

STRATEGISCH BELEGGINGSPLAN Stichting Pensioenfonds SNS REAAL

Eigenaar	: Bestuur
Auteurs	: NN IP, Ortec Finance, Pensioenbureau
Versienummer	: 0.8 – 17 november 2021
Vastgesteld Beleggingscommissie	: 9 november 2021
Vastgesteld Bestuur	: 25 november 2021

Inhoud

Inleiding	3
1. Doelstelling beleggingsbeleid en governance	7
1.1 Beleggingscontext	7
1.2 Doelstelling beleggingsbeleid	7
1.3 Investment governance	8
1.4 Investment beliefs	10
2. ALM en Strategische Asset Allocatie	12
2.1 Risicohouding	12
2.2 Dynamisch balansrisicomanagementbeleid (DBRM)	13
2.3 ALM-beleid	14
2.4 ALM uitkomsten: Beleggingsbeleid, solvabiliteit en pensioenresultaat	15
2.4.1 Klimaatscan	18
2.5 Investment cases	19
2.6 Strategische Asset Allocatie, portefeuilleconstructie	20
3. Manager selectie en implementatie beleggingsbeleid	22
3.1 Manager selectie en monitoring	22
3.2 Implementatie SAA 2021	27
4. Maatschappelijk verantwoord beleggen	28
4.1 MVB ambities	28
5. Portefeuillebeheer, monitoring en rapportage	31
5.1 Portefeuillebeheer	31
5.2 Monitoring en rapportage	31
6. Risicomanagement	33
6.1 Risico governance en financieel risicobeleid	33
6.2 Implementatie en uitvoering	34
6.3 Monitoring en risicometing	35
6.4 Periodieke risk-reward evaluatie	36
7. Procedure vaststelling en communicatie Strategisch Beleggingsplan	38
Bijlage	39
Verklarende Begrippenlijst	40
Gerelateerde beleidsdocumenten:	45

Inleiding

Voor u ligt het Strategisch Beleggingsplan van Stichting Pensioenfonds SNS REAAL.

Het Strategisch Beleggingsplan beschrijft de structuur van het beleggingsbeleid, het beleggingsproces en de beleggingsportefeuille van Stichting Pensioenfonds SNS REAAL (PFSR). Het Strategisch Beleggingsplan is de basis voor het balansrisicomanagement en vermogensbeheer binnen PFSR en sluit aan op de driejaarlijkse cyclus waarin het strategisch beleggingsbeleid door het pensioenfonds wordt geëvalueerd en herijkt. Belangrijk hierbij op te merken is dat de periode van 3 jaar niet volledig vast staat. Indien er aanleiding is om het strategisch beleggingsbeleid eerder opnieuw te evalueren, dan zal het pensioenfonds dat uiteraard doen. In dat geval volgt eventueel tussentijds een aanpassing op of een geheel nieuw Strategisch Beleggingsplan. Uitwerking en impact van de regels rondom het nieuwe pensioencontract zou zo'n aanleiding kunnen vormen. Dat ingrijpende wetgevingstraject wordt nauwlettend gemonitord door het bestuur en de beleggingscommissie plus de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder van het fonds.

Het plan borduurt voort op de strategische plannen uit eerdere jaren, maar er zijn ook wijzigingen aangebracht in de structuur en de inhoud van het plan. Deze wijzigingen vinden hun oorzaak vooral in de medio 2020 gewijzigde investeringsstructuur en beleggingsgovernance van het fonds, wet- en regelgeving en is er een ruim gebruik gemaakt van de inzichten en kennis van de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder.

Naast het Strategisch Beleggingsplan wordt jaarlijks een Jaarbeleggingsplan geschreven. Daarin wordt ingegaan op de stand van zaken en de prioriteiten voor het balansrisicomanagement en de beleggingen in het betreffende jaar. Het Jaarbeleggingsplan is een openbaar document en kan door geïnteresseerden via de website van het pensioenfonds worden ingezien.

Waar het Strategisch Beleggingsplan vooral de beleggingskaders op hoofdlijnen schetst (1, 2), gaat het Jaarbeleggingsplan meer concreet in op de uitvoering en de beleggingskeuzes die binnen dit kader genomen (kunnen) worden (4, 5, 6).

Dit plan is tot stand gekomen in samenwerking met en medewerking van Strategisch Adviseur Ortec Finance en Fiduciair Beheerder NNIP.

Als basis voor het plan dienden onder andere:

- Bepaling / herijking Risicohouding PFSR 2021
- ALM/SAA-studie PFSR 2021
- Investment Beliefs PFSR 2019
- MVB-beleid PFSR 2020
- ABTN 2021
- DBRM-beleid 2021



Figuur 1: beleggingsproces PFSR

Communicatie met betrekking tot de kernuitgangspunten van het balansrisicomanagement en vermogensbeheer/beleggingen is een belangrijk element van en in het Strategisch Beleggingsplan.

Het bestuur wil naar alle stakeholders van het pensioenfonds en overige belanghebbenden toe zo transparant mogelijk zijn en heeft heldere communicatie hoog in het vaandel staan. Desalniettemin is het niet altijd mogelijk om beleggingsjargon en complexiteit te voorkomen. Ter assistentie is een begrippenlijst opgenomen. Het streven is om het dynamisch balansrisicomanagement en de beleggingen van ons pensioenfonds zodanig vorm te geven en de communicatie daarover zodanig uit te voeren dat dit voor stakeholders en overige belanghebbenden en geïnteresseerden inzichtelijk, volledig en goed te begrijpen is.

Het Strategisch Beleggingsplan gaat in de diverse hoofdstukken in op alle belangrijke onderwerpen die te maken hebben met het meerjarige beleggingsbeleid van het fonds. Daarbij kan niet op alle onderdelen tot in detail worden ingegaan. Meer informatie over beleid en de uitvoering ervan is opgenomen in de bijlagen van dit plan, of kan worden opgevraagd bij het secretariaat van het pensioenfonds.

Tezamen met wet- en regelgeving en de algemene doelstelling van het fonds, vormen de gekozen Risicohouding, de ABTN, de Investment Beliefs, ALM, het Strategisch Beleggingsplan, het MVB-beleid en het Dynamisch Balansrisicomanagement-beleid het (verplichte) strategische kader voor het balanssturing- en beleggingsbeleid.

Samengevat op hoofdlijnen houdt het een en ander in:

- a) Prudent vermogensbeheer: De toevertrouwde middelen worden “als een goed huisvader” zo optimaal mogelijk (verhouding risico-rendement) belegd, daarbij rekening houdend met de vastgestelde risicohouding;
- b) ALM: Een studie op basis van lange termijn scenario's bepaalt de verhouding tussen de Matching- en de Returnportefeuille, zodanig dat de (korte termijn) risico's en het lange termijn rendement (de pensioenambitie) voortdurend en zoveel mogelijk met elkaar in balans zijn. De looptijden en karakteristieken van de beleggingen in de Matchingportefeuille stemmen zoveel als mogelijk is overeen met die van de Verplichtingen (“matching pensioenaanspraken”);
- c) Afdekking van risico's (“hedging”): Het bestuur bepaalt welke en in welke mate risico's, die verbonden zijn aan de beleggingen en verplichtingen van het pensioenfonds, worden afgedekt. Het betreft hier: renterisico, inflatierisico, valutarisico en koersrisico op aandelen. Het pensioenfonds past een Dynamisch Balans Risico Management-beleid (“DBRM”) toe. Dit beleid legt vooraf vast wanneer en in welke mate het bestuur bepaalde risico's zal afdekken op basis van strategische niveaus en bijbehorende bandbreedtes, gegeven een bepaalde dekkingsgraadregio op marktwaarde;
- d) Maatschappelijk Verantwoord Beleggen: Het bestuur wenst de beleggingen, binnen de kaders van wet- en regelgeving en primaire doelstelling van het fonds, zoveel als mogelijk duurzaam te doen zijn, gericht op een verantwoord financieel rendement en maatschappelijke impact;
- e) Het financieel balansrisicomanagement en de beleggingen zijn geen doel op zichzelf, maar staan volledig in dienst van het bevorderen van het financieel mogelijk maken van een voldoende en zo stabiel mogelijk pensioen ten behoeve van de deelnemers op de lange termijn, als primaire doelstelling van het fonds.

Bij het vaststellen van het Strategisch Beleggingsplan en de strategische asset allocatie (de mate van risicoafdekkingen en de spreiding van het vermogen over de diverse beleggingscategorieën) zijn onder andere het risicobudget, de aard en omvang van de verplichtingen en randvoorwaarden en verplichtingen die voortvloeien uit bestaande en komende wet- en regelgeving van belang.

Het beleid is ook van grote betekenis voor de in- en externe communicatie met en de mandatering en instructie van professionele dienstverleners/uitvoerders van het fonds, zoals onder andere de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder. Met de uitvoerders is contractueel overeengekomen dat zij rekening houden met het wettelijke en eigen beleidskader van het fonds. Het strategisch beleggingsbeleid is in belangrijke mate richtinggevend, veelal verplichtend en vormt de basis voor de implementatie en uitvoering door de uitvoerders. Zoals boven reeds aangehaald zijn de beide dienstverleners intensief betrokken geweest bij het schrijven van het Strategisch Beleggingsplan.

PFSR hanteert een gelaagdheid (hiërarchie) in haar beleidsdocumentatie. De in onderstaande tabel aangehaalde beleidsdocumenten zijn gerelateerd aan het strategisch beleggingsbeleid. Waar relevant en mogelijk zal naar deze andere beleidsdocumenten worden verwezen. Er wordt onderscheid gemaakt in een drietal niveaus, waarbij het onderliggende niveau getoetst moet worden aan het bovenliggende niveau.

Strategisch balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid
<i>Beleidskader</i>
<i>Niveau 1: Investment Beliefs, Strategisch Beleggingsplan, Investment Cases, Dynamisch balansrisico-managementbeleid, (integraal) Risicomanagementbeleid, Herbalanceringsbeleid, Maatschappelijk Verantwoord Beleggen beleid</i>
<i>Niveau 2: Uitbestedingsbeleid, Mandaat en Beleggingsrichtlijnen vermogensbeheerders, Derivatenbeleid, Beleid en beheersing rente-, inflatie en valutarisico, liquiditeiten en cash managementbeleid, Reglement Beleggingscommissie</i>
<i>Niveau 3: Jaarbeleggingsplan, Governance Beleggingen</i>

Het strategisch beleggingsbeleid dient in nauwe samenhang met deze beleidsdocumenten te worden gelezen en begrepen. Een aantal van de documenten zijn als bijlage van dit plan opgenomen.

Het pensioenfonds heeft medio 2020 een nieuwe beleggingsgovernance ingevoerd, door de aanstelling van Ortec Finance als Strategisch Adviseur en NNIP als Fiduciair dienstverlener (hierna: Fiduciair Beheerder). 2020 stond voor een belangrijk deel in het teken van (de voorbereiding van) deze transitie en het optuigen en operationeel maken van de nieuwe inrichting. In 2021 worden verdere verbeteringen aan beleid en proces uitgevoerd.

Aan het begin van 2021 is in overleg met de sociale partners en het Verantwoordingsorgaan de Risicohouding van het pensioenfonds herijkt en door het bestuur vastgesteld. Daarop volgend is in de eerste maanden van 2021 door de Strategisch Adviseur een ALM-studie uitgevoerd, inclusief een klimaatrisico analyse. De belangrijkste conclusie hieruit is dat PFSR de verhouding tussen de Matching- en Returnportefeuille graag wil aanpassen met een 10%-punt hogere strategische allocatie naar de Returnportefeuille, zodra het fonds uit herstel is gekomen. Mede op basis van de uitkomsten van herijking risicohouding en ALM-studie is het Strategisch Beleggingsplan van PFSR vernieuwd.

Bij de samenstelling van het Strategisch Beleggingsplan is rekening gehouden met onder andere de actuele financiële situatie van het fonds (dekkingsgraden & (M)VEV), de feitelijke beleggingsportefeuille, gewijzigde en toekomstige wet- en regelgeving en vaststelling van nieuwe en/of wijzigingen in belangrijke beleidsdocumenten en analyses met impact op het beleggingsbeleid, zoals bijvoorbeeld het Dynamisch Balansrisico Management Beleid (“DBRM”) en het herbalanceringsbeleid.

Met betrekking tot de wet Toekomst Pensioenen (nieuwe pensioencontract) en de impact daarvan op het huidige en toekomstige balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid van PFSR heeft het bestuur begin 2021 besloten dat de inrichting en uitvoering van het balansrisicomanagement en de beleggingen eerstens gebaseerd zullen blijven op de regelgeving van het huidige wettelijke kader, inclusief het FTK. Maar het bestuur wenst daarbij bij voorkeur geen besluiten te nemen en aanpassingen door te voeren in het beleid en de beleggingsportefeuille die (kunnen) conflicteren met de uitgangspunten van het nieuwe wettelijke kader, inclusief uitvoeringsregels, voor zover die momenteel bekend zijn.

Bij de bepaling van de Risicohouding, de uitvoering van de ALM-studie en het bepalen van de Strategische Asset Allocatie voor de komende periode is van dit uitgangspunt zoveel als mogelijk rekenschap gegeven.

Het Strategisch Beleggingsplan is opgebouwd volgens de stappen in het beleggingsproces, zoals weergegeven in figuur 2:

1. Totstandkoming strategisch (beleggings)beleid op basis van de risicohouding, investment beliefs en een ALM-studie; **(Hoofdstuk 2)**
2. Verdere verfijning van de (ALM-) asset allocatie in een Strategische Asset Allocatie (SAA); **(Hoofdstuk 2)**
Daarnaast bevat hoofdstuk 2 ook een beschrijving van het DBRM;
3. Vastlegging (en eventueel bijsturing binnen het strategisch (risico)kader) in het jaarbeleggingsplan;
4. Invulling van allocaties naar beleggingscategorieën via selectie van een vermogensbeheerder/manager en bijbehorende beleggingsoplossing (mandaat of beleggingsfonds); **(Hoofdstuk 3)**
5. Implementatie van beleid in de portefeuille door aan- en verkopen van de betreffende beleggingen; **(Hoofdstuk 3)**
6. Regulier portefeuillebeheer, waaronder maandelijks vrijmaken van liquide middelen voor de pensioenuitkeringen, bijsturen (rebalancing) binnen de bandbreedtes; **(Hoofdstuk 5)**
7. Monitoring en bijsturing; hieronder valt controle op de afgesproken beleggingsrichtlijnen. **(Hoofdstuk 5)**

Het onderwerp Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB, **Hoofdstuk 4**) loopt door vrijwel alle processtappen heen, net als het generieke risicomangementbeleid van het pensioenfonds (**Hoofdstuk 6**).

Hierbij worden het ALM-proces en uitkomsten en de SAA (ingebod in het DBRM) uitgebreid inhoudelijk beschreven, en worden voor de overige processtappen vooral de kaders geschetst in dit Strategisch Beleggingsplan. Zoals eerder al aangegeven worden de concrete acties qua implementatie en uitvoering van het beleggingsbeleid beschreven in de jaarbeleggingsplannen.

Elk van de onderdelen uit het beleggingsproces wordt periodiek geëvalueerd en aangescherpt indien nodig.



Figuur 2: beleggingsproces PFSR

1. Doelstelling beleggingsbeleid en governance

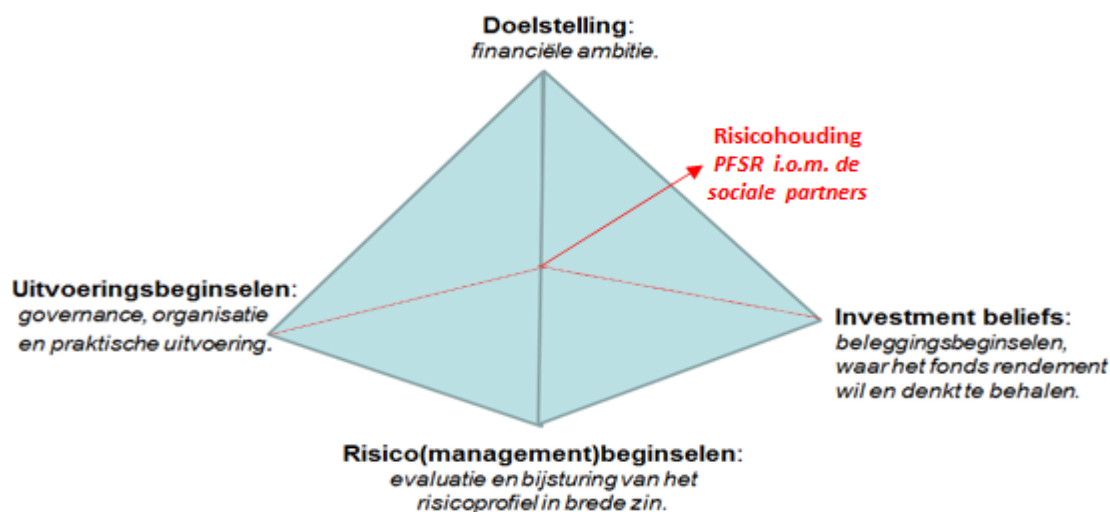
1.1 Beleggingscontext

Het bestuur van Pensioenfonds SNS REAAL (hierna: bestuur of fonds) vindt het belangrijk om de nominale dekkingsgraad gebaseerd op markttrente te beschermen. Dit om te voorkomen dat er moet worden gekort op de uitkeringen en aanspraken. Daarom wordt historisch gezien consequent een tamelijk defensieve, prudente beleggingsvisie gehanteerd. Om te kunnen voldoen aan de nominale voorwaardelijke verplichtingen vormt de premie de eerste bron, maar zijn de beleggingsopbrengsten uiteindelijk de belangrijkste bron. Aansluitend op deze nominale doelstelling brengt het door het fonds gehanteerde dynamische balansrisicomanagementbeleid met zich mee dat bij het bereiken van hogere nominale dekkingsgraden op marktwaarde (> 130%) de focus meer en meer zal verschuiven naar een reëel kader. Voor het merendeel van de aanspraken geldt een voorwaardelijke indexatie-doelstelling, waarbij de overrendementen van de beleggingen in de Returnportefeuille de bron (financiering) vormen.

Hierbij vindt het bestuur het belangrijk om de navolgende elementen in samenhang te beschouwen:

1. Doelstelling: zie § 1.2
2. Investment governance als uitvoeringsbeginsel: zie § 1.3
3. Investment beliefs: zie § 1.4
4. Risicohouding, zie § 2.1

Onderstaande figuur en piramide schetst deze samenhang:



Figuur 3: beleggingscontext PFSR

1.2 Doelstelling beleggingsbeleid

Voor het pensioenfonds is de primaire doelstelling te zorgen voor een goed en betrouwbaar pensioen voor de deelnemers op de lange termijn. Het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid staan in dienst hiervan.

Doelstelling van het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid is, gegeven de risicobereidheid van het pensioenfonds, een optimum te bereiken in de evenwichtige afweging van enerzijds het streven naar een beperking van de kans (en omvang) op het moeten korten van pensioenaanspraken en anderzijds het streven naar een voldoende hoog en stabiel rendement ten opzichte van het rendement van de Verplichtingen, om met dit meerrendement zoveel als mogelijk is invulling te kunnen geven aan de toeslagambitie van het fonds.

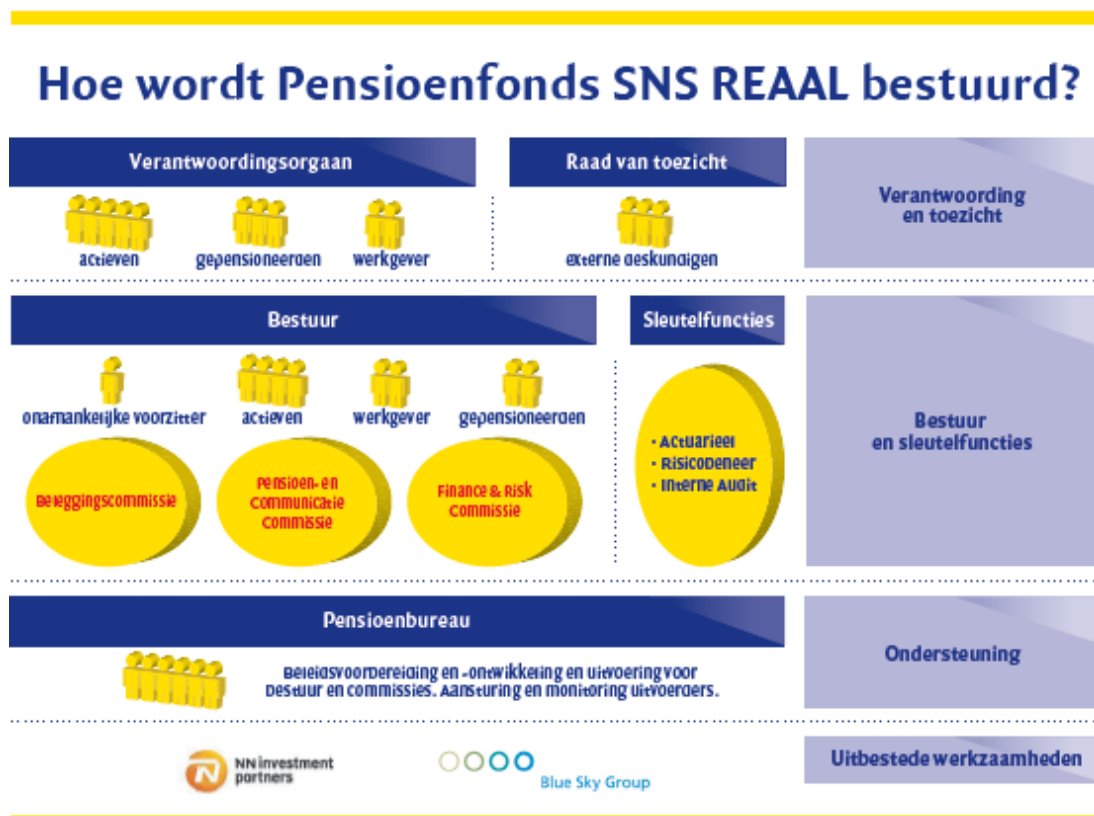
Het in 2018 door het fonds ingevoerde Dynamische Balansrisicomanagementbeleid staat hierin centraal. In dit beleid zijn zowel de Strategische Asset Allocatie als de strategische niveaus van risicoafdekkingen afhankelijk van de dekkingsgraad op marktwaarde. Vooraf is vastgelegd wat de strategische niveaus van risicoafdekkingen en beleggingen zullen zijn binnen diverse zogenaamde dekkingsgraadregio's, inclusief bandbreedtes om de strategische niveaus heen, bedoeld om marktschommelingen op te vangen en onnodige transacties(kosten) te voorkomen.

Gekoppeld aan het dekkingsgraadafhankelijke beleid, schrijft het DBRM een dekkingsgraadafhankelijk risicobudget voor. Het dekkingsgraadafhankelijke risicobudget neemt af bij zowel lage als bij hoge dekkingsgraden. Dit heeft als doel om enerzijds, in geval van een hoge dekkingsgraad, de risico's op terugval te beperken en anderzijds het niet te weinig nemen van risico te voorkomen, als het fonds een lage dekkingsgraad heeft.

1.3 Investment governance

De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer en het financieel balans risicomanagement ligt bij het bestuur van het fonds. Het bestuur laat zich in deze taken adviseren door de beleggingscommissie van het fonds. Via periodieke ALM-studies bepaalt het bestuur het dynamische risicobudget en het strategisch beleggingsbeleid (risicoafdekkingen en asset allocatie, SAA). Deze onderdelen worden vastgelegd in het strategisch beleggingsplan en in het DBRM, maar waar nodig ook contractueel, bijvoorbeeld in vermogensbeheer-overeenkomsten, Service Level Agreements (SLA's) en specifieke beleggingsrichtlijnen voor mandaten.

Onderstaande figuren geven de Investment Governance en Investerings Structuur (wijze waarop het belegde vermogen is gespreid, gemandateerd en gecategoriseerd) van het fonds beknopt weer:



Figuur 4: beleggingsgovernance PFSR

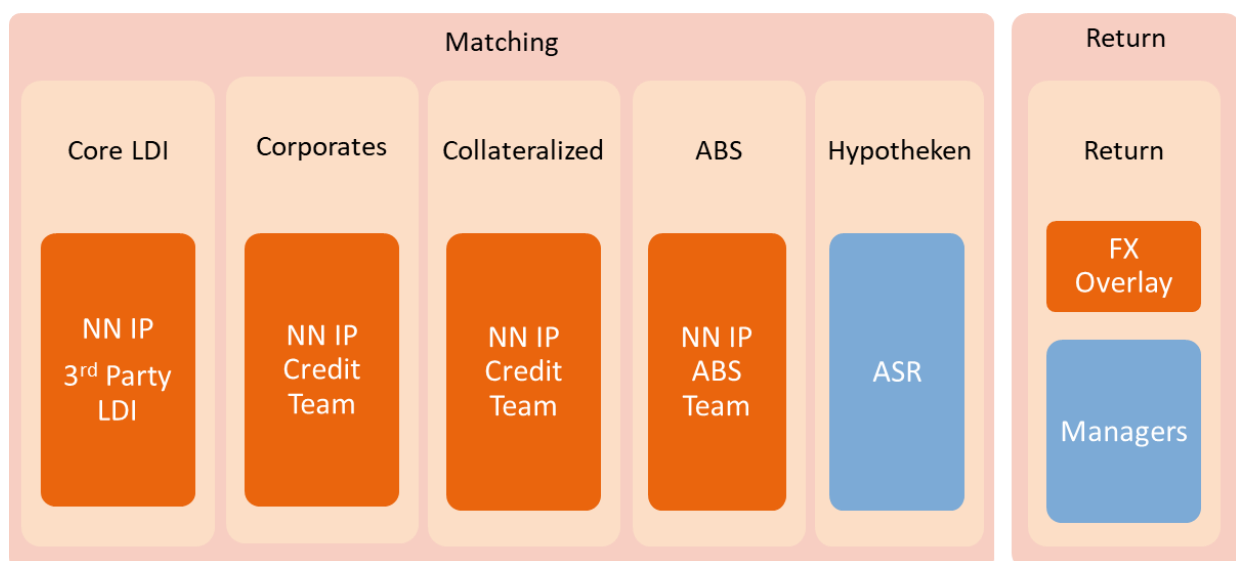
Dienend aan deze governance staat het three-lines-of-defense model. Hierin wordt de 1^e lijn gevormd door het management van het pensioenfonds (m.n. de directeur van het Pensioenbureau) en de operaties (beleggingscommissie en pensioen- en communicatiecommissie). De sleutelfunctiehouders risicomanagement en actuariaat vormen samen met de Finance & Risk commissie de 2^e lijn. Tot slot is de interne audit functie de 3^e lijn.

De beleggingscommissie is verantwoordelijk voor een adequate implementatie en monitoring van de realisatie van de beleggingsdoelen, daarbij ondersteund door het pensioenbureau (IO: investment officer en RM: risk manager). Periodiek legt de beleggingscommissie verantwoording af aan het bestuur, door middel van onder andere de verslagen van de vergaderingen van de beleggingscommissie, het zitting hebben van 3 bestuursleden in de commissie en het mondeling toelichten van onderwerpen met betrekking tot balansrisicomanagement en beleggingen in bestuursvergaderingen door vertegenwoordigers van de beleggingscommissie, het pensioenbureau en eventueel de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder.

De samenstelling, taken, bevoegdheden en andere zaken aangaande deze bestuurscommissie zijn geregeld in het Reglement Beleggingscommissie. Een verdere uitwerking van de Investment Governance is opgenomen in het beleidsdocument “Governance Beleggingen” en wordt samengevat weergegeven in de betreffende paragraaf in de ABTN van het fonds.

PFSR heeft een deel van het beleggingsproces (zie Figuur 2) uitbesteed aan de Strategisch Adviseur (Ortec Finance) en de Fiduciair Beheerder (NNIP). In het bijzonder betreft dit stap 4, manager selectie, waarvoor bij de Fiduciair Beheerder het onafhankelijke, gespecialiseerde Altis verantwoordelijk is, en stappen 5 en 6 waarbij binnen NNIP de afdeling IBM (integraal balansmanagement) een voorname rol speelt.

Onderstaand een overzicht van de gehanteerde portefeuillestructuur in de uitvoering van het beleggingsbeleid:



Figuur 5: investeringsstructuur PFSR

Het rente- en inflatierisico afdekkingsbeleid vindt plaats in de “Core LDI” portefeuille, waarbij deze dient als zogeheten ‘completion portfolio’: samen met de andere elementen in de Matchingportefeuille wordt de totale gewenste afdekking bereikt.

1.4 Investment beliefs

Investment Beliefs zijn de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds met betrekking tot het balansbeleid, beleggingsbeleid, risicoafdekkingen en beleggingen van het fonds. Zij zijn de basis waarop het bestuur het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid vormgeeft. Ze geven richting aan de keuzes die gemaakt moeten worden ten aanzien van rendement, risico, complexiteit en kosten. Indien omstandigheden hiertoe aanleiding geven, kan het bestuur echter onderbouwd besluiten om hier (tijdelijk) van af te wijken. Het in dit document beschreven strategisch beleid is in lijn met de investment beliefs.

De investment beliefs worden normaliter eenmaal in de drie jaren door het bestuur, op advies van de beleggingscommissie, geëvalueerd en naar wens geactualiseerd en/of aangepast qua belief, of de strekking ervan. De beliefs spelen een belangrijke rol bij onder andere het opstellen en evalueren van de investment cases binnen de Strategisch Asset Allocatie van het fonds en ook bij de selectie en monitoring van vermogensbeheerders van mandaten en beleggingsfondsen.

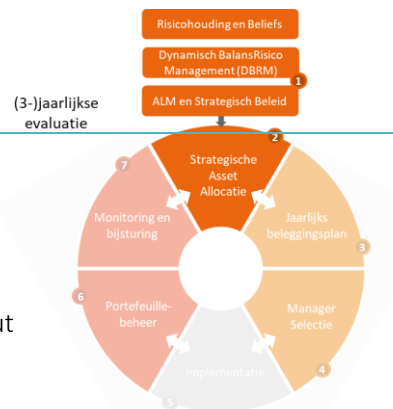
Onderstaand volgen de 10 Investment Beliefs van Stichting Pensioenfonds SNS REAAL. De Beliefs zijn integraal te lezen op de website van het pensioenfonds. In dat document worden de Beliefs vermeld, telkens gevolgd door een argumentatie en toelichting met betrekking tot het Belief. Aansluitend heeft het bestuur een aantal “daaroms” gedefinieerd, die nader ingaan op de strekking en toepassing van het Belief.

Het bestuur heeft de Investment Beliefs vastgesteld in de vergadering van 28 november 2019:

- 1. Het pensioenfonds neemt bewust en weloverwogen risico's om het benodigde rendement te kunnen realiseren.**
Het pensioenfonds wenst alleen risico's te lopen waar het bewust voor kiest, die passend zijn in relatie tot de doelstellingen van het pensioenfonds en die voldoende kunnen worden gemonitord en beheerst.
- 2. Het pensioenfonds dekt onbeloonde risico's af.**
Het pensioenfonds maakt onderscheid tussen beloonde en onbeloonde risico's. Het pensioenfonds ziet rente- en valutarisico ontwikkelde markten als onbeloonde risico's en dekt deze af wanneer dit kosten-efficiënt mogelijk is.
- 3. Het pensioenfonds belegt duurzaam om de welvaart en het welzijn van huidige en toekomstige generaties te bevorderen.**
Het pensioenfonds heeft een intrinsieke motivatie om het vermogen van de deelnemers duurzaam te beleggen. Het bestuur is van mening dat duurzaam beleggen op de lange termijn bijdraagt aan een beter risico- en rendementsprofiel. Tevens is het pensioenfonds zich bewust van haar maatschappelijke rol en de verantwoordelijkheid die daarbij hoort.
- 4. Het pensioenfonds heeft een lange termijn beleggingshorizon en wenst hiervan te profiteren.**
Een significant deel van de verplichtingen van het pensioenfonds heeft een lange termijn horizon, hierdoor is het pensioenfonds goed gepositioneerd om op de korte termijn meer risico's te lopen die zich naar verwachting op de lange termijn uitbetalen. De keuzemogelijkheden die samenhangen met de lange termijnhorizon worden echter wel begrensd door wet- en regelgeving en het toezichtkader.
- 5. De Strategische Asset Allocatie bepaalt het beleggingsresultaat.**
De strategische invulling van de portefeuille naar beleggingscategorieën en mate van afdekking van risico's als rente en valuta hebben een grotere invloed op het beleggingsrendement en risico dan de invulling van de categorieën.

6. **Een dekkingsgraadafhankelijk risicobudget stelt het fonds in staat om zowel te sturen op bescherming van de nominale aanspraken als het nastreven van een reële ambitie.**
Het pensioenfonds hanteert een Dynamisch Balansrisicomanagementbeleid om sturing en uitvoering te geven aan haar streven om in geval van lage dekkingsgraden de nominale rechten zoveel mogelijk te beschermen, zonder daarbij de kansen op het bevorderen van een herstel ervan uit het oog te verliezen. En anderzijds om bij hoge dekkingsgraden de reële rechten zoveel mogelijk zeker te stellen. Het beschikbare risicobudget is hierbij kaderstellend en randvoorwaardelijk.
7. **Het pensioenfonds zet diversificatie efficiënt in ter verbetering van het risico-rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille.**
Door het vermogen te spreiden over meerdere risico- en rendementsbronnen wordt een meer robuust, minder volatiel beleggingsresultaat behaald.
8. **Het investment governance budget van het pensioenfonds wordt afgestemd op de gekozen beleggingsoplossing en de complexiteit van de beleggingsportefeuille.**
Het investment governance budget (het geheel van kennis, beschikbare tijd en aanwezige processen om het beleggingsbeleid aan te sturen en te monitoren) wordt door het bestuur vastgesteld en indien noodzakelijk aangepast om aan te blijven sluiten bij de complexiteit van het beleggingsbeleid. Een sterke en volledige investment governance is nodig voor het succesvol opnemen en monitoren van complexe strategieën en beleggingsoplossingen.
9. **Actief beheer kan waarde toevoegen.**
Het pensioenfonds heeft geen absolute voorkeur voor actief of passief beheer. In bepaalde markten zijn mogelijkheden aanwezig om door actief- of passief beheer, of een combinatie daarvan, waarde toe te voegen.
10. **Rendement na kosten is belangrijker dan het absolute kostenniveau.**
Het behaalde nettorendement van een belegging is belangrijker dan de hoogte van de vergoeding die aan de beheerder wordt betaald. Het kostenniveau van een belegging kent echter haar grenzen en dient uitlegbaar te zijn.

2. ALM en Strategische Asset Allocatie



In dit hoofdstuk komen achtereenvolgens het ALM-beleid en de Strategische Asset Allocatie aan de orde. Zoals ook uit de figuur in paragraaf 1.1 blijkt is een aantal zaken input voor het strategisch beleggingsbeleid. Hiervan zijn de investment beliefs al aan bod gekomen in paragraaf 1.4. Fundamentele input is ook de risicohouding van het pensioenfonds en de sociale partners, onderwerp van paragraaf 2.1.

Het pensioenfonds heeft in 2017 besloten om over te gaan op de invoering van een dynamisch balansrisicomanagementbeleid (DBRM). Een eerste stap werd direct gezet en dat was het loslaten van het onderdeel pijngrensbeleid. Dit beleid is vervolgens vervat in een separaat document, genaamd “Dynamisch Balansrisicomanagementbeleid PFSR”. Dit beleid is primo 2018 formeel vastgesteld en geïmplementeerd. Het Dynamisch Balansrisicomanagementbeleid van PFSR wordt gekenmerkt door een strategisch beleggingsbeleid dat afhankelijk is van de nominale dekkingsgraad op marktwaarde onderverdeeld naar DG-regio’s. Omdat met de ALM-studie invulling wordt gegeven aan de belangrijkste elementen van dit DBRM, wordt het in paragraaf 2.2 eerst verder toegelicht.

2.1 Risicohouding

De doelstellingen en risicohouding van het fonds/het bestuur vormen de basis voor het uitvoeren van een ALM-studie. Tijdens een sessie met het bestuur aan het einde van 2020 is door middel van het voorleggen van een aantal stellingen door Ortec Finance uitvraag gedaan teneinde de risicohouding van het bestuur te herijken. Het gaat bij het vaststellen van de risicohouding om de verhouding en uitruil tussen het geambieerde pensioenresultaat (ambitie), de premies (kostprijs), en de maximaal toelaatbare risico’s. Daar doorheen loopt voor ieder punt van deze driehoek nog de as korte versus lange termijn.

De uitkomsten van de risicohouding van het bestuur zijn vervolgens begin 2021 getoetst bij de sociale partners. De belangrijkste conclusies betreffende de risicohouding zijn hieronder vastgelegd. In een integraal verslag van de diverse risicosessies wordt in meer detail ingegaan op de visie van het bestuur op de verschillende vragen die zijn voorgelegd, en de reactie van de sociale partners hierop ter borging van het proces en de uitkomsten ervan. Onderstaand volgt een excerpt van dit verslag.

De herijking van de risicohouding kan worden samengevat in een aantal bevindingen:

- Ten opzichte van het strategisch beleggingsbeleid 2018 - 2021 is de risicobereidheid van het bestuur enigszins toegenomen. Indien de mogelijkheden er zijn, kan het risicoprofiel daarom worden verschoven naar een meer gemiddeld risicoprofiel.
- Er wordt veel belang gehecht aan zowel het beperken van de kans op een korting alsmede het streven naar lange termijn indexatie. Hierbij is geen duidelijke prioriteit aan te geven, beiden wegen zwaar mee in de besluitvorming.
- Het pensioenakkoord (Wet toekomst pensioenen) speelt een belangrijke rol in de besluitvorming over het beleid, ook binnen het huidige wettelijke kader.
- Desondanks beschouwt het bestuur het fonds als lange termijn belegger, waarbij op lange termijn voldoende rendement/indexatie wordt nagestreefd.
- Het bestuur wil in de besluitvorming verwachte veranderingen als gevolg van de overgang naar het nieuwe pensioencontract meewegen en geen besluiten nemen die een andere richting op gaan. Wel wordt opgemerkt dat ten tijde van de gesprekken over de risicohouding en de ALM-studie nog veel onbekend was over de invulling van het nieuwe contract.

Voor de ALM-studie betekent dit het volgende:

- In de ALM-studie wordt gekeken naar de mogelijkheden het risicoprofiel te verhogen en de gevolgen hiervan voor de doelstellingen te analyseren.
- In de ALM-studie wordt gelijke aandacht besteed aan zowel de korte termijn kortingsrisico's enerzijds en de lange termijn koopkrachtverwachtingen en –risico's anderzijds.

Vanwege de verwachte ontwikkelingen rondom het pensioenakkoord en de nog weinig concrete uitwerking daarvan, wordt in de ALM-studie aandacht besteed aan de periode tot een eventuele transitie naar het nieuwe contract.

2.2 Dynamisch balansrisicomanagementbeleid (DBRM)

De doelstelling van het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid is, gegeven de risicobereidheid van het pensioenfonds, een optimum te bereiken in de evenwichtige afweging van enerzijds het streven naar een beperking van de kans op het moeten korten van pensioenaanspraken en anderzijds het streven naar een voldoende hoog en stabiel rendement ten opzichte van het rendement van de Verplichtingen, om met dit meerrendement zoveel als mogelijk is invulling te kunnen geven aan de toeslagambitie (waaronder indexatie) van het fonds.

In de optiek van het pensioenfonds is deze evenwichtige afweging afhankelijk van de hoogte van de dekkingsgraad, reden om te werken met een Dynamisch Balans Risico Management beleid. Dit beleid voorziet in een dekkingsgraadafhankelijke allocatie tussen de twee hoofdonderdelen van de portefeuille: de Matchingportefeuille en de Returnportefeuille, afhankelijk van de actuele dekkingsgraad op marktwaarde op maandultimo. Daarnaast is vooraf vastgelegd wat de strategische niveaus van de renteafdekking en afdekking van het inflatierisico zullen zijn, binnen deze dekkingsgraadregio's. Om marktschommelingen op te vangen en onnodige transacties(kosten) te voorkomen zijn bandbreedtes rond de strategische niveaus gedefinieerd.

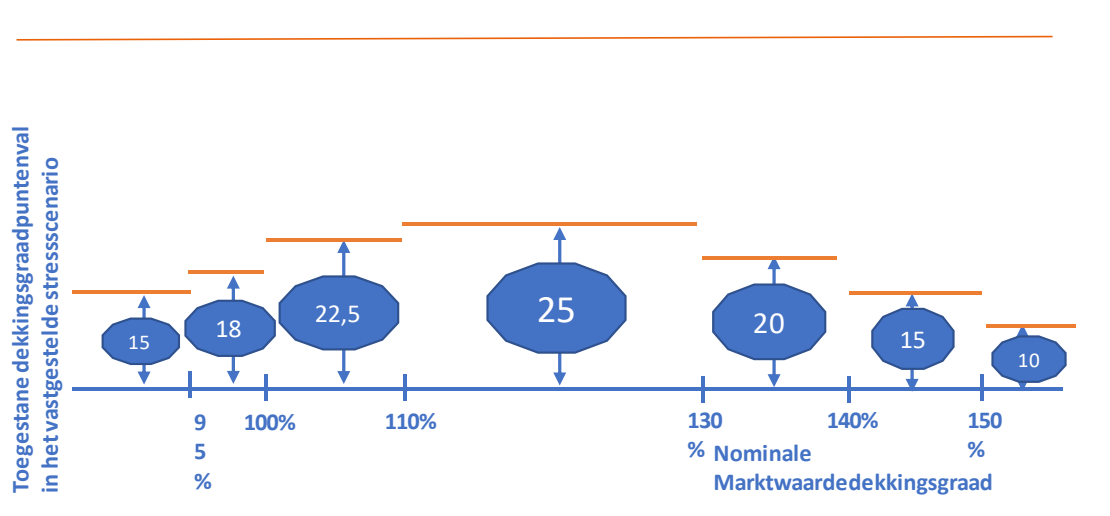
Het DBRM is opgebouwd rond het centrale idee van een dekkingsgraadafhankelijk risicobudget. Het dekkingsgraadafhankelijke risicobudget neemt af bij zowel lage als hoge dekkingsgraden. Dit heeft als doel om enerzijds, in geval van een hoge dekkingsgraad, de risico's op terugval te beperken en anderzijds het niet of te weinig nemen van risico te voorkomen, als het fonds een lage dekkingsgraad heeft ("voorkomen van een poverty trap"). Tegelijkertijd verschuift bij hogere dekkingsgraden de focus van de nominale naar de reële doelstelling van het pensioenfonds.

Een belangrijk uitgangspunt van het beleid is dat er geen sprake is van een automatisch beleid. Het geeft handvatten voor balansinvulling bij verschillende niveaus van de dekkingsgraad (de "dekkingsgraadregio's"), de in het beleid bij wijze van "default" aangegeven aanpassingen worden echter niet automatisch doorgevoerd. Aanpassingen gebeuren alleen in voorafgaand overleg en besluitvorming binnen de beleggingscommissie (BC), waarna de BC het bestuur van advies zal dienen. Het bestuur besluit of en zo ja hoe aanpassingen in de balanssturing worden doorgevoerd. Alle bevindingen en besluiten van het bestuur en de BC worden vastgelegd in notulen en rapportages. In voorkomende gevallen adviseren de Strategisch Adviseur en/of de Fiduciair Beheerder de BC en het bestuur.

Het risicobudget (het maximale risico dat het fonds bij een bepaalde dekkingsgraad wenst te lopen) is leidend in de besluitvorming door het bestuur, en heeft een aflopend karakter bij zowel lage als bij hoge dekkingsgraden. Het risicobudget wordt uitgedrukt als een maximale dekkingsgraadpuntental in een specifiek stress-scenario. Het stress-scenario is als volgt gedefinieerd:

- Een koersdaling van zowel aandelen ontwikkelde als opkomende markten met 50%;

- Zakelijke waarden (vastgoed, high-yield en emerging market debt) worden met de helft van de aandelenschok mee geschokt (25% daling);
- Een daling (directe, parallelle schok) van de marktrente over alle looptijden met 1%-punt (100 basispunten).



Figuur 6: Dynamisch Balans Risico Management beleid met het toegestaan risicobudget per dekkingsgraadregio. Boven dekkingsgraden van 130% zal de focus meer en meer gaan verschuiven naar een reëel kader in plaats van een nominaal kader; het stress scenario zal dan ook anders gedefinieerd dienen te worden.

Voor meer achtergrondinformatie over de inhoud en werking van het DBRM wordt hier kortheidshalve verwezen naar het separate beleidsdocument.

2.3 ALM-beleid

De eerste stap in het beleggingsproces is het bepalen van het strategische (hoog over) beleggingsbeleid, gebaseerd op een ALM-studie; een studie waarin de hele financiële opzet van het fonds (premie-, indexatie- en beleggingsbeleid) integraal wordt getoetst.

Begin 2021 heeft PFSR, conform de governance beleggingen van het fonds, een ALM-studie laten uitvoeren door Strategisch Adviseur Ortec Finance. Het bestuur heeft de uitgangspunten voor de studie geformuleerd en vastgesteld. Daarbij heeft het bestuur zich laten adviseren door de Beleggingscommissie en is tevens gebruik gemaakt van de inzichten van de Fiduciair Beheerder. Tot slot heeft er afstemming met de betrokken werkgevers plaatsgevonden met betrekking tot aspecten op het gebied van deelnemersbestanden en het verwachte verloop daarin. Deze uitgangspunten hebben betrekking en/of zijn gebaseerd op:

- A. De financiële positie van het fonds bij aanvang van de ALM-studie, de inhoud van de pensioenregeling en het deelnemersbestand, inclusief salarisgegevens;
- B. De demografische veronderstellingen;
- C. De algemene financieel-economische veronderstellingen op macro niveau en per voor het fonds relevante beleggingscategorieën, waaronder ook correlaties tussen beleggingscategorieën;
- D. Het Dynamisch Balansrisicomanagement beleid van het pensioenfonds (paragraaf 2.2).

De gehanteerde uitgangspunten zijn vastgelegd in een apart document bij de ALM-studie.

In de ALM-studie is aandacht besteed aan:

- Nulmeting: Toetsing van het bestaande strategische beleggingsbeleid, inclusief risicoafdekkingen (hedgebeleid);
- Toetsing toegevoegde waarde van dynamisch beleid, het DBRM;
- Analyse en bepaling van het mogelijke en gewenste risicobudget (passend bij de risicohouding) en het beoogde en mogelijk te behalen overrendement (ten behoeve van de realisatie van de financiële ambities van het fonds) op basis van:
 - Een dekkingsgraad afhankelijk dynamisch balansrisicomanagement;
 - Vertaling van het risicobudget naar een, variabele, SAA, verdeeld over een Matching- en een Returnportefeuille, onderverdeeld naar samenstellende beleggingscategorieën en inclusief strategische niveaus van afdekking met betrekking tot rente-, inflatie-, valuta- en aandelenrisico.

2.4 ALM uitkomsten: Beleggingsbeleid, solvabiliteit en pensioenresultaat

In de ALM-studie is onderzoek gedaan op welke wijze, op basis van het bestaande risicoprofiel en het dynamische balansrisicomanagementbeleid, het strategisch beleggingsbeleid, inclusief risico-afdekkingen, zodanig kan worden vastgesteld dat daarmee wordt voldaan aan de beleggingsdoelstellingen van het fonds, met inbegrip van de “Investment Beliefs” en de algemene uitgangspunten voor de studie, zoals deelnemersbestands- en demografische gegevens, economische assumpties en de investment cases per beleggingscategorie (zie ook paragraaf 2.5).

Binnen de ALM-studie is vervolgens eerst gekeken naar de (on-)mogelijkheden van de gestelde ambities en risicohouding bij voortzetting van het bestaande beleid. Hieruit zijn de volgende conclusies gevloeid:

- De korte termijn dekkingsgraadrisico's zijn reëel. De startsituatie, met een marktwaarde dekkingsgraad van net onder 110%, beperkte verwachte rentestijging en weinig risicovol beleggingsbeleid zorgen voor een beperkt herstel van de dekkingsgraad op korte termijn. Hierdoor zijn de risico's, uitgedrukt als kans op een dekkingsgraad onder de 100%, tijdens de transitieperiode naar een nieuw pensioenstelsel substantieel.
- Indexatierisico's zijn indirect een verlengde van het dekkingsgraadrisico. Korte termijn indexatierisico's (1-5 jaar) zitten met name in lagere indexatie dan de jaarlijkse ambitie en is er weinig indexatieperspectief. De kortingsrisico's zijn daarentegen wel beperkt.
- Onder de bestaande premiestelling kan volledige opbouw bijna niet worden gerealiseerd. De doelstelling van het fonds omtrent opbouwambitie lijkt hiermee niet haalbaar.

De belangrijkste statistieken onder het bestaande (strategisch 2018-2020) beleid zijn in onderstaande tabel samengevat, voor zowel de korte als lange termijn:

ALM resultaten	Strategisch beleid 2018-2020	
	2025	2035
Rendement		
Overrendement (Geometrisch gem.)	0.1%	0.7%
Overrendement (St. dev.)	7.8%	7.9%
Solvabiliteit		
Nominale dekkingsgraad (Mediaan)*	111%	124%
Nominale dekkingsgraad (VaR 5%)*	93%	101%
Kans op dekkingsgraad < 100%*	19%	4%
Premie		
Zuiver kostendekkende premie (Gem.)	41%	48%
Gedempte kostendekkende premie (Gem.)	27%	38%
Feitelijke premie (Gem.)	24%	23%
Opbouwpercentage (Gem.)	1.19%	1.03%
Toeslagen		
Gegeven indexatie (Gem.)	0.4%	0.8%
Indexatie ambitie (Gem.)	0.9%	1.3%
Koopkracht (Mediaan)*	99%	98%
Koopkracht (VaR 5%)*	91%	76%
Korten		
Padkans op korting	9%	23%
Kans op korting	2.6%	8.8%
Omvang korting (Gem.)	0.4%	0.9%

*Einde v/d periode

Figuur 7: ALM-uitkomsten voor het Strategisch beleid 2018-2020

De hoofddoelstelling van de ALM-studie was te onderzoeken of het beleggingsbeleid zodanig kon worden vormgegeven dat deze optimaal aansluit bij de gestelde ambitie en risicohouding. Hiertoe is binnen de ALM-studie bekeken wat de impact is van alternatieve invullingen van de verhouding tussen de Matching- en Returnportefeuille, de invulling van de renteafdekking en de samenstelling van de Matching- en Returnportefeuille.

Hieruit volgen de volgende conclusies:

- Op lange termijn zien we dat een dynamisch beleid (DBRM) voor zowel de verhouding Matching-versus Returnportefeuille als de renteafdekking efficiënter is dan een vast beleid: De koopkracht uitkomsten in zowel de verwachting als een slechtweer scenario op lange termijn verbeteren hierdoor.
- Uit de herijking van de risicohouding kwam ook duidelijk de wens van het bestuur en sociale partners naar voren om risico toe te voegen binnen de beleggingsportefeuille. Het bestaande risicoprofiel voldoet hier op dit moment niet aan. Het verhogen van de weging van de Returnportefeuille zorgt op hoofdlijnen voor een verbetering van de resultaten. Zowel op korte als lange termijn neemt de verwachting van dekkingsgraad en koopkracht toe en leidt voor de getoonde varianten niet tot een aanzienlijke toename van risico's.
- Het bestaande renterisicoafdekkingsbeleid lijkt in termen van de ALM efficiënt te zijn. Zowel een verhoging als verlaging van de afdekking leidt op lange termijn tot een hoger koopkrachtrisico.
- De bestaande samenstelling van zowel de Matching- als de Returnportefeuille is al zeer goed te noemen, hierin zijn slechts beperkte verbeteringen mogelijk. De belangrijkste verbetering kan

worden bereikt door uitbreiden van de allocatie naar hypotheke binnen de Matchingportefeuille, ten koste van de staatsobligatieportefeuille en de spread portefeuille.

- De allocatie naar Bank Loans afbouwen kan zonder significante wijzigingen in het risicoprofiel van de Returnportefeuille. Hierbij leidt een herallocatie naar High Yield tot de kleinste wijziging van het risicoprofiel en kan dit binnen de wettelijke kaders, als gevolg van het reservetekort waarin PFSR ten tijde van de ALM-studie verkeert, direct worden vormgegeven.

Vanuit de conclusies uit de ALM-studie volgen de volgende aanbevelingen voor aanpassingen van het strategische beleggingsbeleid:

- De allocatie naar de Returnportefeuille kan over de hele dynamische staffel met circa 10%-punt worden uitgebreid.
- Binnen de Matchingportefeuille kan de allocatie naar hypotheke verder worden uitgebreid naar (op moment van de ALM-studie) circa 15% van de Matchingportefeuille ten koste van, naar rato, staatsobligaties en de overige vastrentende waarden in de Matchingportefeuille.
- De allocatie naar Bank Loans te heralloceren naar High Yield¹.

Deze aanbevelingen in het strategische beleggingsbeleid zorgen voor de volgende uitkomsten, vergeleken met het strategisch beleid in de periode 2018-2020:

ALM resultaten	Str. beleid 2018-2020		ALM-voorstel	
	2025	2035	2025	2035
Rendement				
Overrendement (Geometrisch gem.)	0.1%	0.7%	0.8%	1.2%
Overrendement (St. dev.)	7.8%	7.9%	8.7%	8.8%
Solvabiliteit				
Nominale dekingsgraad (Mediaan)*	111%	124%	115%	131%
Nominale dekingsgraad (VaR 5%)*	93%	101%	93%	101%
Kans op dekingsgraad < 100%*	19%	4%	16%	4%
Premie				
Zuiver kostendekkende premie (Gem.)	41%	48%	42%	49%
Gedempte kostendekkende premie (Gem.)	27%	38%	27%	39%
Feitelijke premie (Gem.)	24%	23%	24%	23%
Opbouwpercentage (Gem.)	1.19%	1.03%	1.17%	1.01%
Toeslagen				
Gegeven indexatie (Gem.)	0.4%	0.8%	0.6%	1.0%
Indexatie ambitie (Gem.)	0.9%	1.3%	0.9%	1.3%
Koopkracht (Mediaan)*	99%	98%	100%	102%
Koopkracht (VaR 5%)*	91%	76%	92%	78%
Korten				
Padkans op korting	9%	23%	7%	19%
Kans op korting	2.6%	8.8%	1.9%	7.0%
Omvang korting (Gem.)	0.4%	0.9%	0.4%	1.0%

*Einde v/d periode

Figuur 8: ALM-uitkomsten voor het nieuwe ALM-beleid

Gegeven het reservetekort van PFSR ten tijde van de besluitvorming over de ALM-studie, kunnen de eerste twee aanbevelingen pas na herstel uit het reservetekort worden gerealiseerd. De Strategisch Adviseur heeft daarom het volgende voorgesteld:

- De afbouw van Bank Loans kan per direct worden gerealiseerd binnen de VEV-restrictie;
- Wanneer het fonds uit reservetekort is, stelt Ortec Finance voor eerst de ruimte te gebruiken om de hypothekeportefeuille te verhogen en vervolgens de Returnportefeuille te verhogen. Merk hierbij

¹ Merk op dat dit in het voorstel en besluit over de SAA is gewijzigd in afbouw Bank Loans naar Niet-beursgenoteerd Vastgoed.

op dat de implementatie de allocatie naar hypotheeken niet verder verhoogd wordt dan onder de nieuw beoogde verhouding tussen de Matching- en Returnportefeuille wenselijk is, om te veel (tijdelijke) transacties te voorkomen.

Het bestuur heeft deze uitkomsten van de ALM-studie en voorstellen overgenomen en – na vertaling in een SAA en een implementatieplan – overeenkomstig besloten, waarover in paragraaf 2.6 meer.

2.4.1 Klimaatscan

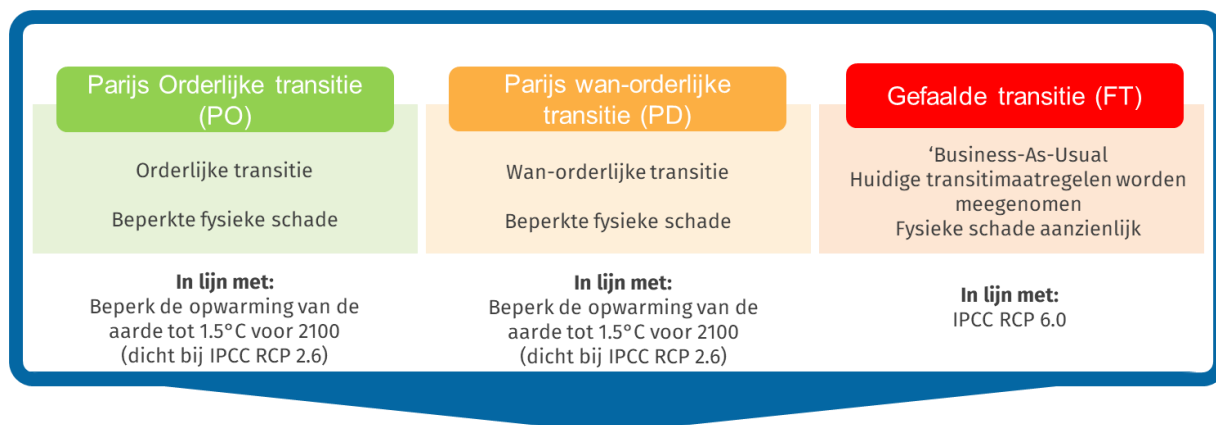
Klimaatverandering zal met een grote kans een impact hebben op de economie en financiële markten. Zowel via transitie maatregelen van overheden en bedrijven om de CO² uitstoot te verminderen, alsmede de impact van extreme weersomstandigheden (hevige storm en regenbuien, hitte- en koudegolven) en zeespiegelstijging.

Als onderdeel van de ALM-studie is een klimaatscan uitgevoerd door de Strategisch Adviseur. De analyse dient inzicht te geven in de robuustheid van het beleid van het pensioenfonds voor verschillende mate van opwarming van de aarde. Voor een drietal klimaatscenario's worden de volgende onderzoeksvragen beantwoord:

- Wat is het effect van klimaatverandering als systeemrisico op het risico/rendementsprofiel per beleggingscategorie (op hoofd niveau) en de PFSR ALM-maatstaven voor kandidaat-portefeuilles uit de ALM-studie?
- Hoe robuust zijn de kandidaat-beleidsvarianten voor verschillende mate van opwarming van de aarde?
- Welke beleidsalternatieven mitigeren deze systeem risico's?

Bij het in kaart brengen van de effecten van klimaat gerelateerde risico's op de portefeuille is het internationale 'best practice' om meerdere klimaatveranderingspaden door te rekenen. Ortec Finance heeft in samenwerking met gerenommeerde macro-model expert Cambridge Econometrics drie klimaat scenario's ontwikkeld:

- Ordelijk Transitie in lijn met de Parijs klimaatdoelstellingen;
- Wanordelijke transitie in lijn met de Parijs klimaatdoelstellingen;
- Gefaalde transitie.



Figuur 9: Beschrijving klimaatscenario's Ortec Finance

In deze scenario's zijn zowel transitie kansen en risico's (beleid & technologie) als fysieke risico's (extreme weersomstandigheden en graduele effecten) verwerkt.

Vervolgens is per klimaat scenario de jaarlijkse toekomstige impact op de economie en financiële markten (beleggingsrendementen) gekwantificeerd. Hiermee is het mogelijk inzicht geven in de impact van klimaatverandering op de ontwikkeling van de dekkingsgraad voor zowel de korte, middellange als lange termijn.

De belangrijkste conclusies uit de onderzoeksvraag over effect van klimaatverandering als systeemrisico zijn hieronder samengevat:

- In het Paris Orderly scenario is de impact van klimaatverandering gering, het beleggingsbeleid is hiervoor robuust. Door een licht hogere verwachte inflatie, gedreven door investeringen in low-carbon technologieën, blijft de koopkracht op een 15-jarige horizon respectievelijk 1% achter t.o.v. het basisscenario. Ten opzichte van de andere klimaatpaden is dit het meest positieve scenario voor het pensioenfonds.
- In een Paris Disorderly scenario kan de impact op de koopkracht aanzienlijk zijn, met name door de verwachte schok op de financiële markten en resulterende verliezen op aandelenrendementen. De fluctuaties in dekkingsgraad en toeslagen ligt echter binnen de “normale” onzekerheid waarmee binnen ALM-studies rekening wordt gehouden. De lange termijn situatie van dit scenario, voorbij de ALM-horizon, is wel gunstig voor de deelnemers
- De financiële positie en koopkracht wordt op de lange termijn het hardst geraakt in het Failed Transition scenario, echter op de 15-jaars ALM-horizon is de impact van fysieke klimaat risico's nog beperkt.

De conclusies over de robuustheid in relatie tot de verschillende mate van opwarming van de aarde (PO, PD, FT) voor het basisbeleid, zijn in vergelijkbare mate van toepassing op de in de ALM onderzochte beleidsalternatieven. Op een 15-jaars horizon kan het risico van een sentiment shock op de financiële markten, in reactie op het besef van de impact van transitie naar duurzame economie, materieel zijn.

In de ALM-studie zijn ook financiële stressscenario's onderzocht. Voor het fonds is de impact van de financiële stressscenario's vooralsnog groter dan die van de klimaatscenario's. De impact van de klimaatscenario's, het Failed Transition scenario in bijzonder, neemt echter nog wel toe op langere termijn.

Het bestuur heeft uitgebreid vergaderd en overleg gevoerd over de ALM bevindingen en uitkomsten, in samenhang met die van de binnen de ALM uitgevoerde klimaatscan, en heeft geconcludeerd dat het fonds nadrukkelijk voortdurend oog dient te hebben voor de impact van klimaatrisico's op de portefeuille en de algemene financiële situatie van het fonds, omdat die impact zeer substantieel kan zijn. Maar dit heeft, vooralsnog, geen gevolgen voor de Strategische Asset Allocatie, zoals die nu op basis van de recente ALM is bepaald.

2.5 Investment cases

Voordat het ALM-beleggingsbeleid meer gedetailleerd ingevuld kan worden en een Strategische Asset Allocatie (SAA) kan worden vastgesteld, zijn allereerst de investment cases nodig. Dat wil zeggen: Duidelijkheid over de keuzes van het pensioenfonds ten aanzien van het wel of niet beleggen in bepaalde beleggingscategorieën en de karakteristieken van die beleggingscategorieën.

Parallel aan de uitgevoerde ALM-studie heeft PFSR, in samenwerking met de Strategisch Adviseur en Fiduciair Beheerder, voor alle investeerbare, door het fonds geselecteerde beleggingscategorieën een investment case opgesteld en die zijn vervolgens vastgesteld door het bestuur als onderdelen/bijlagen van het Strategisch Beleggingsplan.

Het betreft de volgende beleggingscategorieën: Core LDI beleggingen (incl. euro staatsobligaties), Investment Grade Credits, NL Woninghypotheken, Asset Backed Securities, Aandelen Ontwikkelde Markten, Aandelen Opkomende Markten, High Yield, Emerging Markets Debt, (niet-beursgenoteerd) Vastgoed.

Voor aanvang van de ALM-studie is door het bestuur (op advies van de BC) al vastgesteld dat andere beleggingscategorieën niet in aanmerking komen voor opname in de portefeuille. Noemenswaardig hierbij zijn:

- Bank Loans: tot 2021 wel onderdeel van de SAA, maar geschrapt om twee belangrijke redenen: Het is een categorie waarin MVB onvoldoende kan worden toegepast en uit analyses bleek de toegevoegde waarde in termen van risico/rendement te beperkt;
- Private Equity: Heeft weliswaar goede rendementsvooruitzichten, maar is een categorie met relatief hoge kosten, is in hoge mate illiquide en vraagt extra governance budget en is reputatie sensitief;

- Commodities: Potentiële diversificatievoordelen worden onderkend, maar het verwachte rendement is relatief laag en er zijn grote zorgen en twijfels over MVB-aspecten bij deze categorie.

In de investment cases wordt een beleggingscategorie getoetst op de voor het bestuur belangrijke kenmerken, zoals onder andere het verwachte risico en rendement, de diversificatie eigenschappen, mogelijkheden om MVB-beleid door te voeren en in hoeverre de categorie overeenstemt met de investment beliefs van het pensioenfonds.

Daarnaast is (voor de investeerbare categorieën) een kaderstelling vastgesteld waarin voorwaarden opgenomen zijn voor de specifieke invulling van een categorie door een beleggingsfonds of -mandaat. In deze kaderstelling is ook opgenomen welke benchmarks het pensioenfonds wenst te hanteren voor de specifieke beleggingscategorieën.

2.6 Strategische Asset Allocatie, portefeuilleconstructie

In de ALM-studie zijn de belangrijkste parameters van het dynamisch balansrisicomanagementbeleid vastgesteld, dat wil zeggen de strategische asset allocatie per dekkingsgraadregio en de risico afdekkingspercentages.

Beleggingscategorie	Nominale focus				Reële focus		
Dekkingsgraadregio	<100%)	[100% - 110%)	[110% - 120%)	[120%- 130%)	[130%- 140%)	[140%- 150%)	150%- 170%
Matchingportefeuille	68.5%	63.5%	63.5%	58.5%	58.5%	63.5%	68.5%
Returnportefeuille	31.5%	36.5%	36.5%	41.5%	41.5%	36.5%	31.5%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Marktrisico	Nominale focus				Reële focus		
Dekkingsgraadregio	<100%)	[100% - 110%)	[110% - 120%)	[120%- 130%)	[130%- 140%)	[140%- 150%)	150%- 170%
Renterisico Obligaties en renteswaps	70%	70%	70%	70%	90%	110%	130%
Risicoafdekking optievariant Renteswaptions	0%	0%	0%	10%	10%	30%	30%
Inflatierisico Inflation linked bonds en inflatieswaps	0%	0%	0%	20%	20%	40%	50%

Figuur 10: ALM-beleid vertaald in de invulling van het DBRM

De Strategische Asset Allocatie studie (SAA-studie) is erop gericht om de allocaties naar de Matching- en Returnportefeuille meer gedetailleerd in te vullen. Deze processtap wordt ook vaak portefeuilleconstructie genoemd.

Op basis van de conform het dynamisch balansrisicomanagementbeleid mogelijke dekkingsgraadpunten-terugval, op basis van de dekkingsgraadregio 100-110%, is het risicobudget vastgesteld. Daarna is door middel van analyses nagegaan of verbetering van het beleggingsrendement van de portefeuille mogelijk is bij een gelijkblijvend risiconiveau, waarbij laatste gemeten is aan de hand van het Strategisch Vereist Eigen Vermogen (VEV).

Zowel de Strategisch Adviseur als de Fiduciair Beheerder hebben hun visie ten aanzien van de SAA met het pensioenfonds gedeeld.

Op basis van de verstrekte inzichten en adviezen van de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder heeft de beleggingscommissie de volgende Strategische Asset Allocatie voorgesteld aan het bestuur en heeft het bestuur deze ook goedgekeurd.

Het betreft de SAA voor de (marktwaarde) dekkingsgraadregio 100- 110%, met een normverdeling van 63,5% Matchingportefeuille en 36,5% Returnportefeuille plus bandbreedtes voor de hoofd- en deelportefeuilles:

	SAA 2021	min	max
Matchingportefeuille	63,5%	60,5%	66,5%
Core LDI	35,0%	32,0%	38,0%
Corporate Credits	9,5%	7,5%	11,5%
Collateralized bonds	3,5%	1,5%	5,5%
ABS	5,5%	3,5%	7,5%
NL hypotheek	10,0%	8,0%	12,0%
Returnportefeuille	36,5%	33,5%	39,5%
Aandelen ontw	10,0%	8,0%	12,0%
Aandelen opk	10,0%	8,0%	12,0%
High yield	3,5%	2,5%	4,5%
EMD (HC)	5,0%	4,0%	6,0%
Vastgoed	8,0%	6,0%	10,0%
Totaal	100,0%		

Figuur 11: Strategische Asset Allocatie met allocatiebandbreedtes

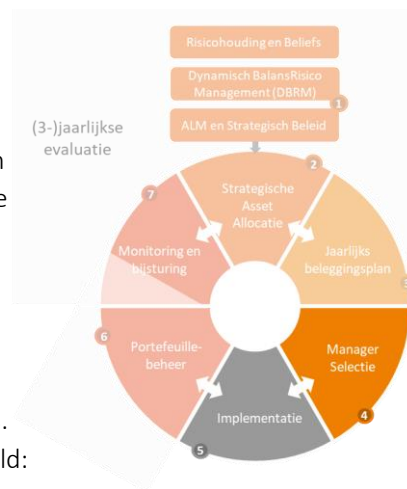
3. Manager selectie en implementatie beleggingsbeleid

3.1 Manager selectie en monitoring

Veel van de werkzaamheden rondom manager selectie en monitoring is uitbesteed aan de Fiduciair Beheerder. Binnen NNIP liggen deze werkzaamheden bij het gespecialiseerde Altis, dat als apart team onafhankelijk, op afstand van de vermogensbeheerteams van NNIP opereert.

Het pensioenfonds blijft 'in control' door de output van de Fiduciair Beheerder (en Altis) te beoordelen, zelfstandig een eigen mening te vormen en besluiten te nemen. Hierbij staan de volgende aspecten centraal:

- Startpunten zijn de SAA en de investment beliefs van het pensioenfonds.
- Managers worden niet enkel op hun investment performance beoordeeld:
 - Naast Investment Due Diligence (IDD) zijn Operational Due Diligence (ODD) en ESG Due Diligence volledig onderdeel van dit proces.
- Het pensioenfonds besteedt grondige aandacht aan ESG, met impactmeting en uitgebreide analyses.
- Ook wordt gekeken of een manager/strategie complementair is aan de bestaande mix van managers en strategieën.



Een selectietraject van managers en beleggingsoplossingen wordt begeleid door het pensioenbureau en de Fiduciair Beheerder. Hierbij worden de volgende stappen doorlopen:

Selectieproces

Het selectieproces bestaat uit een aantal fases. Hieronder worden deze kort toe gelicht:

Fase 1: Specifieke wensen van het pensioenfonds

Gezamenlijk met de Beleggingscommissie worden door het pensioenbureau en de Fiduciair Beheerder de search criteria vastgesteld op basis van onder andere de beleggingsbeginselen van het pensioenfonds, en de investment case met kaderstelling.

Fase 2: Total List

De tweede fase in het manager selectieproces is het samenstellen van het universum aan beschikbare managers en strategieën van de relevante beleggingscategorie. Op basis van de randvoorwaarden van het pensioenfonds wordt een 'Total list' samengesteld. Het resultaat is een universum van zo'n 50 tot 300 managers (afhankelijk van de betreffende beleggingscategorie), die de 'Total List' vormt.

Fase 3: Work List

Kwalitatieve analyse op 10-50 managers. Belangrijkste punten: analyse van het track record ("luck vs. skill") met behulp van factormodellen op het interne analyseplatform van de Fiduciair Beheerder en kwalitatieve beoordeling van het beleggingsteam en -proces.

Fase 4: Long List

Analyse van 4 tot 10 managers. Diepgaande analyse van kwantitatieve data, zoals de complete historie van de maandelijke onderliggende posities van het fonds. Er worden meerjarige 'holdings-based' attributies gemaakt om de exacte bronnen van rendement te achterhalen en meer inzicht te krijgen in de bronnen van risico en in de mate van consistentie, stijfheid van de manager.

Beoordeling van de Altis “Request for Proposal, waarin voornamelijk de Investment Due Diligence (IDD) wordt uitgevoerd waarbij onder andere organisatie, team, beleggingsproces, operationele processen, risicomanagement en juridische aspecten worden beoordeeld.

Het ESG beleid en Operational Due Diligence (ODD) worden via aparte uitvragen beoordeeld.

Fase 5: Short List

Onsite due diligence door Altis bij de kleine groep managers op de short list; veel aandacht voor ODD; uitvoerige ‘Manager Scorecard’, met scores voor onder andere organisatie, beleggingsteam, beleggingsproces, product en investeerbaarheid en vaardigheden van de manager om de markt op lange termijn te verslaan, of in geval van een passieve strategie, om de gekozen benchmark te repliceren. Tevens wordt een ESG Scorecard opgesteld, waarin zowel de organisatie alsook de strategie op ESG criteria beoordeeld wordt. Tenslotte wordt ook een ODD scorecard opgesteld.

2 tot 4 managers vormen de ‘Short List’. Dit zijn de managers waarin volgens het advies van NNIP/Altis ook daadwerkelijk belegd kan worden. Bij de samenstelling wordt expliciet gekeken naar strategieën die onderling verschillend zijn qua beleggingsstijl of –filosofie.

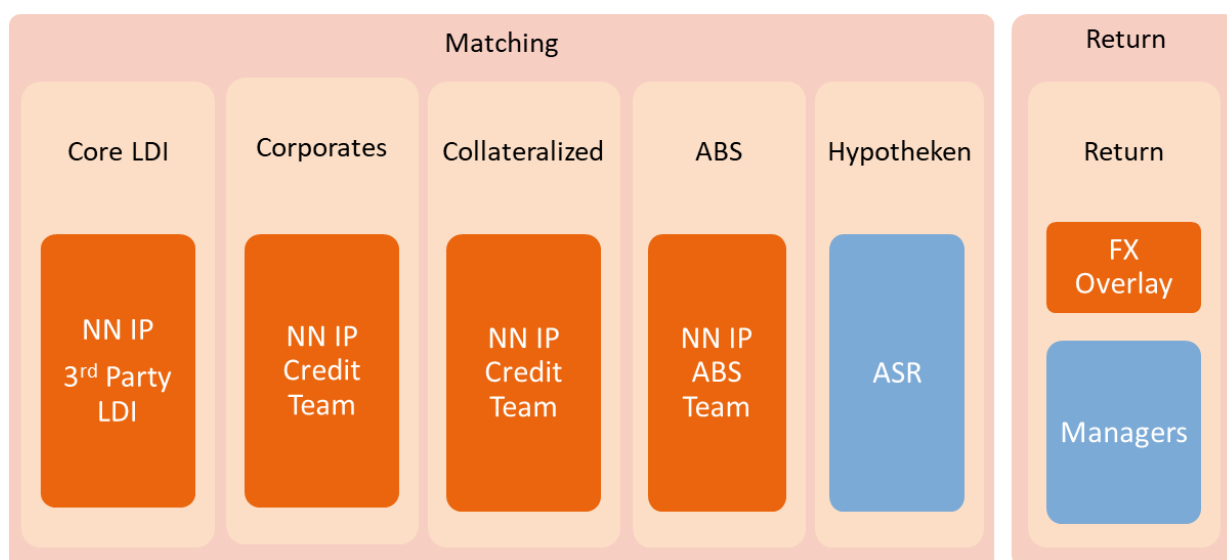
De Fiduciair Beheerder en Altis adviseren de BC over het selecteren en aanstellen van één of meerdere managers, en de specifiek te selecteren beleggingsoplossing.

Selectiecriteria

De selectiecriteria waarmee Altis rekening houdt in de procedure komen uit diverse bronnen. Belangrijk zijn de criteria die zijn opgenomen in de kaderstellingen bij de investment cases. Ten tweede heeft Altis eigen criteria, zoals bijvoorbeeld omvang van een vermogensbeheerder, minimaal track record, etc. Tot slot kunnen er criteria voortkomen uit andere onderdelen van het beleid van PFSR, zoals criteria ten aanzien van securities lending.

Manager line-up

De hoofdstructuur van de beleggingsportefeuille is als in onderstaande tabel ingevuld door fondsen en mandaten van verschillende vermogensbeheerders:



Figuur 12: investeringsstructuur PFSR

Beleggingscategorie	Vermogensbeheerder en naam Instrument	Benchmark	SFDR classificatie
Matching liquide			
Core LDI	NN IP - LDI Mandate <i>met daarbinnen ook BlackRock - ICS Euro Liquidity Fund (Premier Acc TO)</i>	*	8
Corporate credits IG	NN IP - Credit Mandate	Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate TR Index	8
Collateralized bonds	NN IP - Covered Bond Mandate	Barclays Capital Euro-Aggregate Securitized – Covered index	6
ABS	NN IP - Asset Backed Securities Mandate	Bloomberg Barclays Euro ABS Bond Index AAA Dutch RMBS	6
Matching illiquide			
NL woninghypotheken	a.s.r. - Hypotheekfonds 100% niet-NHG	Swap benchmark	8
Return liquide			
Aandelen ontwikkeld	ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity Europe (A, FGR)	MSCI Europe NTR Index	9
Aandelen ontwikkeld	ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity North America (A, FGR)	MSCI North America NTR Index	9
Aandelen ontwikkeld	ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity Pacific	MSCI Pacific NTR Index	9
Aandelen opkomend	JP Morgan – Emerging Markets Sustainable Equity	MSCI EM NTR Index	8
Aandelen opkomend	Goldman Sachs – Emerging Markets Equity (ESG)	MSCI EM NTR Index	8
Emerging Market Debt (hard currency)	BlackRock - ESG Emerging Markets Bond Fund I2 (EUR Hedged)	JPM EMBI Global Diversified Index (EUR hedged)	8
High Yield	Robeco - High Yield Bonds (I EUR- H)	Bloomberg Barclays US Corporate High Yield & Pan-European High Yield ex Financials 2.5% issuer cap index (EUR hedged)	8
Return illiquide			
Niet-beursgenoteerd Vastgoed	CBRE - Pan European Core Fund (XP_A)	3M Euribor + 300 bps	8
Niet-beursgenoteerd Vastgoed	LaSalle - ENCORE+EUROPEAN PROPERTY FUND	3M Euribor + 300 bps	8
Alternative investments	ACTIAM - MICRO FINANCE FUND 2	Gerealiseerd rendement	9
Alternative investments	ACTIAM - MICRO FINANCE FUND	Gerealiseerd rendement	9

Figuur 13: overzicht (invulling) beleggingscategorieën portefeuille PFSR

*) De core LDI portefeuille fungeert als ‘completion portfolio’ voor de uitvoering van het renteafdeckingsbeleid. Hiervoor wordt een benchmark gedefinieerd op het totaal van de Matchingportefeuille (liquide en illiquide), gebaseerd op de af te dekken verplichtingen.

Tijdens de transitiefase naar de nieuwe SAA zijn ook de beleggingen in Robeco (Active Quant Emerging markets), Vanguard (EM index fund), Schroders (ISF emerging markets) en Barings (Global Loan Fund) nog toegestaan in de portefeuille.

Manager monitoring

Het monitoringproces van Altis sluit aan op het bovenstaand omschreven selectieproces. Elk kwartaal ontvangt het pensioenfonds Altis-factsheets met kwantitatieve en kwalitatieve analyses en de opinie/beleggingsoordeel van de Fiduciair Beheerder. Daarnaast ontvangt het pensioenfonds een ESG Risk Monitor, eveneens elk kwartaal gepubliceerd. De ODD- en ESG-analyses op manager- en strategieniveau, ontvangt het pensioenfonds op jaarbasis. Periodiek wordt met de Fiduciair Beheerder besproken of de managers & beleggingsoplossing in portefeuille nog voldoen aan de verwachtingen en of een wisseling van manager van toegevoegde waarde kan zijn. In het monitoringsproces ligt de nadruk op de volgende aspecten:

- Stabiliteit van de organisatie en het team;
- Beleggingsfilosofie, de implementatie hiervan in het beleggingsproces en de consistente uitvoering van het beleggingsproces in de beleggingsportefeuille;
- Performance attributie mede op basis van een holdings-based analyse methodiek;
- Portefeuille positionering, waarbij de holdings-based analyse ‘stijldrift’ in een vroegtijdig stadium kan detecteren;
- Aard van de performance en actief risico, waarbij Altis beoordeelt of het rendement en ‘bronnen van alpha’ overeenstemmen met hetgeen mocht en mag worden verwacht van de strategie;
- ESG integratie;
- Analyse van niet-financiële risico’s (ODD).

Monitoring en evaluatie van operationele aspecten en niet-financiële risico's (ODD) van vermogensbeheerders vindt het pensioenfonds van groot belang. Namens het pensioenfonds stuurt de Fiduciair Beheerder jaarlijks een omvangrijke vragenlijst (ruim 500 vragen) naar managers, met aandacht voor elementen zoals weergegeven in onderstaande tabel:

Categorie	Subonderdelen zijn onder andere:
1. Algemene informatie	Juridische structuur, eigendomsverhouding, governance en verantwoordelijkheden
2. Corporate transparency	Jaarverslagen, verzekeringen, key man risk en opvolgingsplanning, beloningsbeleid
3. Front office	Trading systemen, best execution, record-keeping
4. Back office	Pre- and post-trade compliance, performance measurement en reconciliatie
5. Compliance & legal	Comités en rapportagelijnen, breaches en claims, integriteit, AML, KYC
6. Risk management	Beleid, incident management, selectie en monitoring van tegenpartijen
7. Third party oversight	Uitbestedingsbeleid, selectieprocessen, overzicht en governance
8. IT & technology	Cyber security, toegang tot systemen, BCM en disaster recovery
9. Illiquide beleggingen	Sourcing, waardering, cash management, capital calls & distributies

Figuur 14: ODD research onderdelen van Altis

Veranderingen bij managers kunnen in een vroeg stadium worden geïdentificeerd, omdat het monitoringsproces een continu proces is, waarbij de actuele ontwikkelingen bij een manager elk kwartaal formeel in de Altis Scorecard worden weergegeven en waarbij tussentijds veelvuldig contact met de manager is.

De wijze waarop ESG vereisten worden gemonitord:

Altis monitort dat de vermogensbeheerders in het dagelijkse portefeuillebeheer het MVB-beleid van het pensioenfonds uitvoeren. Altis kan daartoe onder andere lookthrough analyses uitvoeren en rapporteert daarover kwartaallijks door middel van de ESG Risicomonitor, waarin onder andere de ESG footprint van uw portefeuille wordt getoond. Dit gebeurt op geaggregeerd niveau over ESG risico's en CO2 uitstoot, waterverbruik en afval. Deze analyses zijn beschikbaar op portefeuille niveau voor aandelen en obligaties.

Daarnaast maakt Altis ESG scorecards voor vermogensbeheerders en voor specifieke beleggingsstrategieën. Deze scorecards geven inzicht in welke mate een beheerder de integratie van ESG aspecten belangrijk vindt, hier daadwerkelijk naar handelt en in welke mate ESG is doorgevoerd in de beleggingsstrategie zelf. Verder rapporteert Altis of de vermogensbeheerders schendingen hebben begaan ten aanzien van het uitsluitingenbeleid van het pensioenfonds.

3.2 Implementatie SAA 2021

Op basis van de uitkomsten van de ALM- en SAA-studies heeft het fonds besloten de strategische mix op een aantal punten aan te passen:

- 1) Uitbreiding van de beleggingen in hypotheke (ten laste van Core LDI)
- 2) ABS licht uitbreiden naar nieuwe norm
- 3) (volledige) verkoop van Bank loans
- 4) Uitbreiding van niet-beursgenoteerd vastgoed
- 5) Beperkte verschuiving van EMD naar HY

	SAA 2021	Oude Mix
Matchingportefeuille	63,50%	63,50%
Core LDI	35,00%	39,70%
Corporate Credits	9,50%	9,50%
Collateralized bonds	3,50%	3,50%
ABS	5,50%	5,40%
NL hypotheke	10,00%	5,40%
Returnportefeuille	36,50%	36,50%
Aandelen ontwikkelde markten	10,00%	10,00%
Aandelen opkomende markten	10,00%	10,00%
High yield	3,50%	3,00%
EMD (HC)	5,00%	5,50%
Bank loans	0,00%	3,00%
Vastgoed	8,00%	5,00%
Totaal	100,00%	100,00%

(1) Matchingportefeuille, NL woninghypotheke:

Uitbreiding van de allocatie van 5% naar 10% van het totale vermogen van het fonds, volledig in te vullen door extra commitments te verstrekken aan de huidige beheerder a.s.r. vermogensbeheer voor het a.s.r. Hypotheekfonds non-NHG. Gegeven de gelijkenissen tussen aanbieders op de Nederlandse woninghypotheke markt is er geen doorslaggevende reden om naast a.s.r. een tweede manager aan te stellen.

(2) Matchingportefeuille, ABS:

Implementeren via nieuwe beleggingsrichtlijnen en regulier Herbalanceringsbeleid in het huidige mandaat van NNIP.

(3) Returnportefeuille, Bank Loans:

Uit eerdere analyses is gebleken dat binnen het Bank Loans fonds van beheerder Barings weinig aan MVB wordt/kan worden gedaan. Na de overstap naar NNIP als Fiduciair Beheerder is ook daar de vraag gesteld of er mogelijkheden zijn het MVB-profiel van deze beleggingscategorie te verbeteren, maar op dit moment lijken die mogelijkheden in de markt beperkt te zijn.

In de SAA-analyses is onderzocht of het schrappen van de gehele beleggingscategorie Bank Loans een significant negatief effect zou hebben op het risico-rendementsprofiel van de portefeuille. Dit bleek niet het geval, waarna het besluit is genomen om de allocatie naar Bank Loans af te bouwen tot 0% in de nieuwe SAA.

(4) Returnportefeuille, niet beursgenoteerd Vastgoed:

In de nieuwe SAA wordt het gewicht van de categorie Vastgoed opgehoogd van 5% naar 8% van het totale vermogen. Na een gedegen evaluatie van de bestaande invulling met de fondsen van managers CBRE en LaSalle is, in overleg met de beleggingscommissie, besloten om de uitbreiding te laten plaatsvinden in de bestaande fondsen. Aan beide fondsen zijn aanvullende commitments verstrekt.

(5) Returnportefeuille, High yield en EMD:

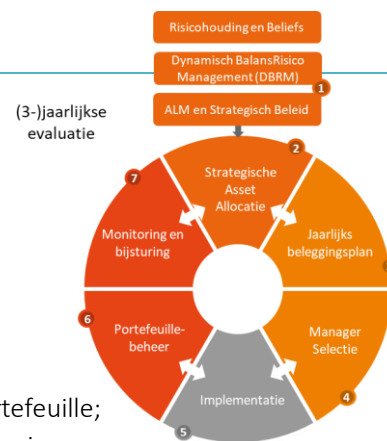
Implementeren via nieuwe beleggingsrichtlijnen en regulier Herbalanceringsbeleid.

4. Maatschappelijk verantwoord beleggen

Het begrip Maatschappelijk Verantwoord Beleggen wordt door het bestuur als volgt omschreven: “Beleggen op grond van financiële, sociale, governance en milieuoverwegingen en/of de beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen.”

De volgende overwegingen worden gehanteerd bij de integratie van E(nvironmental) S(ocial) G(overnance)-factoren in het beleggingsbeleid:

- ESG-factoren dragen bij aan het rendement van de totale beleggingsportefeuille;
- ESG-factoren leveren een bijdrage aan de gewenste spreiding in de beleggingen (integraal risicomanagement);
- ESG-factoren dragen op lange termijn bij aan het algemeen welzijn.
- Bij dit beleid zal waar mogelijk rekening worden gehouden met:
 - o de wensen van de actieve, pensioengerechtigde en gewezen deelnemers;
 - o de wensen en ambities van de betrokken werkgever(s), tevens sponsor(en) van het pensioenfonds.



Het bestuur heeft beleid geformuleerd ten aanzien van Maatschappelijk Verantwoord Beleggen. Dit beleid is vastgelegd in de documenten: “Beleidsdocument Maatschappelijk verantwoord beleggen” en in het “MVB ambitiedocument 2021-2024”.

Het beleidsdocument is in 2020 door het bestuur vastgesteld. In 2021 is vervolgens door het pensioenfonds een studiedag georganiseerd voor leden van het bestuur, de beleggingscommissie en het Verantwoordingsorgaan rond het onderwerp Maatschappelijk Verantwoord Beleggen. In deze sessie is onder andere op gestructureerde wijze stilgestaan bij de thema’s, ambities en overtuigingen die PFSR heeft ten aanzien van doorontwikkeling van het eigen MVB-beleid, de implementatie daarvan in de portefeuille en het afleggen van verantwoording daarover aan de deelnemers, overige stakeholders van het pensioenfonds en ook extern. De resultaten van deze sessie zijn aanleiding geweest om – in aanvulling op het bestaande MVB-beleid – een strategische MVB-ambitie voor de periode 2021-2024 te bepalen en vast te leggen.

4.1 MVB ambities

Het Pensioenfonds heeft een intrinsieke motivatie om het vermogen van de deelnemers duurzaam te beleggen. Het bestuur is van mening dat duurzaam beleggen op de lange termijn bijdraagt aan een beter risico- en rendementsprofiel. Tevens is het Pensioenfonds zich bewust van haar maatschappelijke rol en de verantwoordelijkheid die daarbij hoort. Daarom:

- is duurzaamheid geïntegreerd in het beleggingsbeleid en het doorlopen van de beleggingscyclus;
- bestaat voor het fonds rendement uit financieel rendement, alsmede impact op de maatschappij;
- is actief aandeelhouderschap, het uitoefenen van stemrecht en het actief voeren van de dialoog met een onderneming (engagement), belangrijk om de duurzaamheid en de lange termijn waarde van een belegging te beschermen;
- zet het Pensioenfonds, afgewogen naar kostenefficiëntie en beschikbaarheid, de volgende instrumenten in:
 - Voting (stemmen op aandeelhoudersvergaderingen);
 - Engagement (dialoog, beïnvloeden van beleid en gedrag van organisaties/bedrijven);
 - Uitsluitingen;
 - Insluitingen, waaronder begrepen impact investeringen;
- communiceert het bestuur richting de belanghebbenden over de duurzaamheid van de beleggingsportefeuille, waaronder begrepen het maatschappelijk rendement; en
- heeft het pensioenfonds naast de ALM-studie een klimaatscan laten uitvoeren (zie paragraaf 2.4.1).

Het fonds wenst het MVB beleid met een bovengemiddeld ambitieniveau vanuit de eigen kracht door te ontwikkelen. Hierbij vormen de thema's en ambities van de sponsors (Athora Netherlands en de Volksbank) en van de deelnemers een belangrijk richtsnoer. Het fonds heeft nadrukkelijk oog voor de MVB-thema's die in de breedte spelen. Dat wil zeggen dat zowel de Ecologische, de Sociale als de Governance-pijler (ESG) relevant zijn en via passende beleidsopties worden geïmplementeerd. Ook het thema klimaatverandering is relevant en actueel en het bestuur ziet dat klimaatuitdagingen waar de maatschappij voor staat, urgent zijn vanwege de beperkte tijdspanne waarin actie kan en moet worden ondernomen ter mitigatie van deze problematiek. Daarom geeft het fonds dit specifieke thema een hoge prioriteit.

MVB portefeuilledoelen

PFSR heeft een sterke en breed gedragen voorkeur om op het niveau van de beleggingsportefeuille duurzaamheidsdoelen op te stellen en deze mee te geven aan de aangestelde/aan te stellen beheerder(s). Dit geldt voor zowel fondso oplossingen als voor discretionaire mandaten. De relevante duurzaamheidsdoelstellingen en Kpi's kunnen vanuit meerdere raamwerken worden afgeleid, waaronder Verenigde Naties klimaatdoelstellingen van Parijs in de vorm van CO₂-footprint of financiering van de energietransitie, bijdragen aan afzonderlijke of clusters van de VN Sustainable Development Goals, ESG-scores of indicatoren voortvloeiend uit de Sustainable Finance Disclosure Regulation, Level 2.

Voor portefeuilledoelstellingen stelt het fonds randvoorwaarden aan meetbaarheid, concreetheid, uitlegbaarheid en relevantie voor de sponsors en deelnemers.

Voor de periode 2021-2024 wil PFSR zich richten op realisatie van de volgende MVB-ambities :

Klimaatverandering:

- Het uitvoeren van een CO₂-footprint nulmeting op het niveau van de totale beleggingsportefeuille alsmede alle onderliggende meetbare strategieën (2021);
- Het bepalen van de decarbonisatie doelen op de korte termijn (1 jaar), middellange termijn (2030) en lange termijn (2050) per beleggingscategorie, met als leidraad de klimaatdoelen van het VN Akkoord van Parijs (uiterlijk medio 2022);
- Implementatie en actieve monitoring op gestelde decarbonisatie doelen, alsmede publieke rapportage hierover;
- Het uitvoeren van een Green & Social Bonds exposure nulmeting (2021);
- Het bepalen van Green & Social Bonds allocatiedoelen, het koppelen aan klimaat-SDG's en verankering van (streef)allocaties in IMA's (uiterlijk medio 2022);

ESG-score en SDG's

- Het uitvoeren van een nulmeting op (klimaat) SDG-impact (uiterlijk 2022);
- Het vaststellen van SDG-impact doelen (uiterlijk 2022);
- Het uitvoeren van een ESG-score nulmeting op ESG-scores (2021)
- Het vaststellen van ESG-score doelen (uiterlijk medio 2022)

Mensenrechten:

- Evaluatie van ESG kenmerken bestaande EMD-strategie (2023);
- Opstellen landenbeleid of hieraan gerelateerde criteria (2023);

Natuur & Milieu:

- Actief volgen van ontwikkelingen rond meetbaarheid biodiversiteit op onderneming, en portefeuilleniveau (doorlopend), en overgaan tot uitvoering nulmeting van portefeuilles wanneer dit methodologisch en op basis van robuuste data opportuun is;

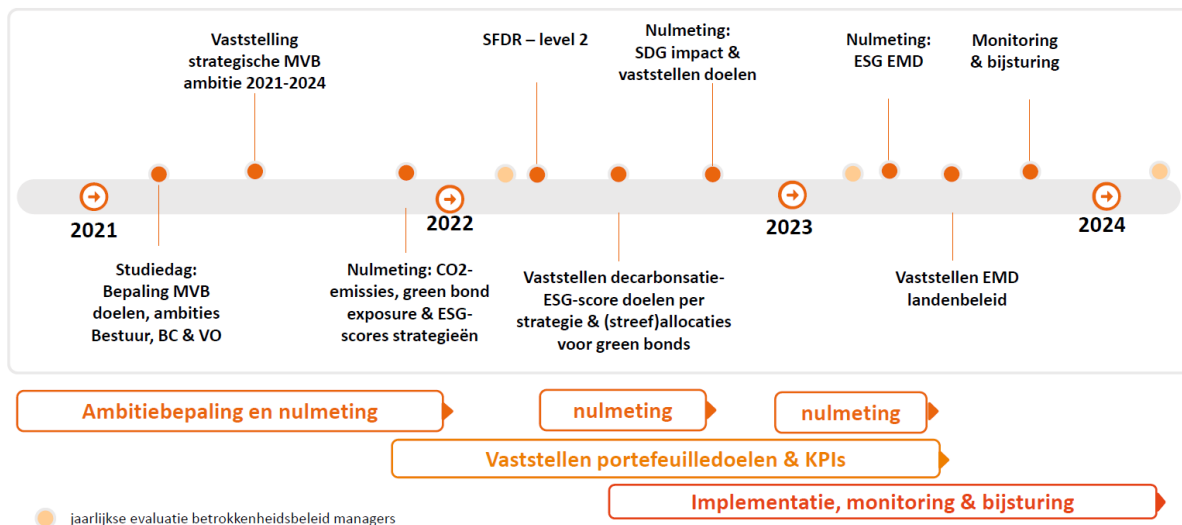
Governance en Communicatie

- Implementatie van bovenstaande door actieve evaluatie bestaande fondso oplossingen en aanpassingen aan IMA's voor discretionaire mandaten (2022-2023);
- Goed bestuur en toezicht: checks & balances;
- Actieve communicatie naar deelnemers en stakeholders over ambitie en realisatie van de doelstellingen.

In het ambitiedocument is ook een voorgenomen planning opgenomen:

Strategische Ambitie Verantwoord Beleggen 2021-2024

Tijdslijnen



Figuur 15: Globale planning van MVB-ambities 2021-2024

5. Portefeuillebeheer, monitoring en rapportage

5.1 Portefeuillebeheer

PFSR heeft het dagelijkse portefeuillebeheer uitbesteed aan Fiduciair Beheerder NNIP. NNIP verzorgt onder andere de reguliere (her)beleggingen en herbalancerings in de portefeuille en voert de renterisico- en valutarisico-afdekking uit.

Afspraken hierover zijn vastgelegd in een contractenset tussen PFSR en NNIP, vergezeld door een SLA en beleggingsrichtlijnen voor het totale mandaat en deelmandaten.

Verder heeft het pensioenfonds in overleg met NNIP beleidsdocumenten opgesteld of herzien, welke in de uitvoering van het beleid worden gevolgd.

Dit betreft onder andere het Herbalanceringsbeleid, Beleid voor afdekking renterisico, Beleid afdekking inflatierisico, Beleid liquiditeiten & cashmanagement en Beleid afdekking valutarisico. Zie ook hoofdstuk 6.



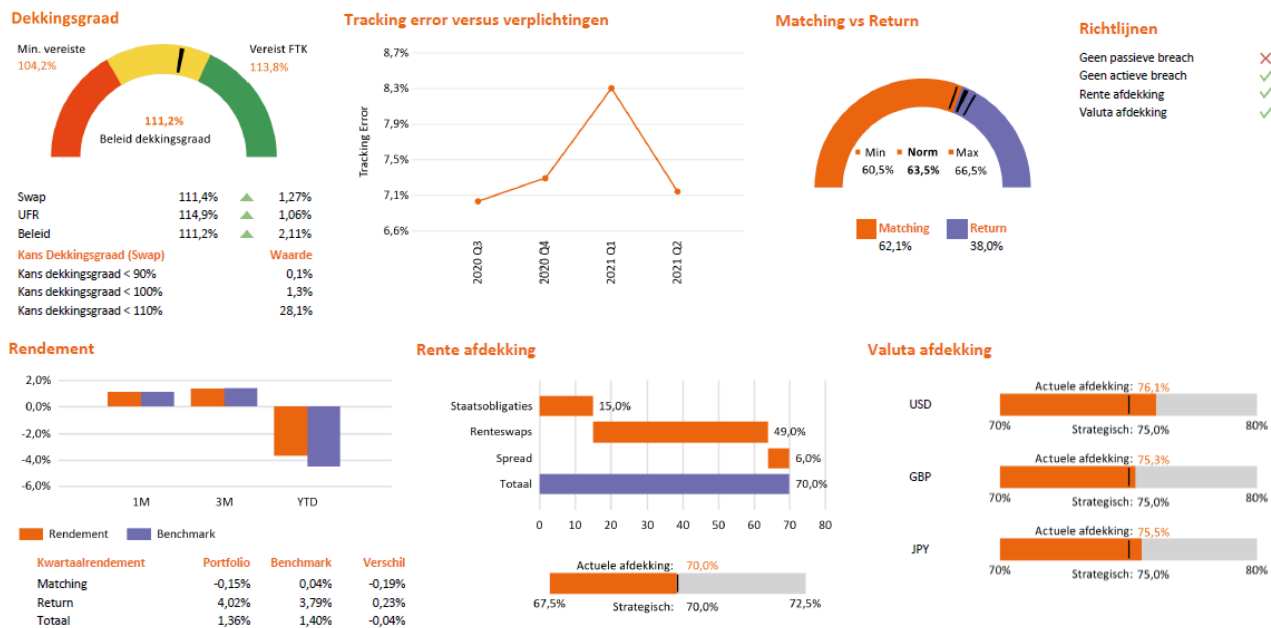
5.2 Monitoring en rapportage

Bij het uitbesteden van activiteiten door het pensioenfonds is een adequate monitoring onmisbaar. Om hier invulling aan te geven ontvangt het pensioenfonds diverse rapportages en overige overzichten en verklaringen van haar dienstverleners. Het gebruik van deze voor beoordeling en evaluatie bestemde informatie is deels beschreven in het integrale risicomanagement beleid van PFSR.

De voor het beleggingsbeleid meest relevante rapportage is de kwartaallijkse Balansrisico- en Beleggingsrapportage van NNIP, waarin de belangrijkste elementen in een (zie voorbeeld) dashboard zijn samengevat:

- Financiële positie pensioenfonds in het algemeen;
- hoogte en onderverdeling van het totale balansrisico (tracking error versus verplichtingen);
- portefeuille positionering (in relatie tot limieten uit de beleggingsrichtlijnen);
- hoogte en samenstelling van de afdekking renterisico (en indien van toepassing inflatierisico);
- de performance van de beleggingen, zowel in absolute als in relatieve (ten opzichte van de benchmarks) zin.

Dashboard



Figuur 16: dashboard pagina in kwartaalrapportage (gegevens uit kwartaalrapportage Q2 2021)

In het kader van monitoring MVB is ook noemenswaardig de ESG risicomonitor die het pensioenfonds vanuit Altis op kwartaalbasis ontvangt met analyses en oordelen aan de hand van ESG criteria voor de diverse vermogensbeheerders en strategieën in de portefeuille.

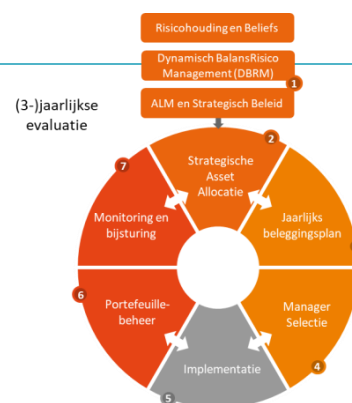
Met een wekelijkse frequentie ontvangt het pensioenfonds een indicatieve inschatting van de actuele dekkingsgraad en het ingenomen risicobudget. Dit is relevant met het oog op een adequate uitvoering van het DBRM en kunnen het fonds en de Fiduciair Beheerder op basis van actuele gegevens de financiële situatie van het pensioenfonds monitoren en eventueel corrigerende acties uitvoeren. De aanwezige, uitgebreide rapportage structuur op velerlei terreinen en de reguliere bespreking daarvan op week-, maand- en kwartaalbasis zorgt ervoor dat het bestuur te allen tijde in control is.

6. Risicomanagement

Het pensioenfonds maakt beleidsmatig, als onderdeel van de bedrijfsvoering, gebruik van het regelkringprincipe, ofwel de Plan-Do-Check-Act cyclus. In het integrale risicomanagementbeleid (IRM-beleid) is deze cyclus ook geïntegreerd.

Voor wat betreft het Strategisch Beleggingsplan is de strekking door deze risicomanagement-lens beoordeeld:

- **Plan:** De inrichting via de risico governance en het beschikbare up-to-date financieel risicomanagementbeleid.
- **Do:** De risico governance en de financiële risico beleidsdocumenten zijn met de Fiduciair Beheerder gedeeld en afgestemd. Met andere woorden, het moet voor de Fiduciair Beheerder implementeerbaar en onderhoudbaar zijn in haar processen en systemen en bekend zijn bij haar medewerkers.
- **Check:** Naast de actuele performance van de (strategische) asset allocatie via de maandelijkse en kwartaalrapportages dient er frequent aandacht te zijn voor de ontwikkeling en impact van de financiële risico's. Als instrument wordt daarbij risicometing ingezet door de Fiduciair Beheerder, waarmee het pensioenfonds heeft ingestemd. Dit faciliteert een effectieve monitoring door het pensioenbureau, de beleggingscommissie en het bestuur.
- **Act:** Dit omvat de periodieke evaluatie of het pensioenfonds op koers ligt qua risk-reward op de feitelijke beleggingsportefeuille in vergelijking met de ALM-uitkomsten, danwel dat er bijgestuurd moet worden. Sowieso wordt om de drie jaar een nieuwe ALM-studie uitgevoerd.



Bovengenoemde stappen in de cyclus worden in de navolgende paragrafen uitgewerkt.

6.1 Risico governance en financieel risicobeleid

De risico governance is beschreven in het IRM-beleid en ziet er qua excerpt voor wat betreft het Strategisch Beleggingsplan en gerelateerde financiële risico's als volgt uit:

Niveau 1: risicodomeinen	Niveau 2: risicosoorten	1e lijns verantwoordelijkheid	2e lijns verantwoordelijkheid
Financieel	3. Rentemismatch	Investment officer & beleggingscommissie (BC)	Manager IRM + Finance & Risk commissie (FRC)
	4. Zakelijke waarden		
	5. Krediet		
	6. Inflatie		
	7. ESG		
	8. Treasury: a. liquiditeitenbeheer b. cash management	BC Controller	
Compliance	15. Naleving relevante wet- en regelgeving	Pensioenbureau, BC & Pensioen en Communicatie commissie (PCC)	Manager IRM & FRC

Het bestuur van het pensioenfonds heeft in aanvulling op bovenstaande governance en risicosoorten diverse beleidsdocumenten m.b.t. het financieel risicomanagement vastgesteld:

Beleidsterrein	Documenten	Niveau*	Jaar - Maand (vastgesteld)
2. Balansrisicomanagement en Beleggingen	Financieel- & Operationeel Crisisplan	1	2021-03
	Governance beleggingen	1	2017-07
	Strategisch Beleggingsplan (inclusief investment beliefs en investment cases)	1	2021-11
	Dynamisch balansrisicomanagement beleid	1	2021-03
	Jaarbeleggingsplan	2	2021-05
	Reglement beleggingscommissie	2	2021-02
	Derivatenbeleid	2	2018-02
	Tegenpartijbeleid derivaten (onderdeel LDI-mandaat)	2	2020
	Beleidsdocument Herbalanceren	2	2021-03
	Beleid en beheersing renterisico	2	2021-05
	Beleid en beheersing valutarisico	2	2021-05
	Beleid en beheersing inflatierisico	2	2021-07
	Beleid liquiditeiten & cashmanagement	2	2021-07
3. (Integraal) Risico-management	Compliance charter	1	2020-11
	Integraal risicomanagementbeleid	1	2019-07

*) Niveau 1: vereist bestuurlijke betrokkenheid qua vaststelling, Niveau 2: op commissieniveau toereikend.

6.2 Implementatie en uitvoering

Het bestuur is verantwoordelijk voor een sluitend risicoraamwerk binnen het pensioenfonds en m.b.t. de uitbestede processen, waaronder (fiduciair) vermogensbeheer. De uitvoering heeft betrekking op de in het risico universum vastgelegde risico's en beheersmaatregelen en alle andere activiteiten op het gebied van risicomanagement, welke zijn vastgelegd in het IRM-beleid.

Dat impliceert dat de in voorgaande paragraaf aangehaalde financiële risico's, het rente(mismatch)risico, het zakelijk waardenrisico, het kredietrisico, het inflatierisico, het ESG-risico, het treasury-risico en het compliance risico en de beheersing daarvan binnen de gestelde risicobereidheidsgrenzen door de externe partner, de Fiduciair Beheerder, serieuze aandacht en volledige opvolging behoeft.

Deze risico's zijn uitgewerkt in de hierboven gepresenteerde beleidsdocumenten. Deze zijn afgestemd met de Fiduciair Beheerder die de implementatie daarvan en monitoring daarop geïntegreerd heeft in haar bedrijfsvoeringprocessen.

Het pensioenfonds heeft in haar IRM-beleid en de in 2021 uitgevoerde Eigen Risico Beoordeling (ERB) de risicobereidheid als volgt herbevestigd:

Financiële risico's: m.n. beleggingsrisico's	Er is sprake van een hoge risicobereidheid m.b.t. beloonde risico's: binnen bandbreedtes zijn (onbeloonde) risico's geaccepteerd.
Compliance risico's	Lage risicobereidheid, het moet goed geregeld zijn. (sterke hygiëne)

6.3 Monitoring en risicometing

De monitoring betreft het bijhouden van de geïdentificeerde risico's, signaleren van nieuwe en opkomende risico's, en het in gang zetten van aanvullende beheersmaatregelen, indien risico's zich buiten de gestelde grenzen (dreigen te) begeven. De grenzen zijn vastgelegd in de risicobereidheidsmatrix/IRM-beleid van het fonds.

Naast de gerealiseerde absolute en relatieve performance van de strategische asset allocatie via de maandelijkse en kwartaalrapportages dient er frequent aandacht te zijn voor de ontwikkeling en impact van de financiële risico's. Als instrument wordt daarbij risicometing door de Fiduciair Beheerder ingezet. Die risicometing-rapportage faciliteert de voortdurende risicomonitoring door het pensioenbureau, de beleggingscommissie en het bestuur.

Risicometing belangrijkste financiële risico's

Het *renterisico* wordt gemeten en gestuurd in termen van de rentegevoeligheid (DV01²) van enerzijds de beleggingen in de Matchingportefeuille en anderzijds de rentegevoeligheid van de Verplichtingen. Het pensioenfonds dekt het rentemismatchrisico gedeeltelijk af, waarbij de mate van afdekking varieert conform het DBRM. De rentegevoeligheid kan zowel op basis van de marktrente, als op basis van de UFR-curve gemeten worden. Het pensioenfonds kiest ervoor om te sturen op de marktrentegevoeligheid, omdat de UFR-curve een deels kunstmatige curve is en niet exact kan worden afgedekt met bestaande marktinstrumenten. Deze rentegevoeligheid wordt zowel op totaalniveau als per looptijdbucket gemeten. Dit laatste geeft inzicht in het effect van niet-parallel verschuivingen van de rentetermijnstructuur.

De renteafdekking wordt periodiek bijgestuurd om wijzigingen in de rentegevoeligheid van zowel de beleggingen als van de verplichtingen op te vangen. Het uitgangspunt hierbij is om maandelijks (automatisch) terug te sturen naar het geldende strategische renteafdeckingspercentage. Dit levert een nauwkeurige renteafdekking door de tijd (beperkte tracking error van de Matchingportefeuille) en kan kostenefficiënt worden uitgevoerd.

Het *inflatierisico* wordt gemeten en gestuurd in termen van de inflatiegevoeligheid (waardeverandering bij 1 basispunt op de BEI-curve: EI01) van enerzijds de beleggingen in de core LDI-portefeuille en anderzijds de inflatiegevoeligheid van de Verplichtingen. Het pensioenfonds dekt het inflatiemismatchrisico alleen gedeeltelijk af bij hogere dekkingsgraden, conform het DBRM. De inflatiegevoeligheid wordt zowel op totaalniveau, als per looptijdbucket gemeten. Dit laatste geeft inzicht in het effect van niet-parallel verschuivingen van de BEI-termijnstructuur.

De inflatieafdekking wordt, indien van toepassing, periodiek bijgestuurd om wijzigingen in de inflatiegevoeligheid van zowel de beleggingen als de reële verplichtingen op te vangen. Het uitgangspunt hierbij is om maandelijks (automatisch) terug te sturen naar het geldende strategische inflatie afdeckingspercentage. Dit levert een nauwkeurige inflatieafdekking door de tijd (beperkte tracking error van de Matchingportefeuille) en kan kostenefficiënt worden uitgevoerd.

Het *valutarisico* wordt op verschillende manieren gemeten:

- Het percentage van de portefeuille dat in vreemde valuta noteert na afdekking van sommige valutarisico's.
- Het valuta-afdeckingspercentage: Dit geeft het percentage van de beleggingen in vreemde valuta waarvan het valutarisico is afgedekt. Dit percentage wordt vastgesteld per valuta en eventueel per mandaat.

In de kwartaalrapportages van de Fiduciair Beheerder wordt inzicht gegeven in de valuta exposure voor en na afdekking.

Liquiditeiten & cashmanagement:

² DV01 is de waardeverandering bij een (parallelle) renteverandering van 1 basispunt, 0,01%.

Jaarlijks wordt een collateral- / margintoets uitgevoerd door de Fiduciair Beheerder en de beheerder van het core LDI-mandaat, waarbij de voor onderpand benodigde hoeveelheid staatsobligaties en cash wordt getoetst aan de hand van een stress scenario. Indien noodzakelijk zal de Fiduciair Beheerder hierbij een voorstel doen om normgewichten en/of bandbreedtes van de betreffende instrumenten aan te passen in de (beleggings)richtlijnen voor het core LDI-mandaat. Specifiek voor de hoeveelheid cash zal een balans worden gezocht tussen het beperken van liquiditeitsrisico's op de derivaten door het aanhouden van voldoende cash, en het optimaliseren van het verwachte rendement door het zoveel mogelijk beperken van de hoeveelheid cash.

Financiële crisis

In geval van een financiële crisis treedt op een besluit van het bestuur het "Financieel & Operationeel Crisisplan PFSR" in werking. Het beleid vervat in dit plan voorziet in aangepaste procedures en beleid qua monitoring, besluitvoorbereiding, besluitvorming, uitvoering, rapportage en verantwoording in een situatie die beoordeeld wordt als financiële crisis. Dit heeft grote invloed op het balansrisicomanagement en vermogensbeheer van het fonds. Dat is en blijft gebaseerd op de ABTN, de Investment Beliefs, het Strategisch Beleggingsplan, het DBRM en het Herbalanceringsbeleid van het fonds als **kern**beleid, maar voorziet het plan in de noodzaak om ingrijpende beslissingen via een versnelde procedure te kunnen nemen en die vervolgens uit te voeren. Het bestuur blijft hierbij te allen tijde in control.

In tijden van financiële crisis zal met extra aandacht worden gekeken naar de houdbaarheid en effectiviteit van het economisch-financieel stress scenario, zoals gedefinieerd in het DBRM. Een uitzonderlijke externe gebeurtenis kan een ultieme test worden van het stress scenario en dient het fonds te monitoren of het beschikbare risicobudget daardoor wel of niet overschreden zal (kunnen) worden.

In de praktijk is het bovenstaande aan de orde geweest tijdens de uitbraak van de Covid-19 pandemie (Q2 – Q3 2020). Daarbij is gebleken dat het Financiële en Operationele Crisisplan uitstekend heeft gefunctioneerd en dat de financiële situatie van het fonds sterk negatief werd geraakt door de impact van de crisis op de portefeuille van het fonds. Maar nimmer is het fonds daarbij in een kritieke fase beland en kon het standaard beleid worden uitgevoerd.

6.4 Periodieke risk-reward evaluatie

Hoog-frequent:

- Het bestuur bespreekt en evalueert ieder kwartaal de *rente*afdekking als onderdeel van de balansrisico- en beleggingsrapportages.
- Het bestuur bespreekt en evalueert ieder kwartaal de *inflatie*afdekking als onderdeel van de balansrisico- en beleggingsrapportages.
- In de kwartaalrapportages van de Fiduciair Beheerder wordt inzicht gegeven in de *valuta* exposure voor en na afdekking.
- Ieder jaar worden de normwelingen van de illiquide beleggingen opnieuw vastgesteld, afhankelijk van de invulling van het totale risicobudget, de inschatting van de verschillende risico's en daarbij de verwachte rendementen.

Laag-frequent (evaluaties door achtereenvolgens de beleggingscommissie en het bestuur):

- Tenminste eenmaal per 3 jaar wordt de omvang van de *rente*afdekking geanalyseerd en vastgesteld in de ALM-studie, in relatie tot het DBRM. Ieder jaar wordt bij de totstandkoming van het beleggingsplan en de strategische portefeuille het rente afdekkingsbeleid geëvalueerd en zo nodig aangepast.

- Tenminste eenmaal per 3 jaar wordt de omvang van de *inflatieafdekking* geanalyseerd en vastgesteld in de ALM-studie, in relatie tot het DBRM. Ieder jaar wordt bij de totstandkoming van het beleggingsplan en de strategische portefeuille het inflatie afdekkingsbeleid geëvalueerd en zo nodig aangepast.
- Tenminste eenmaal per 3 jaar wordt de omvang van de afdekking van het *valutarisico* geanalyseerd en vastgesteld in de ALM-studie. Hieraan gekoppeld wordt tevens het valutabeleid en de uitvoering ervan geëvalueerd en zo nodig aangepast.

Iedere 3 jaar wordt het beleid inzake liquiditeitenbeheer en cashmanagement geëvalueerd in de beleggingscommissie en zo nodig aangepast. Het bestuur stelt het beleid vast. Hierbij wordt geanalyseerd of het liquiditeitsrisico tot onacceptabele situaties heeft geleid en of er redenen zijn om het aan te passen. Tevens wordt beoordeeld of de hoogte van de schokken ten aanzien van rente en valuta in het stressscenario ter bepaling van de omvang van liquiditeiten ten behoeve van de onderpandverplichtingen nog realistisch zijn.

7. Procedure vaststelling en communicatie Strategisch Beleggingsplan

De wijze van vaststelling van het Strategisch Beleggingsplan is opgenomen in de beleggingscyclus, zoals weergegeven in de ABTN. Kort samengevat: Het pensioenbureau, de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder stellen een concept van het Strategisch Beleggingsplan op. Dit concept wordt ter beoordeling op structuur en inhoud voorgelegd aan de beleggingscommissie. Op basis van de hierdoor verkregen bevindingen wordt het concept door het pensioenbureau en de Fiduciair Beheerder aangepast en vervolgens ter finale vaststelling voorgelegd aan de beleggingscommissie. Daarna zal het Strategisch Beleggingsplan met een begeleidend advies van de beleggingscommissie door het pensioenbureau ter beoordeling en vaststelling aan het bestuur worden overgelegd. Het bestuur neemt een besluit tot vaststelling van het plan conform zijn inzichten, waarop het plan eventueel nog wordt aangepast.

Na vaststelling van het Strategisch Beleggingsplan treedt het onmiddellijk in werking. Het plan zal worden toegevoegd aan de officiële beleidsdocumenten van het pensioenfonds en zal het ter informatie worden toegezonden aan de Beleggingscommissie, de Finance en Risk commissie, de Raad van Toezicht, het Verantwoordingsorgaan, de Strategisch Adviseur en de Fiduciair Beheerder.

Bijlage

Economische Assumpties

(Bron: ALM/SAA-studie Ortec Finance 2021)

Risk and return statistics (netto, valutahegde conform huidig beleid)	Year 1-5		Year 1-15	
	Geometric return	Volatility	Geometric return	Volatility
Matching				
Staatsobligaties (dur 9.5)	-0.3%	7.3%	0.1%	7.4%
Collateralized bonds (dur 5.3)	0.0%	4.3%	0.4%	5.0%
Corporate Credits (dur 5.2)	0.3%	5.9%	0.7%	6.9%
Asset backed securities (dur 1.2)	-0.4%	1.3%	0.1%	1.8%
Hypotheke (dur 8.3)	1.5%	5.9%	0.6%	5.9%
Return				
Aandelen ontwikkeld	5.2%	17.1%	3.5%	17.4%
Aandelen opkomend	7.6%	27.8%	5.4%	28.1%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	2.2%	13.4%	2.1%	13.5%
Emerging Market Debt (dur 7.8)	2.4%	12.2%	1.8%	12.7%
Leveraged Loans (dur 0.9)	1.6%	8.6%	1.5%	9.3%
High Yield Obligaties (dur 4.4)	2.2%	12.9%	2.0%	14.5%
Private Equity	5.9%	25.2%	3.2%	26.2%
Infrastructure	4.3%	17.7%	2.9%	17.9%

Verklarende Begrippenlijst

ABTN	De Actuariële en Bedrijfstechnische Nota geeft de centrale criteria aan op basis waarvan het (financieel) beleid van een pensioenfonds wordt gevoerd. Deze wettelijk voorgeschreven nota waarin de hoofdlijnen van de pensioenregeling, de actuariële grondslagen, de financieringsopzet, de sturingsmiddelen, het beleggingsbeleid en de organisatorische opzet van het pensioenfonds zijn beschreven, wordt jaarlijks geüpdate.
Actief beheer	De vermogensbeheerder mag bij het doen van beleggingen, binnen de van te voren vastgestelde bandbreedtes, afwijken van de samenstelling van de index, waarmee de beleggingsresultaten van zijn portefeuille worden vergeleken. Heeft als doel om een gegeven benchmark (de markt) te verslaan, zie ook Alpha. Dit kan door het selecteren van beleggingen die beter dan gemiddeld renderen.
Alpha	Het overrendement t.o.v. de benchmark. Een maatstaf voor de afwijking (out- / underperformance) van het rendement van een beleggingsportefeuille ten opzichte van het rendement van de benchmark.
ALM (Asset and Liability Management)	Het managen van de activa en verplichtingen met het doel de marktrisico's qua niveau en beweeglijkheid te begrenzen en tegelijkertijd een zo hoog mogelijk rendement te behalen binnen deze grenzen.
ALM-studie	Onderzoek waarbij in onderlinge samenhang de ontwikkeling van de beleggingen en de pensioenverplichtingen wordt geanalyseerd ter toetsing van het premiebeleid, indexeringsbeleid en beleggingsbeleid.
Asset mix	Samenstelling van de beleggingsportefeuille naar beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties, en onroerend goed.
BC	Beleggingscommissie pensioenfonds SNS REAAL.
Benchmark	Een objectieve referentiemaatstaf waartegen de prestaties van de diverse assetcategorieën van beleggingsportefeuilles en/of beleggingsfondsen kunnen worden afgezet ter beoordeling van de prestaties van de vermogensbeheerder.
Bèta	Het (markt)rendement dat kan worden behaald door de markt (benchmark) te volgen (of te repliceren). Een maatstaf die weergeeft in welke mate het rendement van een aandeel of beleggingsportefeuille kan stijgen of dalen als het rendement van de benchmark stijgt of daalt. Bèta kan positief of negatief zijn, de bèta van de benchmark is per definitie 1.
Collateral	Onderpand; zekerheidsstelling ten behoeve van de beperking van het tegenpartijrisico bij het gebruik van derivaten en securities lending.
Credit Spread	De rentepremie boven de risicovrije rente die bedrijven over hun obligaties moeten betalen (krediet-opslag).
Curverisico	Verstandig om rekening te houden met de looptijdverdeling van het renterisico. Dit maakt een fonds minder kwetsbaar voor niet-parallelle verschuivingen in de rentetermijnstructuur.
Custodian	De custodian is een financiële partij (bank) die effecten bewaart en administreert.

Deelnemers	Deelnemers van het fonds omvat actieven, niet-actieven ('slapers') en pensioengerechtigden.
Dekkingsgraad (DG)	Verhoudingsgetal; Pensioenvermogen / Verplichtingen.
Derisking	Derisking verwijst naar het verminderen van beleggingsrisico voor het pensioenfonds (meer rente- en inflatie- matching, minder risicodragende beleggingen, meer diversificatie).
Derivaat	Een financieel instrument waarvan de waarde is afgeleid van één of meer onderliggende waarden, bijvoorbeeld opties, swaps en swaptions.
Diversificatie	Een portfoliostrategie waarmee het risico wordt verlaagd door verschillende beleggingen te combineren die waarschijnlijk niet in dezelfde richting bewegen. Het doel van diversificatie is het totale risico te verkleinen, waarbij het verwachte rendement gelijk kan blijven.
Duration (duratie)	De duration is de gewogen gemiddelde looptijd van kasstromen, waarbij het gewicht van elke kasstroom wordt bepaald door het relatieve belang van die kasstroom. Hiermee wordt de koersgevoeligheid van de waarde van een vermogenstitel of de technische voorzieningen voor veranderingen in de rente aangegeven.
Emerging Markets Debt	Dit zijn obligaties uitgegeven door landen waarvan de economie zich nog moet ontwikkelen. Vaak worden zij gekarakteriseerd door een snelle maar ook onstabiele economische en politieke omgeving. Het risico en het verwachte rendement van Emerging Markets Debt is hoger dan van een belegging in obligaties van ontwikkelde landen.
ESG	Environmental, Social en Governance. Afkorting die vaak gebruikt wordt in relatie tot maatschappelijk verantwoord beleggen.
FX Forward	Een valutatermijncontract ter afdekking van het valutarisico, waarbij twee partijen nu de koers afspreken voor een bedrag in vreemde valuta's dat op termijn ontvangen of betaald wordt.
Hedging	Het (geheel of gedeeltelijk) afdekken van een financieel risico van een belegging door middel van een andere investering, meestal derivaten.
High yield bonds	Dit zijn obligaties uitgegeven door minder kredietwaardige bedrijven en instellingen. Het verwachte rendement maar ook het risico op dergelijke obligaties is hoger dan op staatsobligaties.
Illiquiditeitsrisico	Het illiquiditeitsrisico is de onzekerheid dat beleggingen niet tijdig of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen waardoor het (pensioen)fonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Illiquide assets zijn moeilijker te verkopen en/of beleggingen die contractueel verplicht lang(er) moeten worden aangehouden.
In Control Verklaring	Een IC-verklaring van het bestuur in het jaarverslag dat de interne risico beheersing-, en controlesystemen adequaat en effectief zijn met betrekking tot de financiële verslaggevingsrisico's en daarvan bovendien een onderbouwing geven.
Indexering	Aanpassing van opgebouwde pensioenen en pensioenuitkeringen op basis van prijs- of loonontwikkeling, ook wel toeslag genoemd.

Inflation linked bonds	Obligaties waarvan de hoofdsom en de rentebetalingen worden geïndexeerd o.b.v. de inflatieformule.
Inflatieswap	Een inflatieswap (ILS) is een contract waarbij twee partijen afspreken over een bepaalde onderliggende waarde een vaste inflatie tegen een variabele inflatie uit te wisselen. Een partij ontvangt een variabele inflatie, die als tegenwicht voor de uit te betalen variabele inflatie (in een pensioencontract) kan worden gebruikt. Hiertegenover moet een vaste inflatie (de zogenaamde break-even-inflatie) worden vergoed aan de tegenpartij.
Investment beliefs	Zijn de overtuigingen over het beleggingsbeleid waar een fonds sterk in gelooft en die gebaseerd zijn op bewuste keuzes.
Interne beheersing	Het proces, uitgevoerd door het bestuur en medewerkers van een organisatie met als oogmerk om met een redelijke mate van zekerheid doelstellingen te realiseren. Het systeem omvat een vijftal componenten: risicoanalyse, beheersomgeving, beheersmaatregelen, informatie en communicatie, en monitoring en evaluatie.
Investment grade	Beleggingen met een financiële rating van AAA tot en met BBB- (een laag/beperkt risicoprofiel).
Marktrisico	Risico dat de waarde van beleggingen fluctueert als gevolg van schommelingen in marktprijzen.
Marktwaaarde	Ofwel reële waarde. Bedrag waarvoor een belegging of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen die onafhankelijk van elkaar zijn. De marktwaaarde is meestal gebaseerd op actuele marktprijzen/koersen.
Matchingportefeuille	Beleggingen aangehouden om voldoende rendement te genereren ten opzichte van het benodigd rendement van de verplichtingenkasstromen.
MVB	Maatschappelijk Verantwoord Beleggen.
Opkomende markten (Emerging Markets)	Hiermee worden financiële markten aangeduid van groei landen die bezig zijn met een snelle ontwikkeling tot moderne industriestaten. Deze markten worden vaak gekarakteriseerd door de snelle maar ook onstabiele economische groei. Een belegging in Emerging Markets wordt vaak gezien als risicovol vanwege (potentiële) politieke problemen en economische instabiliteit. Het risico, maar ook het verwachte rendement is hierdoor hoger dan bij ontwikkelde markten.
Passief beheer	De vermogensbeheerder volgt, bij het doen van beleggingen in een fonds of mandaat, de samenstelling van de index/benchmark waarmee de beleggingsresultaten van zijn activiteiten worden vergeleken voor nagenoeg 100%.
PB	Pensioenbureau Pensioenfonds SNS REAAL.
PFSR	Pensioenfonds SNS REAAL.
Prudent Person Regel	De "prudent person regel" is gebaseerd op Europese regelgeving en ligt vast in artikel 135 van de Pensioenwet (PW). Kort samengevat schrijft deze regel voor dat alle beleggingen die gedaan worden met het geld van een pensioenfonds of pensioenverzekeraar in het belang van de deelnemers en gepensioneerden moet zijn. Zo mogen er bijvoorbeeld geen te grote risico's genomen worden met het geld.

Reëel pensioen	Pensioen waarbij wel inflatie-aanpassing plaatsvindt; een pensioen met behoud van koopkracht.
Rendement	Het rendement is de som van de directe beleggingsopbrengsten, zoals huur, rente en dividend, en de vermeerdering of de vermindering van de marktwaarde van bezittingen, uitgedrukt in een percentage.
Replacementrisico	Dit risico is aanwezig indien bij swapcontracten met volledig onderpand het default risico optreedt. Omdat er bij het faillissement van een tegenpartij kosten gemoeid zijn bij het afsluiten van een nieuw swapcontract (gevolgen voor de prijsvorming).
Rentecurve	De lijn die de renteniveaus met een verschillende looptijd met elkaar verbindt.
Rentemismatch	Het verschil in rente-typische looptijd tussen uitgezette en opgenomen gelden.
Renterisico	Het risico dat het vermogen, resultaat of de continuïteit wordt bedreigd als gevolg van beweging in het niveau of de volatiliteit van de rentestanden.
Renteswap	Een renteswap (IRS) is een contract waarbij twee partijen afspreken over een bepaalde onderliggende waarde de rente uit te wisselen, waarbij bijvoorbeeld een partij de korte rente betaalt in ruil voor het ontvangen van de lange rente. De andere partij ontvangt de korte rente en betaalt de lange rente.
Returnportefeuille	Beleggingen aangehouden om extra rendement te genereren boven het benodigd rendement van de verplichtingenkasstromen, de financieringskosten. Dit extra rendement is bedoeld om de indexatie-ambities (gedeeltelijk) te kunnen nakomen.
Risicomanagement	Risicomanagement bestaat uit het doorlopen van een aantal stappen: het formuleren van de risicobereidheid, het inventariseren van de risico's, het formuleren van beheersmaatregelen, het inrichten van risico-rapportages, risicomonitoring en- evaluatie. Het systeem is erop gericht het risicomanagementproces maximaal te integreren in de dagelijkse processen en de interne beheersing te optimaliseren.
Risicopremie	De risicopremie is het rendementsverschil tussen een risicovolle belegging en een risicovrije belegging. Voor het bepalen van het risicovrije rendement wordt het rendement van swaps met onderpand gehanteerd.
SAA	Strategische Asset Allocatie.
Securities lending	Uitlenen van effecten voor een vastgestelde periode aan derden in ruil voor een geldelijke beloning.
SLA	Service Level Agreement. Overeenkomst waarin opdrachtgever (bijv. pensioenfonds) en uitvoerder (bijv. vermogensbeheerder) afspraken vastleggen over de inhoud en het serviceniveau van de dienstverlening.
Strategische beleggingsmix	De op basis van ALM-studie bepaalde optimale verdeling van de beleggingen over de verschillende beleggingscategorieën voor de lange(re) termijn.
Sub-investment grade	Beleggingen met een financiële rating van BB tot en met C (hoger risicoprofiel).
Swap	Een overeenkomst tussen twee partijen waarbij wordt afgesproken om gedurende een bepaalde periode bepaalde betalingen met elkaar uit te wisselen, bijvoorbeeld het ruilen van vaste rentebetalingen en variabele rentebetalingen.

Swaprente	Voor het bepalen van de verplichtingen van een pensioenfonds wordt gekeken naar de swaprente. De swaprente is het tarief waartegen op de geld- en kapitaalmarkt leningen met verschillende looptijden worden geruild.
Swaption	Een optie op een swap, waarbij de koper van de swaption het recht heeft, maar niet de verplichting, om een swap tegen vooraf bepaalde voorwaarden af te sluiten, op of vóór de expiratiedatum van de swaption.
Tegenpartijrisico	Zakenbanken treden op als tegenpartijen van pensioenfondsen voor OTC-derivatentransacties, die hier gebruik van maken om hun balansrisico te beheersen. Een verslechtering van de kredietwaardigheid van deze zakenbanken kan het tegenpartijrisico voor pensioenfondsen vergroten. Het tegenpartijrisico in OTC derivatencontracten wordt beperkt door een spreiding van tegenpartijen aan te brengen en door dagelijks onderpand (in cash of stukken) uit te ruilen.
Toeslagverlening	Indexatie (synoniem): ambitie om een waardevast pensioen te bieden aan de deelnemers van het fonds.
Toezichthouder	Toezichthoudende instantie die op grond van de financiële toezichtwetgeving toezicht houdt op onder meer pensioenfondsen. Dit zijn de DNB, zoals bedoeld in de Pensioenwet, en de AFM, zoals bedoeld in de Wet financieel toezicht.
UFR	Ultimate Forward Rate.
Valutarisico	Het risico dat het vermogen, resultaat of de continuïteit wordt bedreigd als gevolg van de bewegingen in het niveau of de volatiliteit van de wisselkoersen.

Gerelateerde beleidsdocumenten:

1. ABTN Pensioenfonds SNS REAAL, versie maart 2021
2. IRM-beleid 2021
3. ERB-beoordeling september 2021
4. ALM/SAA-studie 2021
5. Haalbaarheidstoets Pensioenfonds SNS REAAL 2021
6. Dynamisch Balansrisicomanagementbeleid Pensioenfonds SNS REAAL, 2.0 maart 2021
7. Herbalanceringsbeleid PFSR 2.0, maart 2021
8. Beleid Maatschappelijk Verantwoord Beleggen PFSR, november 2020
Ambitie MVB, september 2021
9. Liquiditeiten- en cashmanagementbeleid, juli 2021
10. Beleid en beheersing renterisico, juni 2021
11. Beleid en beheersing inflatierisico, juli 2021
12. Beleid en beheersing valutarisico, juni 2021
13. Derivatenbeleid Pensioenfonds SNS REAAL, februari 2018
14. Governance Beleggingen, juli 2017
15. Reglement Beleggingscommissie Pensioenfonds SNS REAAL, februari 2021
16. Overeenkomst fiduciaire dienstverlening c.a. en overeenkomsten Mandaat vermogensbeheer Pensioenfonds SNS REAAL – NN IP augustus 2020
17. Jaarverslag PFSR 2020