



Pensioenfonds MN

# Beleggingsplan 2022 Pensioenfonds MN

Den Haag, december 2021



# Inhoudsopgave

<b>1</b>	<b>Inleiding</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Kadering Beleggingsplan</b>	<b>3</b>
2.1	Toekomstverkenning en opbouw pensioenrechten 2022	3
2.2	Pensioenomgeving en Strategisch beleggingskader	3
2.3	Dynamische Allocatie & Product Vormgeving	5
2.4	Verantwoord beleggen	5
<b>3</b>	<b>Beleggingsbeleid 2022</b>	<b>8</b>
3.1	Samenvatting en voorstel portefeuille samenstelling	8
3.2	Economische omgeving en financiële markten	9
3.3	Evaluatie huidige portefeuille	12
3.4	Portefeuilleconstructie overwegingen	12
3.5	Uitkomsten en toelichting methodiek (reverse) stress testen	15
<b>4</b>	<b>Mandaat 2022</b>	<b>18</b>
4.1	Opdracht	18
4.2	Performance	18
4.3	Risicobeheersingsmaatregelen	21
4.4	Allocaties	24
4.5	Rapportage	25
4.6	Ingangsdatum en wijzigingsprocedure	25
4.7	Akkoord	25
<b>5</b>	<b>Risicomanagement</b>	<b>26</b>
5.1	Kadering	26
5.2	Financiële risico's Pensioenfonds MN	26
5.3	Monitoring	28

# 1 Inleiding

In dit Beleggingsplan 2022 wordt het door Pensioenfonds MN (hierna: 'PF MN', 'het Fonds') gegeven beleggingsmandaat vanaf 1 januari 2022 voor de fiduciair beheerder MN (hierna: 'MN') vastgelegd.

Het Beleggingsplan 2022 start met een omschrijving van de actuele pensioenomgeving en het strategisch beleggingskader van PF MN. Vervolgens wordt, aan de hand van het strategisch beleggingskader, de governance van het Fonds ten aanzien van de besluitvorming op het gebied van de beleggingen besproken. Ook wordt in dit hoofdstuk de stand van zaken met betrekking tot Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) weergegeven.

In hoofdstuk 3 worden de actuele ontwikkelingen in de financiële omgeving en economische vooruitzichten uiteengezet. Daarin wordt aandacht besteed aan het basisscenario, specifieke risicoscenario's en voorkeuren voor beleggingscategorieën en beleggingsproducten. Vervolgens wordt de actuele portefeuille positionering geëvalueerd. Door middel van een kwantitatief georiënteerde portefeuille optimalisatie wordt bekeken of mogelijke accentverschuivingen in de portefeuille opportuun zijn. In de laatste paragraaf worden de resultaten van stress testen op de huidige portefeuille in kaart gebracht.

Hoofdstuk 4 bevat de kern van het Beleggingsplan 2022, met de vastlegging van het beleggingsmandaat dat PF MN verleent aan MN, ingaande per 1 januari 2022. Dit mandaat bestaat uit een normportefeuille, gehanteerde benchmarks en normen en bandbreedtes voor een aantal gespecificeerde risicobeheersingsmaatregelen van de portefeuille, waarover MN zal rapporteren aan PF MN.

In hoofdstuk 5 worden de belangrijkste financiële risico's benoemd in het kader van het Beleggingsplan. Per risico wordt waar van toepassing een koppeling gemaakt met de richtlijnen als vastgesteld in dit Beleggingsplan.

## 2 Kadering Beleggingsplan

### 2.1 Toekomstverkenning en opbouw pensioenrechten 2022

PF MN en werkgever MN hebben het afgelopen jaar onderzoek hebben gedaan naar de toekomst van het Fonds. De belangrijkste conclusie is dat het huidige model, met Pensioenfonds MN als zelfstandig pensioenfonds, niet toekomstbestendig is. In nauwe afstemming met het Bestuur van het Fonds en gegeven de resultaten van een zorgvuldig tenderproces, is de ambitie om reeds per 1 januari 2022 de uitvoering van de pensioenregeling MN elders onder te brengen. Het gaat om de (nieuwe) pensioenopbouw vanaf 1 januari 2022. De verwachting is als zodanig dat PF MN per 1 januari 2022 als zodanig een 'slapend' fonds wordt, in voorbereiding op een volgende fase waarin de opgebouwde rechten overgaan naar een nieuwe partij. Gezien de korte tijdsspanne tussen het onderhandelingsresultaat en het Beleggingsplan heeft het Bestuur besloten het ingezette Beleggingsbeleid voorlopig voort te zetten. Dit wel met de kanttekening dat nauwkeurig zal worden gekeken of de nieuwe cash flow behoefte in 2022 (uitbetalen pensioenuitkeringen bij het niet meer ontvangen van premie-inkomsten) in verhouding staat tot de beschikbare liquide middelen in de portefeuille. Indien en wanneer er besloten wordt het 'slapend' fonds op te heffen, zal een transitieplan worden opgesteld. Wanneer de afspraken uit het transitieplan afwijken van de kaders als gesteld in dit Beleggingsplan, zijn de afspraken uit het transitieplan leidend.

### 2.2 Pensioenomgeving en Strategisch beleggingskader

Het Beleggingsplan 2022 is opgesteld rond het bestaande pensioencontract en financieel toezichtkader. Werkgevers, vakbonden en het kabinet hebben in 2020 een nieuw pensioenakkoord gesloten met mogelijk verre gaande gevolgen. Dit wordt in de komende jaren verder uitgewerkt. Het in 2015 gelanceerde Nieuwe Financieel Toetsingskader (nFTK) is voorlopig nog van kracht. De (beleids)dekkingsgraden hebben, na een flinke klap in 2020 vanwege de coronacrisis, een inhaalslag gemaakt in 2021. De beleidsdekkingsgraad van PF MN is per eind september 2021 96.9%. Omdat de regels voor het nieuwe pensioenstelsel nu duidelijker zijn, heeft het kabinet besloten de regels over het verlagen van het pensioen te versoepelen. Als de dekkingsgraad van het pensioenfonds aan het eind van 2021 hoger dan 90% is, hoeven de pensioenen in 2022 niet te worden verlaagd.

#### 2.2.1 Impact pensioenakkoord

PF MN heeft in 2021 tijd geïnvesteerd om beter bekend te worden met het nieuwe pensioenstelsel en de beide nieuwe contractvormen. Er is aandacht besteed aan educatie om in de toekomst naar een pensioenregeling te kunnen werken onder het nieuwe pensioenstelsel. Daarnaast zijn eerste inhoudelijke analyses uitgevoerd. Aandachtspunt daarbij is dat de wetgeving op dit gebied nog geenszins finaal is, maar dat het toch verstandig is om tijdig met de voorbereiding op het nieuwe stelsel te beginnen. Het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan is een deelonderwerp, dat steeds in samenhang met het onderwerp pensioenakkoord in brede zin moet worden bekeken. Ook de voortgang van de voorbereidingen die ten aanzien van de beleggingen kunnen worden getroffen, is afhankelijk van de voortgang in algemene zin. In 2021 werd bekend dat de wetgeving vertraging zal oplopen. Hierdoor zal het uiterste moment van overgang naar het nieuwe stelsel 2027 in plaats van 2026 worden. Het transitie-FTK zal pas in 2023 in plaats van 2022 van toepassing worden. Pensioenfonds MN heeft in juni 2021 de roadmap die MN heeft opgesteld voor haar voorbereiding op het nieuwe pensioenakkoord met MN besproken. In deze roadmap worden vijf aandachtsgebieden met een globale planning onderkend:

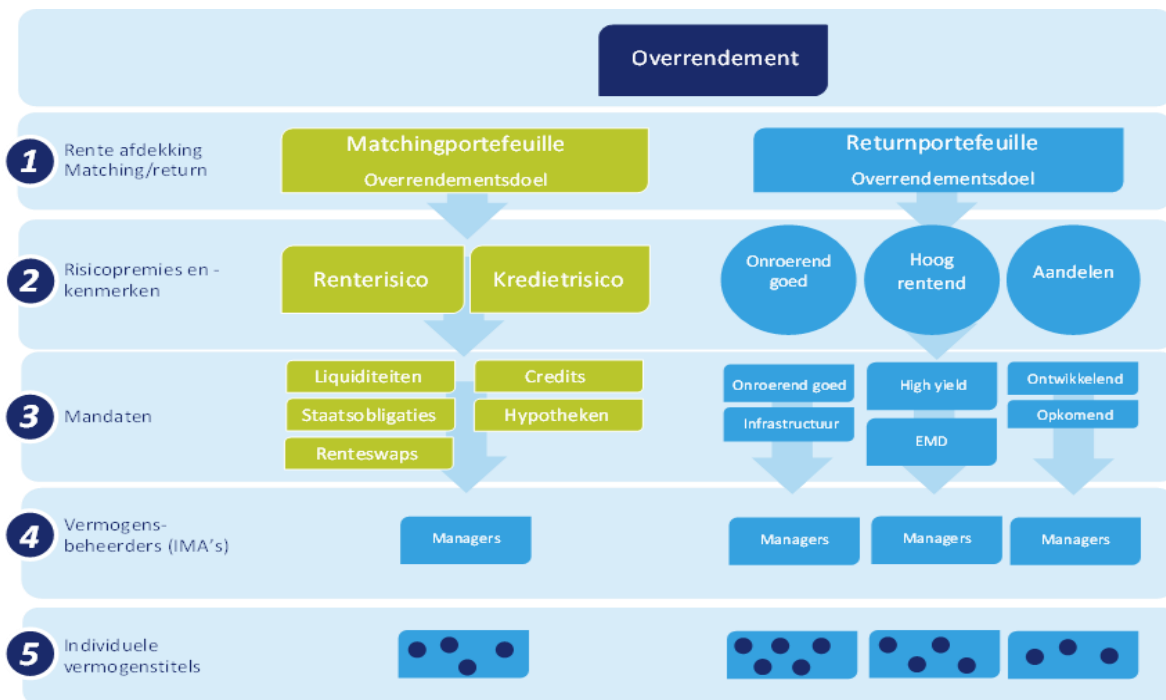
- Contractkeuze
- Risicohouding
- Vormgeving contract
- Beheerkaders beleggingsportefeuille
- Transitie beleggingsportefeuille

In anticipatie op de nieuwe situatie als gevolg van het Pensioenakkoord heeft PF MN in 2021 bekeken wat er nu al kan worden gedaan in de beleggingsportefeuille. De verwachting is dat in het afdekken van renterisico de 40- en 50-jaars swaps onder het nieuwe stelsel minder gebruikt hoeven te worden. Het Bestuur geeft er voorkeur aan deze posities niet meer actief te onderhouden (oftewel: verwateren) waarbij de kortere looptijden wel worden onderhouden om zo de renteafdekking voor de deelnemers die bijna pensioneren op peil te houden (en daarmee pensioen meer zeker te stellen). In de mandaatafspraken met de uitvoerder in Hoofdstuk 4 is dit vastgelegd. Zie hiervoor paragraaf 4.3.3.

Vanwege de fase waarin het Fonds zich bevindt, zal de focus van het Bestuur voorlopig nog liggen op beeldvorming en nog niet op een gedetailleerde uitwerking van de verschillende aandachtsgebieden. Uitvoerder MN zal onverwijld doorgaan met de voorbereidingen en het Fonds zal in 2022 in nauw contact met MN bekijken of en zo ja welke analyses en andere werkzaamheden van belang zijn ter voorbereiding op een nieuw pensioencontract.

### 2.2.2 Strategisch Beleggingskader

Binnen de beleggingsmix wordt de volgende niveauctuur gebruikt:



Het Beleggingsplan 2022 volgt bovenstaande investment structuur zoals bepaald in het Strategisch Beleggingskader (SBK). Besluitvorming op niveau 1, 2 en 3 is het terrein van het Bestuur van het Fonds. In dit Beleggingsplan worden deze beslissingen vastgelegd en vervolgens wordt MN gemandateerd voor uitvoering van het vermogensbeheer binnen deze kaders. Verdere uitwerking van niveaus 4 en 5 wordt in dit Beleggingsplan buiten beschouwing gelaten omdat die in andere documenten (Investment Management Agreements met beheerders) is vastgelegd.

Rondom de investment structuur zijn voor verschillende domeinen beleidsdocumenten opgesteld die door MN worden gevolgd bij het beheer van de beleggingsportefeuille.

De belangrijkste beleidsstukken in dat kader zijn:

- ABTN
- Strategisch Beleggingskader (inclusief vermogenscluster documenten)
- Beleid Maatschappelijk Verantwoord Beleggen
- Beleid Productevaluaties
- Landenbeleid (matching)portefeuille
- Beleid beheersing omvang liquiditeiten
- Beleid Normrebalancing
- Valutabeleid
- Tegenpartijlimietenbeleid
- Beleidsplan Risicomanagement

### **2.3 Dynamische Allocatie & Product Vormgeving**

De productvormgeving en de implementatie op niveau 4 en 5 zijn gemandateerd aan de fiduciair manager. PF MN voert geen tactisch beleggingsbeleid, maar een dynamisch beleid binnen bandbreedtes en met een horizon van drie jaar in het kader van het behalen van de financiële beleggingsdoelstelling (overrendement 1.5% ten opzichte van de verplichtingen). Het is de fiduciair manager niet toegestaan zelfstandig dynamisch beleid te implementeren. Wel heeft de fiduciair manager een robuust proces (Dynamische Allocatie & Productvormgeving, DAPV) ingericht om PF MN instrumentarium te verstrekken op basis waarvan het Fonds in staat wordt gesteld dynamisch beleid te voeren. Daartoe wordt een wereldbeeld ontwikkeld met een beleggingshorizon van drie jaar waarin naast een basisscenario ook alternatieve risicoscenario's in kaart worden gebracht en op basis hiervan periodiek beleggingscategorieën worden beoordeeld. Maandelijks informeert de fiduciair manager PF MN over het meest recente wereldbeeld. DAPV heeft niet als doel de toekomst te voorspellen, maar om de inherente onzekerheid op een consistente manier te integreren in het beleggingsbeleid. Doel is om zo goed mogelijk voorbereid te zijn op mogelijke regime veranderingen en aldus de kans op het behalen van de strategische doelstelling te maximaliseren.

DAPV beoogt het Bestuur van PF MN in staat te stellen om richting haar deelnemers te allen tijde te kunnen onderbouwen waarom de huidige vormgeving passend is bij de beleggingsdoelstelling, ondanks de inherente onzekerheid over de toekomst. Tevens heeft DAPV een signaalfunctie indien de strategische kaders te knellend zijn teneinde de strategische doelstelling te behalen. In de Beschrijving Proces DAPV wordt een en ander beschreven en het proces (binnen MN) vastgelegd.

### **2.4 Verantwoord beleggen**

In de ABTN heeft PF MN in twee beleggingsovertuigingen expliciet gemaakt welke overtuiging de basis vormt voor (maatschappelijk) verantwoord beleggen:

- De beleggingen van Pensioenfonds MN hebben invloed op de reële economie en de samenleving. *[basis voor het rekening houden met de invloed van beleggingskeuzes op de wereld]*
- Alleen beleggingen die rekening houden met ESG-factoren (Environmental, Social, Governance) zijn op lange termijn rendabel omdat schadelijke gevolgen van een economische activiteit niet voor onbepaalde tijd op mens, maatschappij en milieu afgewenteld kunnen worden. *[basis voor integratie van ESG-factoren in beleggingskeuzes]*

Het verantwoord beleggen beleid van PF MN, dat door MN wordt uitgevoerd, sluit aan bij de door de Verenigde Naties ondersteunde Principles for Responsible Investment (PRI) die ook door PF MN zijn ondertekend. De basis voor verantwoord beleggen is de invloed van de reële wereld (vertaald in Environmental-, Social- en Governance- factoren) op de beleggingen van PF MN en de invloed van de beleggingen van PF MN op de reële wereld. Op deze manier laat PF MN zien dat zij middels Verantwoord Beleggen niet alleen verantwoordelijkheid wil nemen voor een financieel goed pensioen én de wereld waarin deelnemers met pensioen zijn of gaan, maar ook gelooft dat die twee doelstellingen in elkaars verlengde liggen en niet wederzijds uitsluitend zijn. Om aan die doelstellingen uitvoering te geven worden vier instrumenten onderkend: uitsluitingsbeleid, ESG-integratie, actief aandeelhouderschap en positieve impact. Aan belangrijke thema's, zoals klimaat, arbeidsomstandigheden en beloningsbeleid, wordt langs deze vier lijnen invulling gegeven.

De doelstellingen op het gebied van MVB voor 2022 richten zich op de volgende thema's:

- *Verankering MVB in de beleggingen*

In 2019 is het SBK van PF MN aangepast, waarmee Verantwoord Beleggen verder verankerd is in het beleggingsbeleid. Het is de ambitie van PF MN en MN om ESG-integratie meer prominent in de beleggingsstrategieën en -mandaten vast te leggen. Met de implementatie van bewuste selectie in de portefeuille aandelen ontwikkelde landen is eind 2020 een grote stap genomen op dit vlak. Het voornemen is om begin 2022 ook verdere stappen te zetten in de aandelen opkomende landen portefeuille en later in 2022 in de bedrijfsobligatie portefeuilles. Daarnaast wordt momenteel bekeken of het wenselijk is om het EMD landenraamwerk verder aan te scherpen.

- *Aandacht voor deelnemerscommunicatie*

In 2021 heeft PF MN een communicatieplan gemaakt met als doel de deelnemers mee te nemen in de wijze waarop PF MN maatschappelijk verantwoord belegging doorvoert in de beleggingsportefeuille. Deelnemers zijn in 2021 geïnformeerd over hoe PF MN naar MVB kijkt en hoe, met welke instrumenten, het daar nu invulling aan geeft. In 2022 zal de aandacht uitgaan naar actualiteiten op het gebied van MVB.

- *Vorbereiden op nieuwe wet- en regelgeving*

Via de werkstroom Duurzame Financiering werkt de EU aan beleid dat financiering moet leiden richting economische activiteiten die bijdragen aan een klimaatneutraal Europa. Met het doel om één Europese standaard te creëren rondom duurzaam beleggen, heeft de Europese Commissie twee verordeningen afgegeven: de informatieverschaffingsverordening en de taxonomieverordening. De informatieverschaffingsverordening verplicht financiële marktdeelnemers te specificeren hoe duurzaamheidsrisico's worden meegenomen in beleggingsbeslissingen en advies. Daarnaast wordt onder deze wetgeving bepaald of een financieel product als duurzaam kan worden geclassificeerd. Wanneer onder deze verordening een financieel product als duurzaam wordt bestempeld én indien dit publiekelijk geclaimd wordt, moet ook aan de taxonomieverordening worden voldaan. In zowel periodieke rapportages als op de website moet worden aangegeven welk deel van de beleggingen bijdraagt aan de klimaatmitigatie en -adaptatie. De meting hiervan moet uitgevoerd worden aan de hand van gedetailleerde criteria die beschreven staan in de taxonomieverordening.

De informatieverschaffingsverordening (SFDR) bestaat uit twee onderdelen. SFDR level 1 kent algemene principes waar vermogensbeheerders en pensioenfondsen aan moeten voldoen. Deze vereisten zijn per 10 maart 2021 van toepassing op pensioenfondsen. Level 1 van de wetgeving is afgelopen jaar succesvol geïmplementeerd. SFDR level 2 kleurt de algemene principes van level 1 nader in en stelt gedetailleerde voorschriften over de te verstrekken informatie. Initieel zou level 2 van de wetgeving 1 januari 2022 van kracht moeten gaan. De Europese Commissie heeft afgelopen zomer echter besloten dit een half jaar uit te stellen. Marktpartijen zullen naar verwachting in juli van 2022 ook aan SFDR level 2 moeten voldoen.

PF MN is in samenwerking met MN druk bezig met de implementatie van level 2 van de wetgeving en de Taxonomie Verordening. De belangrijkste vereisten die op 1 juli 2022 ingaan zijn:

- Het publiceren van productinformatie in precontractuele templates voor de pensioenregeling ;
- Het publiceren van productinformatie in periodieke rapportage templates voor de pensioenregeling conform de SFDR level 2 vereisten;
- Het publiceren van productinformatie die vereist is op grond van SFDR level 2 op de website;
- Het publiceren van een Verklaring ongunstige effecten conform de SFDR level 2 vereisten.

- *Actief aandeelhouderschap*

Het dialoogprogramma wordt voortgezet en is gericht op de volgende thema's:

- Environmental: Energietransitie
- Social: Leefbaar loon en inkomen, kinderarbeid en arbeidstransitie
- Governance: top 10 Nederlands beursgenoteerd, Eumedion-leads, remuneratie, belastingen
- Incidenten en controverses: schenders van internationale richtlijnen (UN Global Compact, OECD richtlijnen en UN Guiding Principles for Business and Human Rights)

- *Uitsluitingsbeleid*

In het uitsluitingsbeleid staan de uitsluitingscriteria beschreven die voor alle beleggingscategorieën gelden. In 2021 heeft PF MN besloten de uitsluitingen van principiële aard, als toegepast in de Aandelen ontwikkelde landen portefeuille, ook toe te passen op de overige beleggingscategorieën. Het beleid voor Maatschappelijk Verantwoord Beleggen is hierop aangepast.

- *Klimaat*

In 2021 is naast de ESG screening, een extra klimaatscreening geïntroduceerd in de aandelenportefeuille ontwikkelde landen in de meest carbon intensieve sectoren. MN zal verdere mogelijkheden onderzoeken om het beleggingsbeleid meer in lijn te brengen met de doelstellingen van het Parijsakkoord.

- *IMVB*

Eind 2019 heeft PF MN het IMVB convenant ondertekend, waarmee de samenwerking wordt aangegaan met maatschappelijke organisaties (ngo's), vakbewegingen en de overheid op het vlak van duurzaam beleggen. Namens PF MN is MN actief werkgroep lid in verschillende IMVB-werkgroepen, met als doel om de gemaakte afspraken verder uit te werken.



## 3 Beleggingsbeleid 2022

In dit hoofdstuk wordt de economische omgeving en de stand van zaken op de financiële markten weergegeven waarbinnen PF MN opereert. Met het Dynamische Allocatie en Product Vorming (DAPV) wereldbeeld dat in paragraaf 3.2 aan de orde komt, wordt een zo goed mogelijk beeld gegeven van de omgeving van markten en economie met de daarbij horende risico's. Op basis hiervan wordt een inschatting gemaakt van te behalen (over)rendementen voor de komende periode. De horizon die hierbij gehanteerd wordt is 3 tot 5 jaar, maar daarbij wordt in acht genomen dat er fluctuaties op korte termijn kunnen optreden. Het door MN geschetste wereldbeeld wordt door PF MN onderschreven. De daarop gebaseerde 'optimale' portefeuille constructie dient echter ter duiding van de economische omgeving en is voor PF MN geen reden om actief bij te sturen.

### 3.1 Samenvatting en voorstel portefeuille samenstelling

Het beleggingsbeleid in 2022 is gebaseerd op de uitkomsten van de ALM studie 2018, op de vooruitzichten van financiële markten voor de komende 3 tot 5 jaar, zoals samengevat beschreven in paragraaf 3.2 en op de portefeuilleconstructie overwegingen die in paragraaf 3.4 zijn uitgewerkt.

Het strategisch beleid dat in 2021 is gevoerd, zal in 2022 grotendeels worden voortgezet. Naar verwachting zal het Strategisch VEV niet of nauwelijks wijzigen naar aanleiding van de normstelling 2022 in vergelijking tot de normstelling 2021. Op het gebied van renteafdekking wordt pas op de plaats gemaakt. De ALM studie 2018 wees uit dat het op de lange termijn loont meer renterisico af te dekken en meer diversificatie aan te brengen binnen de returnportefeuille via ophoging van het cluster Real Assets in illiquide categorieën als direct vastgoed. Tegen de achtergrond van de toekomstverkenning is de returnportefeuille nog niet in lijn gebracht met de ALM resultaten. In combinatie met de ontwikkelingen op het gebied van het Pensioenakkoord en de onzekerheid over het toetsingskader van de toekomst, heeft PF MN besloten de renteafdekking voorlopig niet verder op te hogen.

Het meest waarschijnlijke economische scenario dat in dit Beleggingsplan wordt gehanteerd is een wereld met per saldo lage groei, inflatie en rentes. Wel wordt hierin uitgegaan van een heropeningsacceleratie van groei en inflatie tot in 2022, als gevolg van het afschalen van lockdowns en inhaalbestedingen. Naar verwachting zakken daarna groei en inflatie weer terug naar de lage pre-corona ranges. In dit scenario lijken groei, inflatie en rentes zich ook in een nog lagere range dan voor de coronacrisis te bewegen. Een en ander vertaalt zich voor PF MN in:

- De historische zeer hoge waarderingen van beleggingscategorieën in combinatie met de gevoeligheid van financiële markten voor teleurstellingen sterken de voorkeur voor een behoedzaam gepositioneerde portefeuille;
- Behoud van ruimte voor de ophoging van het cluster Onroerend Goed / Real Assets, waarbij infrastructuur en direct Nederlands onroerend de voorkeur hebben. Vanwege de lopende toekomstverkenning van het Fonds, zal er vooralsnog geen allocatie naar dit cluster plaatsvinden in 2022.

Het Bestuur heeft in het Beleggingsplan 2021 besloten een streefgewicht van de returnportefeuille van ca. 52% en van de matchingportefeuille van ca. 48% aan te houden. In 2022 wordt dit beleid voortgezet, gesterkt door de uitkomsten van de optimalisatie, zoals die in paragraaf 3.4 zijn opgenomen.

De Private Equity portefeuille van PF MN is in afbouw. PF MN heeft aan MN aangegeven gebruik te willen maken van de mogelijkheid van een gecombineerde verkoop van de restposities in de MN Private Equity fondsen 2008 en 2009. Deze zullen samen met de belangen van andere klanten van MN worden aangeboden op de secundaire markt. De upside van de resterende posities is naar verwachting zeer beperkt en de kosten aanzienlijk.

Ten opzichte van het gewicht in de portefeuille ten tijde van de ALM in 2018 is het gewicht van Private Equity door distributies en waardeontwikkeling afgenomen tot 1.7% per eind september 2021. De normweging en bandbreedtes zijn hierop bijgesteld in Tabel 4 van hoofdstuk 4. Het verschil is naar rato herverdeeld binnen Aandelen Ontwikkelde landen. Dit past binnen de clusterkenmerken en is bovendien een reflectie van de actuele portefeuille. De verwachting is dat dit een (zeer) beperkte daling van het Strategisch VEV tot gevolg heeft, waarbij diversificatie effecten afnemen maar de toegepaste schok in het VEV model lager is in deze categorie.

Per ingangsdatum van dit Beleggingsplan zal er ten behoeve van liquiditeitenbeheer in de portefeuille en als vervolg op het vorig jaar geïntroduceerde Beleid beheersing omvang liquiditeiten een signaalgrens worden gesteld voor het minimum liquiditeiten niveau als totaal (cash plus Kortlopende Obligatieportefeuille KLOP).

## **3.2 Economische omgeving en financiële markten**

In deze paragraaf wordt een beeld geschetst van de verwachte ontwikkelingen van de mondiale economie en financiële markten, met de daarbij horende risico's. Op basis van dit wereldbeeld wordt een kansverdeling opgesteld van de verschillende economische scenario's. Hieruit wordt een inschatting gemaakt van de te behalen (over)rendementen voor de komende periode. De horizon die hierbij gebruikt wordt is 3 tot 5 jaar, waarbij in acht wordt genomen dat er fluctuaties op korte termijn kunnen optreden.

### **3.2.1 Economische scenario's**

De coronacrisis genereerde een krimp van de wereldeconomie van 3.25% in 2020. Dit was de diepste mondiale recessie in vreedstijd sinds de Grote Depressie in de jaren 1930-1932 (opgeteld circa 15%). Dat de coronacrisis niet is uitgemond in een nieuwe Grote Depressie zoals in de jaren '30 kent diverse redenen:

1. Overheden en centrale banken creëerden wereldwijd een ongekend vangnet van steun;
2. Bankbalansen zijn sinds de kredietcrisis sterk verbeterd;
3. De stand van de technologie zorgde ervoor dat delen van de economie snel weer op gang kwamen en droeg bij aan een historisch snelle vaccinentwikkeling.

Hierdoor is het jaar van diepe krimp (2020) gevolgd door een jaar van inhaalherstel (2021). Nu de rook optrekt, kunnen langzaam maar zeker de gevolgen in kaart worden gebracht en verschuift de focus naar post-corona thema's en trends.

### **Een grotere overheid, na decennialange terugtrekkende beweging**

Naar aanleiding van de coronacrisis is een grotere behoefte waarneembaar aan stabiliteit, zekerheid, veerkracht en een duurzame gezonde leefomgeving. Deze niet-financiële doelstellingen zijn de facto collectieve goederen, die de vrije markt niet automatisch levert. Ergo, er is sprake van een comeback van de overheid. Naast deze terugkeer van 'Big Government', is ook een versnelling te zien van digitalisering in de private sector, alsmede verschuivingen tussen sectoren en – potentieel – van mondiale aanbodketens.

Dat de coronacrisis een versnelling van digitalisering heeft veroorzaakt, lijkt weinig twijfel. Het digitaliseren van interactie met klanten en leveranciers, en van interne processen, alsmede de inzet van kunstmatige intelligentie, is volgens sommigen met jaren versneld. De coronapandemie heeft bovendien tot sectorale verschuivingen geleid en de kwetsbaarheden en internationale afhankelijkheden van landen en ondernemingen blootgelegd. De roep om 'her-lokalisering' van mondiale productieketens is toegenomen. Daar waar bedrijven nog opzien tegen de kosten hiervan, kunnen strategische doelen van overheden hier de drijvende kracht vormen. En tenslotte, bestrijding van klimaatverandering door corona lijkt urgentie te hebben gewonnen.

Al met al zijn de vooruitzichten minder 'mistig' dan vorig jaar op het hoogtepunt van de coronacrisis. Bovendien zijn nu ook de mogelijke scenario's minder extreem. Toch blijft ook dit jaar nog sprake van een breder-dan-normale spreiding van scenario's en kansverdeling over de scenario's.

### Herijken van economische scenario's door minder mistige omgeving

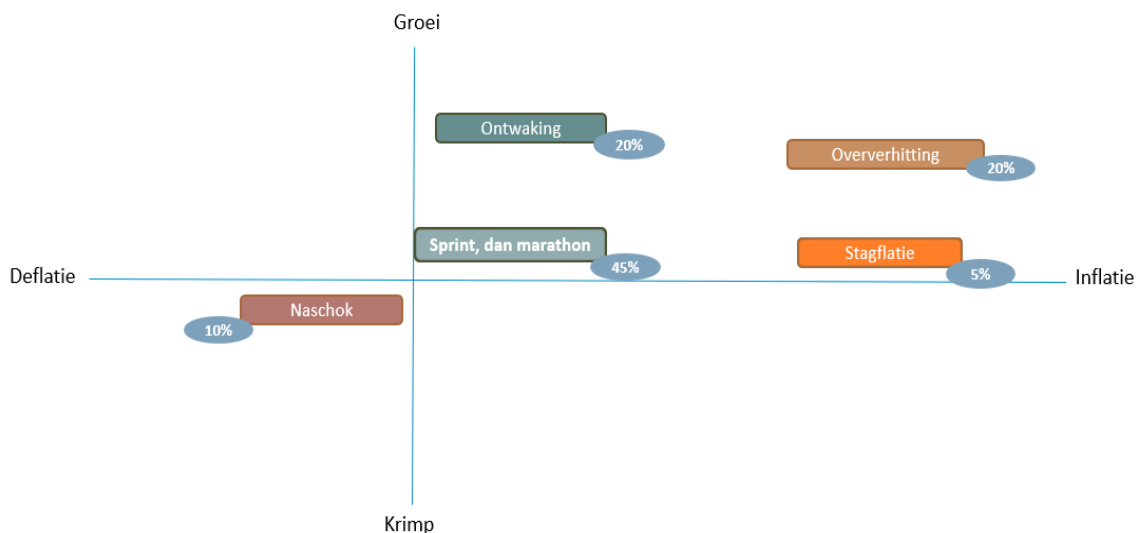
Het basisscenario dat in dit Beleggingsplan vooralsnog wordt gehanteerd blijft dan ook een wereld met per saldo lage groei, inflatie en rentes. Wel wordt hierin uitgegaan van een heropeningsacceleratie van groei en inflatie tot in 2022, als gevolg van het afschalen van lockdowns en inhaalbestedingen. Daarna zakken groei en inflatie weer terug naar de lage pre-corona ranges. Dit scenario is getiteld **“Sprint, dan Marathon”** (45% kans).

In **“Ontwaking”** (20%) domineren de positieve effecten van de overheidsinvesteringsprogramma's, een nieuwe dynamische expansiefase in de private sector en de productiviteitswinsten van een doorzettende digitaliseringstrend. Dit leidt tot een significant hoger groeipad over de gehele 5-jaars horizon. Hogere productiviteitsstijging vergroot de groeicapaciteit van economieën, hetgeen inflatie temt.

Anders is dit in **“Oververhitting”** (20%). De groeicapaciteit van economieën verbetert niet en de grote overheidssteun in een economie die al sterk herstelt, zet inflatoire processen in gang. Ook de groene transitie draagt in dit scenario bij aan hogere inflatie, onder andere via een hogere carbon tax.

**“Naschok”** (10%) wordt gedreven door nieuwe coronavarianten die minder vatbaar zijn voor de vaccins of alsnog een golf van faillissementen en ontslagen wanneer de Coronasteun wordt onttrokken. **“Stagflatie”** (5%) treedt op wanneer sprake wordt van een brede mondiale de-globaliseringstrend. Beide scenario's lijken momenteel een relatief lage kans te hebben.

#### Kansverdeling scenario's op een 5-jaars horizon:



### 3.2.2 Financiële markten en portefeuillevoorkeuren

Bij de vertaling van de economische scenario's naar de portefeuille voorkeuren, is het belangrijk mee te nemen met welk scenario markten rekening houden (wat prijzen beleggers in). Gegeven de hoge waarderingen en het optimisme, sterkt het de voorkeur voor een behoedzaam gepositioneerde portefeuille. In deze paragraaf wordt de huidige situatie van financiële markten beschreven en wat het basisscenario **“Sprint, dan marathon”** betekent voor het behalen van de overrendementen. Daarbij wordt ook een inschatting gemaakt voor de alternatieve scenario's.

#### Markten: hoge waarderingen en hoge verwachtingen - drie mogelijke teleurstellingen

De waarderingen van Amerikaanse aandelen en in mindere mate aandelen van andere regio's zijn vergelijkbaar met die van de IT-bubbel van 2000. Ook de waarderingen van obligaties met spreads, zoals hoogrentende bedrijfsobligaties zijn historisch zeer hoog. Deze hoge waarderingen kunnen gezien worden als een uiting van optimisme en hoge economische verwachtingen.

Dit maakt financiële markten erg gevoelig voor teleurstellingen, waardoor de kans op een ander scenario stijgt. Op dit moment wordt rekening gehouden met drie belangrijke, mogelijke teleurstellingen:

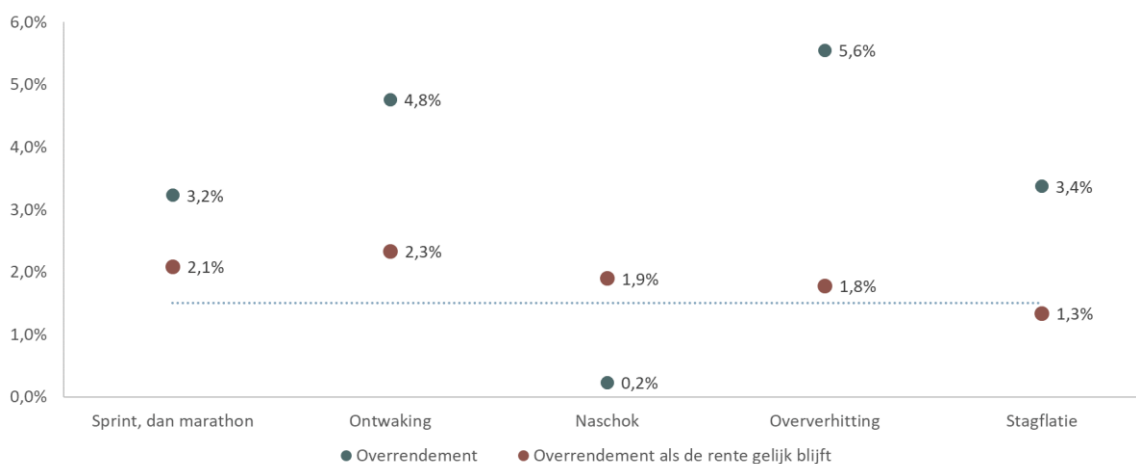
1. Monetair beleid wordt eerder dan verwacht krap: dit kan een stijging van de reële rente tot gevolg hebben;
2. Lager dan verwachte economische groei: herstel bestedingen zijn minder krachtig dan verwacht, de aanbodschock kan langer aanhouden en onzekerheid kan investeringen remmen; de winstgroei komt lager uit;
3. Het ontstaan van nieuwe en besmettelijkere varianten van het COVID-19 virus. De delta-variant van het Coronavirus baart deskundigen nog steeds zorgen. Veel Westerse landen hebben een vrij hoge vaccinatiegraad (doorgaans hoger dan 60%), maar veel andere landen niet.

### Inschattingen per scenario

Voor elk scenario zijn inschattingen gemaakt op basis van de economische verwachtingen en de huidige waarderingen van asset categorieën. Als we kijken naar de verwachte overrendementen per scenario dan valt ons twee zaken direct op:

1. Het overrendement ligt in de meeste scenario's (behalve 'naschok') boven de doelstelling;
2. De rente heeft een significante invloed op het overrendement. Dit is zichtbaar in onderstaande grafiek (overrendement van alle scenario's ingeval van gelijkblijvende rente is significant lager).

#### Verwachte overrendementen per scenario – bij 'naschok' wordt doelstelling niet gehaald



### Portefeuille voorkeuren

De historische zeer hoge waarderingen van beleggingscategorieën in combinatie met de gevoeligheid van financiële markten voor teleurstellingen sterken de voorkeur voor een behoedzaam gepositioneerde portefeuille. Handhaving van de positionering van de matchingportefeuille en de returnportefeuille voorziet in behoud van diversificatie en herstelkracht tegen een afzienbaar risico.

Binnen aandelen is het wereldbeeld voor opkomende landen iets minder ondersteunend dan voor ontwikkelde markten, echter wel omgeven door meer onzekerheid, met name in China. De kredietvergoeding voor hoogrentende bedrijfsobligaties ligt op een historisch laag niveau. Een aanhoudende zoektocht naar rendement houdt de vraag naar de vermogenscategorie in stand. De huidige hoge waardering compenseert nog voor verwachte faillissementen, maar een laag enkelcijferig rendement gedreven door 'carry' is aannemelijk, mits de economische context zich conform het basisscenario ontwikkelt. Spreads voor staatsobligaties opkomende landen (EMD) zijn iets beperkter gedaald in 2021. De relatieve aantrekkelijkheid van zowel EMD Hard Currency (HC) als Local Currency (LC) ten opzichte van andere vastrentende waarden maakt dat naar verwachting de instroom positief zal zijn wat ondersteunende invloed heeft op de rendementsontwikkeling.

De waardering van real assets blijft aantrekkelijk. Door het illiquide karakter zijn vastgoedprijzen niet zo sterk opgelopen als aandelen en hoogrentend. Real assets hebben daarnaast vaak een vastgestelde inflatie component in de inkomsten (huuropbrengst), waardoor er een direct verband bestaat tussen inflatie en de waarde van een object.

### 3.3 Evaluatie huidige portefeuille

Jaarlijks wordt een terugkijkende analyse uitgevoerd<sup>1</sup> voor de portefeuille over de drie voorgaande jaren om te zien of de doelstellingen gehaald zijn. De laatste terugkijkende analyse besloeg de periode 2018-2020. De portefeuille heeft over deze periode een overrendement gehaald van -4.0%. Dit ten opzichte van een doelstelling van 1.5%. Binnen het strategisch kader bleek de overrendementsdoelstelling niet haalbaar. Dit is met name te herleiden naar het openstaande renterisico in combinatie met een sterk gedaalde rente over de afgelopen periode. Het overrendement van de feitelijke portefeuille (-4.0%) was ook lager dan de strategische benchmarks als benoemd in de clusterdocumenten (-3.0%). Dit is met name te herleiden naar vormgevingsbeslissingen binnen de clusters Aandelen (onderweging Noord Amerika) en Hoogrentend (lager kredietprofiel van de portefeuille en een relatieve overweging in EMD LC versus het strategisch kompas). Binnen de returnportefeuille hebben aandelen de beste rendementen laten zien. Dit was echter niet voldoende om de verplichtingen (+15.1%) bij te houden.

De portefeuille heeft van december 2020 tot eind september 2021 een rendement behaald van -4.2% versus een benchmark rendement van -4.4%. De portefeuille heeft, met name vanwege de sterk gestegen rente en het openstaande renterisico, beter gepresteerd dan de verplichtingen (-12.0%). Er zijn gedurende 2021 geen actieve dynamische posities in afwijking van de strategische normportefeuille 2021 aangehouden door PF MN. Op basis van de portefeuillegewichten en risicokengetallen van de huidige portefeuille is er geen aanleiding om op dit moment aanpassingen te maken in de portefeuille. Deze bevindt zich binnen de gestelde bandbreedtes.

### 3.4 Portefeuilleconstructie overwegingen<sup>2</sup>

#### 3.4.1 Portefeuille optimalisatie proces

Naast een evaluatie van de huidige portefeuille en vormgeving, is een analyse uitgevoerd of een wijziging in de samenstelling van de portefeuille de kans op het behalen van de doelstelling kan vergroten of de neerwaartse risico's voor de dekkingsgraad kan verlagen. Dit wordt gedaan met behulp van portefeuille optimalisatie. De normportefeuille is het ankerpunt van de optimalisatie en wordt verondersteld de overrendementsdoelstelling te behalen. Hieruit wordt vervolgens de verdeling van rendementen van de return activa afgeleid. Voor de matchingportefeuille is een overrendement van 0% de aanname. Per onderliggende bouwsteen wordt het overrendementen herleid uit marktdata. Deze bouwstenen kunnen een cluster of product zijn. Vervolgens worden de inzichten en portefeuille voorkeuren van het wereldbeeld verwerkt, waarbij relatieve voorkeuren van alle asset categorieën worden ingezet. De portefeuillevoorkeuren en verwachtingen die volgen uit het basisscenario van het wereldbeeld zijn voor de optimalisatie vertaald in de volgende aspecten:

- Lichte voorkeur voor cluster Real Assets
- Binnen cluster Hoogrentend een sterke voorkeur voor emerging market debt (EMD) boven high yield
- Lichte voorkeur voor infrastructuur

---

<sup>1</sup> Deze analyse wordt uitgevoerd met het Terugkijkende analyse model. Hiervoor is modeldocumentatie opgesteld. Dit model is nog niet gevalideerd.

<sup>2</sup> Deze analyses worden uitgevoerd met het Optimalisatie & reverse stress testing model. Hiervoor is modeldocumentatie opgesteld. Dit model is nog niet gevalideerd.

Daarnaast worden de voorkeuren van de vier alternatieve scenario's gewogen op basis van de kansverwachting uit het wereldbeeld. Bij de optimalisatie is nog meegenomen dat het risico van de portefeuille gelijk of lager is dan het huidige balansrisico van de portefeuille. Uit deze stappen volgt een uiteindelijke verdeling van verwachte rendementen, op basis waarvan de portefeuille wordt geoptimaliseerd. Hierbij wordt als doel gesteld dat het balansrisico gelijk blijft. Als laatste stap wordt de geoptimaliseerde portefeuille getoetst aan het wereldbeeld en overige (praktische) overwegingen. Immers niet alle nuances kunnen in een model gevangen worden. Te denken valt aan op- en afbouw van illiquide producten die veelal niet mogelijk is in een tijdsbestek van een jaar en specifieke regio of asset classes die niet in de optimalisatie opgenomen is. De optimalisatie richt zich voornamelijk op clusterniveau waardoor een nadere invulling op productniveau noodzakelijk is. Het voordeel van deze aanpak is dat door de lange termijn aannames als ankerpunt te nemen en hierin de 3 tot 5 jaars inzichten vanuit het wereldbeeld te verwerken, de resultaten van de optimalisatie meer robuust worden dan wanneer ze enkel ingestoken worden op lange dan wel korte(re) termijn aannames.

### 3.4.2 Scenario-analyse en robuustheid portefeuille

Het voorspellen van de toekomst is altijd met onzekerheid omgeven. Door na te denken over verschillende scenario's, zoals besproken in hoofdstuk 3.2, wordt deze onzekerheid concreter. Vervolgens is het interessant om te onderzoeken hoe de portefeuille zal reageren in verschillende omstandigheden. Dit kan door aannames te maken voor de beleggingscategorieën die passen bij de economische scenario's. Dit helpt bij het doorleven van de verschillende uitkomsten met als gevolg dat belangrijke discussies nu gevoerd worden zonder dat er sprake is van stress of tijdsdruk. Deze onzekerheid is nog groter als er een impactvolle gebeurtenis plaats heeft, zoals de Coronacrisis. De toekomst kan er immers radicaal anders uit gaan zien. Een robuuste portefeuille doet het in zoveel mogelijk omstandigheden goed. Het blijft echter van belang om de ontwikkelingen goed te monitoren om tijdig bescherming in te bouwen. Een robuuste portefeuille gaat namelijk niet enkel over een verdeling over vermogen, maar ook over een verdeling over risico. Voor beide assen is het belangrijk om voldoende diversificatie te hebben, zodat het pensioenvermogen zich stabielier ontwikkelt.

### 3.4.3 Uitkomsten analyse

Uit de optimalisatie en de portefeuillevoorkeuren komt een geoptimaliseerde portefeuille, waarbij het balansrisico op het huidige niveau van 7.7% blijft. Zoals zichtbaar in onderstaande tabel wordt de allocatie naar het *aandelencluster* iets teruggebracht ten gunste van het *hoogrentende cluster*. Binnen hoogrentend wordt de categorie *high yield* afgebouwd ten gunste van *EMD*. De verhouding *matching* en *return* tussen de huidige en geoptimaliseerde portefeuille is enigszins vergelijkbaar. Voor Private Equity is uitgegaan van een maximum bandbreedte gelijk aan het huidige niveau omdat de portefeuille in afbouw is. Ook is rekening gehouden met de voorkeur om voorlopig niet uit te breiden in illiquide categorieën (*real assets cluster*).

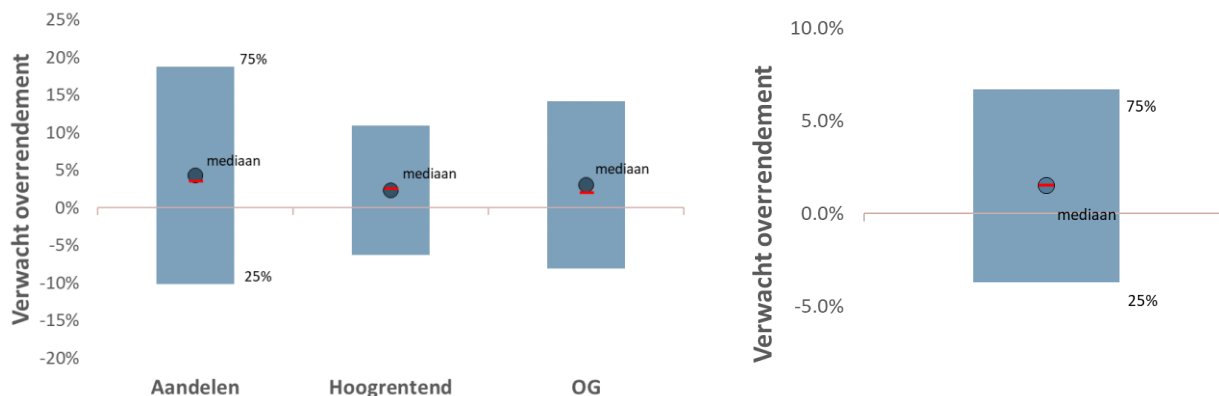
	Huidig*	Optimalisatie
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>47.8%</b>	<b>46.8%</b>
<b>Returnportefeuille</b>	<b>52.2%</b>	<b>53.2%</b>
<b>Aandelen cluster</b>	25.0%	23.3%
Ontwikkeld	16.9%	18.7%
Opkomend	6.4%	2.9%
Private Equity	1.7%	1.7%
<b>Hoogrentend cluster</b>	21.9%	24.7%
High Yield	11.1%	7.4%
Emerging Market Debt	10.7%	17.2%
<b>Real Assets cluster</b>	5.3%	5.3%
Vastgoed	2.2%	2.2%
Infrastructuur	3.1%	3.1%
<b>Totaal</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

	Huidig*	Optimalisatie
<b>Renteafdekking</b>	61.6%	60.0%
<b>Verwacht overrendement</b>	1.5%	1.5%
<b>Balansrisico</b>	7.7%	7.7%

\*Eind Q3 2021

De verwachte overrendementen, inclusief onzekerheidsintervallen, zijn als volgt:

**Verwacht overrendement met onzekerheidsinterval per cluster (L) en portefeuille (R) (gemiddeld per jaar, horizon: 3-5 jaar)**

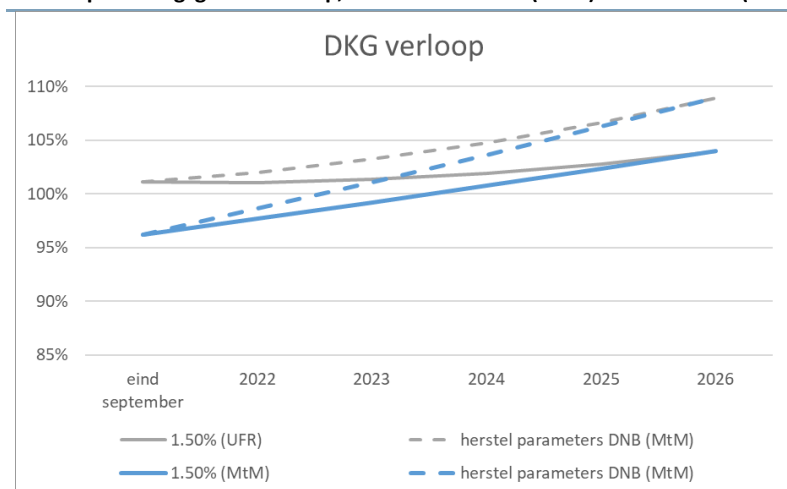


Voor de dekkingsgraadontwikkeling is gekeken naar verschillende overrendementsverwachtingen:

- Elk jaar wordt de doelstelling van 1.5% overrendement gehaald;
- Herstel parameters DNB: de verwachte rendementen waarmee gerekend mag worden als een fonds zich in een herstelplan begeeft.

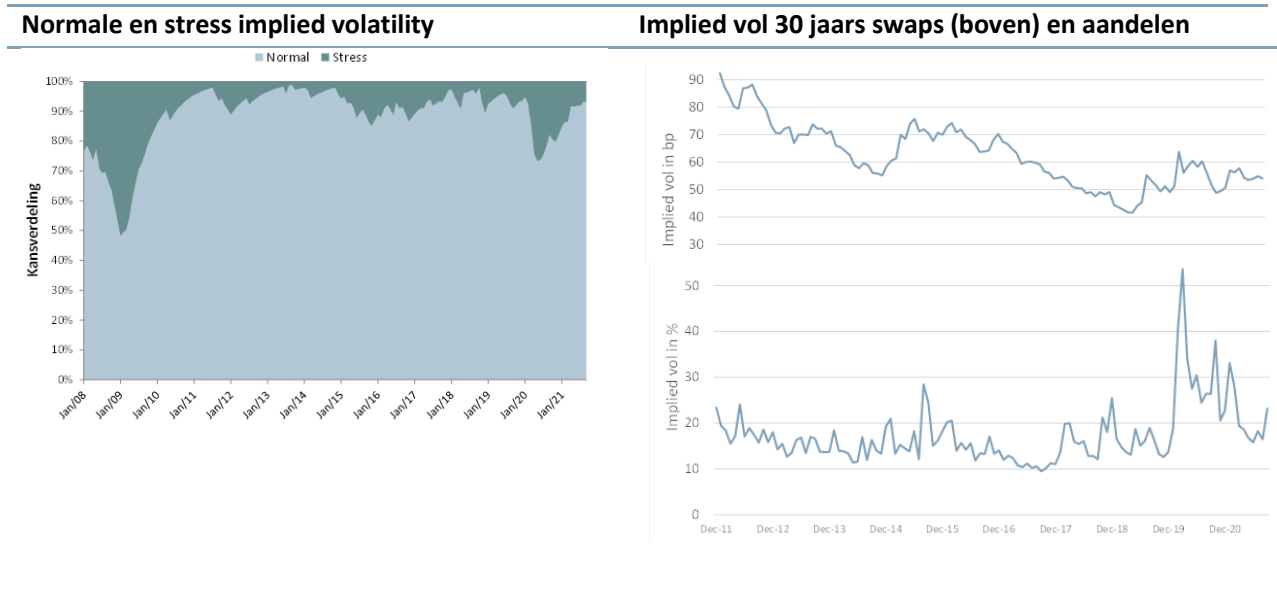
De dekkingsgraad zal zich op basis van deze scenario's als volgt ontwikkelen per eind september:

**Verloop Dekkingsgraadsverloop, o.b.v. marktrente (MtM) en DNB rente (UFR)**



De UFR dekkingsgraad stijgt wel, maar minder snel dan de dekkingsgraad op basis van marktrente omdat de DNB/UFR rente de komende twee jaar nog wordt aangepast richting de nieuwe UFR curve welke dichterbij de marktrente benadering komt.

Het balansrisico komt in de optimalisatie uit op 7.7%. We hebben in de loop van 2020 en 2021 het balansrisico zien dalen tot naar pre Corona niveaus (zie onderstaande figuur). De huidige volatiliteit ligt nog binnen de niveaus van een ‘normaal’ regime.



### 3.5 Uitkomsten en toelichting methodiek (reverse) stress testen

In een klassieke stress test wordt een scenario gedefinieerd en wordt deze gebruikt om de impact op de portefeuille te berekenen. Een alternatieve methode is om deze aanpak om te draaien. Dit wordt een reverse stress test genoemd. Dan wordt de impact vooraf bepaald en wordt vervolgens gekeken welk scenario hierbij het meest waarschijnlijk is. Beide methoden vullen elkaar aan en worden hieronder toegepast op de geoptimaliseerde portefeuille. We starten met een korte toelichting op beide methoden.

#### 3.5.1 Methodiek traditionele stress testen

Een traditionele stress test geeft antwoord op de vraag: wat is het verlies op de portefeuille gegeven een bepaald (economisch) schok scenario? Zo krijgen we een beeld van de bestendigheid van de portefeuille tegen financiële en economische schokken. Het geeft inzicht in de gevoeligheden van de portefeuille. In tegenstelling tot een reverse stress test biedt dit ook inzichten in de zwakke plekken binnen de portefeuille, aangezien de scenario's zo extreem en specifiek als wenselijk vormgegeven kunnen worden. Een dergelijk scenario kan op basis van een hypothetisch scenario gedefinieerd worden, maar kan ook een historisch scenario zijn gerelateerd aan een tijdsperiode in het verleden.

We passen voor de klassieke stress test beide typen scenario's toe. Het hypothetische scenario betreft het "Naschok" scenario zoals beschreven in het wereldbeeld. Dit scenario heeft veel overeenkomsten met de 'lost decades' in Japan. Groei en inflatie komen lager te liggen dan in "Sprint, dan Marathon", fluctueren rond het 0-punt en zakken periodiek in de recessie c.q. deflatiezone. Het "Naschok" scenario laat de laagste economische groei zien van de vijf scenario's uit het wereldbeeld. Bovendien heeft het een kans van 10% binnen het wereldbeeld, waarmee het een voor de hand liggende kandidaat is om door te rekenen. Voor de stress test worden de rendementen gebruikt die naar verwachting materialiseren in dit scenario in het eerste jaar. Een historische stress test heeft meerwaarde omdat er geen veronderstellingen hoeven te worden gedaan met betrekking tot de schokken die optreden in een crisis. Voor de selectie van een historisch scenario is er een ruime keuze voorhanden, van het knappen van de internet zeepbel begin 2000, de financiële crisis in 2007-2008,



tot meer recent het uitbreken van de coronacrisis. Wij kiezen voor dit laatste scenario omdat deze het meest actueel is en in korte tijd tot grote koersdalingen leidde in financiële markten. We nemen hierbij de periode vanaf 14 februari 2020 tot en met 20 maart 2020. In deze periode was de coronacrisis ten top en traden de grootste koerscorrecties op. Het herstel trad na deze periode in, en laten we nadrukkelijk buiten beschouwing. De uitkomsten van deze stress test kunnen daarom met recht een ‘worst case’ scenario genoemd worden.

### 3.5.2 Methodiek reverse stress test

Een andere mogelijkheid om inzichten te verkrijgen is het omdraaien van de vraagstelling die in een traditionele stress test beantwoord wordt. In een reverse stress testing raamwerk gaat het om de vraag: wat zijn de meest waarschijnlijke stress scenario's die leiden tot een vooraf bepaald verlies op de portefeuille? Door de vraagstelling om te draaien wordt de subjectiviteit, het specificeren van marktschokken, verschoven naar enkel het bepalen van een vastgelegde uitkomst. Een reverse stress test kan daarom verborgen gevoeligheden binnen de portefeuille uitlichten die met een traditionele stress test niet zichtbaar worden. Voor deze exercitie is het vooraf bepaalde verlies gesteld op 1.5 keer het huidige balansrisico.

In het reverse stress test raamwerk is er een oneindig aantal scenario's te identificeren die leiden tot de gespecificeerde pijngrens. Om tot een uniek scenario te komen maken we gebruik van een raamwerk aan mogelijke opties gegeven de balansrisico-methodiek. Het meest waarschijnlijke stress scenario wordt vervolgens geïdentificeerd door te zoeken naar coördinaten in dit raamwerk met de hoogste kansdichtheid.

### 3.5.3 Uitkomsten stress testen

Onderstaande tabel toont de resultaten van de stress testen. Ze geven inzicht in de (mate van de) impact die kan worden verwacht in verschillende scenario's en de gevoeligheden binnen de portefeuille. Omdat de aard en periode van elke stress test anders is, is een onderlinge vergelijking van de resultaten per beleggingscategorie niet erg zinvol.

Beleggingscategorie	Naschok scenario	Corona scenario	Reverse Stress Test
Aandelen ontwikkeld	-2.7%	-35.4%	-21.2%
Aandelen opkomend	-2.3%	-30.4%	-15.9%
Private equity	-0.8%	-37.9%	-25.8%
Hoogrentend HY	-2.8%	-14.0%	-9.3%
Hoogrentend EMD	-2.4%	-24.0%	-4.0%
Vastgoed	5.8%	-38.7%	-17.9%
Infrastructuur	7.1%	-19.0%	-8.4%
Verplichtingen	3.0%	5.4%	12.6%
<b>Overrendement</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-13.4%</b>	<b>-11.5%</b>

In alle scenario's is de negatieve impact op het overrendement zichtbaar. Het aandelen en hoogrentend cluster dragen hier in het bijzonder aan bij. De matchingportefeuille hield in alle gevallen gelijke tred met de verplichtingen en wordt daarom niet apart getoond.

Het “Naschok” scenario toont de gevolgen voor de portefeuille na één jaar, indien dit scenario zou uitkomen. Dit scenario heeft weliswaar de laagste impact van de drie stress tests, maar is tevens het meest waarschijnlijke negatieve scenario gegeven het wereldbeeld. Real assets doen het in dit scenario relatief goed. Infrastructuur laat in dit scenario de grootste plus zien, geholpen door de relatief lage waarderingen in deze categorie.

De impact op de portefeuille is bij het corona scenario fors. Dit valt mede te verklaren doordat alleen het toppunt van de crisis in dit scenario is meegenomen. De periode waarin het herstel werd ingezet is buiten beschouwing gelaten. Een andere factor die van belang is, is dat voor dit historische scenario proxies van liquide benchmarks zijn gebruikt voor de illiquide categorieën. Illiquide categorieën hebben een lage waarderingsfrequentie en reageren met vertraging op schokken. Het prijsverloop van deze categorieën is daarmee niet representatief in de korte tijdsspanne zoals gehanteerd in dit scenario. Aandelen en beursgenoteerd onroerend goed lieten ten tijde van de corona uitbraak de grootste dalingen zien, gevolgd door hoogrentende producten.

De resultaten van de reverse stress test zijn uitgevoerd met een 'pijngrens' van 1.5 keer het huidige balansrisico, wat neerkomt op een overrendement van -11.5%. De uitkomst laat zien dat de meest waarschijnlijke route om tot deze daling te komen, gegeven de historische samenhang, verloopt via aandelen (inclusief Private Equity). In dit scenario daalt de rente met 55 bps, de grootste daling van de drie scenario's. Deze bewegingen zijn goed voorstelbaar indien er bijvoorbeeld een nieuwe corona variant optreedt waardoor er weer een strikte lockdown wordt ingesteld.

## 4 Mandaat 2022

### 4.1 Opdracht

In het kader van de uitvoering van het vermogensbeheer voor Pensioenfonds MN (hierna 'PF MN' en 'het Fonds') wordt aan Mn Services Vermogensbeheer B.V. ('MN') het mandaat verstrekt om de beleggingsportefeuille te beheren. De gemandateerde heeft hierbij als opdracht om de portefeuille binnen de bandbreedtes en limieten op een efficiënte wijze te beheren.

De doelstelling van efficiënt portefeuillebeheer is het uitvoeren van kostenefficiënt beheer langs onderstaande richtlijnen:

- Er geldt geen outperformance doelstelling ten opzichte van de normportefeuille;
- Transactiekosten worden beperkt door het buy & hold karakter van het beleggingsmandaat;
- MN voert geen dynamisch beleid in de beleggingsportefeuille. MN adviseert over dynamisch beleid in de beleggingsportefeuille. Transacties worden in beginsel uitgevoerd rond openingsdata van de gebruikte vehikels (einde maand) en vooraf afgestemd met en goedgekeurd door PF MN. Enkel allocaties vanuit portefeuilleonderhoud worden door MN zonder voorafgaande afstemming met PF MN uitgevoerd. Zie paragraaf 4.4;
- Indien en wanneer er besloten wordt het 'slapend' fonds op te heffen, zal een transitieplan worden opgesteld. Wanneer de afspraken uit het transitieplan afwijken van de kaders als gesteld in dit Beleggingsplan, zijn de afspraken uit het transitieplan leidend.

### 4.2 Performance

#### 4.2.1 Normportefeuille

In de ABTN is het lange termijn beleggingsbeleid van het Fonds vastgelegd, waarin ook een strategische norm voor 2022 is vastgelegd. De lange termijn doelstelling van het Fonds is afgeleid van de ALM studie 2018. Vanwege de verwachting het 'slapend' fonds met opgebouwde rechten binnen afzienbare tijd zal worden opgeheven, is besloten het ingeslagen opbouwpad richting de ALM mix 'on hold' te zetten. De normportefeuille uit het Beleggingsplan 2022 kan hierdoor afwijken van het lange termijn beleid. Zo ontstaan er drie niveaus waarvoor in dit document de volgende definities worden gehanteerd:

- Strategische mix ALM 2018: lange termijn beleid afgeleid van de conclusies van de ALM studie 2018. De ALM mix wordt vermeld in de ABTN;
- Strategische norm 2022: beleid voor 2022 dat in dit Beleggingsplan 2022 expliciet wordt gemaakt;
- Normportefeuille: uitgangspunt voor performance meting in 2022.

Als startnormportefeuille 2022 zal de portefeuille per ultimo december 2021 worden gehanteerd. Hiervoor zal gebruik worden gemaakt van de feitelijke gewichten, zoals die worden gepubliceerd in de kwartaalrapportage vermogensbeheer over het 4<sup>e</sup> kwartaal 2021 (inclusief eventuele allocaties en afroaming van hedges). Indien er na de kwartaalrapportage nog significante herwaarderingen plaatsvinden op de aanvangsgewichten begin 2022, dan zullen de aanvangsgewichten hierop met terugwerkende kracht worden aangepast.

De in dit Beleggingsplan 2022 geformuleerde voorgenomen wijzigingen, indien van toepassing, zullen in deze norm verwerkt worden op moment van implementatie. De definitieve normportefeuille wordt bepaald conform het hierboven beschreven proces.

**Tabel 1 Actuele en tevens (indicatie van) normportefeuille 2022**

	Actuele portefeuille 30-09-2021	Normportefeuille 2022 <sup>3</sup>
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>47.9%</b>	<b>47.9%</b>
Euro Staatsobligaties	21.3%	21.3%
Euro IG Bedrijfsobligaties	13.9%	13.9%
Hypotheke	6.5%	6.5%
Kortlopende staatsobligaties (KLOP)	3.3%	3.3%
Liquide Middelen	-4.7%	-4.7%
Matching Overlay	7.5%	7.5%
<b>Returnportefeuille</b>	<b>52.1%</b>	<b>52.1%</b>
<b>Cluster Hoogrentend</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.1%</b>
Europa	3.7%	3.7%
Verenigde Staten	3.3%	3.3%
Bank Loans	4.4%	4.4%
Opkomende Markten LC	5.0%	5.0%
Opkomende Markten HC	5.8%	5.8%
<b>Cluster Aandelen</b>	<b>25.2%</b>	<b>25.2%</b>
Noord Amerika	6.9%	6.9%
Europa	8.2%	8.2%
Verre Oosten	1.9%	1.9%
Opkomende Landen	6.5%	6.5%
Private Equity	1.7%	1.7%
<b>Cluster Onroerend Goed / Real Assets</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>
Infrastructuur	3.2%	3.2%
Internationaal OG (Beursgenoteerd/Indirect)	2.1%	2.1%
Nederlands OG (Niet-Genoteerd/Direct)	0.0%	0.0%
<b>Valuta Afdekking</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>
<b>Totale Portefeuille</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Er worden op basis van dit Beleggingsplan 2022 in beginsel geen transacties binnen en/of tussen de verschillende beleggingscategorieën uitgevoerd. Gedurende het jaar worden (her)allocaties tussen de verschillende portefeuilles afgestemd met PF MN en in de norm verwerkt. Zie ook paragraaf 4.4. Gedurende het jaar ontwikkelt de normportefeuille zich zoals beschreven in het Normrebalancing beleid.

<sup>3</sup> Ten behoeve van de strategische normportefeuille in de staten naar DNB en de bepaling van het strategisch VEV wordt waar mogelijk aangesloten bij de strategische mix 2022 zoals opgenomen in de ABTN. Waar onderliggende verdelingen niet in de strategische mix zijn vastgesteld, wordt de onderliggende verdeling binnen een categorie geschaald op basis van de feitelijke onderlinge verdeling in de portefeuille. Indien er op enig moment additionele besluitvorming plaatsvindt over de strategische invulling van beleggingscategorieën, worden deze verwerkt in de strategische beleggingsmix.

#### 4.2.2 Benchmarks

Benchmarks worden gebruikt om de uitvoering door MN te beoordelen. De benchmarks in Tabel 2 zijn overgenomen uit de vastgestelde mandaten. Voor de (customized) benchmarks is een korte beschrijving opgenomen, voor de details wordt naar de mandaten verwezen. In onderstaande tabel staat een weergave per categorie van de gehanteerde benchmark ten behoeve van de performancemeting. Voor de categorieën waarin is aangegeven dat de benchmark gelijk is aan de portefeuille, geldt dat de eurowaarde in de normportefeuille zich (tussen rebalancing momenten) ontwikkelt conform de eurowaarde van de feitelijke portefeuille.

**Tabel 2 Benchmarks portefeuille PF MN**

<b>Matchingportefeuille</b>	<b>Benchmarks<sup>45</sup></b>
Euro Staatsobligaties	Portefeuille
Euro Investment Grade Bedrijfsobligaties <sup>5</sup>	Custom iBoxx MSCI EUR Senior Corporates Investment Grade ESG Factor Weighted Index (1)
Hypotheken	Custom Bloomberg Barclays EUR Swap Total Return Index
Liquide middelen / Correctie onderpand	Euro short-term rate (€STR)
Swap overlay	Portefeuille
Kortlopende obligatieportefeuille (mandaat)	Bloomberg Barclays Bellwether Swap (EU) 6 month total return index minus 15 basispunten
<b>Returnportefeuille</b>	<b>Benchmarks<sup>45</sup></b>
<b>Hoogrentende obligaties</b>	
Bank Loans	Credit Suisse Institutional Western European Leveraged Loan Index (non US\$ - hedged to Euro)
US High Yield	ICE BofA BB-B US Non-Financial High Yield Constrained Index, per 1 feb 2022 Custom ICE BofA BB-B US Non-Financial High Yield Constrained Index (2)
Europees High Yield	ICE BofA BB-B Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained Index per 1 feb 2022 Custom ICE BofA BB-B Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained Index (2)
Emerging Market Debt HC	Custom JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBI) (3)
Emerging Market Debt LC	Custom JP Morgan Government Bond Index EM Global Diversified (GBI) (3)
<b>Aandelen</b>	
Aandelen Noord Amerika	Custom MSCI North America Gross Total Return Index (4)
Aandelen Europa	Custom MSCI Europe Net Total Return Index (4)
Aandelen Verre Oosten	Custom MSCI Pacific Net Total Return Index (4)
Aandelen Opkomende Landen	Custom MSCI Emerging Markets Net Total Return Index (5)
Private Equity	Portefeuille
<b>Onroerend Goed &amp; Infrastructuur</b>	
Infrastructuur	Portefeuille
Europees Beursgen. Vastgoed	Custom GPR General Quoted Europe Net Total Return Index (6)
Nederlands Niet-Genoteerd Vastgoed	MSCI Netherlands Property Index met actuele verdeling woning/winkels/kantoren
<b>Valuta Overlay</b>	
Valuta-afdekking	3-maands valutatermijncontracten conform beleid

(1) De standaard iBoxx MSCI Euro Corporates Senior index wordt aangepast door emittenten uit opkomende markten en emittenten met niet-passende activiteiten uit te sluiten. Door middel van een fundamenteel model wordt op basis van een drietal factoren; kredietkwaliteit, sectorspreiding en liquiditeit de weging per emittent bepaald.

(2) De ICE BofA BB-B Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained Index en de ICE BofA BB-B US Non-Financial High Yield Constrained Index worden per 1 februari 2022 aangepast door emittenten met niet-passende activiteiten uit te sluiten.

<sup>4</sup> In het kader van de Europese Benchmark Verordening dienen gebruikers van benchmarks een plan te hebben opgesteld over hoe zij omgaat met wijzigingen en beëindigingen van gevoerde benchmarks. MN heeft dit plan verankerd in haar processen met betrekking tot benchmarks.

<sup>5</sup> Vanuit strategie-evaluaties kunnen mandaten van beleggingscategorieën worden herzien. Indien de benchmark wijzigt wordt dat vanaf het moment van implementatie ook doorgevoerd in de performance meting. Voor de MN Beleggingsfondsen is de benchmark in het prospectus te allen tijde leidend.

- (3) De JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (USD unhedged) en JP Morgan Government Bond Index EM Global Diversified (USD unhedged) worden aangepast door landen uit te sluiten die niet voldoen aan de financiële en niet-financiële criteria welke MN onder andere in haar EMD landenraamwerk heeft vastgelegd.
- (4) De standaard MSCI regio indices per regio worden aangepast door ondernemingen uit te sluiten die niet voldoen aan de financiële en niet-financiële criteria welke in het kader van de bewuste selectie voor de aandelenportefeuille ontwikkelde landen zijn vastgesteld.
- (5) De standaard MSCI Emerging Markets wordt aangepast door, per de herweging in november, een deel van de ondernemingen vanuit MVB oogpunt te verwijderen. Indien dit product over gaat naar een bewuste selectie aanpak als voor de aandelenportefeuille ontwikkelde landen is vastgesteld, wordt de benchmark aangepast. Het prospectus is hierin leidend.
- (6) De ondernemingen in de regionale GPR General Quoted index worden gescreend op basis van vijf Balanced Scorecard criteria (land, sector, leverage, huurinkomsten en bezettingsgraad).

### 4.3 Risicobeheersingsmaatregelen

In deze paragraaf wordt een overzicht gegeven van de verschillende bandbreedtes van de risicobeheersingsmaatregelen rondom de aansturing van de beleggingsportefeuille. Het betreft een totaal overzicht van de risicomaatstaven die in 2022 gemonitord zullen worden, inclusief beoogde actie bij overschrijding van bandbreedtes.

#### 4.3.1 Bandbreedtes rondom de strategische portefeuille

Om te voorkomen dat het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille te veel afwijkt van de strategische doelstelling, zijn bandbreedtes gedefinieerd voor de allocaties naar de verschillende beleggingscategorieën. IJkpunt voor de maximale bandbreedte vormt de beleidsdocumentatie als in clusterstrategie Matching- en Returnportefeuille en de verschillende cluster- en strategiedocumenten. De bandbreedtes in dit Beleggingsplan zijn daarbinnen gesteld, met als uitgangspunt een bandbreedte van -5% tot +5% ten opzichte van de norm, naar rato verminderd voor de wegen van de verschillende clusters. Uitzondering vormen de categorieën staatsobligaties, matching overlay en bedrijfsobligaties waar bandbreedtes ruimer zijn en op specifieke maatstaven additionele richtlijnen gelden (zie 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen). Ook zijn de bandbreedtes voor de categorieën infrastructuur en direct onroerend goed ruimer vanwege het illiquide karakter en het gebrek aan mogelijkheid snel bij te sturen via allocaties.

De bandbreedtes rondom de strategische norm 2022 worden door de gemandateerde wekelijks gemonitord. Bij een overschrijding wordt PF MN binnen 5 werkdagen geïnformeerd. MN adviseert vervolgens over de te ondernemen actie. PF MN besluit over de te ondernemen actie.

De verwachting is dat PF MN per 1 januari 2022 een ‘slapend’ fonds wordt, in voorbereiding op een volgende fase waarin de opgebouwde rechten overgaan naar een nieuwe partij. PF MN zal nauwkeurig gaan bekijken of de nieuwe cash flow behoefte in 2022 (uitbetalen pensioenuitkeringen bij het niet meer ontvangen van premie-inkomsten) in verhouding staat tot de liquide middelen in de portefeuille. Het Bestuur erkent dat in dat kader en mogelijk ook wanneer een transitie van het slapend fonds ingezet wordt, de portefeuille af kan gaan wijken van de mix als bepaald in Tabel 3 en 4.

In onderstaande tabel zijn de bandbreedtes weergegeven, waarbij tevens de strategische mix afgeleid van de ALM studie 2018 ter referentie is opgenomen.

**Tabel 3 Strategische portefeuille ALM en strategische norm 2022**

	Strategische mix ALM 2018	Strategische norm 2022	Bandbreedte rondom strategische norm 2022
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%-55.0%</b>
<b>Returnportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%-55.0%</b>
Hoogrentende Waarden Cluster	15.0%	20.0%	15.0%-25.0%
Aandelen Cluster	20.0%	25.0%	20.0%-30.0%
Onroerend Goed/Real Assets Cluster	15.0%	5.0%	2.5%-10.0%

Per cluster wordt er vervolgens een nadere onderverdeling naar beleggingscategorieën gemaakt. In onderstaande tabel wordt deze verdeling weergegeven. Deze onderverdeling zal ook worden gebruikt ten behoeve van de berekening van het Strategisch Vereist Eigen Vermogen.

**Tabel 4 Strategische norm portefeuille en bandbreedtes PF MN**

% van het totale belegd vermogen	Strategische norm 2022	Min	Max
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>55.0%</b>
Euro Staatsobligaties	19.0%	10.0%	25.0%
Euro IG Bedrijfsobligaties	15.0%	10.0%	20.0%
Hypotheken	7.5%	5.0%	10.0%
Kortlopende obligatieportefeuille*	5.0%		10.0%
Liquide Middelen**	0.0%		
Matching Overlay***	3.5%		
<b>Returnportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>55.0%</b>
<b>Cluster Hoogrentend</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>25.0%</b>
Europa	3.0%	2.0%	4.0%
Verenigde Staten	3.0%	2.0%	4.0%
Bank Loans	4.0%	3.0%	5.0%
Opkomende Markten LC	5.0%	4.0%	6.0%
Opkomende Markten HC	5.0%	4.0%	6.0%
<b>Cluster Aandelen</b>	<b>25.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>30.0%</b>
Noord Amerika	7.0%	5.7%	8.3%
Europa	8.2%	6.9%	9.5%
Verre Oosten	1.8%	0.5%	3.1%
Opkomende Landen	6.3%	5.0%	7.6%
Private Equity	1.7%	0.0%	3.0%
<b>Cluster Onroerend Goed / Real Assets</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.0%</b>
Infrastructuur	3.0%	2.5%	3.5%
Internationaal OG (Beursgenoteerd/Indirect)	2.0%	0.0%	2.5%
Nederlands OG (Niet-Genoteerd/Direct)	0.0%	0.0%	2.5%

\* Voor minimum KLOP wordt verwezen naar de Minimale waarde BOL + KLOP, zie paragraaf 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen.

\*\* Voor liquide middelen wordt geen bandbreedte vastgelegd, zie paragraaf 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen.

\*\*\*Voor de matching overlay wordt geen bandbreedte vastgelegd. De omvang van de swapportefeuille wordt begrensd op basis van de exposure (in DV01 termen) binnen de bandbreedte om de renteafdekking.

#### 4.3.2 Bandbreedtes rondom de normportefeuille

De normportefeuille zoals gedefinieerd in paragraaf 4.2.1 is opgezet ten behoeve van performance meting. Deze volgt gedurende het jaar de ontwikkeling van de portefeuille zoals vastgesteld in het Normrebalancing beleid. PF MN heeft geen signaalbandbreedtes gedefinieerd op dit niveau.

### 4.3.3 Renteafdekking

In onderstaande tabel zijn de bandbreedtes voor de beheersing van de renteafdekking weergegeven. Indien een limiet bandbreedte overschreden wordt, wordt de portefeuille binnen 5 werkdagen naar de strategische norm 2022 gebracht door middel van transacties in de discretionaire staatsobligatie- of swapportefeuille. Indien een signaal bandbreedte overschreden wordt, wordt PF MN binnen 5 werkdagen door MN geïnformeerd. Vervolgens adviseert MN PF MN over de te ondernemen actie. PF MN besluit.

De doelstelling van de matchingportefeuille wordt gegeven door de gestelde renteafdekking van de verplichtingen. Door tevens een grens te stellen aan de omvang van de portefeuille, wordt feitelijk een grens gesteld aan de leverage.

Beheersing van het matching risico gebeurt derhalve door vijf elementen:

- Begrenzing aan de leverage;
- Begrenzing aan rentecurve risico middels level (niveau), slope (helling) en curvature (kromming);
- Begrenzing aan kredietrisico middels DTS;
- Totale begrenzing van de tracking error (TE) van de matchingportefeuille;
- Begrenzing aan de invulling van de renteafdekking met fysieke producten.

Tabel 5 Kengetallen renteafdekking

	Norm	Bandbreedte	Frequentie meting	Type bandbreedte
Balansrisico matching (MtM)	2%	Max 2.5%	Maandelijks	Signaal
Yield	conform VPV	Spread $\geq$ -0.1%	Maandelijks	Signaal
Renteafdekking niveau (UFR)	n.v.t.			
Renteafdekking niveau (MtM)	60%	57.5%-62.5%	Wekelijks	Limiet
Renteafdekking helling (MtM)	60%	45%-75%	Wekelijks	Limiet
Renteafdekking kromming (MtM)	60%	45%-75%	Wekelijks	Limiet
Kredietrisico (DTS)	1.4%	0.5%-2.0%	Wekelijks	Signaal
Bijdrage swaps aan renteafdekking	65%	50%-70%	Wekelijks	Signaal

De verwachting is dat in het afdekken van renterisico de 40- en 50-jaars swaps onder het nieuwe stelsel minder gebruikt hoeven te worden. Het Bestuur geeft er de voorkeur aan deze posities niet meer actief te onderhouden. Vanwege de aflopende swap duraties zal de renteafdekking op het 40-en 50-jaarspunt geleidelijk wegzakken. Het tekort aan renteafdekking op deze segmenten wordt gecompenseerd door op het 20-en 30-jaarspunt een hogere afdekking aan te houden, zodanig dat het totale niveau van de renteafdekking gelijk is aan de norm afdekking. Voor 2022 wordt voorsnog, op basis van de informatie als bekend bij fiduciair manager MN, niet verwacht dat de normstelling voor kengetallen in Tabel 5 aangepast dient te worden op basis van dit besluit. De verwatering heeft naar verwachting in 2022 slechts beperkt impact.

### 4.3.4 Valuta afdekking

In het valuta beleid is vastgelegd hoe het valutarisico beheerst wordt. In het strategiedocument is vastgelegd hoe de uitvoering hiervan wordt vormgegeven. Indien de afdekking buiten de bandbreedte komt, wordt deze uiterlijk op het slot van de volgende werkdag binnen de bandbreedte gebracht. In onderstaande tabel zijn de verschillende percentages weergegeven die relevant zijn voor de uitvoering van het beleid. Voor de rapportage op niveau 3 (beleggingscategorieën) wordt uitgegaan van de afdekkingspercentages uit de kolom 'afdekking vanuit investment beliefs'. De uiteindelijke uitvoering zal gebaseerd zijn op de 'Norm 2022'. De impact van afwijkingen van de feitelijke afdekking ten opzichte van de 'afdekking vanuit investment beliefs' wordt gerapporteerd op niveau 1 in de vermogensbeheerrapportage.



**Tabel 6 Valuta-afdekking**

Valuta	Afdekking vanuit investment beliefs	Strategische bandbreedte	Norm 2022	Bandbreedte t.b.v. uitvoering	Frequentie monitoring
USD	100%	50%-100%	100%	+/- 2.5%	Wekelijks
GBP	100%	100%	100%	+/- 2.5%	Maandelijks
JPY	100%	100%	100%	+/- 2.5%	Maandelijks
Overige ontwikkelde valuta	100%	0%	0%	0%	N.v.t
Valuta opkomende landen	0%	0%	0%	0%	N.v.t

### 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen

In onderstaande tabel zijn de overige risicobeheersingsmaatregelen weergegeven die gemonitord worden ten behoeve van PF MN.

**Tabel 7 Overige risicobeheersingsmaatregelen**

Risico-onderdeel	Norm	Bandbreedte	Frequentie	Actie bij overschrijding
Vereist Eigen Vermogen (korte termijn risicohouding)	Strategisch VEV	+/- 2%-punt	Maandelijks	Signalering bij overschrijding via de maandrapportage, advies MN over te nemen actie, PF MN besluit
Balansrisico (MtM)	10.0%	7%-12%	Maandelijks	Signalering bij overschrijding via de maandrapportage, advies MN over te nemen actie-, PF MN besluit
Liquiditeiten (1) (Beleid beheersing omvang liquiditeiten)	n.v.t.	2.4% - 3.7% Normaal volatiliteitsregime (2) 3.7% - 5.7% Hoog volatiliteitsregime (2)	Dagelijks	Bij onder-/overschrijding van de bandbreedte wordt conform de afspraken zoals vastgelegd in het Beleid beheersing omvang liquiditeiten de liquiditeitspositie binnen bandbreedtes gebracht.
Minimale waarde BOL + KLOP		EUR 22 mln. Normaal volatiliteitsregime (2)	Wekelijks	Signalering bij overschrijding via de wekelijkse monitoring, PF MN besluit
Minimale waarde BOL+ KLOP		EUR 33 mln. Hoog volatiliteitsregime (2)	Wekelijks	Signalering bij overschrijding via de wekelijkse monitoring, PF MN besluit

(1) De liquiditeitspositie is gedefinieerd als de waarde van de liquiditeiten portefeuille + het saldo van het cash onderpand + het cash saldo in de renteswap en valuta-hedge portefeuilles.

(2) Welk volatiliteitsregime geldig is, wordt door MN bepaald op basis van de rentevolatiliteit. Zie Beleid beheersing omvang liquiditeit voor specifieke niveaus.

## 4.4 Allocaties

(Her)allocaties tussen de verschillende portefeuilles zullen vooraf afgestemd worden met PF MN en in de norm verwerkt worden. Uitzonderingen hierop zijn:

- Stortingen en onttrekkingen aan de portefeuille worden verrekend met de liquide middelen;
- Het valutaresultaat wordt op kwartaalbasis verrekend met de liquide middelen;
- Capital Calls en distributies worden gefinancierd uit c.q. toegevoegd aan de liquide middelen;
- De cashpositie in de renteswapportefeuille en illiquide portefeuilles wordt maandelijks afgeroomd naar c.q. aangevuld uit de liquide middelen;
- Intramaand allocaties benodigd om de liquiditeiten aan te vullen. Zie Beleid beheersing omvang liquiditeiten.

#### 4.5 Rapportage

De gemandateerde rapporteert aan de mandaatgever 12 keer per jaar met betrekking tot dit mandaat. De rapportage omvat minimaal de performance van de portefeuille, performance van de benchmark, performance karakteristieken, risico karakteristieken, de positionering van de portefeuille binnen de bandbreedtes, alsmede een verklaring omtrent de al dan niet opgetreden afwijkingen ten opzichte van het mandaat.

#### 4.6 Ingangsdatum en wijzigingsprocedure

Dit Beleggingsplan 2022 gaat in op 1 januari 2022 en is geldig tot een nieuw Beleggingsplan is vastgesteld. Tussentijds zijn wijzigingen op onderdelen van dit Beleggingsplan mogelijk. Wijzigingen zullen schriftelijk worden vastgelegd.

#### 4.7 Akkoord

PF MN verklaart akkoord te zijn met de beschreven afspraken.

Aldus overeengekomen en getekend te Den Haag op 10 december 2021

Namens Stichting Pensioenfonds MN

\_\_\_\_\_  
Naam:

Functie:

\_\_\_\_\_  
Naam:

Functie:

Namens Mn Services Vermogensbeheer B.V.

\_\_\_\_\_  
Naam:

Functie:

\_\_\_\_\_  
Naam:

Functie:

# 5 Risicomanagement

## 5.1 Kadering

In het Strategisch Beleggingskader van Pensioenfonds MN kaderen o.a. de risicomanagementbeginselen de manier waarop het Fonds belegt. In deze beginselen wordt de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van de risico's vastgelegd. In het Beleidsplan Risicomanagement zijn de door het Bestuur geïdentificeerde risico's vastgelegd. Van deze risico's worden de kans en impact ingeschat en de beheersmaatregelen weergegeven. Het Beleidsplan Risicomanagement wordt jaarlijks door het Bestuur geëvalueerd en waar nodig herzien en vastgesteld.

Het risicomanagement van Pensioenfonds MN is gericht op het behalen van de financiële ambitie binnen de kaders van een hoog niveau van risicobeheersing, zoals volgt uit de risicohouding. Hierbij geldt dat de risico's zodanig worden gemitigeerd dat deze risico's binnen de tolerantiegrenzen van de risicobereidheid van PF MN blijven of worden (terug)gebracht.

In de volgende paragrafen worden de belangrijkste financiële risico's benoemd in het kader van het Beleggingsplan. Voor een beschrijving van (de beheersing van) de overige risico's wordt verwezen naar het Beleidsplan Risicomanagement.

## 5.2 Financiële risico's Pensioenfonds MN

### 5.2.1 Renterisico

Het risico dat rentefluctuaties – als gevolg van ontoereikende afstemming tussen rentegevoelige activa en passiva op het gebied van rentelooptijden en rentevoet – leiden tot ongewenste effecten op balans en resultaat. Het renterisico wordt gedefinieerd als 'DV01': de euroverandering bij 0.01% daling van de rente. Pensioenfonds MN kijkt daarbij niet alleen naar het niveau van de renteafdekking, maar ook naar de helling en de kromming van de renteafdekking. Ter beheersing van het renterisico heeft het Fonds haar uitvoerder bandbreedtes meegegeven op het niveau, de helling en de kromming van de renteafdekking. Deze zijn weergegeven in hoofdstuk 4 (Tabel 5 Kengetallen renteafdekking).

### 5.2.2 Zakelijke waarden risico

Het risico van veranderingen in de waarde van (verhandelbare instrumenten binnen) de beleggingsportefeuille als gevolg van wijzigingen in de marktprijzen. Om dit risico te beperken vindt in de portefeuille diversificatie van het totale balansrisico (waaronder het zakelijke waarden risico) naar verschillende beleggingscategorieën en over regio's en sectoren. In hoofdstuk 4, Tabel 4, zijn bandbreedtes vastgesteld per beleggingscategorie waarbinnen uitvoerder MN opereert.

### 5.2.3 Valutarisico

Dit betreft het risico op waardedaling van de portefeuille als gevolg van een negatieve koersontwikkeling van vreemde valuta ten opzichte van de euro. In het Beleggingsplan zijn bandbreedtes gesteld op de mate van afdekking van het valutarisico. Deze zijn te vinden in hoofdstuk 4, Tabel 6 Valuta-afdekking.

### 5.2.4 Krediet- en tegenpartij risico

Het risico dat een tegenpartij contractuele of andere overeengekomen verplichtingen (waaronder verstrekte kredieten, leningen, vorderingen, ontvangen premies) niet nakomt. Door spreiding van de beleggingen in vastrentende waarden over kredietkwaliteiten wordt het risico naar individuele emittenten beheerst.

### 5.2.5 Liquiditeitsrisico

Dit risico betreft aan de ene kant het risico dat de portefeuille niet tijdig kan worden bijgestuurd indien nodig. Pensioenfonds MN heeft bij het vaststellen van de bandbreedtes per beleggingscategorie rekening gehouden met de (il)liquiditeit van de categorie (zie Tabel 4). Aan de hand van het Beleid Omvang beheersing Liquiditeiten (BOL) wordt een minimum niveau aan liquiditeiten aangehouden, waarbij rekening gehouden wordt met mogelijke verplichtingen op korte termijn (zoals te storten onderpand voor de derivatenportefeuille). De liquiditeitsgrenzen omtrent BOL zijn terug te vinden in Tabel 7 Overige risicobeheersingsmaatregelen. Aan de andere kant betreft dit het risico dat beleggingen niet tijdig of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen voor het voldoen aan de financiële verplichtingen zoals uitkeringen. In verband met de verwachting dat PF MN per 1 januari 2022 een 'slapend' fonds zal zijn, zal nauwkeurig bekeken worden of de nieuwe cash flow behoefte in 2022 (uitbetalen pensioenuitkeringen bij het niet meer ontvangen van premie-inkomsten) in verhouding staat tot de liquide middelen in de portefeuille.

### 5.2.6 Concentratie risico

Het risico dat als gevolg van ontoereikende diversificatie binnen de portefeuille een bepaalde ontwikkeling of gebeurtenis een bovengemiddeld effect heeft op de waarde van de portefeuille. Dit risico wordt beheerst door een spreiding aan te houden over en binnen de beleggingscategorieën, over sectoren en regio's.

### 5.2.7 Actief beheer risico

Actief beheer risico is het risico dat door het implementeren van posities in de portefeuille die afwijkingen van posities in de benchmark (ten doel 'alpha' te behalen) een lager portefeuillerendement wordt behaald dan het rendement op de benchmark. Om de mate van actief beheer te beheersen geldt er een risicobudget per beleggingscategorie. De afzonderlijke beheerders worden hier op gemonitord door de fiduciair manager, waarover op kwartaalbasis wordt gerapporteerd aan het Fonds.

### 5.2.8 Inflatierisico

Inflatierisico is het risico dat de toeslagambitie van het Fonds niet of onvoldoende kan worden gerealiseerd doordat prijzen sneller stijgen dan het opgebouwde pensioen in waarde stijgt. Beleggingen in zakelijke waarden leveren op lange termijn een bijdrage in de mogelijkheid tot verlening van toeslag.

### 5.2.9 (financieel) ESG risico

Dit betreft het risico dat een onderneming of land haar maatschappelijke verantwoordelijkheid niet neemt of door eventuele financiële gevolgen van milieu- of andere incidenten niet meer in staat is de lening terug te betalen, of de belegging in marktwaarde daalt. PF MN neemt ESG integraal mee in het beleggingsproces.

### 5.2.10 Overige risico's

Overige risico's aanwezig in de portefeuille, zoals verzekeringstechnisch risico, omgevingsrisico, operationeel risico, risico van uitbesteding, IT risico, integriteitsrisico en juridisch risico. Voor de definitie en beschrijving van de beheersing van deze risico's verwijzen we naar het Beleidsplan Risicomanagement van het Fonds.

### 5.3 Monitoring

Het Fonds monitort de belangrijkste ontwikkelingen op het gebied van de financiële risico's via de vermogensbeheerrapportages die op maand- en kwartaalbasis door fiduciair manager MN ter beschikking worden gesteld. De rapportages bieden inzicht in:

- de dekkinggraad op basis van de laatste werkdag van de periode, inclusief de ontwikkeling van de dekkinggraad in de voorliggende periode;
- de tracking error ten opzichte van de verplichtingen (balansrisico);
- de actuele marktwaarde van de portefeuille op de waardingsdatum;
- de samenstelling van de portefeuille op de waardingsdatum;
- de over de afgelopen periode gerealiseerde rendementen van de portefeuille en benchmark per beleggingscategorie;
- inzicht in onderpand beheer (collateral management, per kwartaal);
- actief aandeelhouderschap (onderdeel uitvoering MVB beleid, per kwartaal); en
- ontwikkelingen op product- en manager niveau, inclusief monitoring op actief beheer risico (op kwartaalbasis).

Tweedelijns Financial Risk Management (FRM) van MN monitort wekelijks en per maandeinde de gehele portefeuille door middel van een integraal financieel risico dashboard. In het risico dashboard wordt er top down gekeken naar de belangrijkste financiële risico categorieën evenals de vastgelegde risicobeheersmaatregelen resulterend uit het actuele beleggingsplan, die effect hebben op de dekkinggraad van het pensioenfonds.

PF MN monitort de niet-financiële risico's met behulp van een kwartaalrapportage vanuit eerstelijns risicomangement waarop tweedelijns risicomangement een opinie geeft. Deze rapportages worden ieder kwartaal toegelicht door MN.

**Pensioenfonds MN**

Prinses Beatrixlaan 15

Postbus 93132

2509 AC Den Haag

Nederland

<https://pensioenfondsmn.nl/>