



**Pensioenfonds UWV**

# Beleggingsplan 2024

---

STICHTING PENSIOENFONDS UWV

## Inleiding

Dit document legt het beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds UWV (hierna te noemen 'het fonds') voor 2024 vast.

In 2023 heeft het fonds een ALM-studie uitgevoerd, op basis waarvan het nieuwe strategische beleggingsbeleid 2024-2026 is vastgesteld. Belangrijke onderdelen van het strategische beleid zijn de door het bestuur vastgestelde strategische beleggingsmix, inclusief het beleid met betrekking tot rente- en valuta-afdekking. Het strategisch beleggingsbeleid document bevat tevens een beschrijving van de beleggingsdoelstellingen, beleggingsbeginselen, risicohouding en de beleggingsfilosofie van het fonds, die gecombineerd het vertrekpunt vormen voor het strategisch beleid.

Naast het strategisch beleggingsbeleid wordt door het fonds jaarlijks een beleggingsplan uitgewerkt, waarin de beleggingsmix verder wordt uitgewerkt en waarin wordt ingegaan op de speerpunten met betrekking tot de beleggingen in het betreffende jaar. Het jaarplan kan op onderdelen afwijken van het strategisch beleggingsbeleid; de belangrijkste reden hiervoor zijn afwijkingen als gevolg van de implementatie van een illiquide categorie als private markets en/of onroerend goed. Op basis van de financiële positie, actuele thema's, de evaluatie van verschillende beleggingscategorieën en de economische omstandigheden wordt het beleggingsbeleid getoetst en eventueel aangepast.

Het fonds heeft Van Lanschot Kempen Investment Management N.V. ('VLK IM') als fiduciair manager aangesteld. KCM heeft het fonds geadviseerd bij het opstellen van het beleggingsplan 2024. In een separaat document worden de beleggingsrichtlijnen voor 2024 in detail uitgewerkt, die gelden als restricties in het kader van de vermogensbeheeropdracht aan de beheerder. Het fonds zal tijdens de periodieke bijeenkomsten met KCM overleggen of het beleggingsplan 2024 nog voldoet aan de doelstelling van het fonds, gegeven de actuele marktomstandigheden.

De ingangsdatum van het Beleggingsplan en de Beleggingsrichtlijnen is 31 januari 2024.

## Beleggingsbeleid 2024

Het Beleggingsplan 2024 wordt weergegeven in onderstaande tabel, waarbij tevens de verschillen t.o.v. het strategisch beleggingsbeleid en de huidige portefeuille inzichtelijk worden gemaakt:

Wegingen (% van de portefeuille)	Strategisch Beleid 2024-2026	Beleggingsplan 2024	Afwijking t.o.v. strategisch beleid	Portefeuille per 31-08-2023
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>27,9%</b>	<b>27,9%</b>	-	<b>32,2%</b>
Renteafdekking (swap)	72,5%	72,5%	-	72,1%
Verhouding staat/swap	(rentestaffel) 30% - 70%	(rentestaffel) 30% - 70%		36% - 64%
<b>Rendementsportefeuille</b>	<b>72,1%</b>	<b>72,1%</b>	-	<b>67,8%</b>
<b>Aandelen</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,0%</b>	-	<b>19,5%</b>
Aandelen ontwikkelde landen	16,3%	16,3%	-	14,7%
Aandelen opkomende landen	4,7%	4,7%	-	4,8%
<b>Onroerend Goed</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,0%</b>	-	<b>11,1%</b>
Niet-genoteerd Onroerend Goed	10,0%	10,0%	-	11,1%
Beursgenoteerd Onroerend Goed	-	-		-
<b>Private Markets</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	-	<b>6,7%</b>
Direct Lending	3,0%	3,0%	-	1,8%
Private Equity & Infrastructuur	4,0%	4,0%	-	4,9%
<b>Vastrentend Investment Grade</b>	<b>20,6%</b>	<b>20,6%</b>	-	<b>16,3%</b>
Inv. Grade Bedrijfsobligaties (EUR)	6,6%	6,6%	-	7,4%
Hypotheken	14,0%	14,0%	-	8,9%
<b>Hoogrentend</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	-	<b>13,4%</b>
High Yield Europa (incl. bankleningen)	6,2%	6,2%	-	7,1%
EMD Hard Currency		3,1%	-	3,2%
EMD Local Currency	6,2%	3,1%	-	3,1%
<b>Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking)</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	-	<b>0,9%</b>

## Afwijking beleggingsplan 2024 t.o.v. strategisch beleid

In principe volgt het beleggingsplan 2024 het vastgestelde strategisch beleid.

Daarnaast worden in 2024 de volgende parkeerregels gehanteerd, voor illiquide beleggingen waarvan de beoogde allocatie nog niet volledig belegd kan worden (Direct Lending), of voor categorieën waarvoor de huidige allocatie groter is dan de norm (niet-genoteerd vastgoed en Private Equity & Infrastructuur).

---

### Parkeerregels

<b>Illiquide categorie</b>	<b>Liquide categorie</b>
Niet-genoteerd onroerend goed	Beursgenoteerd onroerend goed
Private Equity & Infrastructuur	Aandelen ontwikkelde landen
Direct Lending	Investment Grade Bedrijfsobligaties (EUR)
Hypotheken	Liquiditeiten (geldmarktfondsen)

---

De categorie Direct Lending is nog in opbouw. Tot en met 2023 werd het vermogen dat nog niet kon worden belegd in Direct Lending voor 50% in Investment Grade Credits en voor 50% in High Yield belegd. Omdat de verwachte allocatie naar Direct Lending per eind 2023 (2%) dicht bij de norm van 3% ligt, wordt dit deel van het vermogen in 2024 geheel in Investment Grade Credits belegd. Reden is dat de liquiditeit van Investment Grade Credits groter is dan de liquiditeit binnen het High Yield mandaat. Met name de bankleningen binnen het High Yield mandaat worden gekenmerkt door een langere settlement-cyclus. Hierdoor is de categorie Investment Grade Credits geschikter om als parkeercategorie te fungeren.

### Bandbreedtes

De bandbreedtes rondom de verschillende beleggingscategorieën staan beschreven in het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Voor de rentegevoeligheid van staatsobligaties, als onderdeel van de renteafdekking vanuit de matchingportefeuille, wordt een bandbreedte gehanteerd van 10%-punt t.o.v. de totale rentegevoeligheid. Gegeven de normallocatie van 30% is de bandbreedte voor 2023 t.a.v. de rentegevoeligheid vanuit staatsobligaties 20%-40% van de totale rentegevoeligheid vanuit swaps en staatsobligaties. Per augustus 2023 heeft de LDI-manager vanwege de relatief lage vergoeding op staatsobligaties ten opzichte van de swaprente gekozen voor een feitelijke allocatie naar staatsobligaties van circa 35%.

### Rentebeleid

#### *Dynamische renteafdekking*

Het fonds voert een beleid van dynamische renteafdekking, waarbij de mate van rente-afdekking afhankelijk is van het niveau van de rente. De hiervoor gehanteerde rentestafel staat beschreven in het strategisch beleggingsbeleid van het fonds.

In juli 2023 steeg de 20-jaars swaprente naar een waarde boven de 3%. Het pensioenfonds heeft daarop de renteafdekking, op basis van de dynamische rentestafel, verhoogd van 65% naar 72,5%.

#### *Implementatie*

De matchingportefeuille bestaat uit renteswaps, staatsobligaties en obligaties van supranationale instellingen, lagere overheden en agentschappen (tezamen 'Staat'), en uit geldmarktfondsen. Alle voorgaande instrumenten zijn gedenomineerd in euro's.

Bij het samenstellen van de matchingportfolio wordt rekening gehouden met de renteafdekking die in de rendementsportefeuille door de zogenaamde "hidden pockets" categorieën worden geleverd, zijnde investment grade bedrijfsobligaties en hypotheek (alle euro-gedenomineerd).

Zoals beschreven in de LDI Investment Case van het fonds (bijlage van het strategisch beleggingsbeleid), bedraagt de strategische verhouding tussen renteswaps en staatsobligaties in de matchingportefeuille 70%-30%. Dit betekent dat de beoogde afdekking van het renterisico vanuit de matchingportefeuille voor 70% wordt vormgegeven via swaps en voor 30% via staatsobligaties ('Staat').

De bandbreedtes rondom de totale rente-afdekking en de afdekking per looptijd staan beschreven in het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds.

#### *Leverage*

Per eind juli 2022 is de dekkingsgraad op basis van de toezichtcurve 123,1% en is de allocatie van de matchingportefeuille 32,2% van de totale portefeuille. De matchingportefeuille dekt 64% van de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen af. De overige 8% wordt afgedekt middels de rentegevoeligheid in de rendementsportefeuille via de zogenaamde 'hidden pockets'. De leverage-ratio (exposurewaarde versus marktwaarde) van de matchingportefeuille bedraagt hiermee circa 161% (per eind augustus 2021 was deze waarde 143%). Deze ratio is berekend door de renteafdekking vanuit de matchingportefeuille te delen door het product van de allocatie van de matchingportefeuille en de dekkingsgraad.

De leverage-ratio is met name afhankelijk van de allocatie van de matchingportefeuille ten opzichte van de totale portefeuille, de gehanteerde renteafdekkingsnorm en de dekkingsgraad. Als de waarde van de leverage-ratio significant hoger zou worden dan het huidige niveau kan dat aanleiding voor het fonds zijn om het renteafdekkingsbeleid te evalueren met oog op de beheersing van liquiditeitsrisico's bij renteswaps. Bij de huidige strategische allocatie, met een matchingportefeuille-allocatie van 32,9% en een rente-afdekking van 72,5%, zou een leverage-ratio van 175% bereikt worden als de dekkingsgraad op basis van de toezichtcurve naar circa 111% daalt. Het fonds zou in een dergelijk scenario kunnen besluiten de allocatie naar de matchingportefeuille te vergroten of – als een renteniveau van 2% wordt bereikt – de renteafdekking conform rentestafel te verlagen.

## **Valutabeleid**

Aangezien er geen valutarisico wordt genomen in de matchingportefeuille is afdekking hier in principe niet aan de orde. Binnen de rendementsportefeuille wordt het USD, GBP en JPY risico voor 50% afgedekt, met een bandbreedte van 47% tot 53%.

Uitzondering zijn de categorieën private markets, waarbinnen 80% van het valutarisico wordt afgedekt binnen een bandbreedte van 75% tot 100%, en high yield (inclusief bankleningen), waarbinnen 100% van het valutarisico wordt afgedekt. Binnen deze twee beleggingscategorieën

wordt het valutarisico afgedekt door de managers van de mandaten. Het valutarisico (USD, GBP en JPY) binnen de overige beleggingscategorieën wordt afgedekt op basis van het normpercentage van 50%.

## **Rebalancing**

Conform het strategisch beleggingsbeleid zullen de wegingen van de rendementsportefeuille en de matchingportefeuille op jaarbasis, per ingang van de nieuwe beleggingsrichtlijnen, worden teruggebracht naar de normwegingen. Op kwartaalbasis worden de wegingen van de beleggingscategorieën en de valuta-afdekking binnen de rendementsportefeuille teruggebracht naar de normwegingen. Hierbij zullen transactiekosten worden afgewogen tegen het te overbruggen verschil tot de norm. Binnen de matchingportefeuille is het uitgangspunt dat de rentegevoeligheid niet periodiek, maar alleen bij overschrijden van de bandbreedtes wordt teruggebracht richting de norm.

## Terugblik op 2023 en plan voor 2024

In dit hoofdstuk wordt voor verschillende beleggingscategorieën teruggekeken op 2023 en worden de voorgenomen aanpassingen en initiatieven voor 2024 besproken. Ook wordt de planning van de investment cases en de ALM-studie beschreven, en wordt ingegaan op de verwachte ontwikkelingen in 2023 ten aanzien van verschillende aspecten van het MVB-beleid van het fonds.

### **Aandelen ontwikkeld en opkomende landen**

#### *Terugblik 2023*

Het pensioenfonds heeft in 2022 besloten om binnen de categorieën aandelen ontwikkeld en aandelen opkomend over te gaan op SDG-benchmarks die door VLK IM in samenwerking met MSCI zijn opgezet. Via deze benchmarks wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO<sub>2</sub>-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Het pensioenfonds heeft ook besloten om binnen aandelen ontwikkeld de regioverdeling aan te passen. Op basis van een in 2022 uitgevoerde evaluatie is de BBP-gewogen regioverdeling (met 48% Noord-Amerika, 37% Europa en 15% Pacific) omgezet naar een regioverdeling op basis van de MSCI Wereld, waarin het gewicht van Noord-Amerika significant groter is. Het pensioenfonds heeft geconcludeerd dat deze verdeling het best past bij haar beleggingsbeginselen, omdat een marktwaarde-gewogen zoals de MSCI Wereld het startpunt is van een passieve invulling en in de uitvoering het minst complex is.

In maart 2023 heeft het pensioenfonds deze aanpassingen geïmplementeerd binnen de aandelen mandaten (ontwikkeld en opkomend).

Daarnaast heeft het pensioenfonds in 2023 de manager van het aandelen ontwikkeld mandaat geëvalueerd. De manager (UBS) is overwegend positief uit deze evaluatie gekomen. Conclusie was wel dat de beheerkosten aan de bovenkant van de marktconforme range zaten. Op basis hiervan is met de manager onderhandeld over een aanpassing van de beheerfee, en is met ingang van 1 juli 2023 een verlaagde fee afgesproken.

#### *2024*

VLK IM evalueert momenteel de methodologie en de praktijk van de SDG-benchmarks die binnen de aandelenmandaten worden gehanteerd. Deze benchmarks heeft VLK IM in 2020 in samenwerking met MSCI opgezet. In 2024 zal VLK IM de uitkomsten van deze evaluatie met het pensioenfonds bespreken.

### **Investment Grade Bedrijfsobligaties**

#### *Terugblik 2023*

Binnen de categorie investment grade bedrijfsobligaties heeft het pensioenfonds in 2022 gekozen voor een SRI-benchmark van Bloomberg, waarin ten opzichte van de vorige benchmark van het IG bedrijfsobligaties mandaat van UWV een strenger uitsluitingsbeleid wordt gehanteerd. Dit strengere beleid binnen de benchmark sluit in de praktijk al grotendeels aan bij het uitsluitingsbeleid van pensioenfonds UWV. Via deze benchmark wordt een verdere reductie van de CO<sub>2</sub>-uitstoot gerealiseerd.

In maart 2023 heeft het pensioenfonds deze aanpassing geïmplementeerd binnen het mandaat van investment grade bedrijfsobligaties.

*2024*

Het voorstel van de fiduciair manager is om in 2024 te onderzoeken of een deel van de categorie Investment Grade bedrijfsobligaties belegd kan worden in groene bedrijfsobligaties. Het is niet eenvoudig om binnen het bedrijfsobligatie-universum blootstelling naar positieve impact op te bouwen. Groene obligaties zijn hier een uitzondering op. Onderscheidend aan green bonds is dat de opbrengsten aangewend worden om duurzaamheidsdoelstellingen te behalen, en dat daar ook over gerapporteerd moet worden.

Het universum is sterk gegroeid en de fiduciair manager heeft inmiddels een groen bedrijfsobligatiefonds goedgekeurd voor haar fiduciaire klanten.

### **Hypotheke**

*Terugblik 2023*

In 2023 heeft het pensioenfonds een investment-case voor de categorie hypotheke vastgesteld, en is een evaluatie uitgevoerd van de managers binnen het universum.

De review bevestigt de positieve opinie op de huidige managers a.s.r. en Aegon. De samenwerking tussen a.s.r. en Aegon resulteert wel in het aandachtspunt dat er door de samenwerking tussen deze partijen er minder concurrentie is op de door de fiduciair manager IM goedgekeurde lijst van managers in deze categorie. Uit de evaluatie komt DMFCO als een interessante partij, waar de fiduciair manager nader onderzoek gaan doen om deze manager als extra beheerder toe te kunnen voegen aan de goedgekeurde lijst.

*2024*

Het pensioenfonds overweegt om de voor 2024 vastgestelde verhoging van de allocatie naar hypotheke in te vullen via een (mandaat)fonds van DMFCO.

### **Emerging Market Debt**

Binnen de Emerging Market Debt mandaten hebben in 2023 geen significante wijzigingen plaatsgevonden. Op basis van een in 2022 uitgevoerde manager-evaluatie is LGIM bevestigd als manager van de twee mandaten.

De mandaten worden passief beheerd op basis van een benchmark waarin landen worden uitgesloten op basis van criteria ten aanzien van arbeidsrechten en op basis van criteria ten aanzien van vrijheid van meningsuiting, persvrijheid en democratie.

### **High Yield en Bankleningen**

UWV belegt via een gecombineerd mandaat dat beheerd wordt door Capital Four in de beleggingscategorieën High Yield en Bankleningen.

Voor beide beleggingscategorieën heeft het pensioenfonds in 2023 investment-cases vastgesteld.

Als vervolgstap is het voorstel van de fiduciair manager om in de eerste helft van 2024 een evaluatie uit te voeren op de manager Capital Four. De vorige evaluatie van managers binnen de categorieën heeft in 2019 plaatsgevonden.



## **LDI**

Het LDI-mandaat van UWV wordt sinds eind 2018 passief beheerd door Cardano . Dit LDI mandaat wordt beheerd ten opzichte van een verplichtingenbenchmark waarbij integraal rekening wordt gehouden met het vermogen in Nederlandse hypotheek en Europese bedrijfsobligaties.

In 2023 heeft het pensioenfonds een evaluatie van Cardano en andere mogelijke LDI-managers uitgevoerd. De evaluatie van de huidige invulling van het LDI-mandaat is positief: de beoordeling heeft geen aanleiding gegeven om het LDI mandaat bij Cardano te heroverwegen.

## **Vastgoed**

### *Terugblik 2023*

Gedurende 2022 en 2023 is de allocatie naar niet-genoteerd vastgoed boven de 10% gestegen, vanwege de sterk gestegen rente en daarmee gepaard gaande krimp van het balanstotaal van het fonds. Per eind augustus 2023 is de allocatie naar vastgoed op het niveau van de totale portefeuille 11,1%.

Het pensioenfonds heeft besloten om de allocatie niet actief terug te brengen naar de strategische norm, om het geforceerd verkopen van posities met een eventuele afslag op de NAV te voorkomen. Om het totale risicoprofiel van de portefeuille te bewaken wordt de overweging naar niet-genoteerd vastgoed gecompenseerd door een onderweging van aandelen ontwikkeld ten opzichte van de norm.

### *2024*

Voor niet-genoteerd vastgoed hanteert het pensioenfonds beursgenoteerd vastgoed als parkeercategorie, voor het geval de allocatie naar niet-genoteerd vastgoed lager is ten opzichte van de norm.

Hiervoor heeft het pensioenfonds een passief wereldwijd beleggingsfonds van Northern Trust geselecteerd, het *Northern Trust Developed Real Estate Index* fonds. Tot 2022 heeft het pensioenfonds in dit beleggingsfonds belegd. Momenteel is deze parkeerregel niet aan de orde vanwege de overweging van niet-genoteerd vastgoed.

Inmiddels is binnen deze categorie een passief beleggingsfonds beschikbaar waarin wordt belegd op basis van een benchmark met ESG-integratie: het *Northern Trust Developed Real Estate ESG Index* fonds. Dit beleggingsfonds krijgt onder SFDR een artikel 8 classificatie. VLK IM zal een voorstel uitwerken om dit fonds toe te voegen aan de lijst met toegestane beleggingsinstrumenten. Indien akkoord kan dit fonds aan de portefeuille worden toegevoegd op het moment dat de allocatie naar niet-genoteerd vastgoed weer onder de normallocatie zou dalen.

## **Vastgoed klimaatrisico-modellering**

De door de ALM-consultant in 2021 uitgevoerde klimaatrisico-modellering wees uit dat vastgoed in het bijzonder blootstaat aan klimaatrisico's. Uit een DNB vastgoed-uitvraag in 2021 is gebleken dat pensioenfonds via de vastgoedfondsen waar het in belegt is blootgesteld aan circa 2750 individuele gebouwen. In het MVB-beleid 2022-2024 is daarom opgenomen om mitigerende maatregelen nader te onderzoeken.

In dit kader is in samenwerking met de fiduciair manager een breed duurzaamheidsraamwerk rondom niet-genoteerd vastgoed uitgewerkt, waarmee de vastgoedfondsmangers (van de beleggingsfondsen) en de onderliggende panden beoordeeld kunnen worden. De MVB-analysecapaciteit van fondsmangers en vastgoedadviseur Townsend vormen hier een onderdeel van.

Het pensioenfonds heeft in 2022 besloten om een start te gaan maken met de risicoanalyse op basis van het uitgewerkte duurzaamheidsraamwerk, waarbij in 2023 gestart is met een analyse van de beleggingsfondsen in de Verenigde Staten (circa 30% van de niet-genoteerd vastgoedportefeuille). Op basis van de verkregen inzichten kan de analyse in een later stadium uitgebreid worden naar andere regio's.

Op basis van de uitwerking van het duurzaamheidsraamwerk kunnen de eisen ten aanzien van bestaand en nieuw vastgoed in de portefeuille worden aangescherpt.

### **Private Markets**

In 2021 zijn nieuwe richtlijnen inclusief ambitieuzere ESG-doelstellingen voor de Private Markets mandaten afgesproken. In 2022 zijn deze mandaten verder gedraaid richting deze nieuwe richtlijnen, en is een belangrijke stap gezet in het opbouwen van het in 2021 opgezette Direct Lending mandaat. Het volledig alloceren naar de strategische doelweging van 3% Direct Lending zal naar verwachting in 2025 worden afgerond.

In het vierde kwartaal van 2022 heeft het pensioenfonds de normweging naar verschillende type fondsinvesteringen binnen het mandaat geëvalueerd. De normweging bestond op dat moment uit 50% directe beleggingen, 35% primary fondsbeleggingen en 15% secondary fondsbeleggingen.

Secondaries zijn reeds bestaande private equity fondsen die tegen mogelijk interessante prijzen in de markt worden aangeboden. Een verschil van secondaries ten opzichte van primaries (nieuwe fondsen) is dat de portefeuille doorgaans al is opgebouwd. De allocatie naar secundaire fondsen was nuttig tijdens de opbouwfase van het mandaat om een snellere blootstelling aan Private equity te verkrijgen en het J-curve-effect (een relatief laag rendement in de aanvangsperiode) te verminderen. Aangezien de portefeuille zich niet meer in de opbouwfase bevindt, is vanuit dit oogpunt een strategische allocatie naar secondaries minder noodzakelijk. Omdat de beheerder van het mandaat de duurzaamheidscriteria van UWV het beste via directe beleggingen kan realiseren, heeft het pensioenfonds besloten om de allocatie naar directe beleggingen te verhogen ten koste van secondaries. De nieuwe normweging bestaat daarmee uit 60% directe beleggingen en 40% primary fondsbeleggingen.

In het najaar van 2023 wordt Partners Group, de beheerder van het Private Markets mandaat, door het pensioenfonds geëvalueerd op basis van een door VLK IM voorbereide evaluatie.

### **Investment Cases**

In 2022 heeft het pensioenfonds, op basis van een driejaarscyclus, investment cases voor de categorieën high yield, hypotheek en bankleningen vastgesteld.

Daarnaast heeft het pensioenfonds inzicht gekregen in het bredere universum van beleggingscategorieën waarmee belegd kan worden in obligaties of leningen van ondernemingen. In deze analyse is naast de bestaande categorieën IG Credits, High Yield, bankleningen en Direct Lending ook aandacht besteed aan de kenmerken van Structured Credit, Distressed debt en Emerging Market Credits. Op basis van de analyse heeft het pensioenfonds geconcludeerd dat de huidige portefeuille van het fonds voldoende gespreid is over meerdere categorieën met bedrijfsobligaties en -leningen, en dat er geen sterke reden is om een additionele categorie toe te voegen.

In december 2023 zal het pensioenfonds de agenda voor de in 2024 te behandelen investment cases vaststellen.

### **ALM-studie en Wet toekomst pensioenen (Wtp)**

In 2023 is een nieuwe ALM-studie uitgevoerd, op basis waarvan het strategisch beleggingsbeleid voor de periode 2024 – 2026 is vastgesteld. In de ALM-studie is het strategische beleggingsbeleid van UWV, inclusief de mate en de wijze van renteafdekking, geëvalueerd. De invulling van de nieuwe regeling door de Cao-partijen was op dat moment nog onbekend. Om die reden was de ALM-studie primair gericht op het huidige stelsel, met de voornaamste focus op de verwachte uitkomsten op de korte termijn van enkele jaren. Hierbij is ook getoetst is of het huidige beleggingsbeleid goed aansluit bij de eerste richting van het nieuwe pensioenstelsel zoals vastgelegd in de Wet toekomst pensioenen (Wtp).

De overweging om beleggingsrisico's rondom het moment van invaren eventueel (sterk) te verminderen worden in een volgende (transitie) ALM-studie uitgewerkt.

Het pensioenfonds heeft het voornemen om in 2024 in het kader van de Wtp de volgende stappen verder uit te werken:

- Het uitwerken van de eerste varianten van het beleggingsbeleid onder het nieuwe pensioencontract, als input voor de gesprekken met sociale partners;
- Het uitwerken van de implicaties van de solidariteitsreserve;
- Het optimaliseren van de beleggingsbeleid;
- De uitwerking van de toekomstige operationele inrichting;
- Het voorbereiden van het implementatie- en transitieplan;
- Het schetsen van de eerste beelden van "Pensioen 2030": waar staat het pensioenfonds over 5 jaar.

### **Maatschappelijk Verantwoord Beleggen**

#### **Klimaat**

Het fonds heeft voor de periode vanaf 2021 een lange-termijn doelstelling ten aanzien van CO<sub>2</sub>-reductie vastgesteld. Hierbij is gekozen voor de 'Paris Aligned benchmark', welke een initiële CO<sub>2</sub>-reductie van circa 50% impliceert, gevolgd door een jaarlijkse CO<sub>2</sub>-reductie van circa 7%. In 2021 zijn stappen genomen om deze doelstelling te halen, in het bijzonder het uitsluiten van de olie- en gasector en kolencentrales.

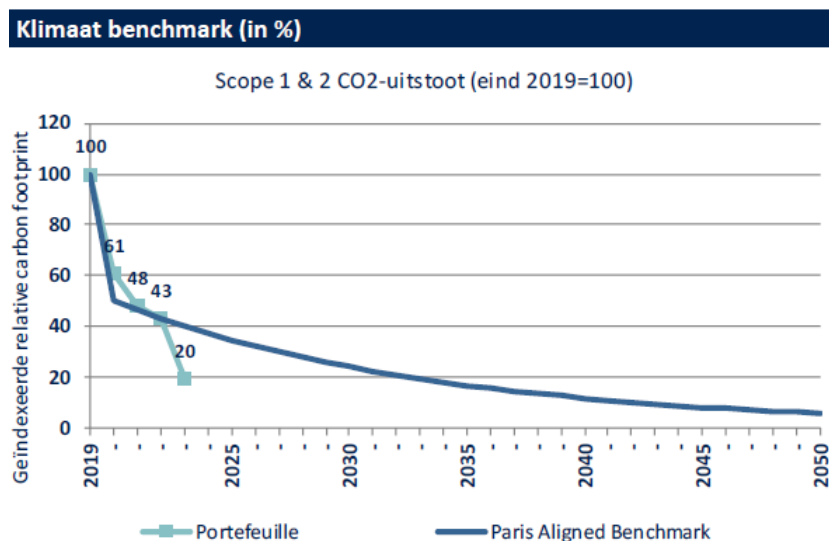
In 2022 is besloten om binnen de aandelen mandaten te gaan beleggen op basis van benchmarks waarin, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO<sub>2</sub>-reductie wordt gerealiseerd en, naast SDG 3 (gezondheidszorg), gestuurd wordt op SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (schone energie en klimaatadaptatie). Deze benchmarks zijn per begin 2023 doorgevoerd in de aandelenmandaten.

Binnen investment grade bedrijfsobligaties is gekozen voor een ESG-benchmark waarin, ten opzichte van de vorige benchmark van het bedrijfsobligaties mandaat van UWV, een strenger uitsluitingsbeleid wordt gehanteerd. Via deze benchmark wordt een verdere reductie van de CO<sub>2</sub>-uitstoot gerealiseerd. In het eerste kwartaal van 2023 is het bedrijfsobligaties mandaat omgezet naar deze nieuwe benchmark.

Klimaatfilters kunnen de meest vervuilende bedrijven in sectoren als de cementindustrie of metaalindustrie uitsluiten. Gedachte hierbij is dat een beperkt aantal bedrijven verantwoordelijk zijn voor een groot deel van de uitstoot en deze bedrijven het meest gevoelig zijn voor de klimaattransitie. Het toevoegen van SDG's aan de benchmark zal op korte termijn niet zorgen voor

een significant lagere CO<sub>2</sub>-emissie, maar draagt bij aan het ontwikkelen van oplossingen zodat de maatschappij geleidelijk schone energie beschikbaar krijgt. Aangezien eindproducten zoals cement en staal – in tegenstelling tot olie en gas – op de lange termijn benodigd zullen blijven in het economische proces legt het fonds de nadruk op het veranderen van bedrijfsprocessen in de cement- en metaalindustrie zodat minder CO<sub>2</sub> wordt uitgestoten.

De onderstaande grafiek geeft een meting van de relatieve (Scope 1 en 2) CO<sub>2</sub>-voetafdruk van de beursgenoteerde portefeuille van pensioenfonds UWV tot en met het tweede kwartaal van 2023 weer, waarbij de relatieve uitstoot per eind 2019 als startpunt wordt genomen. De ontwikkeling van de relatieve uitstoot wordt vergeleken met het verloop van de 'Paris Aligned benchmark'.



De grafiek laat zien dat de CO<sub>2</sub>-voetafdruk van de beursgenoteerde portefeuille gedurende 2023 sterk verder is gedaald. Reden hiervoor is de implementatie van de aangescherpte ESG-benchmarks in het eerste kwartaal van 2023, binnen de aandelen en investment grade bedrijfsobligaties mandaten.

### Arbeid

Waar mogelijk implementeert het pensioenfonds haar thema arbeid in de beleggingen. Binnen de Emerging Market Debt portefeuille (staatsleningen opkomende landen) gebeurt dit door de 10 grootste schenders van arbeidsrechten conform de ITUC global rights lijst uit te sluiten. Gezien de forse impact op het universum is hier een maatwerk index voor ontwikkeld. Het landenbeleid van pensioenfonds UWV bevat daarnaast criteria passend bij vrijheid van meningsuiting, persvrijheid en democratie (de Freedom House index); ook deze criteria worden toegepast binnen de categorie Emerging Market Debt.

Aangezien het thema arbeid minder direct belegbaar is dan klimaat heeft het fonds afgewogen wat de meest effectieve benadering is van het onderwerp. Het pensioenfonds heeft geconcludeerd dat het integreren van SDG 8 (fatsoenlijk werk) in een SDG-benchmark voor aandelen of investment grade bedrijfsobligaties slechts een geringe toegevoegde waarde zou hebben. Het pensioenfonds heeft daarom verder invulling gegeven aan het thema arbeid door een engagement manager te selecteren.

### Engagement manager

UWV heeft in 2022 besloten om de uitvoering van het engagement-beleid te intensiveren door een selectietraject op te starten naar de aanstelling van een thematische engagement aanbieder, bij voorkeur met integratie van proxy voting en oplevering van Nederlandstalige rapportage. Reden om dit selectietraject te starten is dat hiermee invulling kan worden gegeven aan het thema arbeid en aan sub-klimaatthema's zoals biodiversiteit en ontbossing. Deze thema's kunnen in geringe mate door andere instrumenten (ESG-benchmarks, uitsluiting) geadresseerd worden.

Hiermee wordt invulling gegeven aan het MVB-beleid 2022-2024 van het pensioenfonds, dat voorziet in een intensivering van het engagement-instrument. Dit is ingegeven door:

- het gat tussen de huidige uitvoering en het door het bestuur vastgestelde beleid;
- toenemende wettelijke eisen rondom aandeelhoudersbetrokkenheid en transparantie;
- het IMVB-convenant dat aanwending van invloed via dialoog centraal stelt.

Op basis van een in 2023 afgerond selectietraject is de engagement-manager per medio 2023 met haar activiteiten gestart.

### **SFDR**

In 2021 is de Europese verordening die voorschrijft hoe de financiële sector informatie over duurzaamheid moet vastleggen ('SFDR') in werking getreden. Het pensioenfonds heeft de pensioenregeling en beleggingsportefeuille geclassificeerd als een financieel product dat duurzaamheidsaspecten promoot. Deze classificatie brengt specifieke vereisten over informatieverstrekking aan de deelnemer met zich mee. Het fonds heeft meer informatie over duurzaamheid in het beleggingsbeleid gepubliceerd op de website. Inmiddels is er meer duidelijkheid over de wetgeving rondom fase 2 (vanaf 1 januari 2023) en 3 (vanaf 1 juli 2023) van SFDR.

Vanaf 1 juli 2022 bestaan er periodieke Rapportageverplichtingen, op basis van de gedetailleerde Regulatory Technical Standards (RTS, Level II). Deze verplichtingen gelden formeel over het boekjaar 2022. De RTS bevat technische voorschriften en templates voor precontractuele informatie en periodieke informatie (waaronder Principle Adverse Impacts (PAI)), en ook verplichtingen over informatie op de website.

In samenwerking met de Fiduciair Manager heeft het pensioenfonds invulling gegeven aan deze rapportageverplichtingen voor. De SFDR precontractuele informatie van het pensioenfonds is bijgewerkt, en op de website van het pensioenfonds geplaatst. In juni 2023 is voor het eerste gerapporteerd over een uitgebreide set van duurzaamheidsindicatoren (Principle Adverse Impacts), over het boekjaar 2022; de deadline voor deze rapportage was 30 juni 2023. De fiduciair manager heeft deze rapportage voorbereid.

### **KPI's**

Het pensioenfonds heeft een 11-tal Key Performance Indicators (KPI's) opgesteld om de voortgang van de MVB-doelstellingen te monitoren. De KPI's geven het bestuur de managementinformatie om - indien nodig - tijdig bij te sturen. De KPI's worden ieder half jaar gemonitord en eens in de drie jaar grondig geëvalueerd.

De KPI's zijn onderverdeeld naar de aspecten governance, beleid, implementatie en verantwoording. De KPI's volgen daarmee goed gebruik in de sector.

## Benchmarks

Het fonds is van mening dat de benchmarkkeuze een belangrijk uitgangspunt is voor de implementatie van de portefeuille en de evaluatie van de uitvoering. Per beleggingscategorie wordt daarom vastgelegd welke benchmark het fonds hanteert als uitgangspunt. Deze benchmarks staan bekend als beleidsbenchmarks en zijn in de mandaatrichtlijnen voor de fiduciair manager vastgelegd.

Binnen het beleggingsplan worden implementatiekeuzes gemaakt waardoor kan worden afgeweken van de beleidsbenchmark. In de praktijk kan dit betekenen dat, via de uitvoeringsbenchmark, een beheerder een afwijkende benchmark als referentie kan meekrijgen. De benchmarks die het pensioenfonds hanteert voor de diverse beleggingscategorieën staan weergegeven in onderstaande tabel.

Voor de meeste categorieën geldt dat dezelfde benchmark wordt gehanteerd in de beleidsbenchmark en de uitvoeringsbenchmark (het jaarlijkse beleggingsplan). Uitzonderingen hierop zijn de (illiquide) categorieën niet-genoteerd onroerend goed en Direct Lending/private debt.

- Als beleidsbenchmark voor niet-genoteerd vastgoed geldt een samengestelde benchmark die gebaseerd is op marktindices van MSCI (IPD). De benchmark wordt samengesteld op basis van de strategische regio- en sectorverdeling binnen de vastgoedportefeuille zoals hieronder weergegeven. Deze regio- en sectorverdeling (zie onderstaande tabel) is begin 2022 op basis van een evaluatie aangepast. Als uitvoeringsbenchmark geldt een vast rendement van 4% (absoluut rendement benchmark).

<b>Sectoren</b>	<b>Norm</b>
Woningen	32,5%
Winkels	15%
Logistiek	32,5%
Kantoren	20%
<b>Regio's</b>	<b>Norm</b>
Nederland	27,5%
Europa	42,5%
Noord-Amerika	20%
Azië Pacific	10%

- Voor Direct Lending/private debt wordt de Leveraged Loans index als beleidsbenchmark gebruikt. Vanwege de lage frequentie van updates en vertraging in gegevensaanlevering zijn voorgenoemde benchmarks niet geschikt voor opname in de uitvoeringsbenchmark. In plaats daarvan zal een vast rendement van 5% (absoluut rendement benchmark) worden gehanteerd als uitvoeringsbenchmark.

Voor de strategische en uitvoeringsbenchmark van Private Equity & Infrastructuur en voor de uitvoeringsbenchmark van Direct Lending/private debt en niet-genoteerd onroerend goed wordt als benchmark een absoluut rendement gehanteerd. De omvang van deze absolute rendementen is gebaseerd op de in 2020 uitgevoerde ALM-studie.

### Passief versus actief

In de laatste kolom van de tabel wordt per beleggingscategorie de gekozen beheerstijl weergegeven. Het fonds hanteert als uitgangspunt dat er passief belegd wordt, tenzij er overtuigende redenen zijn om actief te beleggen. In de matchingportefeuille staat beheersing van het renterisico centraal, waardoor het oormerk actief of passief beheer minder van toepassing is. De keuze voor actief versus passief richt zich met name op de liquide beleggingscategorieën in de rendementsportefeuille. Binnen deze beleggingscategorieën wordt alleen de categorie High Yield actief ingevuld; voor alle andere beleggingscategorieën heeft het fonds gekozen voor een passieve invulling.

<b>Wegingen (% van de portefeuille)</b>	<b>Beleidsbenchmark</b>	<b>Uitvoerings- benchmark</b>	<b>Beheerstijl</b>
<b>Matchingportefeuille</b>	Verplichtingen	Verplichtingen	Buy & maintain
<b>Rendementsportefeuille</b>			
<b>Aandelen</b>			
Aandelen ontwikkelde landen	MSCI World Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief
Aandelen opkomende landen	MSCI EM Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief
<b>Niet-genoteerd OG</b>			
Niet-genoteerd OG	Samengestelde MSCI IPD benchmark o.b.v. strategische regio- en sectorverdeling	4% (absoluut rendement)	N.v.t. (illiquide)
Beursgenoteerd OG	FTSE EPRA/NAREIT Dev. Net TRI EUR	Idem	Passief
<b>Alternatieve beleggingen</b>			
Direct Lending	CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR	5% (absoluut rendement)	N.v.t. (illiquide)
Private Equity & Infrastructuur	6% (absoluut rendement)	Idem	N.v.t. (illiquide)
<b>Vastrentend IG</b>			
IG Bedrijfsobligaties (EUR)	Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI Index	Idem	Passief
Hypotheken	ICE BofAML Neth. Governm. Index +1%	Idem	N.v.t. (illiquide)
<b>Hoogrentend</b>			
High Yield Europa (incl. Lev. Loans)	65% ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained Index (HPC0), 100% hedged to EUR 35% CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR	Idem	Actief
EMD Hard Currency	J.P.Morgan ESG EMBIG Diversified UWV Custom Exclusion Index	Idem	Passief
EMD Local Currency	J.P. Morgan ESG GBI-EM Global Diversified UWV Custom Exclusion Index	Idem	Passief
<b>Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking)</b>	Euro short-term rate (€STR)	Idem	Actief

### ESG benchmarks

De liquide beleggingen worden voor een groot deel passief beheerd tegen een duurzame index of benchmark. In de loop van 2020 is het passieve beheer van deze liquide mandaten omgezet naar duurzame indices. Deze duurzame indices wijken op een aantal onderdelen van de brede marktindex zonder duurzaamheidscriteria af, waarbij controversiële bedrijven worden vermeden en binnen sectoren de meest duurzame ondernemingen worden geselecteerd. Op middellange termijn (5 jaar) en langer beoogt het pensioenfonds ten minste een gelijkwaardig rendement aan de brede markt te behalen. In de tabel op de vorige pagina staat weergegeven welke indices daadwerkelijk worden gebruikt.

In onderstaande tabellen wordt voor de categorieën aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend, investment grade bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt getoond hoe deze duurzame benchmarks vanaf 2020 hebben gepresteerd ten opzichte van de brede marktindices zonder duurzaamheidscriteria. Ook worden de feitelijke rendementen van de mandaten ten opzichte van de duurzame benchmarks getoond. Eventuele verschillen tussen deze rendementen worden voor een belangrijk deel verklaard door het uitsluitingsbeleid van UWV. Dit beleid ging tot maart 2023 op een aantal vlakken verder dan de uitsluitingen die zijn toegepast binnen de benchmark, zoals het uitsluiten van olie- en gasbedrijven en kolencentrales. Vanaf maart 2023 worden binnen aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend en investment grade credits verdergaande SDG-benchmarks toegepast, waardoor de impact van het uitsluitingsbeleid minder groot is geworden.

Samenvattend kan gesteld worden dat het ESG beleid in termen van de gekozen ESG benchmark en het uitsluitingsbeleid voor de categorieën Emerging Market Debt en aandelen ontwikkeld positief heeft uitpakkt, neutraal is geweest voor investment grade bedrijfsobligaties en negatief voor aandelen opkomende landen. Hierbij geldt de kanttekening dat de in beschouwing genomen periode (circa 3 jaar) relatief kort is.



## ESG benchmarks – aandelen ontwikkeld

### Aandelen ontwikkeld - UBS

**Mandaatperiode:** vanaf maart 2020

**ESG benchmark:**

MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders

Low Carbon Impact (vanaf maart 2023)

**Algemene benchmark:** MSCI Developed

	<b>Mandaat</b>	<b>ESG benchmark</b>	<b>Algemene benchmark</b>	<b>Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark</b>	<b>Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark</b>
<b>Rendementen</b>					
Mandaatperiode, op jaarbasis	11,2%	11,5%	10,9%	-0,3%	0,6%
2023, t/m juni	17,0%	16,4%	13,3%	0,6%	3,1%
2022	-14,1%	-12,9%	-11,3%	-1,2%	-1,6%
2021	29,1%	29,2%	26,9%	-0,1%	2,3%
2020, vanaf maart (start mandaat)	9,8%	9,9%	10,9%	-0,1%	-1,0%

### Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)

Standaard deviatie	17,2%	17,0%	16,5%
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0,5%		
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	2,0%		

Vanaf maart 2020 werd het aandelen ontwikkeld mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders indices. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO<sub>2</sub>-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten tot en met eind juni 2023 is het rendement van de ESG-benchmarks 0,6% (op jaarbasis) hoger geweest dan het rendement van de brede benchmark, waarbij er van jaar op jaar wel verschillen zijn ontstaan. Over deze periode is de impact van de uitsluitingslijst van UWV negatief geweest (-0,3% op jaarbasis). Deze negatieve impact is met name ontstaan in 2022, vanwege de uitsluiting van de olie- en gasector die in 2022 goed gerendeerd heeft.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 2,0% redelijk beperkt gebleven. De volatiliteit van beide indices is vergelijkbaar.

## ESG benchmarks – aandelen opkomend

### Aandelen opkomend - Northern Trust

**Mandaatperiode:** vanaf juni 2020

**ESG benchmark:**

MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders  
Low Carbon Impact (vanaf 01.03.2023)

**Algemene benchmark:** MSCI EM

	<b>Mandaat</b>	<b>ESG benchmark</b>	<b>Algemene benchmark</b>	<b>Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark</b>	<b>Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark</b>
<b>Rendementen</b>					
Mandaatperiode, op jaarbasis	1,0%	0,9%	3,3%	0,0%	-2,4%
2023, t/m juni	-0,2%	-0,2%	2,6%	0,0%	-2,8%
2022	-17,1%	-17,7%	-14,9%	0,6%	-2,9%
2021	4,7%	5,4%	4,9%	-0,6%	0,5%
2020, vanaf juni (start mandaat)	18,8%	18,9%	20,4%	0,0%	-1,5%

### Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)

Standaard deviatie	15,1%	15,1%	13,3%
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0,6%		
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	4,6%		

Vanaf juni 2020 werd het aandelen opkomend mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders index. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO2-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten vanaf juni 2020, de startdatum van het mandaat van Northern Trust, is het rendement van de ESG-benchmark 2,4% op jaarbasis achtergebleven bij de brede benchmark. De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is neutraal geweest. In 2022 hebben waarde-aandelen binnen opkomende landen beter gepresteerd hebben dan groei-aandelen; door te beleggen op basis van de SDG-benchmarks is in 2022 echter een lagere allocatie naar waarde-aandelen ontstaan. In 2023 heeft de SDG-benchmark slechter gepresteerd dan de brede benchmark vanwege een overweging van een aantal technologie-ondernemingen met een positieve SDG-tilt.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is hoog geweest, met een waarde van 4,6%. Dit illustreert dat er significante verschillen in rendement kunnen ontstaan binnen aandelen opkomende landen door het toepassen van ESG-factoren. Ook is de volatiliteit van de ESG-benchmark hoger dan die van de algemene benchmark.

## ESG benchmarks – investment grade bedrijfsobligaties

### Investment grade credits - BlackRock

**Mandaatperiode:** vanaf oktober 2020

**ESG benchmark:**

Bloomberg MSCI Sustainable, Bloomberg MSCI Sustainable SRI (vanaf maart 2023)

**Algemene benchmark:** Bloomberg MSCI

	<b>Mandaat</b>	<b>ESG benchmark</b>	<b>Algemene benchmark</b>	<b>Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark</b>	<b>Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark</b>
<b>Rendementen</b>					
Mandaatperiode, op jaarbasis	-4,2%	-4,2%	-4,1%	-0,1%	-0,1%
2023, t/m juni	2,0%	2,0%	2,2%	0,0%	-0,2%
2022	-13,6%	-13,5%	-13,6%	-0,1%	0,1%
2021	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-0,1%	-0,1%
2020, vanaf oktober (start mandaat)	1,9%	1,9%	2,0%	0,0%	-0,1%

### Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)

Standaard deviatie	6,1%	6,2%	6,2%
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0,2%		
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	0,1%		

Binnen het mandaat van investment grade bedrijfsobligaties is de financiële impact van het toepassen van de ESG-benchmarks en de uitsluitingenlijst zeer gering geweest. Gemeten vanaf oktober 2020, de start van het beheer op basis van ESG-benchmarks, zijn de rendementen van de ESG-benchmark en de algemene benchmark vrijwel gelijk (-0,1% verschil op jaarbasis). De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is ook zeer gering.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 0,1% zeer laag geweest. De volatiliteit van beide benchmarks is zeer vergelijkbaar.

## ESG benchmarks – emerging market debt, hard currency

### Emerging Market Debt HC - LGIM

**Mandaatperiode:** vanaf april 2020

**ESG benchmark:** JPM EMBI ESG customized

**Algemene benchmark:** J.P. Morgan EMBI

	<b>Mandaat</b>	<b>ESG benchmark</b>	<b>Algemene benchmark</b>	<b>Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark</b>	<b>Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark</b>
<b>Rendementen</b>					
Mandaatperiode, op jaarbasis	1,2%	0,9%	0,8%	0,2%	0,1%
2023, t/m juni	2,2%	2,4%	1,8%	-0,1%	0,5%
2022	-10,1%	-11,0%	-12,4%	1,0%	1,4%
2021	5,3%	5,3%	5,7%	0,0%	-0,4%
2020, vanaf april (start mandaat)	7,3%	7,4%	9,0%	-0,2%	-1,5%
<b>Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)</b>					
Standaard deviatie	7,9%	8,1%	8,1%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0,5%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	1,5%				

Per april 2020 worden de emerging market debt mandaten (hard currency en local currency) beheerd op basis van ESG-benchmarks. Halverwege 2021 zijn deze benchmarks verder aangescherpt, door landen uit te sluiten die het slechtst scoren op het thema arbeid. Vanaf juli 2022 worden ook landen waarin sprake is van ernstige schendingen op het vlak van governance uitgesloten.

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt hard currency mandaat licht positief geweest (+0,1% op jaarbasis). Het rendement van het mandaat was gemiddeld hoger (+0,2% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 1,5% redelijk beperkt. De volatiliteit van de ESG benchmark was licht lager dan de algemene benchmark.

## ESG benchmarks – emerging market debt, local currency

### Emerging Market Debt LC - LGIM

**Mandaatperiode:** vanaf april 2020

**ESG benchmark:** JPM GBI-EM ESG customized

**Algemene benchmark:** J.P. Morgan GBI-EM

	<b>Mandaat</b>	<b>ESG benchmark</b>	<b>Algemene benchmark</b>	<b>Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark</b>	<b>Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark</b>
<b>Rendementen</b>					
Mandaatperiode, op jaarbasis	4,0%	4,3%	1,8%	-0,3%	2,6%
2023, t/m juni	5,5%	5,5%	5,4%	0,0%	0,0%
2022	1,1%	1,3%	-5,9%	-0,2%	7,2%
2021	-1,9%	-1,5%	-1,8%	-0,4%	0,3%
2020, vanaf april (start mandaat)	8,6%	9,1%	8,6%	-0,4%	0,4%
<b>Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)</b>					
Standaard deviatie	6,2%	6,2%	6,6%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0,3%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	3,0%				

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt local currency mandaat sterk positief geweest (+2,6% op jaarbasis). Dit is met name veroorzaakt doordat in de op maat gemaakte ESG-benchmark voor UWV Rusland was uitgesloten bij het uitbreken van de oorlog in Oekraïne in februari 2022. Het rendement van het mandaat was gemiddeld lager (-0,3% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 3,0% hoog geweest, wat voor een groot deel is veroorzaakt door het uitsluiten van Rusland in de ESG-benchmark van UWV. De volatiliteit was daarentegen licht lager ten opzichte van de algemene benchmark.

## Risicomaatstaven

Bij bijstelling van het jaarlijkse beleggingsbeleid dient te worden vastgesteld of het risicoprofiel van dit beleid past bij het strategisch beleggingsbeleid. Om dit te beoordelen en om het risico doorlopend te kunnen monitoren hanteert het fonds diverse risicomaatstaven. De belangrijkste zijn hieronder weergegeven.

### Vereist Eigen Vermogen

Het Vereist Eigen Vermogen (VEV) geeft de omvang van het eigen vermogen aan waarover het fonds ten minste zou moeten beschikken. Deze is afhankelijk van het risicoprofiel van het fonds en hangt nauw samen met het strategisch beleggingsbeleid. De hoogte van het vereist eigen vermogen is gericht op de wettelijke zekerheidsmaat van 97,5%, dat wil zeggen dat in de evenwichtssituatie de kans dat het vermogen van het pensioenfonds binnen een jaar lager is dan de waarde van de technische voorziening, kleiner is dan 2,5%. Het VEV wordt per kwartaal berekend voor het strategisch beleid van het pensioenfonds (op basis van normwelingen) en voor de feitelijke portefeuille.

Indien het VEV wordt uitgedrukt als percentage van de verplichtingen plus 100% dan wordt gesproken over de Vereiste Dekkingsgraad (VDG). Als ijkpunt is de strategische VDG vastgesteld op 117,5% met een bandbreedte van -5% tot +5% ter begrenzing van het portefeuillerisico. De VDG is echter afhankelijk van het niveau van de rente en van de renteafdekking. Het genoemde ijkpunt is gebaseerd op het renteniveau van 30 juni 2017. In onderstaande tabel wordt weergegeven in hoeverre het Strategisch Beleid 2024-2026 en het Beleggingsplan 2024 passen binnen deze bandbreedtes.

Vereiste Dekkingsgraad	VDG (spilwaarde)	Portefeuille VDG minimum	Portefeuille VDG maximum
Strategische VDG	117,5%	112,5%	122,5%
Strategisch Beleid 2024-26 = Beleggingsplan 2024 (per 31 augustus 2023)	116,6%		

### Conditional Value at Risk (expected shortfall)

Het beleggingsrisico wordt tevens uitgedrukt als ex-ante Conditional Value at Risk (CVaR) van het vermogen ten opzichte van de Toezichts Verplichtingen Benchmark. Dit is een maatstaf voor het dekkingsgraadsrisico en wordt ook wel Expected Shortfall genoemd. De (97,5%) CVaR is een risicomaatstaf die de gemiddelde verwachte uitkomst binnen een groep van slechtste uitkomsten weergeeft. Een CVaR van 12% geeft bijvoorbeeld aan dat binnen de 2,5% slechtste gevallen de gemiddelde dekkingsgraaddaling 12% bedraagt, gemeten over een éénjarige periode. Er is voor gekozen om de CVaR parametrisch (o.b.v. een normale verdeling) te berekenen. Dit om de afhankelijkheid naar een specifieke dataset of scenario te voorkomen, waarmee controle door een externe partij wordt vereenvoudigd.

Ten aanzien van de (97,5%) CVaR maat is het onderstaande risicobudget vastgesteld.

CVaR van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico	Risicobudget (minimum)	Risicobudget (maximum)
Strategisch Beleid 2024-26	11,9%		
Beleggingsplan 2024	11,9%	8,4%	15,4%

## Tracking error

Het fonds heeft ervoor gekozen additioneel een risicobudget te hanteren om het beleggingsrisico doorlopend te kunnen monitoren. De Tracking Error is een gemakkelijke maatstaf voor dagelijkse monitoring van het risico. Bovendien neemt de tracking error implementatierisico (bij afwijkingen van de benchmark) mee, terwijl het VEV dat niet doet. Deze risicomaatstaf betreft een ex-ante tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen op basis van de UFR-curve op een 1-jaars horizon en is, net als de CVaR, gebaseerd op 120 historische maanddata (10 jaar). De maatstaf is een benadering voor verwachte dekkingsgraadvolatiliteit. De belangrijkste kenmerken zijn:

- De Tracking Error geeft weer hoe goed of slecht de waardeveranderingen portefeuille "in de pas loopt" met die van de verplichtingen;
- Het is de standaarddeviatie van het portefeuillerendement minus het verplichtingenrendement;
- Deze standaarddeviatie is gebaseerd op 10 jaar aan historische maanddata. Een reden om voor 10 jaar te kiezen is dat een economische cyclus typisch ongeveer 10 jaar duurt, en hiermee dus zowel volatiele als rustige markten meetellen;
- Omdat de waarde afhangt van de gebruikte historie moet dit getal ook periodiek herijkt worden.

Op basis van het strategisch beleggingsbeleid stelt het fonds een verwacht risico vast en een bandbreedte daaromheen, waarmee het risicobudget wordt geconstrueerd. Additioneel aan de bandbreedtes op beleggingscategorieën gebruikt het fonds dit risicobudget om het beleggingsrisico van de portefeuille te beheersen. Aangezien het verwachte risico van het strategisch beleid afhankelijk is van het niveau van de rente, de renteafdekking en het niveau van de dekkingsgraad heeft het fonds een dynamisch risicobudget vastgesteld waarin deze variabelen zijn verankerd. Herijking van de met KCM overeengekomen bandbreedtes voor het risicobudget vindt plaats bij ingang van nieuwe beleggingsplan, bij aanpassing van de renteafdekking en indien een bandbreedte wordt geraakt. Indien het strategisch beleid in combinatie met bovengenoemde variabelen echter geen aanleiding geeft om de bandbreedtes te herijken, dan is het raken van een bandbreedte een signaal om te evalueren of de portefeuille nog in overeenstemming is met het strategisch beleggingsbeleid en de uitgangspunten.

In de beleggingsrichtlijnen 2024 wordt een verwacht risico van de portefeuille van 5,2% geformuleerd. Rondom dit gewicht wordt een bandbreedte van +/- 1,5% gehanteerd. Circa de helft van deze bandbreedte wordt gebruikt als de rendementsportefeuille-allocaatie naar de bovengrens of ondergrens wordt bewogen (+/- 5%-punt) en de renteafdekking naar de onder- of bovengrens gaat (+/-3%-punt). Via de andere helft van de bandbreedte kan de te verwachten beweeglijkheid in de methodologie zelf worden opgevangen, die ontstaat door het maandelijks wegvallen van een waarneming en toevoegen van een nieuwe waarneming.

Tracking error van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico	Risicobudget (minimum)	Risicobudget (maximum)
Strategisch Beleid 2024-26	5,1%		
Beleggingsplan 2024	5,1%	3,6%	6,6%

## CVaR en Tracking Error o.b.v. een langere horizon, met vaste startdatum

Het fonds hecht eraan om inzicht te krijgen in de waarde van risicomaatstaven als deze berekend worden op basis van een zo lang mogelijke horizon. Daarom wordt in dit beleggingsplan ook inzicht gegeven in de CvaR en Tracking Error als deze gebaseerd worden op een langere horizon, met een vaste startdatum.

De berekening is gemaakt op basis van beschikbare data vanaf respectievelijk 1 januari 2001 en 1 januari 2006. Hiermee wordt inzicht gegeven in de invloed van het aanpassen van de horizon op de risicomaatstaven in vergelijking met de berekende waardes op een kortere horizon, zoals hieronder getoond.

CVaR van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico o.b.v. Beleggingsplan 2024
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001	13,7%
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006	14,0%
O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 september 2013)	11,9%

Tracking Error van beleggingen versus verplichtingen (swapcurve)	Verwacht risico o.b.v. Beleggingsplan 2024
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2001	5,9%
O.b.v. maanddata vanaf 1 januari 2006	6,0%
O.b.v. maanddata met een 10-jaars horizon (vanaf 1 september 2013)	5,1%

De tabel laat zien dat als wordt gerekend met een langere horizon dan 10 jaar de waardes van de CVaR en Tracking Error hoger zijn. Dit wordt in grote mate bepaald door de sterke schommelingen op de financiële markten in 2007 en 2008.