracking error</b>
Uitkeringenportefeuille	4%

### 3. Beleggingsbeleid 2023

Het beleggingsbeleid 2023 geeft nadere invulling aan het strategisch beleid en is een resultante van de macro-economische visie (H4), de evaluatie beleggingscategorieën (bijlage 1) en de risicobudgetstudie (H5).

#### Normportefeuille: invulling portefeuilles

Binnen de portefeuilles wordt belegd in verschillende beleggingscategorieën. In onderstaande tabel zijn de normen voor de invulling van de portefeuilles gedurende 2023 opgenomen, en is een vergelijking met het strategische beleid en het beleid 2022 opgenomen.

<b>NORMALLOCATIE TEN AANZIEN VAN PORTEFEUILLES</b>			
Categorie	Beleid 2022	Beleid 2023	Strategisch beleid
<b>Zakelijke waarden</b>			
Aandelen ontwikkelde markten	48.5%	56.5%	48.5%
Aandelen opkomende markten	18%	10%	18%
Beursgenoteerd onroerend goed	0%	0%	0%
Niet-beursgenoteerd onroerend goed	15.5%	15.5%	15.5%
Hoogrentende landen	10%	10%	10%
Direct Lending	7%	7%	7
Liquiditeiten	1%	1%	1%
<b>VRW Middellang</b>			
Staatsobligaties middellang	20%	20%	20%
Bedrijfsobligaties Euro	50%	50%	50%
Woninghypotheken	30%	30%	30%
Liquiditeiten	0%	0%	0%
<b>VRW Lang</b>			
Staatsobligaties langlopend	100%	100%	100%
<b>Uitkeringen</b>			
Staatsobligaties langlopend	100%	100%	100%

Er is gekozen om in het beleid 2023 de allocatie naar aandelen opkomende markten binnen de portefeuille Zakelijke waarden te verlagen ten gunste van aandelen ontwikkelde markten. De belangrijkste motivatie hiervoor is dat StiPP een meer neutrale positie ten opzichte van de weging naar rato van marktkapitalisatie in portefeuille wenst. Hierbij wordt in overweging genomen dat StiPP nog een extra allocatie naar opkomende markten heeft ter compensatie voor de allocatie naar direct lending voor zover die nog niet belegd is (de zogenaamde parkeerregel).

In de praktijk bestaan voor niet-genoteerd onroerend lange wachtrijen. StiPP is al geruime tijd bezig met het opbouwen van deze positie, per 30-09-2022 bedraagt deze circa 13%. Het resterende deel van de normweging wordt tijdelijk ingevuld met genoteerd onroerend goed.



Voor ieder van deze beleggingscategorieën is in het uitgewerkte strategisch beleid een bandbreedte vastgelegd.

### Normallocatie per leeftijdsgroep (kapitaalopbouwfase)

In combinatie met de normallocatie naar portefeuilles per leeftijdsgroep, resulteert dit in de volgende normportefeuilles per leeftijdsgroep:

<b>RESULTERENDE NORMPORTEFEUILLE 2023 PER LEEFTIJDGROEP</b>								
Categorie	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
<b>Zakelijke waarden</b>								
Aandelen ontwikkelde markten	40%	36%	33%	27%	21%	15%	10%	4%
Aandelen opkomende markten	7%	6%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
Niet-genoteerd onroerend goed	11%	10%	9%	7%	6%	4%	3%	1%
Hoogrentende landen	7%	6%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
Direct Lending	5%	4%	4%	3%	3%	2%	1%	0%
Liquiditeiten	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>VRW Middellang</b>								
Staatsobligaties middellang	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
Bedrijfsobligaties Euro	15%	15%	13%	12%	12%	11%	10%	10%
Woninghypotheken	9%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%
<b>VRW Lang</b>								
Staatsobligaties langlopend	0%	7%	17%	29%	40%	52%	63%	74%

Merk op dat door afronding de gewichten niet altijd optellen tot exact 100%.

### Regio-allocatie aandelen

Binnen de categorie aandelen maakt StIPP enkel onderscheid naar verschillende regio's op hoofdlijnen, namelijk Aandelen ontwikkelde markten en Aandelen opkomende markten. In onderstaande tabel zijn de allocaties opgenomen, inclusief een vergelijking met het beleid 2022 en het strategisch beleid.

<b>NORMALLOCATIE VAN REGIO'S AANDELEN</b>			
Categorie	Strategisch beleid (%-punt binnen ZKW)	Beleid 2022 (%-punt binnen ZKW)	Beleid 2023 (%-punt binnen ZKW)
Aandelen ontwikkelde markten	48.5%	48.5%	56.5%
Aandelen ontwikkeld wereldwijd		36,5%	42,5%
Aandelen Europa		12%	14%
Aandelen opkomende markten	18%	18%	10%
Aandelen opkomende landen		18%	10%

### **Herbalanceringsbeleid deelnemers- en Reservepool (kapitaalopbouwfase)**

De allocatie van leeftijdsgroepen aan de beleggingsportefeuilles wordt maandelijks geherbalanceerd naar de norm. Dit betekent dat iedere maand wordt gekeken wat het belegd vermogen is per leeftijdsgroep (op basis van in- en uitstroom van deelnemers en waardeontwikkeling van het belegd vermogen). Dit belegd vermogen wordt conform het beleid verdeeld over de onderliggende beleggingsportefeuilles. Dit betreft een administratieve herallocatie waardoor transactiekosten zoveel mogelijk kunnen worden beperkt. Voor de allocatie van de Reservepool aan de portefeuilles wordt uitgegaan van dezelfde herbalanceringsfrequentie.

### **Herbalanceringsbeleid Portefeuilles (kapitaalopbouwfase)**

Binnen de beleggingsportefeuilles worden maandelijks gheralloceerd naar de normallocatie voor die portefeuille. Doordat bij StiPP sprake is van een doorlopend significante instroom kan de herallocatie doorgaans efficiënt plaatsvinden met de nieuwe instroom. Indien er echter grote waardemutaties gedurende maand hebben plaatsgevonden, is het mogelijk dat er transactiekosten worden gemaakt om terug te komen op de norm. Deze transactiekosten zijn afhankelijk van de beleggingscategorie waarin wordt gehandeld en de omvang van de transactie.

### **Valuta afdekking (kapitaalopbouwfase)**

StiPP dekt binnen de Zakelijke Waarden portefeuille, conform het strategisch beleid, 55% van het valutarisico af van de drie belangrijkste valuta's (USD, GBP en JPY). Binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden dekt StiPP 100% af (wanneer relevant). Als onderdeel van de maandelijkse herbalancering wordt de valuta afdekking aangepast naar de exposure na verwerking van de herbalancering. De omvang van de nieuwe valuta-termijnaffaires wordt gelijkgesteld aan de normwegingen. Op kwartaalbasis worden (enkele dagen voor kwartaalultimo) de openstaande valuta-termijnaffaires doorgerold. Dit houdt in dat de openstaande waarde wordt afgerekend en nieuwe contracten worden gestart. Voor de berekening van het valuta-exposure wordt uitgegaan van de valuta exposures van de benchmarks.

### **Beleggingsbeleid uitkeringenpool (uitkeringsfase)**

In de uitkeringenpool – ook wel uitkeringsportefeuille genoemd – wordt belegd in goed verhandelbare euro-staatsobligaties van de hoogste debiteurenkwaliteit met een gemiddelde looptijd (duratie) die overeenkomt met de ingegane pensioenen van StiPP. Tevens wordt het looptijdrisico beperkt door een evenwichtige spreiding van de beleggingsportefeuille in lijn met de looptijdstructuur van de verwachte uitkeringen. Tenslotte zijn er richtlijnen van toepassing op de maximale allocatie naar de belangrijkste eurolanden (Nederland, Duitsland en Frankrijk) en supranationale instellingen binnen de EU.

Met deze beleggingsstrategie die jaarlijks wordt vastgelegd in nader uitgewerkte beleggingsrichtlijnen met de fiduciair manager en vermogensbeheerder, wordt het renterisico, looptijdenrisico, debiteurenrisico, liquiditeitsrisico en concentratierisico van de pensioenuitkeringen tot een minimum beperkt.

## 4. Macro-economische ontwikkelingen

De macro-economische ontwikkelingen zoals beschreven in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op de visie van KCM. StiPP kan zich hierin vinden en sluit aan bij deze visie.

### Langetermijn rendementsverwachtingen KCM

Op basis van de hieronder beschreven vooruitblik voor het centrale scenario zijn de huidige marktomstandigheden vertaald naar langetermijnrendementsverwachtingen voor zowel liquide als illiquide beleggingscategorieën. Net als vorige jaren houden we in onze verwachting expliciet rekening met financiële repressie: het door centrale banken laag houden van de rente en financieringskosten, maar wel in mindere mate dan in vorige jaren. Het zeer ruime beleid van centrale banken is inmiddels grotendeels afgebouwd, maar er staan nog steeds grote hoeveelheden obligaties op de centrale bankbalansen.

De centrale groeiverwachting voor de eurozone is voor de komende 10 jaar als volgt opgebouwd:

- ▶ Groei arbeidsaanbod: -0,50% (ongewijzigd)
- ▶ Productiviteitsgroei: 1,00% (ongewijzigd)
- ▶ Effecten klimaattransitie: 0,00% (met 0,25%-punt verlaagd ten opzichte van vorig jaar)
- ▶ Reële potentiële groei: 0,50% (met 0,25%-punt verlaagd ten opzichte van vorig jaar)
- ▶ Inflatie: 2,25% (met 0,50%-punt verhoogd ten opzichte van vorig jaar)

De verwachte lange termijn nominale groei bedraagt dan 2,75% met een langetermijnevenwichtsrente van 2,0%. Voor lange looptijden wordt een termijnpremie van 0,5% gehanteerd, waarmee deze verwachte nominale rente op 2,5% ligt.

Waarderingsniveaus zijn het afgelopen jaar voor vrijwel alle categorieën aantrekkelijker geworden. Risicovrije rentes, risicopremies en kredietopslagen zijn gestegen. Dit betekent dat beleggers nu beter gecompenseerd worden voor het nemen van risico.

In de onderstaande tabel worden de rendementsverwachtingen van verschillende beleggingscategorieën weergegeven voor de komende tien jaar. Ter vergelijking zijn ook de verwachtingen van vorig jaar weergegeven.

	Beleggingscategorieën	Verwacht rendement (in euro, zonder valuta- afdekking)		Doelrendement StiPP <sup>4</sup>
		'22 – '31 <sup>2</sup>	'23 – '32 <sup>3</sup>	
<b>Vastrentende waarden</b>	Euro kernlanden staatsobligaties	-0.6%	1.9%	2.1%
	Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	0.6%	3.4%	3.2%
	Staatsobligaties opkomende landen HC	2.5%	4.8%	5.0%
	Staatsobligaties opkomende landen LC	4.3%	5.6%	5.0%
<b>Zakelijke waarden</b>	Aandelen wereldwijd ontwikkelde markten	3.0%	5.5%	5.4%
	Aandelen Wereldwijd opkomende markten EM	5.7%	7.3%	6.0%
	Genoteerd OG Wereld	3.0%	3.3%	6.2%

Ook de langjarige aantrekkelijkheid van de verschillende illiquide beleggingscategorieën wordt beoordeeld op basis van gemiddelde rendementsverwachtingen op een 10-jaars horizon, zoals bij de liquide beleggingscategorieën. De onderstaande tabel toont de rendementsverwachtingen van de voor StiPP relevante niet-genoteerde beleggingscategorieën voor de periode 2023-2032 en de vergelijking met vorig jaar.

Beleggingscategorieën	Verwacht rendement (in euro, zonder valuta-afdekking)		Doelrendement StiPP <sup>4</sup>
	'22 – '31 <sup>5</sup>	'23 – '32 <sup>6</sup>	
Niet-genoteerd OG Nederland ( <i>woningen</i> )	2.5%-4.5%	2.1%	4.8%
Nederlandse hypotheek	0.5%-2.5%	3.6%	3.9%
Direct Lending (Europa)	4.0%-6.0%	5.5%	5.5%

De lange termijn rendementsverwachtingen voor Nederlandse woningen zijn duidelijk afgenomen in vergelijking met vorig jaar. Op Nederlandse hypotheek en Europees Direct Lending verwachten we wat hogere rendementen.

<sup>2</sup> Verwachting 2022 – 2031 per 31 augustus 2021

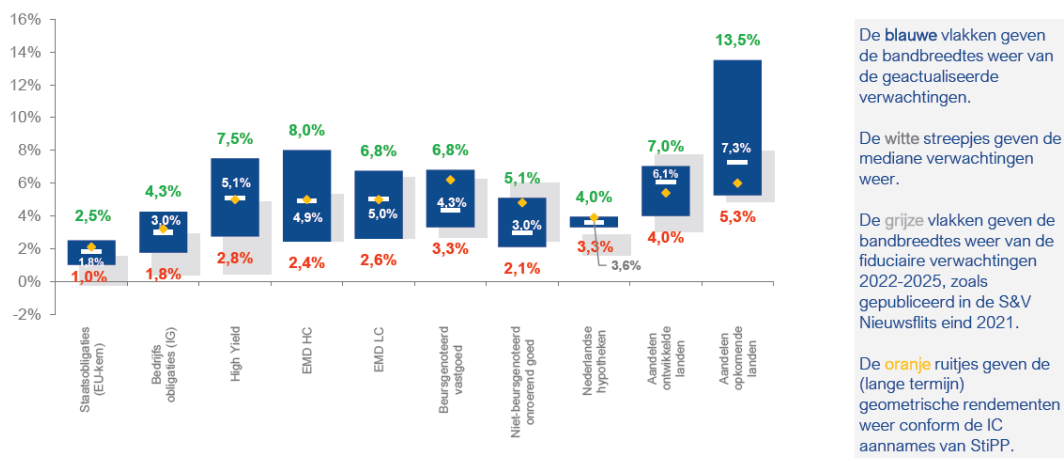
<sup>3</sup> Verwachting 2023 – 2032 per 31 augustus 2022

<sup>4</sup> Rendementsdoelstellingen (risicopremie boven staat) zoals vastgesteld in de investment cases en het verwachte rendement op euro staatsobligaties, per 31 augustus 2022

<sup>5</sup> Verwachting 2022 – 2031 per 31 augustus 2021

<sup>6</sup> Verwachting 2023 – 2032 per 31 augustus 2022

Ter vergelijking zijn in onderstaande grafiek de verwachtingen van andere Nederlandse fiduciaire beheerders weergegeven<sup>7</sup>. Uit dit overzicht is op te maken dat de rendementsdoelstellingen van StiPP binnen de marges vallen van de marktverwachtingen. Voor niet-genoteerd onroerend goed is de aanname van StiPP duidelijk aan de bovenkant van de marktverwachting.



<sup>7</sup> Bron Sprenkels & Verschuren

# 5. Portefeuille analyse

## Risicobudgetteringsstudie

De jaarlijks uitgevoerde risicobudgetteringsstudie (RBS) onderzoekt wat de gewenste allocatie binnen de portefeuilles naar beleggingscategorieën is, met het strategisch beleggingsbeleid als uitgangspunt. Hierbij worden de invulling en eventuele alternatieven beoordeeld op basis van onder andere risico en rendement.

Om de gewenste invulling op detailniveau per beleggingscategorie vast te stellen kijkt de RBS naar de Zakelijke waarden-portefeuille en de Vastrentende waarden middellang-portefeuille. De Vastrentende waarden lang-portefeuille bestaat volledig uit staatsobligaties met als doel om het renterisico bij inkoop te beperken en wordt derhalve niet aangepast middels deze studie. De invulling (portefeuille) van deze portefeuille is een direct gevolg van de afdekkingsambitie, waar verder middels de RBS niet op kan worden geoptimaliseerd.

## Aanpak

Er worden in de RBS diverse mixen beoordeeld op basis van de volgende parameters:

- Verwacht portefeuillerendement
- Standaarddeviatie portefeuille
- Sharpe Ratio
- Impact stressscenario (herfst 2008)

Hierbij wordt gekeken naar de impact van de diverse beleggingsmixen op het niveau van de jongste deelnemers (LG 21+). Deze groep belegt het meest in zakelijke waarden, namelijk 70%, waardoor een wijziging in de invulling van de zakelijke waarden hier het meest significant is. Ook de aanpassingen in de Vastrentende Waarden Middellang portefeuille zijn voor deze leeftijdsgroep het meest significant, zij beleggen van alle leeftijdsgroepen ook het meest in deze portefeuille (30%).

Binnen de RBS worden verwachte rendementen per beleggingscategorie gebruikt om te komen tot verwachte portefeuillerendementen. Als basis voor de RBS zijn de rendementsverwachtingen uit de investment cases van StiPP gebruikt. Deze zijn gedefinieerd als de risicopremie ten opzichte van staatsobligaties. Deze risicopremies zijn overigens gelijk aan de risicopremies zoals gehanteerd in de ALM studie 2021. Naast deze set wordt tevens een additionele set aan rendementsverwachtingen gebruikt ter toetsing. Deze set is gebaseerd op de huidige actuele visie zoals hierboven weergegeven. Op deze manier kan de robuustheid van de uitkomsten van de RBS voor aannames worden getoetst.

## Uitkomsten RBS 2023

In de RBS van 2023 zijn, op hoofdlijnen, de volgende onderzoeksvarianten bekeken.

- Een ophoging van de allocatie naar Emerging Market Debt
- Een ophoging van de allocatie naar aandelen ontwikkelde markten
- Diversificatie binnen de allocatie naar niet-genoteerd Onroerend Goed
- Een ophoging van de allocatie naar Direct Lending
- Een ophoging van de allocatie naar Europese bedrijfsobligaties

Er zijn in totaal 9 mixen beoordeeld in de RBS 2023. Op basis van de gekozen parameters zoals hierboven beschreven waren er voor het merendeel van de mixen geen significante verschillen te zien op het gebied van risico- en rendement.

Er waren wel een aantal onderzoeksvarianten waarbij het verwachte rendement vrijwel gelijk bleef aan die van de huidige mix, maar met een wat lager risico (gemeten als standaarddeviatie van de portefeuille). Dit betroffen de mixen waarbij een allocatie gemaakt werd naar Direct Lending dan wel Emerging Market Debt, beide ten koste van aandelen opkomende landen. Echter er is op basis van overige afwegingen, zoals o.a. relatief dure omzetting in termen van transactiekosten en het beperken van de totale allocatie naar illiquide beleggingen, besloten deze mixen niet te implementeren.

StiPP heeft op basis van de RBS en risico-afwegingen besloten om de allocatie naar aandelen ontwikkelde markten af te bouwen ten gunste van aandelen opkomende markten. De rendementsanalyse geeft niet direct aanleiding voor deze aanpassing. Op kwalitatieve gronden is StiPP van oordeel dat een allocatie naar beide regio's meer in lijn met de marktkapitalisatie gegeven de hogere risico's in opkomende markten passend is.

## Risico- en rendementsverwachtingen portefeuille

De hiervoor beschreven verschillende sets rendementsverwachtingen kunnen worden vertaald naar risico- en rendementsverwachtingen per portefeuille. In de 'Neutrale' set rendementsverwachtingen wordt gewerkt met de methodiek verwacht rendement op staatsobligaties + verwachte risicopremie StiPP zoals gehanteerd in de Investment Cases. In de Actuele visie set worden rendementsverwachtingen gebruikt van de fiduciair manager. Duidelijk is dat na de dalingen van de financiële markten in 2022 de verwachtingen voor de toekomst hoger zijn dan eind vorig jaar.

Verwachte portefeuillerendementen (%)	Verwachting 2022 Neutraal	Verwachting 2023 Neutraal	Verwachting 2022 Actuele visie	Verwachting 2023 Actuele visie
Zakelijke waarden	2.4%	5.3%	3.6%	5.1%
Vastrentende waarden middellang	0.6%	3.2%	0.6%	3.2%
Vastrentende waarden lang	0.0%	1.7%	-0.3%	1.6%

Uit deze tabel blijkt dat het verwachte rendement op de Zakelijke waarden-portefeuille momenteel boven de rendementsdoelstelling van 4% ligt, die gebaseerd is op premiestaffels.

Het risico van de portefeuilles is gebaseerd op 10-jaars historie aan volatiliteit en correlaties. De risicoverwachtingen zijn weergegeven in onderstaande tabel

Verwacht portefeuillerisico (volatiliteit)	Verwachting 2022	Verwachting 2023
Zakelijke waarden	9,0%	9,5%
Vastrentende waarden middellang	3,0%	3,6%
Vastrentende waarden lang	9,0%	8,1%

In bovenstaande tabel is zichtbaar dat de risico-inschatting op basis van historische volatiliteit voor de Zakelijke Waarden en voor de Vastrentend middeling portefeuilles toenemen. Voor vastrentend lang neemt de volatiliteit juist wat af.

## Risicofactoren

StiPP onderkent diverse risicofactoren, hieronder wordt toegelicht hoe hier mee wordt omgegaan.

### • Marktrisico

Via de zakelijke waarden in de portefeuille wordt gestreefd naar het behalen van rendement. Hierdoor wordt echter marktrisico in de portefeuille geïntroduceerd. In de ALM is getoetst of dit past bij de risicohouding van StiPP. StiPP beperkt afwijkingen van dit marktrisico door grenzen te stellen aan het risico per leeftijdsgroep en per beleggingscategorie bandbreedtes te benoemen.

### • Concentratierisico

StiPP monitort het concentratierisico op kwartaalbasis. StiPP hanteert hiervoor een signaleringsniveau van 1.5% van het totale vermogen binnen de Zakelijke waarden portefeuille per individuele onderneming. Per eind Q3 2022 betrof de grootste onderneming binnen de zakelijke waarden portefeuille betreft 1.2% van het totale vermogen naar Taiwan Semiconductor.

Naast bovenstaand belegt StiPP binnen de portefeuilles Vastrentende waarden Lang, Vastrentende Waarden Middellang en de Uitkeringenpool in staatsobligaties van een beperkt aantal Europese kernlanden. Dit is een bewuste keuze van het pensioenfonds en wordt gezien de hoge kredietwaardigheid van deze landen als acceptabel beoordeeld.

### • Valutarisico

Strategisch dekt StiPP 55% van het valutarisico af. Alleen de belangrijkste valuta's aanwezig in de portefeuille, de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de Japanse Yen, worden afgedekt. Overige vreemde valuta's worden niet afgedekt in verband met de beperkte exposure en/of de kosten van afdekken van deze valuta's.

### • Kredietrisico

Door veranderingen in de kredietopslag op staatsobligaties boven de swaprente ('staat-swapspread') kan de waardeontwikkeling van staatsobligaties afwijken van de waardeontwikkeling van de verplichtingen (gewaardeerd tegen de swaprente). Om de kosten en complexiteit te beperken heeft het pensioenfonds besloten geen swaps op te nemen. Er is doorgerekend dat een toename van de staat-swap spread een acceptabele impact heeft op de korte termijn waardeontwikkeling van de Uitkeringenpool.

### • Tegenpartijrisico

StiPP heeft KCM aangesteld om het risico op tegenpartijen te monitoren en waar mogelijk te beperken. StiPP heeft de richtlijnen waaraan tegenpartijen moeten voldoen vastgelegd in haar strategisch beleid. Er wordt onderpand uitgewisseld ter beperking van het tegenpartijrisico op de valuta-termijnaffaires.



- **Liquiditeitsrisico**

Een groot deel van de beleggingen is dagelijks verhandelbaar en daarmee zeer liquide. Tevens belegt StiPP niet met leverage (geleend geld) waardoor eventuele bijstortingsverplichtingen beperkt zijn tot de valuta termijn contracten. Uit analyses hierop is gebleken dat StiPP dit liquiditeitsrisico kan dragen omdat voldoende liquiditeit en staatsobligaties beschikbaar zijn in de beleggingsportefeuille om aan de onderpandsverplichtingen te voldoen. Op maandbasis bij de herbalancering wordt indien nodig middelen vrijgemaakt ten behoeve van de valuta-termijnaffaires.

Het resterende liquiditeitsrisico komt voort uit minder frequent verhandelbare beleggingen, die daarmee de mogelijkheid tot bijsturen beperken. De beleggingsmix voor 2023 zal de volgende illiquide beleggingen in portefeuille als doelweging<sup>8</sup> hebben.

<b>OVERZICHT ILLIQUIDE BELEGGINGEN</b>					
Categorie	portefeuille	allocatie 2022 (tov totaal)	allocatie 2023 (tov totaal)	Vershil	
Hypotheken	VRW Middellang	8.3%	8.3%	0.0%	
Niet-genoteerd onroerend goed	Zakelijke Waarden	8.7%	8.7%	0.0%	
Direct Lending	Zakelijke Waarden	3.9%	3.9%	0.0%	
	Totaal	20.9%	20.9%		

In bijlage 2 wordt de impact van een aantal scenario's voor rente, aandelen en spread op de allocatie naar illiquide beleggingen getoond.

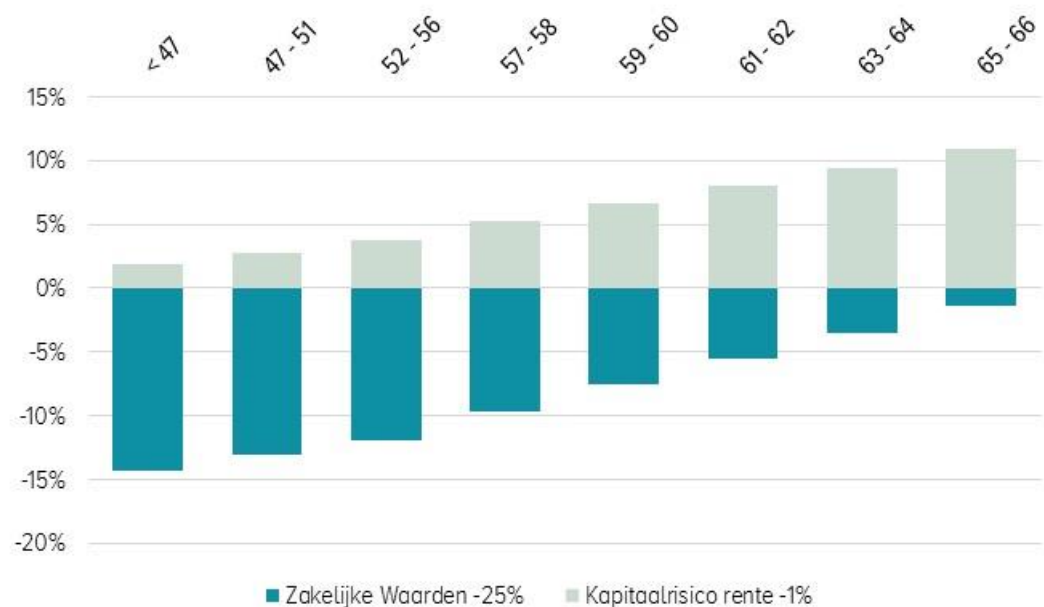
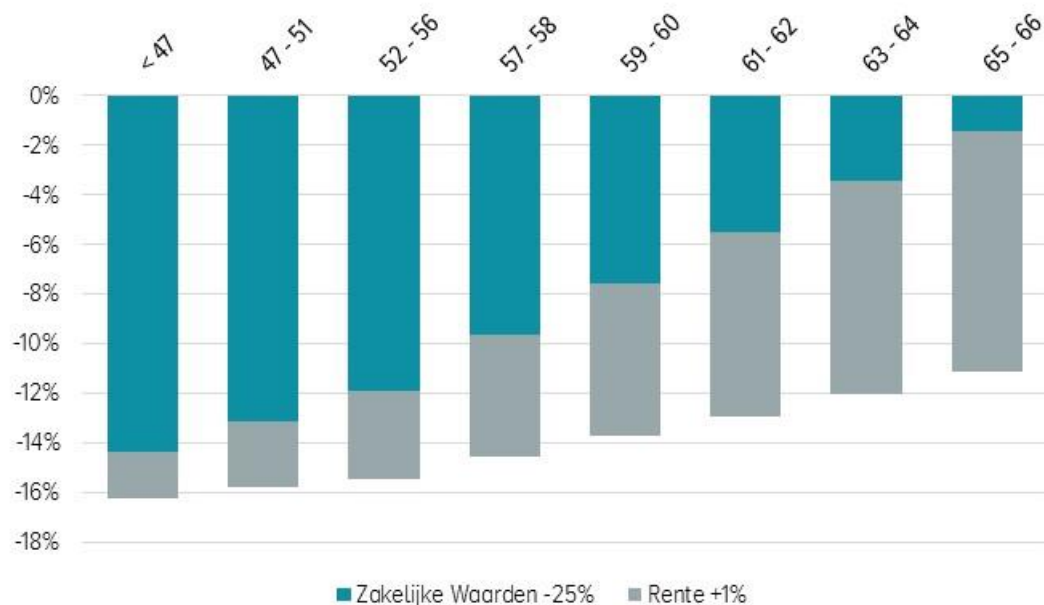
### **Stressscenario's**

Stress scenario's geven meer inzicht in de korte termijn risico's dan risico's op basis van historische data. Daarom heeft StiPP gekeken naar wat er in verschillende scenario's gebeurt met het kapitaal en de impact op de pensioeninkoop. De uitkomsten van deze scenario's zet StiPP af tegen de gehanteerde signaleringsniveaus op het gebied van vermogens- en inkooprisico, zoals per leeftijdsgroep gedefinieerd zijn en vastgelegd op pagina 5 van dit document. De doorgerkende scenario's laten zien dat de mogelijkheid bestaat dat deze signaleringsniveaus overschreden worden. StiPP is zich hiervan bewust en zal juist door het gebruik van signaleringsniveaus hier tijdig op gewezen worden waarna er eventuele verdere actie ondernomen kan worden

In onderstaande figuren staat voor het beleggingsbeleid 2023 de impact weergegeven indien de rente met 1% (parallele schok) stijgt en zakelijke waarden met 25% afnemen en wanneer de rente met 1% (parallele schok) daalt en zakelijke waarden met 25% afnemen.

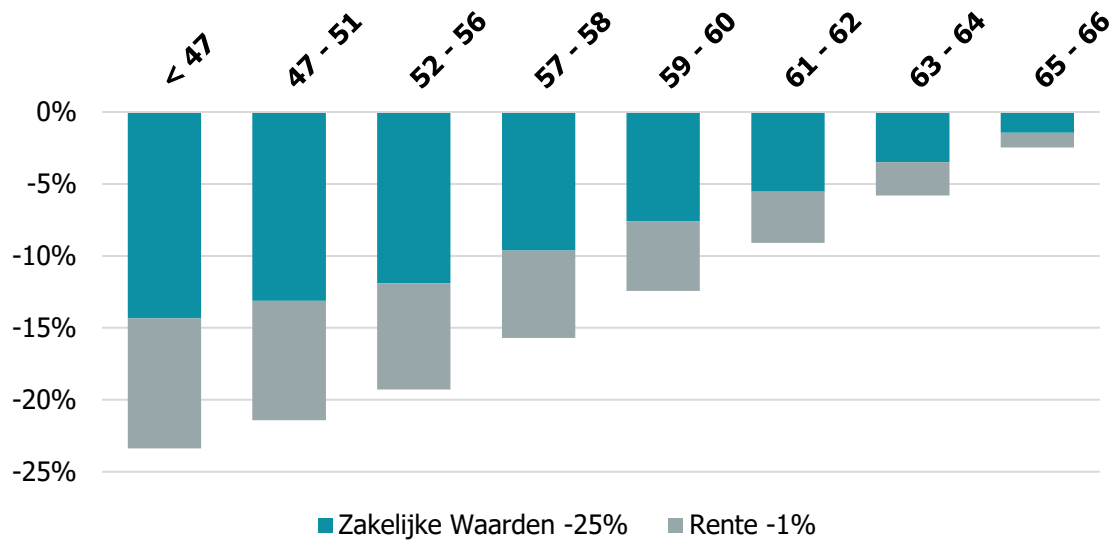
<sup>8</sup> De werkelijke invulling hangt onder andere af van de inschrijfperiode, marktfluctuaties etc. In praktijk is de allocatie naar hypotheke ongeveer conform de normallocatie. De allocatie naar niet-genoteerd onroerend goed is tevens bijna op de norm (13% versus 15.5% normweging per 30-9-2022). De Direct Lending allocatie zal naar verwachting na ongeveer 2 jaar gelijk zijn aan de normweging.

### Impact deterministisch stressscenario op de waarde van het kapitaal



### Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van de inkoop

Stressscenario's kunnen naast een impact op het kapitaal van de deelnemer ook worden weergegeven voor de pensioeninkoop. Het belangrijkste verschil tussen deze scenario's is de ontwikkeling van de rente; voor de inkoop is het niet-afgedekte renterisico bij een rentedaling relevant. Dit wordt weergegeven in onderstaande grafiek:



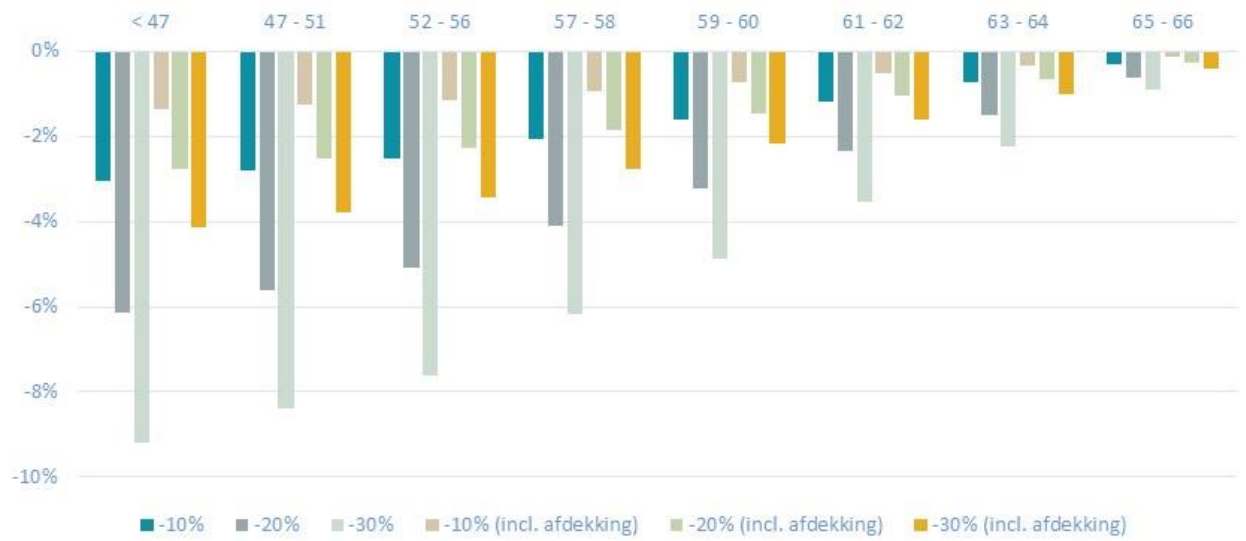
Uit bovenstaand blijkt dat de jongste leeftijdsgroep (<47) het grootste inkooprisico heeft. Dit is conform verwachting gezien de doelstelling van de leeftijdsgroep om positief rendement te behalen op het vermogen. Voor de oudste leeftijdsgroep (65-66) resteert in het weergegeven scenario een waardedaling van de pensioeninkoop van 2,4%. Dit risico is opgebouwd uit een waardedaling van aandelen en een klein deel openstaand renterisico.

#### Valuta stress scenario's

Naast scenario's gericht op een schok op aandelen- en rentemarkten, kijkt StiPP ook naar scenario's waarbij de belangrijkste valuta (USD, GBP, JPY) in de portefeuille in waarde dalen. In onderstaande grafieken wordt getoond wat er gebeurt met het kapitaal van de leeftijdsgroepen bij valutaschokken van 10%, 20% en 30%. Hierbij is uitgegaan de beleggingen luidend in deze valuta met deze schokken dalen. Er is geen rekening gehouden met het effect van de schokken op het rendement in lokale valuta (bijv. in geval van daling van de USD zal dit voor exporterende Amerikaanse bedrijven positief zijn – een deel van de valutadaling wordt dan door winststijging gecompenseerd).

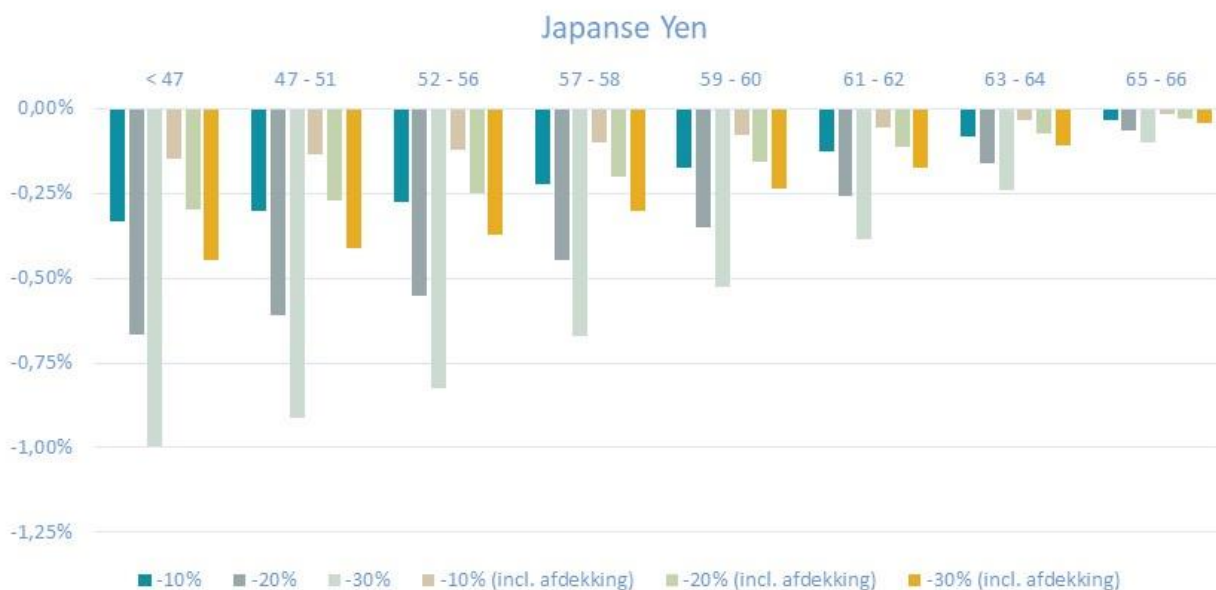
De scenario's worden toegepast op een fictieve portefeuille zonder valuta-afdekking en op de feitelijke portefeuilles waarin StiPP 55% van het valutarisico afdekt. De grafieken geven duidelijk de demping van de valuta-afdekking weer. Ook tonen de grafieken dat StiPP de grootste exposure heeft naar de USD en daarmee tevens het meeste risico loopt wanneer er zich hier een waardedaling voordoet.

### Amerikaanse dollar



### Britse Pond





### Overige stress scenario's

Naast de eenvoudige deterministische scenario's, die ook terugkomen in de maandelijkse rapportages, is ook de impact van een aantal stress scenario's geanalyseerd. Hierbij wordt de (mogelijke) impact op de financiële positie ingeschat in onderstaande scenario's:

- **Resistente coronavariant:** Ondanks de succesvolle ontwikkeling van vaccins en de uitgebreide vaccinatieprogramma's in vooral Westerse landen, ontstaat er een nieuwe variant van het coronavirus die resistent is tegen de huidige vaccins. Er ontstaat een nieuwe grootschalige golf van besmettingen en overheden reageren met nieuwe nationale lockdowns en het sluiten van grenzen. Dalingen op aandelenbeurzen zijn vergelijkbaar met die tijdens de eerste coronagolf in maart 2020. De angst voor faillissementen neemt sterk toe. De lockdowns leiden tot economische schade, waardoor energieprijzen en inflatie dalen.
- **Hardnekkige loon-prijsspiraal:** We hebben momenteel te maken met historisch hoge inflatieniveaus, maar markten prijzen voornamelijk hoge inflatie voor de korte termijn in. Voor de periode na het komende jaar wordt verwacht dat de inflatie terug zal vallen tot een niveau dat slechts licht boven de 2%-doelstelling van centrale banken zal uitkomen. Ondanks afnemende economische groei zijn arbeidsmarkten in vooral de VS en het VK, maar ook de eurozone, momenteel krap. In dit scenario vertaalt dit zich in sterk oplopende loongroei. Hogere arbeidskosten leiden tot hogere outputprijzen, de klassieke loon-prijsspiraal.
- **Gastekorten in Europa:** De onzekerheid van gasleveringen door Rusland aan Europa is de laatste maanden duidelijk geworden. Gasprijzen zijn sterk opgelopen en meer dan vervijfvoudigd over het afgelopen jaar. Europa heeft als doelstelling haar gasvoorraden voor 80-90% gevuld te krijgen, waarmee ze een normale winter zonder gastekort kan doorkomen. In dit scenario zet Rusland haar gasleveranties naar Europa volledig stop, ook via andere pijpleidingen. En volgt een strenge winter. Europese landen zullen al snel uit voorzorg, zoals afgesproken, gasconsumptie met 15% verminderen. Dit zal in een aantal landen tot rantsoenering van gas leiden, vooral in de meest van Russisch gas-afhankelijke landen als Duitsland en Italië. Europa zal in een recessie belanden van ongeveer 1,5%-2,5%. De energieprijsschok in Europa is groter dan ten tijde van de oliecrisis in 1974 en 1978.
- **Escalatie rond Taiwan:** De Chinese president Xi Jinping heeft meerdere malen gezegd dat een 'hereniging' met Taiwan moet en zal gebeuren. In dit scenario verklaart Taiwan zich na nieuwe verkiezingen officieel onafhankelijk van China. Dit lokt een reactie van China uit. China neemt een aantal eilanden in de Straat van Taiwan in, blokkeert zeeroutes van/naar

Taiwan en dreigt met een inval. De VS (en Aukus-pact partners VK en Australië) en Japan reageren met grootschalige levering van wapens aan Taiwan. Westerse mogendheden stellen op grote schaal sancties en handelsembargo's in tegen China. Taiwans halfgeleiderindustrie raakt volledig ontregeld. Dit heeft door het grote marktaandeel enorme gevolgen voor wereldwijde productieketens in allerlei industrieën. China stopt de export van (onder andere) zeldzame metalen. Als gevolg hiervan ontstaan grote tekorten van elektronica, auto's, maar ook in allerlei andere industriële sectoren. Prijzen stijgen sterk met fors lagere koopkracht tot gevolg.

### Impact overige stress scenario's op beleggingscategorieën

Onderstaande tabel geeft weer wat de geschatte korte termijn impact is van de stress-scenario's op de beleggingscategorieën.

Categorie	Resistente Coronavariant	Loon-prijs spiraal	Gastekorten	Escalatie Taiwan
Duitse staatsobligaties 10jr. (rente verandering)	-100 bps	+75 bps	-25 bps	-75 bps
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties	+200 bps	+50 bps	+50 bps	+250 bps
Aandelen Europa	-30%	-10%	-20%	-40%
Aandelen Amerika	-25%	-15%	-5%	-35%
Aandelen Wereldwijd EM	-35%	-15%	-5%	-50%

### Impact stress scenario's op vermogen per leeftijdsgroep

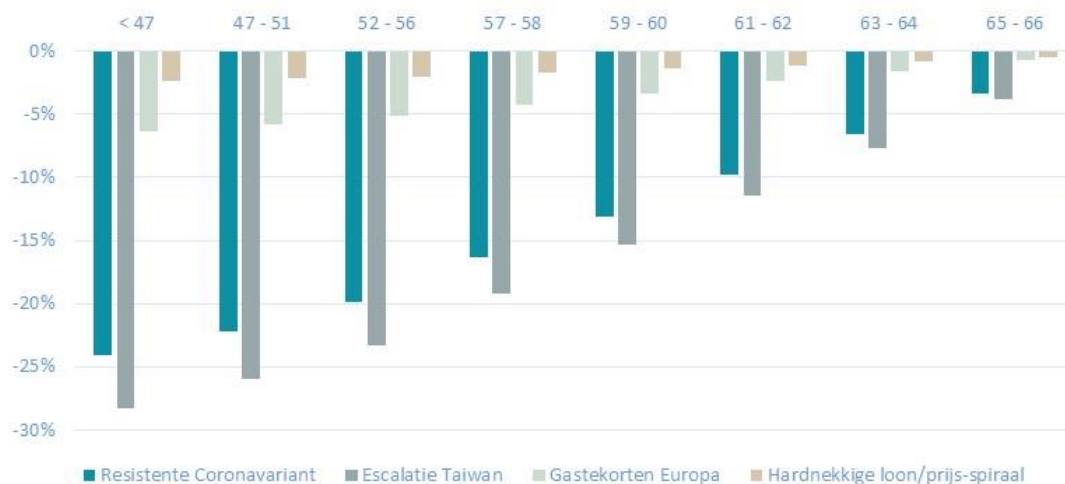
Onderstaande grafiek laat zien dat het scenario 'Escalatie Taiwan' de grootste negatieve impact heeft op het kapitaal van de jongste leeftijdsgroepen. Dit heeft met name te maken met een forse negatieve aandelenschok in dit scenario. De oudste leeftijdsgroepen hebben daarentegen het meest last van het scenario 'Hardnekkige loon/prijs-spiraal' vanwege de stijging van zowel de rente als de kredietopslag ('spread') in dat scenario.



### Impact stress scenario's op inkoop per leeftijdsgroep

In termen van de pensioeninkoop hebben de scenario's 'Resistente Coronavariant' en 'Escalatie Taiwan' de meest negatieve impact. Dit is met name relevant voor de oudste leeftijdsgroep. Dit negatieve effect wordt veroorzaakt door de relatief grote daling van de aandelenmarkten. De scenario's 'Abrupte klimaatmaatregelen' en 'Hardnekkig loon/prijsspiraal' hebben beperkte invloed op de pensioeninkoop. De verklaring voor het feit dat het scenario

'Hardnekkige loon/prijs-spiraal' op de pensioeninkoop beperkte invloed heeft ondanks de negatieve impact op het vermogen is dat door de rentestijging zowel het vermogen als de kostprijs van pensioen dalen.



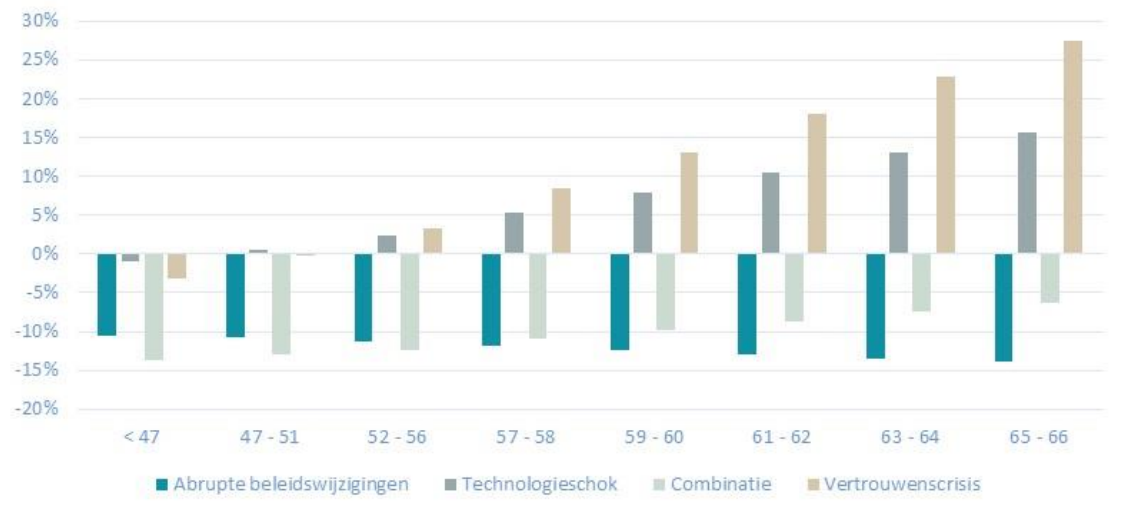
### Klimaatscenario's

StiPP gebruikt de klimaatscenario's die DNB heeft geleverd om een beeld te krijgen van de impact van verschillende uitwerkingen van klimaatverandering en de manier waarop de maatschappij daarmee omgaat in kaart te brengen:

- **Abrupte beleidswijzigingen:** wat leidt tot een sterke verhoging van prijs van CO2-uitstoot
- **Technologieschok:** een onverwachte doorbraak verdubbelt het aandeel van hernieuwbare energie binnen vijf jaar
- **Combinatie** van bovenstaande twee scenario's
- **Vertrouwenscrisis:** er is onzekerheid ten aanzien van overheidsbeleid dat het vertrouwen van consumenten, producenten en belegger ondermijnt

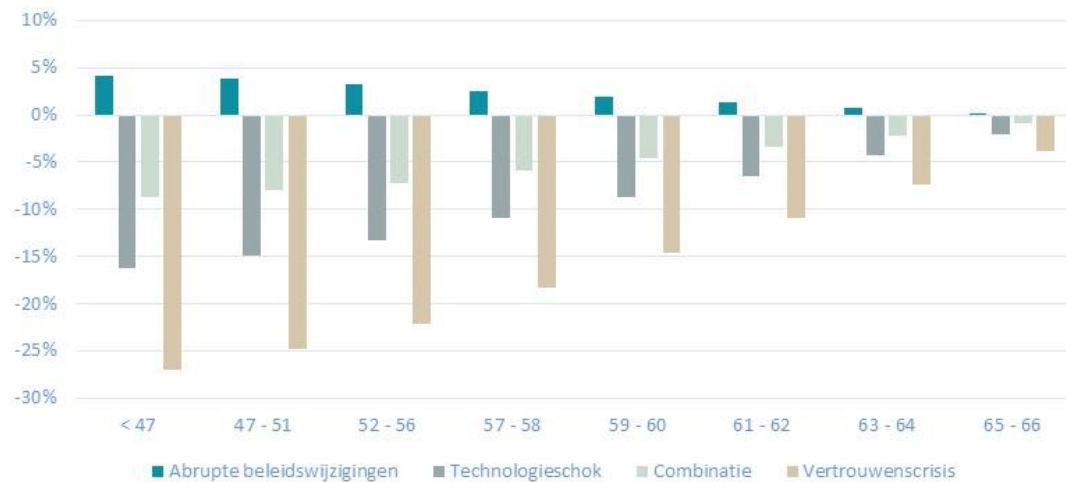
### Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van het kapitaal

Onderstaande grafiek laat zien de scenario's 'Beleidswijzigingen' en het 'Combinatiescenario' elkaar op nauwe voet volgen wat betreft negatieve impact op met name de jongere leeftijdsgroepen. De oudere leeftijdsgroepen worden duidelijk het meest geraakt door het scenario 'Beleidswijzigingen'. De reden dat het combinatiescenario minder negatieve impact veroorzaakt heeft te maken met de renteschok in beide scenario's. De rente in het combinatiescenario stijgt per saldo minder hard en zorgt daardoor voor een minder negatief effect op de langlopende vastrentende waarden waarin de oudste leeftijdsgroepen beleggen. Zowel het scenario 'technologie schok' en 'vertrouwenscrisis' komen op het gebied van kapitaal positief uit voor de oudere leeftijdsgroepen. Dit heeft wederom te maken met flink dalende rentes in deze scenario's, welke door de steeds hogere duratie in deze leeftijdsgroepen de beperktere negatieve schok op aandelen overtreffen.



### Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van de inkoop

Uit onderstaande grafiek blijkt dat het scenario 'Vertrouwenscrisis' veruit het meest negatief is op het gebied van inkooprisico. Naar verwachting materialiseert voor de jongste leeftijdsgroep (<47) het grootste inkooprisico gezien de doelstelling van deze leeftijdsgroep om positief rendement te behalen op het vermogen. Voor de oudste leeftijdsgroep (65-66) resteert in het weergegeven scenario een waardedaling van de pensioeninkoop van 3,8%. Dit wordt veroorzaakt door een grote negatieve renteschok





## 6. Implementatie en managers

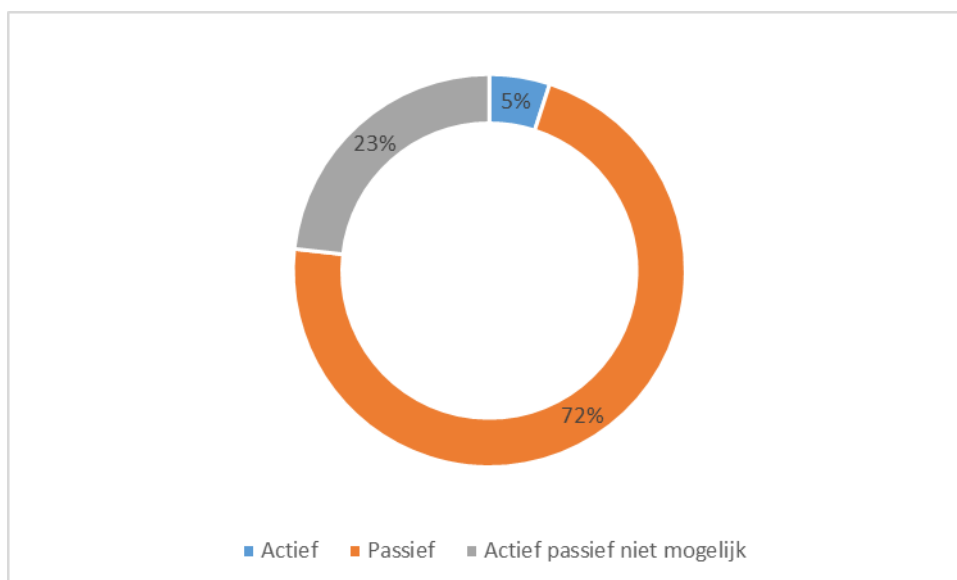
Voor de selectie van managers hanteert StiPP de investment beliefs en investment cases als kaderstelling voor de implementatie.

Op basis van de normwelingen van het beleggingsbeleid 2023 ziet de portefeuillestructuur over de actieve en passieve beleggingen in de liquide categorieën van de portefeuilles er als volgt uit:

Categorie	Beleggingsfonds	Beleggingsstijl	Tracking error	
			Max StiPP	Beleggingsfonds
<b>Aandelen ontwikkeld Wereld</b>	Northern Trust World SDG Select Fund	Index	0.5%	~0%
<b>Aandelen Europa</b>	Northern Trust Europe SDG Select Fund	Index	0.5%	~0%
<b>Aandelen opkomend wereld</b>	Northern Trust EM ESG Leaders Fund	Index	0.5%	~0%
	Northern Trust Emerging Markets SDG Select Fund	Index	0.5%	~0%
<b>Niet genoteerd OG</b>	Altera Woningen Fonds	Actief	Nvt	Nvt
	Amvest Residential Core Fund	Actief <b>Fout!</b> <b>Bladwijzer niet gedefinieerd</b> .	Nvt	Nvt
	Bouwinvest <sup>9</sup>	Actief	Nvt	Nvt
<b>Vastrentend hoogrentende landen</b>	Legal & General ESG EM Bond (HC) Index Fund	Index	1%	~0%
	Legal & General ESG EM Bond (LC) Index Fund	Index	1%	~0%
<b>Vastrentend bedrijfsobligaties</b>	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	Actief	1%	0,3%
	iShares ESG Scr. EUR Corp Bond Index Fund	Index	1%	~0%
<b>Direct lending</b>	European Direct Lending Pool	Actief	Nvt	Nvt
<b>Vastrentend hypotheek</b>	AeAM Dutch Mortgage Fund	Actief	Nvt	Nvt
	ASR NHG Fonds	Actief	Nvt	Nvt
	ASR Non-NHG Fonds	Actief	Nvt	Nvt
<b>Vastrentend staatsobligaties</b>	Vastrentend staatsobligaties mandaat	Passief	1%	~0%
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	Passief	1%	~0%
<b>Liquiditeiten</b>	Blackrock LEAF	Actief		< 1%

In onderstaande grafiek is de verdeling actief beheer versus passief beheer van de beoogde invulling als percentage van het totale vermogen weergegeven. De illiquide beleggingscategorieën vallen hierbij de categorie actief maar leveren geen uitvoeringsrisico voor de Z-score. Derhalve is het uitvoeringsrisico relatief beperkt. Het pensioenfonds heeft een tracking error begrenzing van 1,6% opgenomen.

<sup>9</sup> StiPP heeft een commitment naar dit fonds afgegeven. Per eind september 2022 heeft nog geen afroep van kapitaal door dit fonds plaatsgevonden.



## Kosten

Onderstaande tabel toont de verwachte beleggingskosten voor 2023. De beheerkosten zullen marginaal dalen ten opzichte van het beleid 2022 door de verlaging van de allocatie naar aandelen opkomende markten versus de iets goedkopere categorie aandelen ontwikkelde markten.

Onderstaande kosten zijn gebaseerd op de normwegingen in het beleid 2023. Afhankelijk van of de commitments naar illiquide categorieën volledig afgeroepen worden is het mogelijk dat de beheerkosten in realiteit wat lager zullen uitvallen in 2023. Dit betreft de categorieën niet-genoteerd onroerend en Direct Lending.

	Jaarverslag 2021	Prognose 2022	Prognoses 2023
Beheerkosten	0,13%	0.14%	0.13%
Transactiekosten	0,05%	0.06%	0.08%
<b>Totaal kosten beleggingen</b>	<b>0,18%</b>	<b>0.20%</b>	<b>0.21%</b>
Fiduciair	0,07%	0.07%	0.07%
Custodian	0,01%	0.01%	0.01%
Overig (oa adviseur)	0,00%	0.01%	0.01%
<b>Totaal kosten vermogensbeheer</b>	<b>0,26%</b>	<b>0.29%</b>	<b>0.30%</b>
Transitiekosten			+/- 0.01% <sup>10</sup>

## Verantwoord beleggen

StiPP streeft ernaar om op verantwoorde wijze te beleggen en heeft daarom een eigen MVB-beleid vastgesteld (in een separaat document) en de fiduciair manager gevraagd om hier uitvoering aan te geven. Bij het doorvoeren van deze veranderingen wordt een afweging gemaakt tussen rendementspotentieel, risico, MVB en kosten.

Het beleid van StiPP omvat onder meer de lange termijn doelstelling van een klimaat neutrale portefeuille in 2050, nadruk op 'best in class' beleggen, SDG doelstellingen, alsmede de allocatie

<sup>10</sup> Kosten in bps op totaalvermogen van StiPP. Kosten zijn van toepassing op transitie in de portefeuille Zakelijke waarden (verkoop aandelen opkomende markten ten faveure van aandelen ontwikkelde markten).

van green bonds in vastrentende waarden. In 2022 zijn de categorieën aandelen opkomende markten, hoogrentende obligaties (EMD) en bedrijfsobligaties (actieve invulling) geëvalueerd. Dit heeft voorsnog niet geleid tot een nieuwe invullingen (managers) van deze categorieën, onder andere vanwege hoge transitiekosten. StiPP heeft wel een nieuw fonds goedgekeurd binnen aandelen opkomende markten, vergelijkbaar met de invulling die in 2021 gekozen is voor aandelen ontwikkelde markten. Dit fonds combineert een best-in-class aanpak met een additionele reductie van de CO2-voetafdruk en besteedt daarnaast aandacht aan specifieke thema's en SDG's aansluitend bij de keuzes van StiPP. De positie in dit fonds zal zeer geleidelijk opgebouwd worden aan de hand van nieuwe premie-instroom om de transactiekosten zoveel als mogelijk te beperken. In het kader van de categorie EMD heeft StiPP ook een mogelijke aanscherping van het landenbeleid besproken. Voorsnog is besloten het huidige landenbeleid aan te blijven houden.

Een van de maatstaven die momenteel gehanteerd wordt in de portefeuille is de Global Compact van de Verenigde Naties. StiPP streeft ernaar het aantal bedrijven die in strijd handelen met de Global Compact ('Fail') te beperken. Per eind september 2022 werd er niet meer belegd in bedrijven met een 'Fail' status. Daarnaast wordt het aantal beleggingen met een MSCI ESG 'CCC' rating beperkt. Deze beleggingen bedroegen per eind september 2022 circa 0.2% van het totaal belegd vermogen.

In onderstaande tabel wordt weergegeven of de huidige portefeuille invulling aansluit bij het MVB beleid van StiPP.

Categorie	Manager invulling per 30-09-2022	Aansluiting bij MVB-beleid (na herijking)
<b>Aandelen ontwikkeld Wereld</b>	Northern Trust World Sustainable Select SDG Index Fund	V
<b>Aandelen Europa</b>	Northern Trust Europe Sustainable Select SDG Index Fund	V
<b>Aandelen opkomend wereld</b>	Northern Trust Emerging Markets ESG Leaders Fund	V
	Northern Trust Emerging Market Custom ESG Fund	X Geen best in class beleid, beperkte CO2 reductie, geen overwegingen SDG.
<b>Beursgenoteerd OG Wereld</b>	Northern Trust Developed Real Estate Index Fund <sup>11</sup>	X Nagenoeg geen ESG integratie, staat op de planning voor evaluatie 2023
<b>Vastrentend hoogrentende landen</b>	Legal & General ESG Emerging Market Bond (HC) Index Fund	V
	Legal & General ESG Emerging Market Bond (LC) Index Fund	V
	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	V

<sup>11</sup> Betreft een tijdelijke positie in verband met de wachttijd op de categorie niet-genoteerd OG

<b>Vastrentend bedrijfsobligaties</b>	iShares ESG Scr. EUR Corp Bond Index Fund	V
<b>Direct lending</b>	European Direct Lending Pool	V
<b>Vastrentend staatsobligaties</b>	Vastrentend staatsobligaties mandaat	V
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	V
<b>Liquiditeiten</b>	Blackrock ICS Euro Liquidity Environmental friendly Fund	V

## Benchmarkkeuze

De portefeuille kent twee verschillende types benchmarks. De Uitvoeringsbenchmark representeert het beleggingsbeleid van StiPP en geeft Kempen richting bij het invullen van een betreffende beleggingscategorie. De Uitvoeringsbenchmark is gedefinieerd op (beleggings-)categorieniveau en de voorkeur is vastgelegd in de Investment Cases van StiPP. In een beperkt aantal gevallen zijn de Uitvoeringsbenchmark in onderstaande tabel en de voorkeur uit de Investment Case niet aan elkaar gelijk vanwege operationele uitvoerbaarheid en/of kosten. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van een managerbenchmark. Deze is specifiek gekoppeld aan het beleggingsfonds- of mandaat. Deze benchmark is relevant om te meten hoe de beheerder van een specifiek beleggingsfonds of mandaat presteert.

De mandaatbenchmark is bij voorkeur gelijk aan de Uitvoeringsbenchmark, maar dit is niet altijd het geval. In onderstaande tabel is de mandaatbenchmark enkel weergegeven als deze afwijkt van de Uitvoeringsbenchmark.

<b>Categorie</b>	<b>Uitvoeringsbenchmark</b>	<b>Manager invulling</b>	<b>Managerbenchmark indien afwijkend</b>
<b>Aandelen ontwikkeld Wereld</b>	MSCI World Sustainable SDG Select Index	Northern Trust World Sustainable Select SDG Index Fund	
<b>Aandelen Europa</b>	MSCI Europe Sustainable SDG Select Index	Northern Trust Europe Sustainable Select SDG Index Fund	
<b>Aandelen opkomend wereld</b>	MSCI Emerging markets Index	NT Emerging Markets SDG Select Fund	MSCI EM Sustainable SDG Select Index
	MSCI Emerging markets Index	NT Emerging Markets ESG Leaders Fund	MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index
	MSCI Emerging		
<b>Niet genoteerd OG</b>	Portefeuille-rendement	Altera Woningen Fonds	
		Amvest Dutch Residential Fund	
		Bouwinvest	
<b>Vastrentend hoogrentende landen</b>	50% JPM EMBI Global Diversified USD 50% JPM GBI-EM Global Diversified USD	Legal & General Emerging Market Bond (HC) ESG Index Fund	JPM ESG EMBI Global Diversified USD
		Legal & General Emerging Market Bond (LC) ESG Index Fund	JPM ESG GBI-EM Global Diversified USD
<b>Direct lending</b>	Portefeuillerendement	European Direct Lending Pool	

<b>Vastrentend bedrijfsobligaties</b>	Iboxx Corporate	Kempen (Lux) Euro Credit Sustainable Fund	
		iShares EUR IG Corp ESG Screened Bond Index Fund	Barclays Capital Euro-Aggregate Corporate Bond Index
<b>Vastrentend hypotheken</b>	Portefeullierendement	AeAM Dutch Mortgage Fund	JPM Gov Bond Netherlands Index
		ASR NHG Fonds	ASR cust. ML Swap Index NHG
		ASR Non-NHG Fonds	ASR cust. ML Swap Index non-NHG
<b>Vastrentend staatsobligaties</b>	BofA ML AT FI DE NL FR Government Bond Index	Vastrentend staatsobligaties mandaat middellang	
	40% BofA ML 15+ AAA-AA Euro Government Bond 60% BofA ML AT FI DE NL FR Government Bond	Vastrentend staatsobligaties mandaat langlopend	
<b>Liquiditeiten</b>	Eonia Net Total Return Index	Blackrock ICS Euro Liquidity Environmental friendly Fund	7-daags LIBID

## Z-score Performance toets

De performance toets, zoals vastgesteld door het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid wordt eind 2023 toegepast over de periode januari 2019 tot en met december 2023. Indien over genoemde periode de performancetoets lager uitkomt dan de waarde -1,28 heeft een werkgever de mogelijkheid een verzoek tot vrijstelling van verplichte deelname aan het pensioenfonds in te dienen. De formule die hierbij wordt gehanteerd luidt als volgt:

$$\frac{z_{2019} + z_{2020} + z_{2021} + z_{2022} + z_{2023}}{\sqrt{5}}$$

De z-score maakt deel uit van de performance toets. Deze score wordt grotendeels bepaald door het verschil tussen het werkelijk behaalde rendement en het rendement van de normportefeuille. Daarmee is het een indicator voor de mate van out- of underperformance op de beleggingen. Waarbij een correctie wordt gemaakt voor beleggingskosten en het beleggingsrisico gedurende een jaar. De z-score over het jaar 2023 zal uiterlijk per 1 april 2024 beschikbaar zijn.

## Z-score benchmark

Voor de berekening van de normportefeuille is een totale samengestelde benchmark bepaald (de Z-score benchmark). De benchmark worden bepaald op basis van de onderliggende beleggingsportefeuilles. Hiertoe worden de benchmark maandelijks herwogen op basis van de werkelijke weging van de portefeuilles om te komen tot één totale benchmark.

De benchmark van de beleggingen Uitkeringspool is gelijk gesteld aan het portefeullierendement aangezien er geen marktconforme benchmark beschikbaar is, geen actief beleid wordt gevoerd

en is gekozen voor een strikt debiteurenbeleid (invulling met staatsobligaties). Derhalve zal de Uitkeringspool niet worden meegenomen in de Z-score berekening.

Aldus getekend,  
Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten

Naam: Erwin Bosman, Voorzitter  
Datum:

Naam: Lodewijk van Pol, Uitvoerend bestuurder  
Datum: