

# Nota Beleggingsbeleid 2023

## Stichting Pensioenfonds TDV

---

### *Inleiding*

In dit document wordt een voorstel gedaan met betrekking tot het in 2023 (vanaf 1 juli) te voeren beleggingsbeleid.

Achtereenvolgens komen aan de orde:

- I Algemene uitgangspunten en beleidsmatige doelstellingen*
- II Terugblik op 2022*
- III Vooruitblik 2023*
- IV Voorstel beleggingsbeleid 2023*

### *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 2023 3,25% (éénjaarsrente).

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 2022 is er een nieuwe ALM studie uitgevoerd, die in 2023 is afgerond. Uit de studie kwam naar voren dat de huidige strategische beleggingsstrategie nog steeds voldoet, ook richting het nieuwe pensioenstelsel.

### *Uitgangspunten*

- Belegd vermogen van ongeveer euro 600 miljoen.
  - TDV heeft geen reservetekort.
  - De portefeuille is gesplitst in een matching- en return-portefeuille.
  - De matching-portefeuille bestaat uit een combinatie van obligaties, liquiditeiten en derivaten.
  - De returnportefeuille is strategisch verdeeld over aandelen, vastgoed en vastrentende waarden (waaronder ook obligaties). Daarnaast is de portefeuille opgesplitst in liquide beleggingen en illiquide beleggingen.
  - 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 2023 schiede
-

ten de inkomsten ongeveer € 2 mio 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

<b>Cash Flow prognose 2023</b>					
<b>Inkomsten</b>	( x € 1 mio)		<b>Uitgaven</b>	( x € 1 mio)	<b>Saldo</b>
Premiebijdrage	11,00		Pensioenbetalingen	21,00	<b>-10,00</b>
Coupons+ Swaps	6,50		Kosten	1,50	
Dividenden	3,00				
<b>Totaal</b>	<b>20,50</b>		<b>Totaal</b>	<b>22,50</b>	<b>-2,00</b>

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 € 5 miljoen 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 2022**

Vorig jaar hebben we de volgende vooruitzichten opgesteld:

- 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.

De oorlog in Oekraïne kwam geheel onverwacht en zorgde voor een sterke stijging van de inflatie. Hierdoor zagen de centrale banken zich genoodzaakt de rentes fors te verhogen, waardoor de omstandigheden voor risicovolle beleggingen sterk verslechterde.

### *Economische ontwikkeling*

In de twee voorgaande jaren was het coronavirus het dominante maatschappelijke en economische thema. In 2022 veranderde dat naar de oorlog in Oekraïne. De meeste landen hebben het virus in 2022 dankzij vaccinatieprogramma's redelijk goed onder controle weten te krijgen.

Op 24 februari werd de wereld opgeschrikt door de inval van Rusland in Oekraïne. Voor de bevolking van Oekraïne heeft dit dramatische maatschappelijke en economische gevolgen, maar de inval heeft ook wereldwijd gevolgen. Dit niet in de laatste plaats doordat de Westerse landen vrijwel onmiddellijk handelsrestricties aan Rusland oplegden. In de loop van het jaar werden deze verder aangescherpt. Oekraïne en Rusland zijn grote exporteurs van allerlei soorten granen en ook van kunstmest. De uitvoer hiervan kwam abrupt vrijwel helemaal stil te liggen met als gevolg een enorme stijging van voedselprijzen. Later in het jaar wist Turkije een overeenkomst tussen Rusland en Oekraïne te sluiten, waardoor deze export weer gedeeltelijk mogelijk werd. Rusland is een belangrijke leverancier van energie, met name voor Europa. Door het grotendeels wegvallen van leveranties van Russisch gas, schoten de gasprijzen omhoog naar ongekende niveaus. Ook olieprijs stegen fors. Als gevolg hiervan liep de inflatie snel en sterk op. Aan het begin van het jaar liep de inflatie overigens ook al op. De hoge inflatie zorgde voor een forse daling van de koopkracht. Overheden probeerden de daling enigszins te verzachten door allerlei steunmaatregelen. Het effect van de koopkrachtdaling op de consumptie viel in 2022 mee, doordat de consumenten terug konden vallen op hun besparingen die zij tijdens de coronatijd hadden opgebouwd en later in het jaar de lonen fors begonnen te stijgen. De economische groei zwakte af, maar bleef over het algemeen nog wel positief.

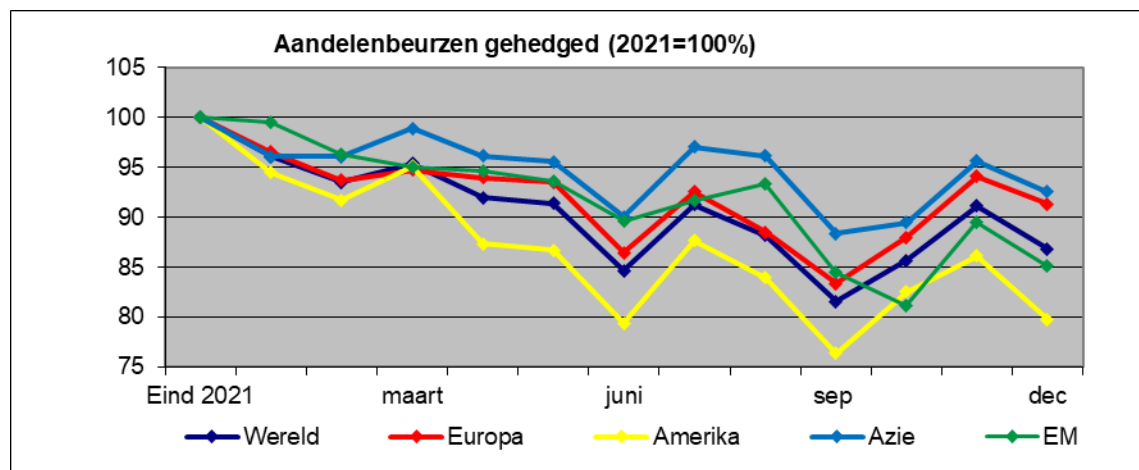
Voor de centrale banken was de stijging van de inflatie aanleiding om hard op de rem te trappen. De rentes werden meerdere malen in fors tempo verhoogd. In de tweede helft van het jaar werden de eerste effecten hiervan zichtbaar op de huizenmarkt.

In het eerste halfjaar van 2023 zetten de centrale banken hun verkrappingsbeleid voort. De inflatie begon echter fors te dalen (met name in de V.S.). De economie zwakte af, maar hield toch verrassend goed stand (ook hier met name in de V.S.). In Europa en China wijzen de economische indicatoren echter wel richting een verder afzwakking en mogelijk een recessie in Europa.

### Financiële markten

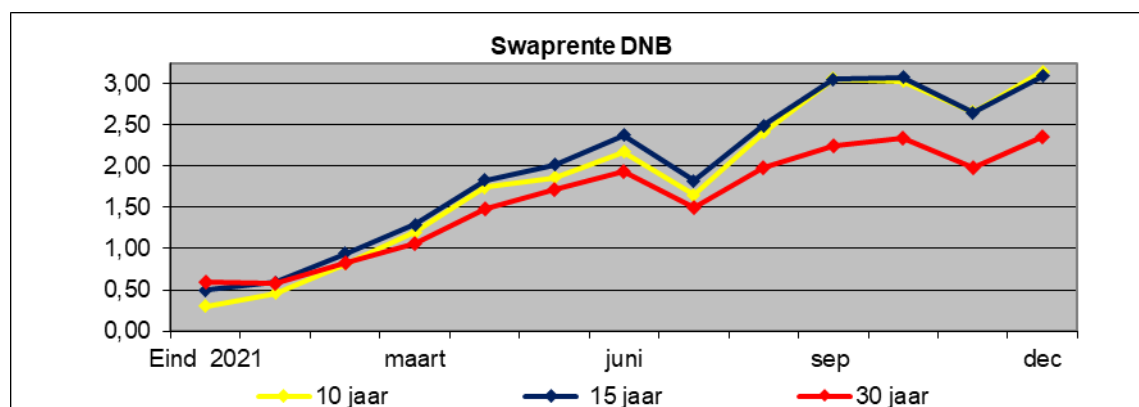
2022 was geen goed jaar voor de beleggingen. De oorlog in Oekraïne en vooral de snelle en forse renteverhogingen misten hun uitwerking niet. De stemming op de financiële markten was vrijwel het hele jaar negatief. Er waren echter wel periodes waarin de markten opveerden. Dat was het geval in de zomermaanden en in oktober en november. Reden voor deze opleving was de verwachting dat de centrale banken bijna klaar zouden zijn met de renteverhogingen. Dat bleek echter voorbarig.

Door de stijging van de rente steeg de disconteringsvoet waarmee beleggingen worden geprijsd. Dit leidde tot een forse daling van alle beleggingen. Opvallend was dat obligaties vrijwel evenveel daalden als aandelen. Op de aandelenmarkten werden Amerikaanse aandelen het meest geraakt, omdat de rente in de VS het meeste steeg en Amerikaanse aandelen het meest gevoelig zijn voor de rente. Aandelen in Europa en Azië presteerden het minst slecht.



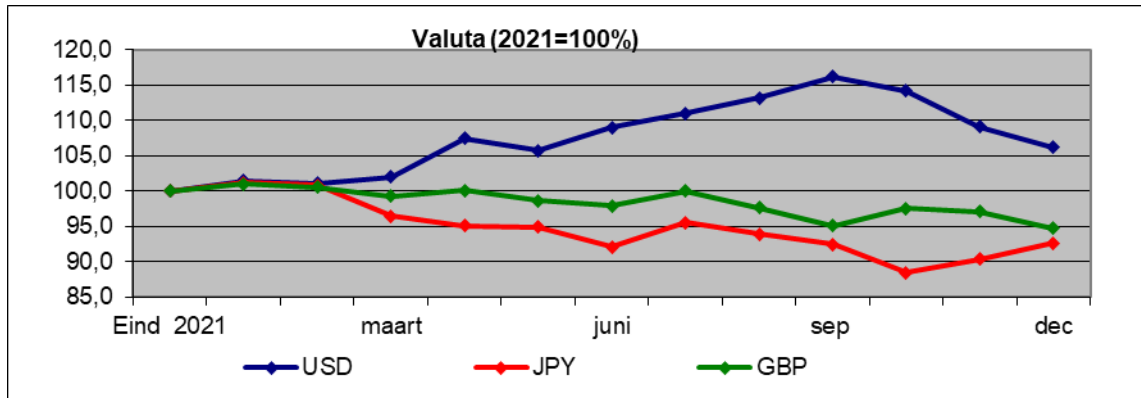
De snel oplopende inflatie en de renteverhogingen door centrale banken leidden in het eerste halfjaar 2022 tot een forse stijging van de rente. In de tweede helft van het jaar steeg de rente verder, maar wel minder en er waren twee periodes waarin de rente daalde, namelijk in de zomermaanden en in november.

De korte rentes stegen beduidend meer dan de langere rentes. Hierdoor is de lange rente onder de korte rente komen te liggen. Historisch gezien is dit een teken dat de markten verwachten dat economische groei negatief zal worden (recessie).



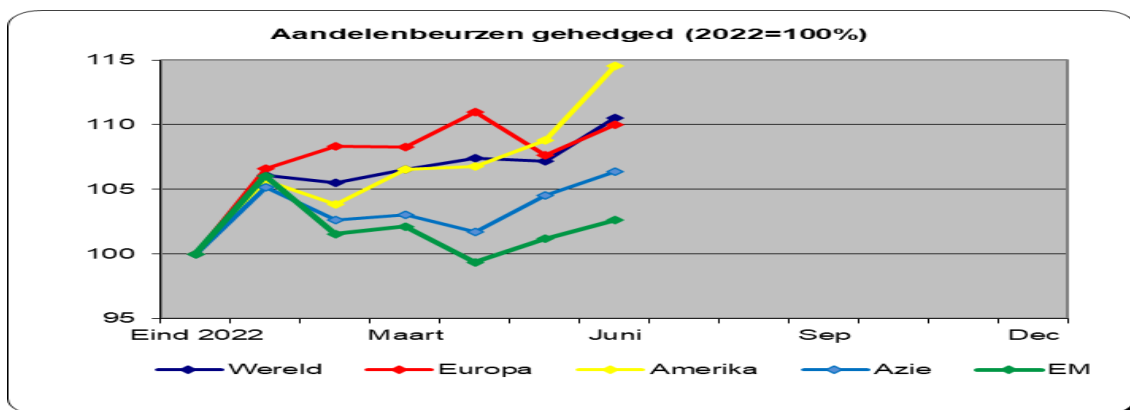
De Amerikaanse centrale bank verhoogde als eerste grote centrale bank de rente en verhoogde daarnaast de rente ook meer dan de Europese Centrale Bank (ECB). De dollar steeg hierdoor in de eerste negen maanden van het jaar, maar gaf in het laatste kwartaal een groot deel van de stijging prijs,

omdat de ECB eindelijk ook het monetaire beleid begon te verkrappen. De Japanse centrale bank verhoogde de rente helemaal niet. Hierdoor daalde de Japanse yen.

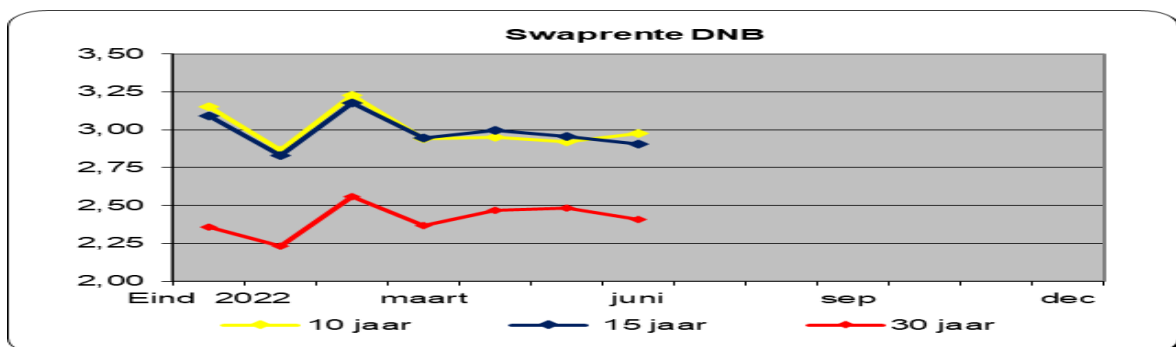


### Eerste halfjaar 2023

In de eerste helft van 2023 zetten de centrale banken hun verkrappingsbeleid voort. De rentes werden diverse malen verhoogd. Echter de inflatie daalde snel en de economie zwakte af, maar hield wel verrassend goed stand (met name in de V.S.). China en Europa vallen wel wat tegen. De kans op een recessie in de V.S. lijkt niet groot, in Europa zou dat wel kunnen gebeuren. De dalende inflatie en de afzwakkende economie deden financiële markten geloven dat het einde van de renteverhogingen in zicht zou komen. Als gevolg stegen met name de aandelenmarkten fors. In het tweede kwartaal kregen de grote techbedrijven een boost door de opkomst van AI.



De rentes zijn nauwelijks veranderd.



### III Vooruitzichten

#### Verwachtingen

- Verder afzwakkende economische groei, met kans op recessie in Europa.
- Inflatie zal verder dalen.
- Einde aan monetaire verkrapping van centrale banken.
- Met name in 2024 een licht dalende kapitaalmarktrente in Europa en in de VS.
- Nog steeds een ruim fiscaal beleid.
- Lichte daling van bedrijfswinsten, maar later herstel.

De lage investeringsbereidheid van bedrijven en de sterke terughoudendheid bij banken om leningen te verstrekken zijn tekenen aan de wand dat de economie verder zal afzakken. Met hogere rentes en een huizenmarkt die onder druk staat is het vertrouwen onder consumenten de afgelopen maanden weer wat gedaald. Zo zal het krappe monetaire beleid uiteindelijk mogelijk toch leiden tot een recessie in Europa. Ook de sterke inverse rentecurves signaleren een zwakke economie.

Centrale banken hebben de rentes zeer snel opgetrokken. Wellicht komt er nog een (kleine) verhoging, maar het einde van de renteverhogingen lijkt duidelijk in zicht. De presidenten van de belangrijkste centrale banken lieten dat ook doorschemeren.

Het einde van de rentecyclus kan tot wat lagere kapitaalmarktrentes leiden. Echter de korte rente ligt beduidend hoger (met name in de VS) dan de lange rente. Daar zal de meeste daling gaan plaatsvinden, de ruimte voor daling van langere rentes is beperkt.

Lagere rentes zijn goed voor risicovolle beleggingen. Anderzijds is een afzwakkende economie niet gunstig. Na de (sterke) stijging in het eerste halfjaar van 2023, lijkt een consolidatie het meest voor de hand liggend.

### IV Voorstel asset-mix vanaf 1 juli 2023

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 t.a.v. de renteafdekking een defensiever beleid gevoerd worden aan de hand van een dynamische rentestafel.

#### ALM

Gebaseerd op de ALM-studie uit 2023 is ervoor gekozen om het huidige strategische beleggingsbeleid voort te zetten.

#### Algemeen

Vanaf 1 juli 2023 is het beleggingsbeleid uitbesteed aan een fiduciair manager, BlackRock Netherlands B.V. Er is hiervoor een beleggingsmandaat opgesteld met diverse richtlijnen.

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%.

Om het totale risico van de portefeuille te bewaken, zijn maxima gesteld aan de meest risicovolle beleggingen van de portefeuille:

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

### Matching-portefeuille

Het doel van de matching-portefeuille is het behalen van tenminste dezelfde opbrengst als de verandering van de TV als gevolg van de verandering van de marktrente (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, 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. Beleggingen in hypotheek en Investment Grade bedrijfsobligaties maken geen deel uit van de matching-portefeuille, maar worden wel meegenomen in de berekening van de renteafdekking,

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

De normweging van de matching-portefeuille bedraagt 20%, met een bandbreedte van 15%-20%.

In 2020 is besloten om niet uit te gaan van de nominale rente, maar van de reële rente. Het bestuur acht de reële rente een betere maatstaf dan de nominale 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%	< 115%	< 120%	< 125%	< 130%	< 135%	< 140%	>140%
< - 1,5%		30%	25%	20%	20%	20%	25%	25%	30%	30%
-1,50%	-1,00%	30%	25%	20%	20%	25%	25%	30%	30%	30%
-1,00%	-0,50%	30%	25%	25%	25%	25%	25%	30%	35%	40%
-0,50%	0,00%	30%	30%	30%	25%	25%	30%	35%	40%	45%
0,00%	0,50%	40%	35%	35%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
0,50%	1,00%	50%	40%	40%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
1,00%	1,50%	60%	45%	45%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
1,50%	2,00%	70%	60%	55%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
2,00%	2,50%	80%	80%	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 30 juni ongeveer 14 jaar. Dat betekent dat een verandering van de rente van 1% tot een verandering van 14% 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 10,9% (2022:10,6%).

Risico Analyse	Matching-portefeuille				
Start DKG	25%	35,0%	45%	55,0%	65,0%
138,4%	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking	afdekking
1% rentedaling	125,7%	127,5%	129,2%	131,0%	132,7%
0,5% rentedaling	131,7%	132,7%	133,6%	134,6%	135,5%
0,5% rentestijging	146,3%	145,3%	144,3%	143,3%	142,3%

De tabel laat de verandering van de dekkingsgraad zien bij verschillende renteafdekkingspercentages. Hierbij is verondersteld dat er geen rendement wordt behaald.

### Collateral analyse

Het ongerealiseerde resultaat op de renteswap-portefeuille bedraagt ongeveer € 10,5 miljoen negatief. 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 moet TDV collateral storten. Onderstaande tabel geeft een inzicht in de positie van TDV bij een stijging van de rente.

Berekening waarde renteswaps			
Rentestijging	0,50%	1%	1,5%
Waarde swaps (€ mio)	-16,4	-22,2	-27,9

### 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.

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. DNB heeft een methodiek voorgeschreven voor de bepaling van 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 gesteld aan het strategische percentage zakelijke waarden van 60% van het totale vermogen.

De portefeuille is als volgt ingedeeld.

	Strategische mix	Minimum	Maximum
Aandelen	32,5%	22,5%	42,5%
Vastrentende waarden	21%	11%	31%
Illiquide beleggingen	26,5%		
<b>Totaal</b>	<b>80%</b>	<b>75%</b>	<b>85%</b>

### Liquide beleggingen

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.

De fiduciair manager doet voorstellen t.a.v de selectie van de fondsen. De BAC in samenspraak met de directie beslist over de definitieve keuze.

## Verdeling als % van liquide beleggingen

	2023	
	Norm in %	Bandbreedte in %
<b>Aandelen</b>	<b>61,0</b>	<b>51 - 71</b>
Europa	27,5	22,5 – 32,5
Noord-Amerika*	20,5	15,5 – 25,5
Azië	6,0	3 - 9
Emerging Markets	7	4 - 11
<b>Vastrentende waarden</b>	<b>39,0</b>	<b>29 - 49</b>
Global Credit	20,0	15 -25
EMD	9,5	8 - 11
High Yield	9,5	8 - 11
<b>Totaal</b>	<b>100</b>	

### Aandelen

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%.

### Vastrentende waarden

Deze categorie bestaat uit beleggingsfondsen in vastrentende waarden.

De invulling van de portefeuille wordt geheel gedreven door rendements-risico afwegingen, waarbij het risico voorop staat. Dit is in een Risico Budgetterings 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 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:

- Beleggingen in andere valuta dan de euro mogen in totaal maximaal 50% van de liquidebeleggingen bedragen (met afdekking van het valutarisico).
- 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 het vermogen belegd worden in obligaties zonder rating.
- Er mag maximaal voor 15% van het vermogen belegd worden in obligaties zonder rating of met een rating lager dan BBB. De minimale rating voor obligaties met een rating is B.
- 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.

### Illiquide beleggingen

De strategische gewichten van de illiquide beleggingen zijn streefgewichten. Omdat deze beleggingen niet (of zeer beperkt) verhandelbaar zijn, zullen de gewichten in de tijd fluctueren. Om deze reden zijn er geen minima en maxima aan deze beleggingen gesteld

De portefeuille illiquide beleggingen is als volgt opgebouwd.



	<b>Streefgewicht in % vermogen</b>
Direct lending	6%
Niet beursgenoteerd vastgoed Nederland	7,5%
Niet beursgenoteerd vastgoed Europa	4,5%
Beursgenoteerd vastgoed wereldwijd	3%
Private Equity	1,5%
Hypotheke	4%
<b>Totaal</b>	<b>26,5%</b>

### Direct lending

Dit betreft beleggingsfondsen die rechtstreeks leningen verstekken aan ondernemingen. Deze beleggingen zijn niet volledig illiquide, maar hebben in de regel een beperkte liquiditeit (1 tot 3 maanden).

### Vastgoed

Het strategische gewicht van de vastgoedportefeuille vormt een belangrijk bestanddeel van de totale portefeuille van het fonds. De beleggingen in vastgoed bestaan louteruit indirect vastgoed.

In september 2021 is besloten om in de rapportages de exposure van vastgoed inclusief leverage op te nemen (conform FTK DNB).

De 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).

In beursgenoteerd vastgoed wordt zowel wereldwijd als specifiek in Europa belegd. De wereldwijde belegging wordt passief ingevuld. In de loop van 2023 zal hier nader onderzoek naar gedaan worden. De Europese belegging wordt actief ingevuld. Beursgenoteerd vastgoed is niet illiquide, maar dagelijks verhandelbaar. De fiduciair manager neemt dit echter uit praktische overwegingen op onder illiquide beleggingen.

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

### Private Equity (PE)

PE beslaat momenteel een klein gedeelte van de totale portefeuille. Er zal een onderzoek uitgevoerd gaan worden naar de toegevoegde waarde van PE. Op grond hiervan zal besloten worden hoe verder te gaan met PE.

Momenteel bestaat de portefeuille vrijwel volledig uit een beursgenoteerd fund of funds. De verhandelbaarheid van het fonds is beperkt, maar de belegging is niet volledig illiquide.

### Hypotheke

Dit betreft een belegging in een hypothekefonds van asr.

### 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-afdekkingsbeleid 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 momenteel niet afgedekt. Hier zal nader onderzoek naar gedaan worden.

In de aandelenportefeuille wordt het valutarisico van de US dollar strategisch voor 50% 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 30% van het totale vermogen.

## Risico analyse

De gekozen strategische beleggingsportefeuille heeft een verwacht netto lange termijn rendement van 3,2%.

De volatiliteit van de rendementen van de portefeuille bedraagt ongeveer 9% (op jaarbasis gemeten o.b.v. maandcijfers over de periode 2018 – 2023). 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).

De volatiliteit van de dekkingsgraad (tracking error) is de laatste jaren behoorlijk gestegen. Op grond van deze volatiliteiten en uitgaande van de huidige beleggingsstrategie kan berekend worden de kans dat de dekkingsgraad eind 2023 onder 104,2% terecht uitkomt verwaarloosbaar klein is. De kans dat de dekkingsgraad onder de vereiste dekkingsgraad (122,5%) uitkomt is ongeveer 5%.

Risico Analyse maandbasis in %	Beleggingen					
	Totaal	VRW/MP	Aandelen	Vastgoed	Overige Beleggingen	DKG
<b>Absoluut risico</b>						
Portefeuille 2023	9,01	9,27	16,08	6,60	7,62	9,01
Benchmark 2023	8,17	10,33	15,64	6,87	3,94	10,86
Portefeuille 2022	8,91	8,87	16,03	5,95	7,56	8,91
<b>Relatief Risico</b>						
Tracking Error 2023	2,36	3,90	2,11	1,78	6,72	9,47
Tracking Error eind 2022	2,34	3,90	1,98	1,83	6,75	9,40

## Rebalancing

Per kwartaal zal er naar de gewenste weging gerebalanced worden. Indien er zwaarwegende redenen zijn om niet te rebalanceren, 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.

Het bestuur heeft 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 naar 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 nor-

maal 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 verrijkt 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.

### *Strategische benchmarks 2023*

#### **TDV matching-portefeuille**

Verandering van de TV als gevolg van de verandering van de rente op basis van het percentage strategische renteafdekking. Voor het gedeelte van de matching-portefeuille dat belegd is in 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 benchmark liquide beleggingen (53,5)\***

##### Aandelen

27,5% MSCI Europe ex Select Controversies net Index in EUR  
20,5% MSCI Noord Amerika ex Select Controversies net Index in EUR  
6% MSCI Pacificex Select Controversies net Index in EUR  
7% MSCI Emerging Markets in EUR

##### Vastrentende waarden

20% Bloomberg Global Aggregate Corporate Index in EUR  
9,5% JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified in EUR  
9,5% BBG US Corp HY + Pan European HY 2,5% cap Index I EUR

\* Als percentage van liquide beleggingen en inclusief de strategische valutaafdekking

#### **TDV benchmark illiquide beleggingen (26,5%)**

Vooralsnog is er alleen voor beursgenoteerd vastgoed een benchmark. Voor de overige beleggingen is de benchmark gelijk aan het gerealiseerde rendement van de beleggingen.

##### Vastgoed

Wereldwijd: Solactive Developed Real Estate ESG Climate Index in EUR

Europa: FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe UCITS Daily Capped Index in EUR.

Aldus vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 28 augustus 2023.

Stichting Pensioenfonds TDV

W.J. Morkin  
Voorzitter

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