

Doorneweerd Pensioenadvies

Postbus 15179

1001 MD Amsterdam

Tel: 020-6200825

doorneweerd@doorneweerd.nl

AFM Pensioenregister 12007007

a.s.r.
de nederlandse
verzekerings
maatschappij
voor alle
verzekeringen

ASR Premiepensioeninstelling N.V.

Strategisch beleggingsbeleid Doenpensioen

Versie: 7 maart 2021

Inhoudsopgave

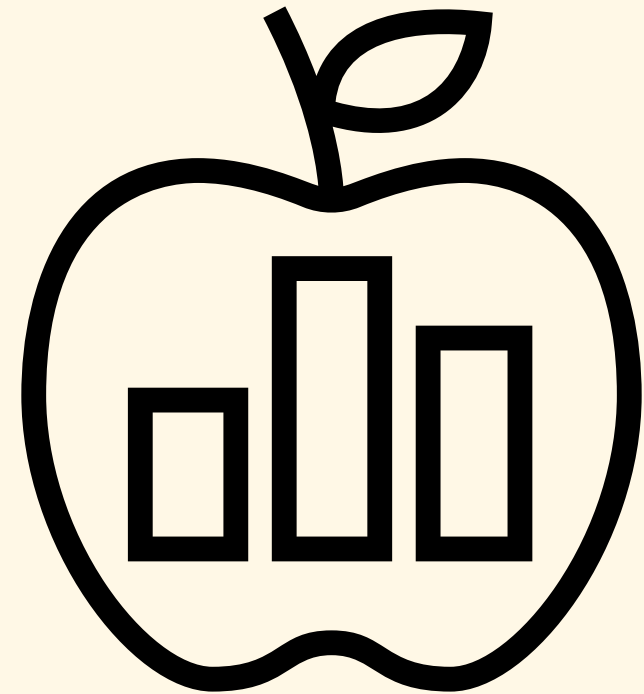
1. Introductie	3	7. Beleggingsmethodiek	23
2. Beleggingsdoelstelling	4	8. Prudent person beginsel	24
3. Risicohouding	4	9. Beleggingsplan	26
4. Lifecycle bepaling	6	10. Beleggingscyclus	26
4.1 Introductie	6	Bijlage I:	27
4.2 Afbouw risico's richting pensioendatum	6	Strategische asset allocatie lifecycles t.b.v. vaste pensioenuitkering	27
4.3 Onderscheid lifecycles ten behoeve van een vaste of variabele uitkering	8	Bijlage II:	30
4.4 Methodiek lifecycle bepaling	8	Strategische asset allocatie lifecycles t.b.v. variabele pensioenuitkering	30
5. Strategische verdeling over beleggingscategorieën	10		
5.1 Introductie	10		
5.2 Lifecycles ten behoeve van aankoop vaste uitkering	10		
5.3 Lifecycles ten behoeve van aankoop variabele uitkering	11		
5.4 Herbalanceren	12		
5.5 Beleggingskeuzes voor deelnemer en werkgever	13		
6. Strategische invulling binnen beleggingscategorieën	15		
6.1 Introductie	15		
6.2 Duurzaam beleggen	16		
6.3 Aandelen	16		
6.4 Obligaties	19		
6.5 Derivaten	21		

1. Introductie

ASR Premiepensioeninstelling N.V. ('PPI a.s.r.') is uitvoerder van Doen-pensioen: pensioenregelingen op basis van beschikbare premie. Kenmerkend voor beschikbare premieregelingen is dat werkgever en werknemer alleen afspraken maken over de hoogte van de beschikbaar te stellen premie en niet over de hoogte van de pensioenaanspraken. De beleggingsresultaten over de voor de deelnemer ingelegde premies zijn voor rekening en risico van de individuele deelnemers.

Het is de verantwoordelijkheid van PPI a.s.r. er op toe te zien dat de premies op prudente wijze en in het belang van deelnemers worden belegd. Met dit strategische beleggingsbeleid geeft PPI a.s.r. invulling aan deze verantwoordelijkheid. Het strategisch beleggingsbeleid beschrijft de uitgangspunten en doelstellingen die aan het beleggingsbeleid van PPI a.s.r. ten grondslag liggen en hoe het beleggingsbeleid is afgestemd op deze doelstellingen en uitgangspunten. Aan het beleggingsbeleid liggen de beleggingsbeginselen van PPI a.s.r. ten grondslag.

Eerst wordt de beleggingsdoelstelling beschreven en wordt beschreven hoe de risicohouding van de deelnemers wordt getoetst en vastgesteld. Achtereenvolgens wordt beschreven hoe de strategische verdeling over beleggingscategorieën op basis van lifecycles tot stand komt en hoe de verdeling over sub-beleggingscategorieën plaats vindt. Daarna wordt de beleggingsmethodiek (indexbeleggen) toegelicht.



Het beleggingsbeleid dat PPI a.s.r. voert is in overeenstemming met de prudent person regel. De pensioengelden worden belegd in het belang van de deelnemers, op zodanige wijze dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de beleggingen als geheel worden gewaarborgd. In hoofdstuk 8 wordt nader gespecificeerd hoe in het beleggingsbeleid invulling wordt gegeven aan de prudent person regel.

In hoofdstuk 9 wordt kort toegelicht dat het lange termijn strategische beleggingsbeleid concreet wordt uitgewerkt voor de korte termijn in het Beleggingsplan. De verschillende onderdelen van de totstandkoming van het strategische beleggingsbeleid, alsmede de monitoring en evaluatie daarvan vormen onderdeel van een periodieke beleggingscyclus. Dit wordt in hoofdstuk 10 beschreven.

Het beleggingsbeleid van Doenpensioen van a.s.r. wordt door het bestuur vastgesteld. Besluiten tot wijziging en vaststelling van het beleggingsbeleid zijn onderworpen aan de goedkeuring van de Raad van Commissarissen van ASR Premiepensioeninstelling N.V.

2. Beleggingsdoelstelling

In een beschikbare premieregeling zijn de beleggingsresultaten voor rekening en risico van de individuele deelnemers. Het gaat om pensioen en daarom dienen de beleggingen afgestemd te zijn op de pensioendoelstelling van de individuele deelnemer. Het doel van het beleggingsbeleid is om met het oog op de beleggingsdoelstelling tot een verantwoorde invulling

te komen van de beleggingen die namens deelnemers worden gedaan ten behoeve van hun pensioen. Het uitgangspunt hierbij is een ouderdomspensioen ter hoogte van 70% van het gemiddeld verdiende salaris, na inflatie, van een deelnemer in de opbouwfase. Uitgangspunt voor het behalen van deze ambitie is betaling van pensioenpremies op basis van fiscale maxima van de meest gangbare beschikbare premiestaffel op basis van 4% rekenrente. Hierbij geldt dat de deelnemer of gewezen deelnemer effectieve bescherming wordt geboden tegen de gevolgen van negatieve beleggingsresultaten voorafgaand aan de pensioendatum.

3. Risicohouding

Aan het beleggingsbeleid ligt de risicohouding van de deelnemers in de pensioenregeling ten grondslag. De risicohouding is te omschrijven als de maximaal aanvaardbare afwijking van het pensioeninkomen in een pessimistisch scenario ten opzichte van het pensioeninkomen in een verwacht scenario. In de opbouwfase gaat het hierbij om het verwachte pensioen op de pensioendatum.

PPI a.s.r. streeft ernaar zo veel mogelijk duidelijkheid te krijgen over de risicohouding van de deelnemers. Dit wordt gedaan door middel van een periodieke uitvraag onder een representatieve groep deelnemers over hun risicohouding. In deze uitvraag kan een deelnemer een keuze maken tussen bepaalde pensioenmogelijkheden zoals een vaste pensioenuitkering of een variabele pensioenuitkering en keuzes in de mate van risico in de opbouwfase.

5 Strategisch beleggingsbeleid Doenpensioen

In de vragen wordt onder andere rekening gehouden met de leeftijd en de hoogte van het inkomen van de deelnemer die de uitvraag invult en worden gebruikte pensioenbedragen berekend op basis van scenario analyse en verschillende beleggingsprofielen. De antwoorden op deze vragen geven een indicatie van het risico dat een deelnemer bereid is te lopen en wat een aanvaardbare afwijking van het pensioen in een pessimistisch scenario ten opzichte van het pensioen in een verwacht scenario is.

De resultaten van deze analyse worden vastgelegd in een rapport en worden gebruikt om het beleggingsbeleid af te stemmen op de vastgestelde risicohouding van de deelnemers.



4. Lifecycle bepaling

4.1 Introductie

PPI a.s.r. voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent person regel¹. Het prudent person beginsel bevat onder meer het uitgangspunt dat er sprake moet zijn van een optimale balans tussen rendement en risico. Een ander uitgangspunt is dat het beleggingsbeleid moet zorgen voor veiligheid. Het lifecycle principe is een nadere concretisering van het prudent person beginsel en houdt in dat in de opbouwfase van premieregelingen het beleggingsrisico tot aan pensioendatum geleidelijk wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert, zodat deelnemers worden beschermd tegen de gevolgen van negatieve beleggingsresultaten voorafgaand aan de pensioendatum.

Bij lifecycle beleggen wordt de beleggingsportefeuille afgestemd op het aantal jaren tot de pensioendatum. De samenstelling van de beleggingsportefeuille hangt samen met de fase in de levenscyclus. Ver voor de pensioendatum kan worden geprofiteerd van het hogere verwachte rendement van beleggingen met een hoger risico en als de pensioendatum nadert worden de beleggingen met een hoger risico afgebouwd naar beleggingen met een lager risico om het neerwaartse risico in het pensioeninkomen te beperken. Het afbouwen van risico's binnen lifecycles wordt in paragraaf 4.2 nader beschreven.

In paragraaf 4.3 wordt het onderscheid uiteengezet tussen lifecycles die voorsorteren op de aankoop van een vaste pensioenuitkering en lifecycles die voorsorteren op de aankoop van een variabele pensioenuitkering.

Tot slot beschrijft paragraaf 4.4 de methode waarop de lifecycles worden ontwikkeld en geëvalueerd. In hoofdstuk 5 worden vervolgens de lifecycles gepresenteerd die het resultaat zijn van de lifecycle analyse uitgevoerd in 2018.

4.2 Afbouw risico's richting pensioendatum

Deze paragraaf beschrijft de voornaamste risico's die worden afgebouwd binnen lifecycle beleggen; het marktrisico, het renterisico en het valutarisico.

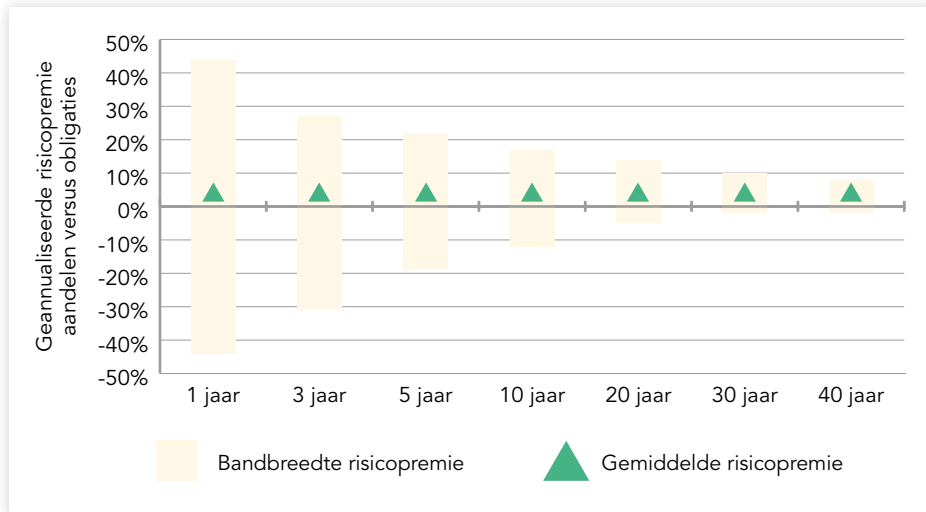
Marktrisico

Ver voor de pensioendatum is het aantrekkelijk om marktrisico te nemen omdat dit beloond kan worden met een forse risicopremie. Beleggingen met een hoger risico kennen immers een hoger verwacht rendement.

Figuur 1 toont de historische risicopremie (het rendement van aandelen bovenop het rendement van obligaties) over verschillende periodes. Te zien valt dat het overrendement van aandelen ten opzichte van obligaties over kortere periodes aanzienlijk negatief kan zijn maar dat het historische rendement op aandelen gemiddeld significant hoger is (ca. 4-5% op jaarbasis). Bij een lange beleggingshorizon is de bandbreedte van de gemiddelde risicopremie beperkt omdat er voldoende tijd is om slechte beurstijden te compenseren met periodes van herstel. Hierdoor kan bij een lange beleggingshorizon met beperkt risico geprofiteerd worden van de significante risicopremie. Ook kan bij een lange horizon met de periodieke pensioenpremie gekocht worden op gunstige koersen tijdens slechte beurstijden waarbij er voldoende tijd is om te profiteren van een herstel.

¹ In hoofdstuk 8 wordt nader toegelicht op welke wijze wordt voldaan aan de prudent person regel

Figuur 1: Historische risicopremie aandelen versus obligaties² (1934-2013)



Renterisico

De hoogte van een aan te kopen vaste pensioenuitkering hangt naast het opgebouwde pensioenkapitaal af van de rentestand op de pensioendatum. Bij een lage rente kan met hetzelfde kapitaal minder pensioen gekocht worden dan bij een hoge rente. Een lagere rente leidt tot een lager pensioeninkomen.

In welke mate de rente invloed heeft op de hoogte van het aan te kopen pensioen hangt af van de looptijd van de pensioenuitkeringen. Hoe langer de looptijd van de uitkeringen, hoe groter de rentegevoeligheid. Obligatiekoersen zijn ook afhankelijk van de rente, waarbij obligatiekoersen stijgen als de rente daalt. De mate waarin de rente invloed heeft op obligatiekoersen hangt ook af van de looptijd van de obligaties.

Door in de laatste fase van de lifecycle voor de vaste pensioenuitkering steeds meer te beleggen in obligaties met een gemiddelde looptijd die is afgestemd op de gemiddelde looptijd van de uitkeringen wordt het renterisico beperkt en is er meer zekerheid over de hoogte van de aan te kopen pensioenuitkering:

- Bij een lagere rente stijgen de obligatiekoersen, dit compenseert het slechtere uitkeringstarief
- Bij een hogere rente dalen de obligatiekoersen, maar dit wordt gecompenseerd door het hogere uitkeringstarief

De rentestand op de pensioendatum heeft door deze systematiek nog maar een beperkte invloed op de hoogte van de aan te kopen vaste pensioenuitkering. In paragraaf 6.4 wordt nader ingegaan op de methode die PPI a.s.r. hanteert om het renterisico af te dekken.

Valutarisico

De waarde van de beleggingen in aandelen en obligaties kunnen beïnvloed worden door de ontwikkelingen van de valutakoersen (ten opzichte van de euro) waarin deze beleggingen zijn genoteerd. Valutakoersen kunnen grote veranderingen laten zien, waardoor een positief rendement op een belegging tenietgedaan kan worden door veranderingen in de valutakoersen.

Doordat valutakoersen grote veranderingen kunnen laten zien, worden met name de koersen van veilige obligaties sterk beïnvloed wanneer het valutarisico niet afgedekt wordt. Valutarisico's van niet in euro's genoteerde obligaties worden daarom afgedekt. Bij aandelen is de volatiliteit doorgaans hoger, waardoor het valutarisico hier relatief minder grote impact

² Periode: 1934 – 2013, Aandelen: Vanaf 1934 S&P 500. Vanaf 1969 MSCI World \$. Vanaf 2000 MSCI World €. Vanaf 2004 MSCI World € Hedged, Obligaties: Vanaf 1934 USA 6-year Bond. Vanaf 2000 Euro Government Bonds

heeft³. Valutarisico's van niet in euro's genoteerde aandelen worden deels afgedekt.

Binnen het lifecyclebeleggen wordt door het afbouwen van de categorie aandelen ten gunste van de categorie obligaties (met volledige afdekking valutarisico) ook het valutarisico afgebouwd. In paragrafen 6.3 en 6.4 wordt nader ingegaan op het afdekken van het valutarisico binnen de verschillende beleggingscategorieën.

Inflatierisico

Binnen het lifecyclebeleggen wordt door het afbouwen van de categorie aandelen ten gunste van de categorie obligaties (met daarin een allocatie naar inflatie geïndexeerde staatsobligaties) ook het inflatierisico afgebouwd.

4.3 Onderscheid lifecycles ten behoeve van een vaste of variabele uitkering

In een beschikbare premiereregeling dient op de pensioendatum het opgebouwde pensioenkapitaal omgezet te worden in een levenslange pensioen-uitkering. De hoogte van het aan te kopen pensioen is afhankelijk van de rentestand op de pensioendatum, waarbij een lagere rente leidt tot een lager pensioen.

De aanhoudend lage rentestand is mede aanleiding geweest voor de invoering van de Wet verbeterde premiereregeling (Wvp) per 1 september 2016. Volgens het nieuwe wettelijke kader dat de Wvp voor beschikbarepremiereregelingen heeft geïntroduceerd, hoeft het pensioenkapitaal niet meer op de pensioendatum omgezet te worden in een vaste uitkering, maar kan

er ook in de uitkeringsfase (deels) risicodragend worden belegd. Dit gebeurt dan in de vorm van een variabele uitkering.

PPI a.s.r. biedt zelf geen variabele uitkering aan; wel kunnen deelnemers van Doenpensioen ervoor kiezen tijdens de opbouwfase met lifecycles voor te sorteren op de aankoop van een variabele uitkering. Indien de deelnemer er niet voor kiest om zijn beleggingen tijdens de opbouwfase af te stemmen op een variabele uitkering, worden de beleggingen default afgestemd op een vaste uitkering.

In de lifecycles ten behoeve van een vaste uitkering wordt gedurende de lifecycle zowel het marktrisico (het risico van schommeling in de beurskoersen), het inflatierisico, het valutarisico als het renterisico (het risico van een ongunstig aankooptarief van de pensioenuitkering door een lage rente op pensioendatum) afgebouwd.

In de lifecycle die gericht is op het aankopen van een variabele uitkering wordt gedurende de lifecycle het marktrisico, inflatierisico en het valutarisico afgebouwd. Het renterisico wordt niet afgebouwd, in tegenstelling tot bij de standaard lifecycles. Bij doorbeleggen is het renterisico een zeer kleine factor en is de hoogte van de uitkering vooral afhankelijk van het beleggingsresultaat gedurende opbouw- én uitkeringsfase.

4.4 Methodiek lifecycle bepaling

De pensioenpremies van de deelnemers worden belegd op basis van het lifecycle principe. Het vaststellen en toetsen van de lifecycles vindt plaats op basis van scenario-analyse. Ook toetst PPI a.s.r. periodiek met behulp

³ Voor meer informatie over het afdekken van valutarisico, zie: Memo het afdekken van valutarisico door PPI

van een ALM studie met scenario analyse of het beleggingsbeleid passend is bij de risicohouding van de deelnemers en de beleggingsdoelstelling. Dit kan leiden tot een aanpassing van het beleid.

De verschillende type lifecycles worden geanalyseerd op basis van verschillende sets van economische scenario's. Naast stochastische- worden ook deterministische scenario's gebruikt om de impact van specifiek economische scenario's, zoals inflatie en deflatie, op de pensioenuitkomsten te kunnen analyseren.

De lifecycle analyse wordt uitgevoerd binnen de scope van de beleggingsbeginselen van PPI a.s.r. Bij de ontwikkeling en toetsing van de lifecycles vindt er een optimalisatie plaats waarbij de volgende parameters worden gevarieerd:

- Invulling zakelijke waarden allocatie: aandelencategorieën waaronder ontwikkelde markten, opkomende markten, vastgoedaandelen
- Invulling vastrentende waarde allocatie: credits, staatsobligaties lang en kort, inflatie geïndexeerd
- Verhouding zakelijke waarden en vastrentende waarden
- Afbouwtijd en afbouwtype zakelijke waarden allocatie t.o.v. vastrentende waarden

De uitkomsten (verwacht pensioen, pensioen in pessimistische scenario's en kans op bereiken van de pensioendoelstelling) in verschillende scenario's worden vervolgens voor een aantal maatmannen geanalyseerd.

De lifecycle analyse wordt vastgelegd in een rapport.



5. Strategische verdeling over beleggingscategorieën

5.1 Introductie

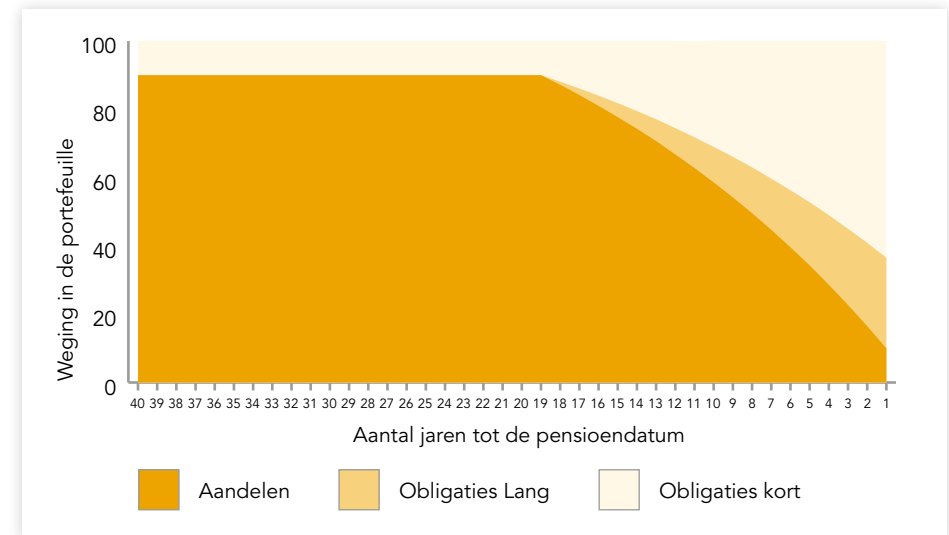
PPI a.s.r. biedt haar deelnemers per type uitkering (vast of variabel) 3 lifecycles met elk een ander risicoprofiel en daarnaast een vrije lifecycle waarbij de startverdeling door de deelnemer zelf gekozen kan worden. Op basis van de vastgestelde risicohouding heeft de lifecycle analyse die in 2018 is uitgevoerd geleid tot in totaal 6 lifecycles die geoptimaliseerd zijn op risico en rendement en het bereiken van de pensioendoelstelling.

In 5.2 worden de lifecycles ten behoeve van een vaste uitkering beschreven en in paragraaf 5.3 de lifecycles ten behoeve van de aankoop van een variabele uitkering. Tot slot van hoofdstuk 5 worden de lifecycle keuzemogelijkheden voor werkgevers en deelnemers in paragraaf 5.4 beschreven.

5.2 Lifecycles ten behoeve van aankoop vaste uitkering

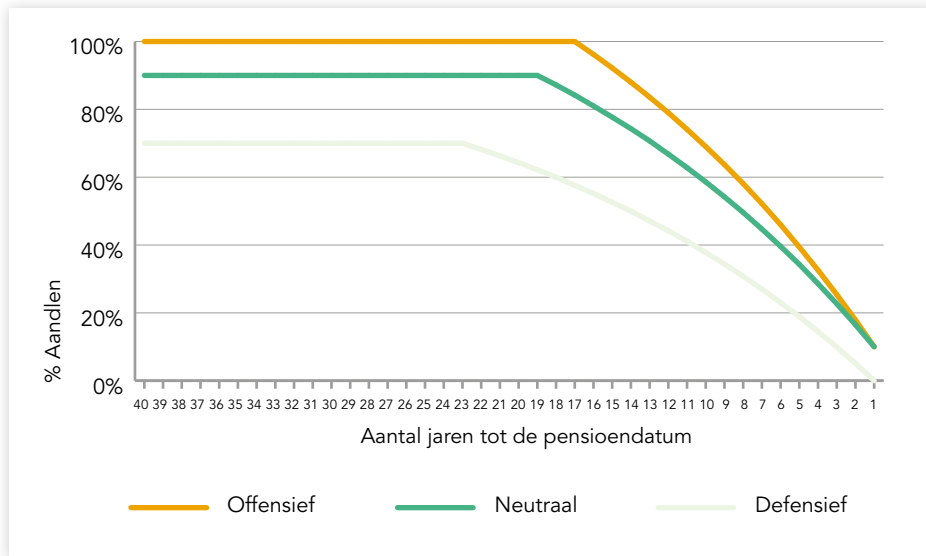
In figuur 2 is de default lifecycle voor de aankoop van een vaste pensioen-uitkering weergegeven met een strategische verdeling over de beleggingscategorieën. Hierbij wordt ver voor de pensioendatum een groot deel in aandelen belegd om te profiteren van het hogere verwachte rendement. Vanaf 18 jaar voor de pensioendatum wordt zowel het marktrisico, het renterisico, valutarisico als het inflatierisico afgebouwd door de allocatie naar aandelen te verkleinen ten gunste van obligaties en langlopende obligaties.

Figuur 2: Lifecycle strategische verdeling over beleggingscategorieën

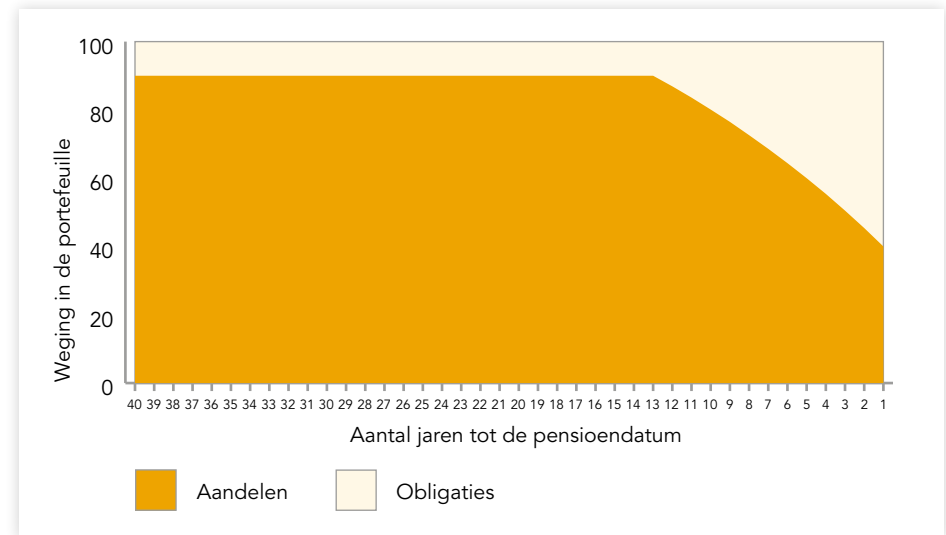


Er zijn 3 lifecycles geformuleerd die verschillen in afbouwmoment (hoe offensiever, hoe later het afbouwmoment), in startallocatie (hoe offensiever, hoe hoger de startallocatie naar aandelen) en in landingspercentage (de offensieve en neutrale lifecycle kennen een landingspercentage van 10% belegd in aandelen). Deze worden in figuur 3 getoond.

Figuur 3: Lifecycles ten behoeve van vaste uitkering defensief, neutraal en offensief⁴



Figuur 4: Lifecycle strategische verdeling over beleggingscategorieën



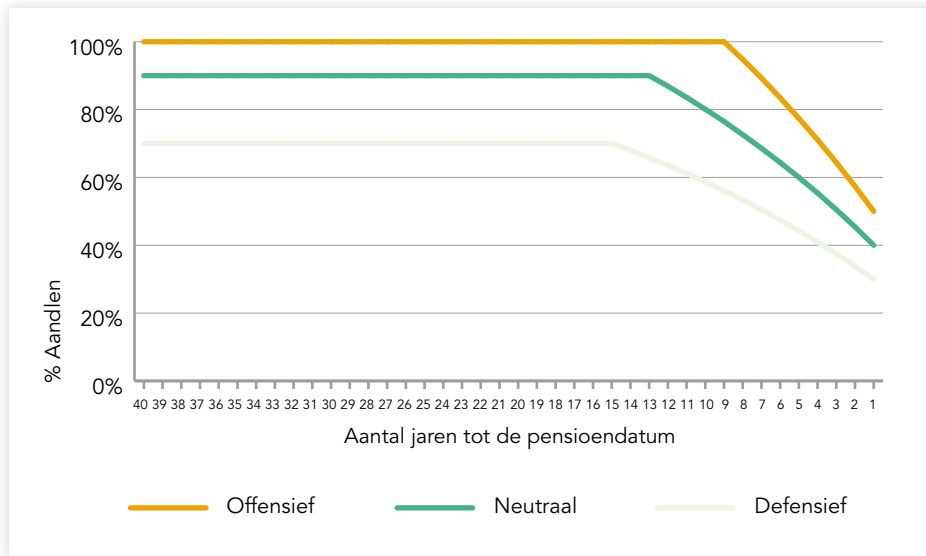
5.3 Lifecycles ten behoeve van aankoop variabele uitkering

In figuur 4 is de default lifecycle ten behoeve van de aankoop van een variabele uitkering weergegeven met een strategische verdeling over de beleggingscategorieën. Hierbij wordt ver voor de pensioendatum een groot deel in aandelen belegd om te profiteren van het hogere verwachte rendement. Vanaf 12 jaar voor de pensioendatum wordt het marktrisico, valutarisico en inflatierisico afgebouwd door de allocatie naar aandelen te verkleinen ten gunste van obligaties.

Er zijn 3 lifecycles geformuleerd die verschillen in afbouwmoment (hoe offensiever, hoe later het afbouwmoment), in startallocatie (hoe offensiever, hoe hoger de startallocatie naar aandelen) en in landingspercentage aandelen (hoe offensiever, hoe hoger het landingspercentage aandelen). Deze worden in figuur 5 getoond.

⁴ De exacte verdeling per lifecycle staat in bijlage I

Figuur 5: Lifecycles ten behoeve van variabele uitkering defensief, neutraal en offensief⁵



5.4 Herbalanceren

Door koersbewegingen kan de weging van verschillende beleggingscategorieën in een portefeuille afwijken van wat gewenst is. Het is dan ook belangrijk om te herbalanceren, hierdoor wordt een portefeuille die afwijkt terug in lijn gebracht met de strategische verdeling over de beleggingscategorieën en wordt er niet meer risico gelopen dan gewenst.

Om vast te stellen wat de optimale herbalanceerstrategie is heeft PPI a.s.r. een onderzoek uitgevoerd naar verschillende herbalanceerstrategieën. Hierbij zijn strategieën op basis van tijd en op basis van procentuele afwijking geanalyseerd. Bij de strategieën op basis van tijd is een onderscheid gemaakt tussen strategieën die nooit, eens per jaar, eens per kwartaal of eens per maand herbalanceren. Bij de strategieën op basis van afwijking is onderscheid gemaakt tussen herbalanceren bij een verschillende afwijkingen.

Uit dit onderzoek blijkt dat niet herbalanceren, ondanks het hogere risico, niet overduidelijk leidt tot een hoger rendement. De strategieën op basis van tijd hebben betere risico/rendementskarakteristieken dan de strategieën op basis van afwijking zoals te zien is in de sharpe ratio's. De bekeken strategieën op basis van tijd verschillen niet veel op gebied van risico en rendement, al gaat het voordeel licht uit naar jaarlijkse herbalanceren. Daarom wordt bij alle lifecycles de portefeuille jaarlijks op hele jaren voor pensioendatum in lijn gebracht met de strategische verdeling over de beleggingscategorieën behorende bij de betreffende lifecycle, de premie wordt altijd conform deze verdeling belegd.

⁵ De exacte verdeling per lifecycle staat in bijlage II

5.5 Beleggingskeuzes voor deelnemer en werkgever

Beleggingskeuzes op werkgeverniveau

De keuze op werkgeverniveau wordt vastgelegd binnen de regeling en kent de volgende mogelijkheden:

Keuze	Omschrijving
1. Geen beleggingsvrijheid	Iedereen een neutraal beleggingsprofiel – deels aandelen en deels obligaties.
2. Beperkte beleggingsvrijheid	Elke deelnemer belegt volgens het beleggingsprofiel dat bij hem past – neutraal, defensief of offensief.
3. Beleggingsvrijheid	Elke deelnemer belegt volgens het beleggingsprofiel dat bij hem past – neutraal, defensief of offensief. Een deelnemer kan in plaats van deze beleggingsprofielen een eigen verdeling tussen aandelen en obligaties maken door middel van opting out.
4. Beleggingsvrijheid, met ASR Euro Geldmarkt Fonds Omschrijving	Elke deelnemer belegt volgens het beleggingsprofiel dat bij hem past – neutraal, defensief of offensief. Een deelnemer kan in plaats van deze beleggingsprofielen een eigen verdeling tussen aandelen en obligaties maken of ervoor kiezen om zijn volledige pensioenopbouw te beleggen in het ASR Euro Geldmarkt Fonds.

Binnen keuze 1 t/m 4 kan de werkgever ook de duurzame lifecycle kiezen.

Beleggingskeuzes op deelnemerniveau

Als op werkgeverniveau ervoor gekozen is om de deelnemers beperkte of volledige beleggingsvrijheid te geven, krijgen de deelnemers zelf automatisch ook een aantal keuzemogelijkheden.

De deelnemer wordt gevraagd een profielpeiler in te vullen en op basis daarvan wordt een risicoprofiel geadviseerd met bijbehorende lifecycle: defensief, neutraal of offensief. De deelnemer heeft vervolgens de keuze om toch voor een afwijkend beleggingsprofiel en lifecycle te kiezen. Default (d.w.z. direct bij aanmelding) krijgt de deelnemer overigens altijd de neutrale lifecycle ten behoeve van een vaste pensioenuitkering.

Voor de start van de risicoafbouw krijgt de deelnemer de keuze of de deelnemer wil afbouwen volgens de lifecycles voor een vaste pensioenuitkering of volgens een lifecycle voor een variabele pensioenuitkering. Ook bij deze keuze wordt de deelnemer gevraagd de profielpeiler in te vullen om een weloverwogen keuze te maken.

Bij de lifecycle beleggingsvrijheid (keuze 3 en 4) kan de deelnemer naast de beleggingsprofielen defensief, neutraal en offensief ook zelf het gewenste percentage voor de aandelenallocatie aangeven, van 0% tot (afhankelijk van de resterende looptijd tot pensioen) maximaal 100%. Indien de werknemer hiervoor kiest wijkt hij af van het geadviseerde profiel en is er sprake van 'opting out'. De deelnemer wordt jaarlijks hierop gewezen en gevraagd de profielpeiler in te vullen om een passend profiel te kiezen.

14 Strategisch beleggingsbeleid Doenpensioen

Voor deze keuze wordt ook verplicht risicoafbouw uitgevoerd. De aandelenallocatie wordt afgebouwd een aantal jaren voor de pensioendatum. Dit aantal jaren is gelijk aan het aantal jaren voor pensioendatum dat de risicoafbouw begint bij de offensieve lifecycle. De aandelenallocatie wordt afgebouwd naar een percentage aandelen op pensioendatum conform de offensieve lifecycle.

Bij de beleggingsvrijheid keuze 4 kan de deelnemer naast een beleggingsprofiel ook kiezen om zijn opgebouwde pensioenkapitaal en premies volledig in te leggen in een spaarfonds. Hierbij is er geen blootstelling aan aandelen of obligaties en wordt er geen rekening gehouden met het renterisico. Deze keuze is ook altijd 'opting out'.



6. Strategische invulling binnen beleggingscategorieën

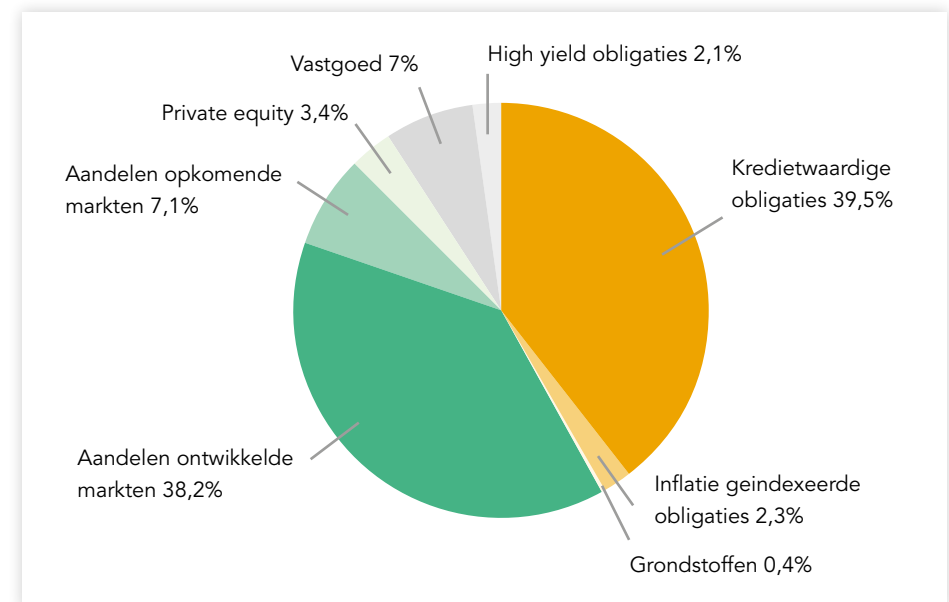
6.1 Introductie

Eén van de belangrijkste uitgangspunten uit de beleggingsbeginselen van PPI a.s.r. is dat wij de overtuiging hebben dat een portefeuille van breed gespreide aandelen enerzijds en kredietwaardige obligaties anderzijds in de praktijk de meest efficiënte portefeuille is in termen van risico/rendement. Dit in tegenstelling tot de theorie dat het toevoegen van meerdere 'alternatieve' asset classes (high yield, emerging market debt, commodities, et cetera) leidt tot een efficiëntere portefeuille. Het verschil tussen praktijk en theorie zit in de dynamiek van correlaties tussen de asset classes, vooral tijdens stress. Kredietwaardige obligaties bieden de meest robuuste betrouwbare diversificatie voor aandelen.

De alternatieve asset classes kennen veelal een hoger verwacht rendement dan kredietwaardige obligaties, maar PPI a.s.r. is van mening dat de verwachte netto rendementspremie van de alternatieven onvoldoende is om het extra risico te compenseren. In de praktijk is het efficiënter om het verwachte portefeuillerendement te verhogen door een grotere exposure naar aandelen dan een grotere allocatie naar alternatieven te nemen. De alternatieven gedragen zich in tijden van stress als aandelen, maar hebben een lager verwacht rendement dan aandelen. Het beleggingsuniversum van PPI a.s.r. bestaat dan ook uit de hoofdcategorieën aandelen en kredietwaardige obligaties. Deze categorieën beslaan samen ca. 95% van de 'marktportefeuille' (het totaal aan wereldwijde beleggingen).

Door het gebruik van kredietwaardige obligaties kan bovendien het renterisico afgedekt worden. Dit voorkomt dat gebruik gemaakt moet worden van complexe financiële producten, wat de kosten laag houdt, de operationele implicaties beperkt en tegenpartijrisico minimaliseert.

Figuur 6: De verdeling van de marktportefeuille⁶



In paragraaf 6.3 wordt toegelicht hoe de categorie aandelen strategisch wordt ingevuld en in paragraaf 6.4 worden de subcategorieën binnen de obligatie allocatie toegelicht. Eerst wordt in paragraaf 6.2 uit een gezet hoe er in de strategische asset alloactie rekening gehouden wordt met duurzaam beleggen.

⁶ Verdeling per ultimo 2016, bron: Calculating the Global Market Portfolio, T. Sichert, A. Meyer-Cirkel (2016)

6.2 Duurzaam beleggen

PPI a.s.r. is een voorstander van duurzaam beleggen waarbij de afweging wordt gemaakt tussen de vorm van duurzaam beleggen en de impact van duurzaam beleggen op de risico en rendement verhouding van de beleggingen. Duurzaam beleggen kan invloed hebben op de kosten van de beleggingen en daarmee het rendement op de pensioenpremies. Duurzaam beleggen kan ook invloed hebben op de spreiding en daarmee het risico van de beleggingen als er veel beleggingen worden uitgesloten.

Voor alle beleggingsfondsen die in aandelen beleggen, belegt PPI a.s.r. (indirect) in fondsen van beheerders die door middel van actief aandeelhouderschap een positieve invloed proberen uit te oefenen op het beleid van de bedrijven. Daarnaast streeft PPI a.s.r. ernaar om zoveel mogelijk te beleggen in duurzame fondsen (fondsen die alleen beleggen in beleggingen die voldoen aan de tien principes van de Global Compact van de Verenigde Naties), voor zover dit geen hogere beleggingskosten met zich mee brengt en de spreiding van de beleggingen niet significant wordt verlaagd. Voor beleggingscategorieën waarbij duurzame fondsen niet of alleen tegen hogere kosten beschikbaar zijn wordt in onze standaard lifecycle portefeuilles gekozen voor beleggingsfondsen zonder uitsluiting op basis van duurzaamheidscriteria. Omdat duurzaamheid voor elke (pensioen) belegger een andere betekenis of weging heeft, biedt PPI a.s.r. naast de standaard lifecycle ook duurzame lifecycles aan waarbij er niet wordt belegd in aandelen van bedrijven of uitgevers van obligaties die niet voldoen aan duurzaamheidscriteria. De duurzame lifecycles zijn gericht op beleggers die hogere kosten en een lagere spreiding acceptabel vinden in ruil voor toepassing van duurzaamheidscriteria op alle beleggingen in de portefeuille.

6.3 Aandelen

Het uitgangspunt voor de categorie aandelen is zo breed mogelijk spreiden conform de marktkapitalisatie, binnen de grenzen van kostenefficiëntie en liquiditeit. De weging van aandelen conform de actuele marktkapitalisatie betekent dat de deelnemer toewijzing heeft aan alle verschillende marktsegmenten: zowel large- als mid- als small cap, waarde- en groeiaandelen in verschillende sectoren en regio's in de precieze verhouding zoals gereflecteerd in de markt. Een marktkapitalisatie-gewogen portefeuille is een optimale portefeuille in die zin dat het een weerspiegeling is van het verwachte rendement, risico en de correlaties van alle marktparticipanten bij elkaar.

De totale wereldwijde aandelenmarkt kan worden verdeeld in een aantal verschillende delen, onderverdeeld naar marktkapitalisatie en regio. PPI a.s.r. onderscheidt hierbij de volgende delen:

- Ontwikkelde markten, large- en midcap (bedrijven met een grote en middelgrote marktkapitalisatie), met en zonder afdekking valutarisico
- Opkomende markten, large- en midcap
- Ontwikkelde markten, small cap (bedrijven met een kleinere marktkapitalisatie)

De aandelenallocatie van de duurzame lifecycle wordt ook met de bovenstaande delen ingevuld, waar bij ontwikkelde markten, large- en midcap geen sprake is van afdekking van het valutarisico. Binnen de fondsen worden bedrijven uitgesloten die niet aan specifieke duurzaamheidscriteria voldoen.

Vastgoedaandelen

De weging van de drie aandelencategorieën vindt plaats op basis van de marktkapitalisatie. Binnen deze aandelenportefeuille wordt ook belegd in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Ook de weging naar vastgoedaandelen vindt plaats op basis van marktkapitalisatie. Tot 2019 is bij het vaststellen van weging van vastgoed binnen de marktportefeuille uitgegaan van de marktkapitalisatie van uitsluitend beursgenoteerd vastgoed.

Omdat ook niet-beursgenoteerd vastgoed onderdeel uitmaakt van de totale zakelijke waarden portefeuille, de weging hiervan is ongeveer vier maal zo hoog als beursgenoteerd vastgoed, is besloten hier onderzoek naar te doen. Een kwantitatieve analyse⁷ die uitgevoerd is door actuariel adviesbureau Triple A toont aan dat het verhogen van de allocatie naar vastgoed in lijn met de weging van zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed een verwaarloosbare impact heeft op het verwachte pensioenresultaat. Het diversificatievoordeel van een hogere weging wordt geneutraliseerd door de beperkt hogere beleggingskosten.

Uitgangspunt in de beleggingsbeginselen van PPI a.s.r. is het beleggen conform marktkapitalisatie. Daarom is er in 2019 voor gekozen om het percentage vastgoed binnen de zakelijke waarden portefeuille te verhogen om zo meer volgens de marktkapitalisatie te beleggen. PPI a.s.r. kan niet direct beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed. In 2019 is de exposure naar vastgoed verhoogd door verhoging van de allocatie naar beursgenoteerd vastgoed. Dit heeft ervoor gezorgd dat binnen de zakelijke waarden wordt belegd in vastgoed conform de marktkapitalisatie van zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed.

Door het verhogen van de allocatie naar vastgoedaandelen belegt PPI a.s.r. in de categorieën ontwikkelde markten, opkomende markt in large, mid en smallcap aandelen, waaronder vastgoedaandelen, die samen goed zijn voor ruim 95% van de totale marktkapitalisatie van alle beursgenoteerde aandelen wereldwijd en niet-beursgenoteerd beleggingsvastgoed.

Voor de duurzame lifecycles is een vastgoedfonds geselecteerd met uitsluiting op basis van duurzaamheidscriteria.

Valutarisico aandelen

Wereldwijd gespreide aandelenportefeuilles leveren niet alleen toewijzing op aan buitenlandse effecten, maar leveren blootstelling aan vreemde valuta. Het afdekken van het valutarisico verlaagt naar verwachting de volatiliteit en is wenselijk omdat het grootste deel van de aandelen niet in euro's genoteerd zijn is. Aan de andere kant brengt het afdekken van valutarisico (lage) kosten met zich mee en is er geen verwacht rendement van de afdekking.

Een belangrijke randvoorwaarde voor het afdekken van het valutarisico is dat het afdekken tegen lage kosten kan worden uitgevoerd. In de categorie ontwikkelde markten, large- en midcap is dit mogelijk, de fondsbeheerder brengt voor deze categorie geen additionele beheerkosten in rekening voor het hedgen. Er is hierbij alleen sprake van additionele transactiekosten van de hedge. In de huidige tijden van lage rente, hoge handelsvolumes en technologische ontwikkelingen zijn de transactiekosten voor het hedgen relatief laag. Wanneer de rente stijgt of handelsvolumes afnemen, kunnen de transactiekosten voor het hedgen weer stijgen.

⁷ Analyse lifecycles 2018 PPI a.s.r., TARF, 2018

Naar verwachting blijven de transactiekosten door de technologische ontwikkelingen en toegenomen handel echter zeer beperkt.

Voor de categorie opkomende markten, large- en midcap zijn de transactiekosten van de hedge relatief hoog en zijn er geen kostenefficiënte beleggingsinstrumenten beschikbaar, net als voor de categorie ontwikkelde markten, small cap. Het ontbreken van kostenefficiënte beleggingsinstrumenten geldt ook voor de categorie ontwikkelde markten, large- en midcap met uitsluiting op basis van duurzaamheidscriteria. Om deze redenen is het afdekken van het valutarisico voor deze categorieën op dit moment niet zinvol omdat de kosten te hoog zijn in relatie tot de volatiliteitsreductie.

Welk deel van het valutarisico afgedekt dient te worden met de categorie waarmee dat kostenefficiënt kan heeft PPI a.s.r. onderzocht in een memo⁸. De conclusie van het onderzoek is dat 100% afdekken niet logisch en niet haalbaar is. De volle 100% afdekken bij de standaard lifecycles is vanwege de toewijzing aan aandelen uit opkomende markten en small cap al niet haalbaar. Hiernaast is het afdekken voor lange termijn beleggingen minder relevant door de koppeling van valuta met koopkracht, terwijl er wel kosten zijn voor het afdekken. Doordat bij alle lifecycles automatisch afgebouwd wordt naar een groter percentage in obligaties (zonder valutarisico), wordt het valutarisico zonder de kosten te verhogen automatisch al afgebouwd, ook bij de duurzame lifecycles.

Door bij de standaard lifecycles de verdeling tussen ontwikkelde markten large- en midcap met en zonder afdekking valutarisico zodanig af te stemmen dat de helft van de beleggingen binnen de categorie aandelen het

valutarisico afgedekt zijn wordt zo reeds een groot deel van de verwachte volatiliteitsreductie behaald en blijven de kosten beperkt. PPI a.s.r. heeft door actuariael adviesbureau Triple A Risk Finance een kwantitatieve analyse laten uitvoeren om de risico/rendementskarakteristieken van verschillende hedge percentages binnen de zakelijke waarden portefeuille te onderzoeken. Hieruit kwam naar voren dat zowel vanuit historische data-analyse als forward looking scenario analyse afdekking van de helft van het valutarisico binnen de zakelijke waarden in termen van risico en rendement optimaal is, waarbij het verschil met andere percentages afdekking minimaal is.

Securities Lending

Het beleid van PPI a.s.r. inzake securities lending richt zich op het realiseren van extra rendement tegen een minimaal extra risico. Om te waarborgen dat securities lending uitsluitend plaatsvindt in het belang van de deelnemers en is gericht op het realiseren van extra rendement tegen een minimaal extra risico worden een aantal kwantitatieve voorwaarden worden gehanteerd.

Om te beginnen dient het uitlenen vanzelfsprekend een positief netto rendement op te leveren. Ook dienen 100% van de netto opbrengsten (na aftrek van kosten van de uitleentransactie) van het uitlenen naar de fondsen te gaan om enerzijds het maximale extra rendement te genereren en anderzijds om te voorkomen dat er verkeerde prikkels aanwezig zijn voor de fondsbeheerder om winst te behalen uit het uitlenen en minder op de risico's te letten omdat die voor rekening zijn van de participanten in de

⁸ Memo het afdekken van valutarisico door PPI a.s.r., 2017

fondsen. Om tegenpartij risico's te minimaliseren is het van belang dat het onderpand van voldoende kwaliteit is (minimaal A) en voldoende waarde heeft (meer dan 100% van de waarde van de uitgeleende effecten). Tot slot wordt er een limiet gehanteerd voor het percentage van de fondswaarde dat wordt uitgeleend.

De voorwaarden die gehanteerd worden zijn dan als volgt:

- Positief netto rendement van het uitlenen van effecten;
- 100% van de netto opbrengsten van het uitlenen moeten naar het fondsen gaan;
- Onderpand heeft een waarde van meer dan 100% van de waarde van de uitgeleende effecten;
- Onderpand is van voldoende kwaliteit (minimaal A);
- De uitgeleende waarde binnen een fonds bedraagt maximaal 10% van de totale fondswaarde.

6.4 Obligaties

Het uitgangspunt voor de categorie obligaties is enerzijds een zo groot mogelijke spreiding over uitgevers en anderzijds een hoge kredietwaardigheid (minimaal investment grade) om zo de gewenste diversificatie met de aandelenportefeuille te bereiken en het opgebouwde pensioenkapitaal vlak voor pensioen veilig te stellen. Ook binnen de subcategorieën van obligaties wordt belegd op basis van marktkapitalisatie.

De volgende subcategorieën worden onderscheiden:

- Wereldwijd gespreide investment grade obligaties, onderverdeeld in:
 - Investment grade staatsobligaties wereldwijd, met afdekking valutarisico
 - Investment grade credits wereldwijd, met afdekking valutarisico
- Eurozone investment grade obligaties:
 - Investment grade credits eurozone
 - Langlopende eurozone staatsobligaties met een minimale rating van AA- (bij de standaard lifecycles)
 - Inflatiegeïndexeerde staatsobligaties

In de beginfase van de lifecycle wordt belegd in wereldwijd gespreide investment grade obligaties met zowel staats- als niet-staatsobligaties. Voor de lifecycles voor een variabele pensioenuitkering blijft dit ook zo na het moment van risicoafbouw. Vanaf het moment van risicoafbouw in de lifecycles voor een vaste pensioenuitkering worden langlopende staatsobligaties uit de eurozone met een minimale rating van AA- toegevoegd om zowel het renterisico af te bouwen als de gemiddelde kredietwaardigheid van de obligatieportefeuille te verhogen om zo het risico in het opgebouwde pensioenvermogen te verlagen. Tegen het einde van de lifecycles wordt vrijwel volledig in obligaties belegd om het beleggingsrisico te verkleinen. Bij de neutrale en offensieve lifecycle is dit 90% en bij de defensieve lifecycle is dit 100%.

De verdeling tussen staats- en niet-staatsobligaties wordt gebaseerd op de marktweging. Hoewel het uitgangspunt voor obligaties een zo groot mogelijke spreiding is, is ook de wens om het pensioenkapitaal veilig te stellen belangrijk voor deze categorie. Om deze reden wordt bijvoorbeeld de kredietwaardigheid hoog gehouden, maar is het ook verstandig de toewijzing aan obligaties buiten de eurozone te analyseren. Voordelen hiervan zijn de grotere spreiding en blootstelling aan economische ontwikkelingen buiten de eurozone, in de wereldwijde obligatiemarkt maakt de eurozone immers slechts zo'n kwart van de marktwaarde uit. Hier staat tegenover dat deze voordelen ook negatief kunnen uitpakken als het buiten de eurozone slechter gaat, de verplichtingen van pensioenbeleggers in Nederland zijn immers in euro's. De toewijzing aan obligaties buiten de eurozone wordt dan ook op ongeveer 50% ingesteld, zo is er een hogere toewijzing aan eurozone obligaties dan volgens marktweging wenselijk zou zijn, maar hebben de beleggers een sterkere koppeling aan de ontwikkelingen in de eurozone en dus met hun verplichtingen⁹.

High yield obligaties (obligaties met een lage kredietwaardigheid) maken geen deel uit van de obligatieportefeuille. Deze beslaan maar een zeer beperkt gedeelte van de totale obligatiemarkt (ca. 2-3%) en bieden beperkte diversificatievoordelen vanwege het risicovolle karakter, waardoor de risicospreiding juist in tijden van crisis beperkt werkt. Door high yield obligaties toe te voegen aan de portefeuille ten koste van investment grade obligaties stijgt het risico. Door high yield obligaties toe te voegen ten koste van aandelen daalt het verwachte rendement.

De obligatieallocatie van de duurzame lifecycles voor zowel vaste als variabele pensioenuitkeringen wordt ingevuld met investment grade Europese niet-staatsobligaties en eurozone staatsobligaties met een minimale kredietrating van investment grade. Omdat voor de categorie wereldwijd gespreid investment grade obligaties geen kostenefficiënte beleggingsinstrumenten beschikbaar zijn wordt deze categorie voor de duurzame lifecycles uitgesloten.

Afdekken renterisico

Zoals in hoofdstuk 4.2 beschreven wordt, is het renterisico op de pensioendatum van belang voor de deelnemer. Bij een vaste pensioenuitkering wordt op de pensioendatum immers een uitkering aangekocht met het pensioenvermogen en die uitkering is voor een groot deel afhankelijk van de dan geldende rentestand. Is de rente hoog, is ook de uitkering hoog en vice-versa. Kortlopende obligaties bewegen minder hard mee met de rentestand. Door langlopende obligaties aan de portefeuille toe te voegen kan de rentegevoeligheid worden vergroot om beter te matchen met de rentegevoeligheid van de aan te kopen uitkering. De gewogen gemiddelde looptijd (duration) van obligaties en/of uitkering bepaalt de rentegevoeligheid.

PPI a.s.r. heeft door actuariael adviesbureau Triple A Risk Finance een kwantitatieve analyse¹⁰ laten uitvoeren voor verschillende strategieën om het renterisico af te dekken, middels het toevoegen van langlopende obligaties. Hierbij is gekeken naar enerzijds een strategie die vanaf het begin van de lifecycle de obligatieallocatie invult met langlopende obligaties en op het eind van de lifecycle kortlopende obligaties inmixt om op

⁹ Zie voor meer informatie over de allocatie van obligatiefondsen binnen de verschillende lifecycles: 'Memo allocatie obligatiefondsen lifecycles Brand New Day PPI 2018 -2', 2018

¹⁰ Analyse lifecycles 2018 Brand New Day PPI., TARF, 2018

duration te komen die aansluit met een duration van de pensioenuitkeringen van een deelnemer. Anderzijds is naar een strategie gekeken die begint met kortlopende obligaties en op eind langlopende obligaties inmixt tot de gewenste duration op pensioendatum. Beide strategieën leiden tot vergelijkbare uitkomsten in verwacht pensioen en beide strategieën leiden tot vergelijkbare resultaten in deterministische inflatie en deflatie scenario's. Bij de tweede strategie is de volatiliteit in de opbouwfase van het pensioenkapitaal lager (vanwege de lagere rentegevoeligheid van kortlopende obligaties) en is de risicospreiding groter (langlopende obligaties worden door een beperkt aantal type instellingen uitgegeven). Om deze redenen heeft PPI a.s.r. voor deze (de tweede) strategie gekozen.

De gemiddelde looptijd van de obligatieportefeuille wordt derhalve zodanig verhoogd dat deze op de pensioendatum matcht met de gemiddelde duration van de pensioenuitkeringen van een deelnemer (op moment van schrijven ongeveer 11 jaar). Hierdoor wordt de verwachte pensioenuitkering richting de einddatum steeds zekerder. Er wordt vanaf het moment van risico-afbouw geleidelijk toegewerkt naar de gewenste duration. Doordat het renterisico van de uitkeringen pas op de pensioendatum relevant is en er vóór de pensioendatum ook nog in aandelen belegd wordt, is het acceptabel dat geleidelijk naar de afdekking van het renterisico toegewerkt wordt.

Bij de lifecycles voor een variabele pensioenuitkering wordt het renterisico niet afgebouwd, hierbij is de hoogte van de uitkering namelijk niet op slechts één moment afhankelijk van de rentestand, maar is dat jaarlijks het geval en zijn fluctuaties in het inkomen überhaupt al te verwachten doordat er belegd wordt in de uitkeringsfase.

Valutarisico obligaties

Voor obligaties is het afdekken van valutarisico bijna algemeen geaccepteerd te noemen. Vanwege de hoge volatiliteit van valuta ten opzichte van obligaties, verliezen obligaties door valutarisico hun stabiliteit. Net als bij aandelen geldt ook voor het afdekken van valutarisico bij obligaties dat een belangrijke randvoorwaarde is dat het afdekken tegen lagen kosten kan worden uitgevoerd. In de categorie wereldwijd gespreide investment grade obligaties is dit mogelijk, de fondsbeheerder brengt voor deze categorie geen additionele beheerkosten in rekening voor het hedgen. Er is hierbij alleen sprake van additionele transactiekosten van de hedge. In de huidige tijden van lage rente, hoge handelsvolumes en technologische ontwikkelingen zijn de transactiekosten voor het hedgen relatief laag. Wanneer de rente stijgt of handelsvolumes afnemen, kunnen de transactiekosten voor het hedgen weer stijgen. Naar verwachting blijven de transactiekosten door de technologische ontwikkelingen en toegenomen handel echter zeer beperkt. PPI a.s.r. heeft nadere onderbouwing van het afdekken van het valutarisico in een memo vastgelegd¹¹.

Voor alle niet in euro's genoteerde obligaties dient het valutarisico te worden afgedekt.

6.5 Derivaten

PPI a.s.r. staat het gebruik van derivaten uitsluitend toe in het kader van efficiënt portefeuillebeheer of voor het afdekken van valutarisico's. Derivaten kunnen nuttig en soms zelfs noodzakelijk zijn voor goed fondsbeheer, bijvoorbeeld om met derivaten valutarisico's af te kunnen dekken en de liquiditeit van fondsen te kunnen garanderen. Vanwege het risico dat

¹¹ Memo het afdekken van het valutarisico door BND PPI, 2017

derivaten kunnen hebben, is het belangrijk om randvoorwaarden te stellen aan het gebruik van derivaten binnen door PPI a.s.r. gebruikte beleggingsinstrumenten. De randvoorwaarden voor het gebruik van derivaten zijn in een onderzoek¹² door PPI a.s.r. vastgesteld. De voorwaarden zijn als volgt:

- Derivatengebruik in het kader van efficiënt portefeuillebeheer:
 - De blootstelling aan derivaten (welke bestaat uit de ongerealiseerde winst of verlies die zou wegvallen wanneer alle tegenpartijen van dat type derivaten niet meer aan hun verplichtingen zouden kunnen voldoen) mag maximaal 2.5% van het fondsvermogen bedragen.
 - Het percentage van de portefeuille dat ingevuld wordt met indexfutures, in plaats van daadwerkelijk de effecten uit de index aan te kopen, bedraagt maximaal 5%. Hiermee kan een indicatie verkregen worden of de fondsen daadwerkelijk futures gebruiken voor efficiënt portefeuillebeheer of dat onterecht geclaimd wordt dat de index fysiek gerepliceerd wordt.
 - Het onderpand dat vanwege derivatenposities aangehouden wordt dient een minimale kredietkwaliteit te kennen van A.
- Derivatentoe wijzing met het afdekken van valutarisico's als doel:
 - Een minimaal hedgepercentage van 95% en een maximaal hedgepercentage van 105%. Hierbij wordt gekeken naar het gemiddeld gewogen percentage van alle afgedekte valutaposities. Het percentage per valutapositie is de onderliggende (referentie)waarde van het forwardcontract ten opzichte van de waarde van de positie van het fonds in de desbetreffende vreemde valuta. Hiermee wordt gecontroleerd of de forward posities daadwerkelijk worden gebruikt ten behoeve van het afdekken van valutarisico.



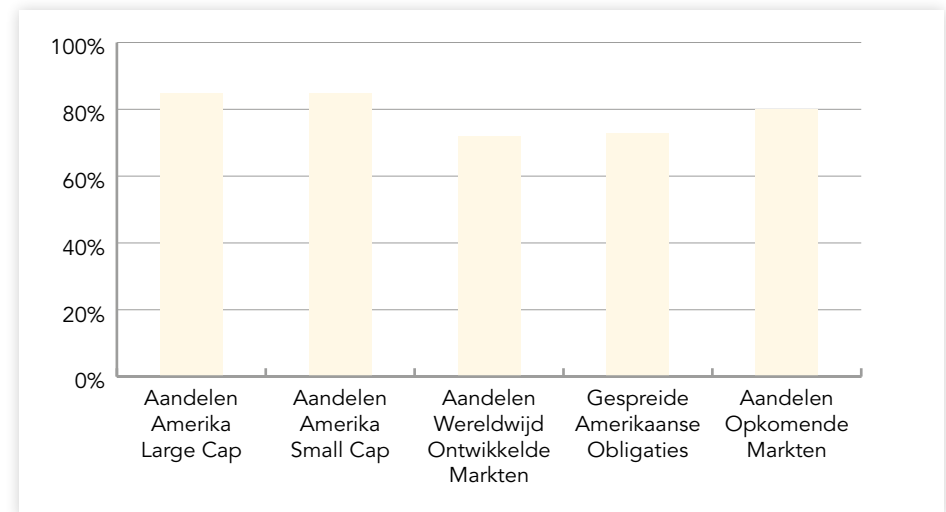
¹² Memo derivatenbeleid BND PPI, 2018

7. Beleggingsmethodiek

Ook de beleggingsmethodiek waarmee de verschillende beleggingscategorieën worden ingevuld, vloeit voort uit de beleggingsbeginselen van PPI a.s.r.. Het doel is het rendement van de markt te behalen door de markt te volgen. De bron van het rendement is waardegroei en winst van bedrijven bij aandelen en de rentevergoeding bij obligaties. Dit wordt bereikt door te kiezen voor indexbeleggen. Dit in tegenstelling tot 'actief beleggen' waarbij het doel is de markt te verslaan waarbij de veronderstelde extra bron van rendement voorkomt uit winst door superieure timing en selectie van specifieke beleggingen.

PPI a.s.r. is van mening dat indexbeleggen in vergelijking met actief beleggen een hoger verwacht rendement biedt tegen een lager risico. De markten zijn zo efficiënt dat het moeilijk blijkt om op langere termijn bij een gelijk risico een hoger rendement te behalen dan het marktgemiddelde. Uit figuur 6 blijkt dat over een periode van 10 jaar in alle belangrijke beleggingscategorieën ca. 75% tot 85% van de actief beheerde fondsen slechter presteren dan indexfondsen. De actieve fondsen die beter presteren dan indexfondsen zijn bovendien alleen achteraf te identificeren.

Figuur 9: Percentage actieve fondsen dat slechter presteert dan indexfondsen¹³ (2004-2014)



Voordelen van indexbeleggen zijn de brede diversificatie, lage kosten, marktconforme rendementen en transparantie. Actief beheer biedt een kans op het verslaan van de markt, maar kan gepaard gaan met hogere kosten en meer risico, zoals managerrisico, timingrisico, selectierisico van beleggingen en risico van underperformance.

Bovendien gelooft PPI a.s.r. dat actieve asset allocatie (actief beheerde exposure naar de verschillende beleggingscategorieën in een portefeuille) op langere termijn leidt tot een hoger risico en lager rendement, vooral als gevolg van het timing- en selectierisico en de extra kosten van actief beheer.

¹³ Het percentage actief beheerde fondsen, aangepast voor gesloten of gefuseerde fondsen, dat slechter presteert dan het gemiddelde rendement van indexfondsen met lage kosten (0.2% of minder). Bron: Vanguard berekening, 2015, gebaseerd op Morningstar data.

De kernvraag is in hoeverre in een actieve manager in staat is om consequent de markt te verslaan. PPI a.s.r. heeft de overtuiging dat deze kans zeer klein is en kiest daarom voor indexbeleggen.

PPI a.s.r. maakt gebruik van indexvolgende beleggingsinstrumenten die de betreffende markt volgen middels fysieke replicatie waarbij, voor zover mogelijk en effectief, zoveel mogelijk belegd wordt in alle aan de markt ten grondslag liggende effecten (aandelen dan wel obligaties), of een representatief deel van de markt.

8. Prudent person beginsel

PPI a.s.r. voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent person regel. De pensioengelden worden belegd in het belang van de deelnemers, op zodanige wijze dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de beleggingen als geheel worden gewaarborgd.

PPI a.s.r. geeft met haar beleggingsbeleid op de volgende wijze invulling aan het prudent person beginsel:

- Spreiding van beleggingen:
 - Voor de categorie aandelen is het uitgangspunt een zo groot mogelijke (wereldwijde) spreiding conform de marktkapitalisatie. Voor de categorie obligaties is één van de uitgangspunten een zo groot mogelijke (wereldwijde) spreiding over uitgevers, met behoud van een hoge kredietwaardigheid.

- Balans tussen rendement en risico:
 - Met behulp van diversificatie kan een efficiënte portefeuille samengesteld worden met een optimale risico-rendementsverhouding. Een belangrijk uitgangspunt voor het toepassen van spreiding om diversificatievoordeel optimaal te verkrijgen, is de overtuiging van PPI a.s.r. dat een combinatie van een breed gespreide aandelenportefeuille enerzijds en een breed gespreide kredietwaardige obligatieportefeuille anderzijds in de praktijk de meest efficiënte portefeuille is in termen van risico en rendement (zie ook hoofdstuk 6).
- Liquiditeit: PPI a.s.r. belegt de pensioengelden hoofdzakelijk in beleggingsfondsen die beleggen in courante, op de internationale markten verhandelbare financiële instrumenten zoals beursgenoteerde aandelen en obligaties.
- Veiligheid:
 - Bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille wordt rekening gehouden met de leeftijd van de deelnemers door middel van toepassing van het lifecycle principe. In de lifecycles wordt het beleggingsrisico geleidelijk afgebouwd naar een niveau dat aansluit bij het beleggingsprofiel en het gewenste type uitkering na de pensioendatum (zie ook hoofdstuk 4).
 - Het timing- en selectierisico van actief beheerde fondsen wordt gemitigeerd door te beleggen in passief beheerde indexfondsen.

Hiernaast wordt ook invulling aan het prudent person beginsel gegeven door de volgende uitgangspunten voor het beleggingsbeleid te hanteren:

- Er worden nooit rechtstreeks pensioengelden belegd in bijdragende ondernemingen. Indien een bijdragende onderneming beursgenoteerd is kan niet uitgesloten worden dat voor via de onderliggende beleggingen (beleggingsfondsen) indirect voor een klein percentage wordt belegd in de (ondernemingen die tot dezelfde groep behoren als de) bijdragende onderneming. In dat geval zal, gezien de brede spreiding van de beleggingen, nooit voor meer dan 5% worden belegd in de bijdragende ondernemingen.
- Alle beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering.
 - Op gereguleerde markten en/of handelsplatformen verhandelbare beleggingsinstelling worden verhandeld tegen de slotkoers. De overige activa en passiva worden gewaardeerd tegen nominale waarde. Ook de opgelopen nog niet ontvangen rente, de vastgestelde nog niet ontvangen dividenden en de kosten die ten laste van het Fonds worden gebracht, worden gewaardeerd tegen nominale waarde.
- De pensioengelden worden belegd in beleggingsfondsen die uitsluitend beleggen in financiële instrumenten die tot de handel op gereguleerde markten zijn toegelaten.

- Er wordt niet rechtstreeks belegd in derivaten. De onderliggende beleggingsfondsen waarin de fondsen de pensioengelden beleggen kunnen gebruik maken van afgeleide instrumenten zoals warrants, futures, valutatermijncontracten en optiecontracten, doch uitsluitend indien dit bijdraagt aan vermindering van het risicoprofiel en noodzakelijk is voor een doeltreffend portefeuillebeheer. Daarnaast kan een onderliggend beleggingsfonds valutatermijncontracten afsluiten met het oog op indekking tegen valutarisico.
- Het uitlenen van de onderliggende beleggingen is toegestaan, maar alleen indien aan de in paragraaf 6.3 beschreven voorwaarden wordt voldaan.
- PPI a.s.r. gaat nooit leningen aan als debiteur en staat niet voor derde partijen garant.

Bovenstaande uitgangspunten gelden voor alle beleggingsprofielen die door PPI a.s.r. worden aangeboden.

9. Beleggingsplan

Dit strategische beleggingsbeleid wordt jaarlijks uitgewerkt in een beleggingsplan. In dit beleggingsplan wordt het operationeel beleggingsbeleid vastgelegd en concrete en gedetailleerde richtniveaus en bandbreedtes per beleggingscategorie opgesteld. Het beleggingsplan dient ook te voldoen aan de eisen die gelden met betrekking tot de prudent person regel.

Het strategische beleggingsbeleid wordt periodiek geëvalueerd. In het beleggingsplan wordt onder andere rekening worden gehouden met de resultaten van de evaluatie. Het beleggingsplan wordt door het bestuur vastgesteld en met de fondsbeheerder besproken. Na definitieve vaststelling van het beleggingsplan door het bestuur wordt deze mede verstrekt aan de fondsbeheerder.

10. Beleggingscyclus

De verschillende onderdelen van de totstandkoming van het strategische beleggingsbeleid, alsmede de monitoring en evaluatie daarvan vormen onderdeel van een periodieke beleggingscyclus. Deze beleggingscyclus omvat in ieder geval de volgende onderdelen:

- Jaarlijkse evaluatie van het strategische beleggingsbeleid en het beleggingsplan;
- Jaarlijkse opstelling van het beleggingsplan;
- Jaarlijkse evaluatie van de uitvoering van de fondsbeheeractiviteiten (het operationele beleid);
- Periodieke evaluatie van het fondsbeheer;
- Maandelijks monitoring op naleving van het beleggingskader.

De beleggingscyclus is nader uitgewerkt in het beleid omtrent de Governance¹⁴ van beleggingen.

¹⁴ Zie Beleidsdocument Governance Beleggingen PPI

Bijlage I: Strategische asset allocatie lifecycles t.b.v. vaste pensioenuitkering

Leeftijd	Neutraal			Offensief			Defensief		
	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort
20	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
21	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
22	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
23	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
24	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
25	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
26	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
27	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
28	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
29	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
30	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
31	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
32	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
33	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
34	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
35	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
36	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
37	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
38	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
39	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%

28 Strategisch beleggingsbeleid Doenpensioen

Leeftijd	Neutraal			Offensief			Defensief		
	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort
40	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
41	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
42	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
43	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
44	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
45	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	70.0%	0.0%	30.0%
46	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	68.2%	1.0%	30.9%
47	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	66.3%	2.0%	31.8%
48	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	64.3%	3.0%	32.7%
49	90.0%	0.0%	10.0%	100.0%	0.0%	0.0%	62.2%	4.1%	33.7%
50	87.2%	1.2%	11.7%	100.0%	0.0%	0.0%	60.0%	5.3%	34.7%
51	84.2%	2.4%	13.4%	100.0%	0.0%	0.0%	57.6%	6.5%	35.8%
52	81.0%	3.7%	15.2%	96.2%	1.4%	2.4%	55.2%	7.8%	37.0%
53	77.7%	5.1%	17.1%	92.2%	2.9%	4.9%	52.6%	9.2%	38.2%
54	74.3%	6.6%	19.2%	88.0%	4.4%	7.5%	50.0%	10.6%	39.4%
55	70.7%	8.1%	21.3%	83.6%	6.1%	10.3%	47.1%	12.1%	40.8%
56	66.8%	9.7%	23.5%	79.0%	7.8%	13.2%	44.2%	13.7%	42.2%
57	62.8%	11.3%	25.8%	74.1%	9.6%	16.3%	41.1%	15.3%	43.6%
58	58.6%	13.1%	28.3%	69.0%	11.5%	19.5%	37.8%	17.1%	45.1%
59	54.2%	14.9%	30.9%	63.7%	13.5%	22.9%	34.4%	18.9%	46.8%
60	49.6%	16.8%	33.6%	58.1%	15.5%	26.4%	30.8%	20.8%	48.5%
61	44.7%	18.9%	36.4%	52.1%	17.7%	30.1%	27.0%	22.8%	50.2%
62	39.6%	21.0%	39.4%	46.0%	20.0%	34.0%	23.0%	24.9%	52.1%
63	34.3%	23.2%	42.5%	39.4%	22.4%	38.1%	18.9%	27.1%	54.1%

29 Strategisch beleggingsbeleid Doempensioen

Leeftijd	Neutraal			Offensief			Defensief		
	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort	Aandelen	Obligaties Lang	Obligaties Kort
64	28.6%	25.6%	45.8%	32.6%	25.0%	42.4%	14.5%	29.4%	56.1%
65	22.7%	28.1%	49.2%	25.4%	27.6%	46.9%	9.9%	31.8%	58.3%
66	16.5%	30.6%	52.8%	17.9%	30.4%	51.7%	5.1%	34.4%	60.5%
67	10.0%	33.4%	56.6%	10.0%	33.4%	56.6%	0.0%	37.1%	62.9%

Bijlage II: Strategische asset allocatie lifecycles t.b.v. variabele pensioenuitkering

Leeftijd	Neutraal		Offensief		Defensief	
	Aandelen	Obligaties	Aandelen	Obligaties	Aandelen	Obligaties
20	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
21	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
22	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
23	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
24	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
25	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
26	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
27	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
28	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
29	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
30	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
31	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
32	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
33	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
34	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
35	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
36	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
37	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
38	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
39	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
40	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
41	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%

31 Strategisch beleggingsbeleid Doenpensioen

Leeftijd	Neutraal		Offensief		Defensief	
	Aandelen	Obligaties	Aandelen	Obligaties	Aandelen	Obligaties
42	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
43	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
44	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
45	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
46	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
47	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
48	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
49	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
50	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
51	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
52	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
53	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	70.0%	30.0%
54	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	68.0%	32.0%
55	90.0%	10.0%	100.0%	0.0%	65.8%	34.2%
56	86.9%	13.1%	100.0%	0.0%	63.6%	36.4%
57	83.6%	16.4%	100.0%	0.0%	61.2%	38.8%
58	80.1%	19.9%	100.0%	0.0%	58.7%	41.3%
59	76.5%	23.5%	100.0%	0.0%	56.1%	43.9%
60	72.6%	27.4%	94.8%	5.2%	53.4%	46.6%
61	68.6%	31.4%	89.3%	10.7%	50.5%	49.5%
62	64.4%	35.6%	83.5%	16.5%	47.5%	52.5%
63	60.0%	40.0%	77.4%	22.6%	44.3%	55.7%
64	55.4%	44.6%	71.1%	28.9%	41.0%	59.0%
65	50.5%	49.5%	64.4%	35.6%	37.5%	62.5%
66	45.4%	54.6%	57.4%	42.6%	33.8%	66.2%
67	40.0%	60.0%	50.0%	50.0%	30.0%	70.0%

A.S.I.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

ASR Premiepensioeninstelling N.V., K.v.K. Utrecht 52429687

55989_0322