

## **Beleggingsplan 2024**

## **Stichting Pensioenfonds SNS REAAL**

Eigenaar:	Beleggingscommissie / pensioenbureau
Auteur:	GSAM i.s.m. pensioenbureau
Versienummer:	0.4
Vastgesteld Beleggingscommissie:	23 november 2023 (per email)
Vastgesteld Bestuur:	n.t.b.

## Inhoudsopgave

<b>1. Inleiding &amp; Executive summary</b> .....	3
<b>2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's</b> .....	5
2.1 Terugblik macro en markten 2023.....	5
2.2 Vooruitzichten 2024 .....	8
<b>3. Strategisch kader en inrichting portefeuille</b> .....	9
3.1 Algemeen.....	9
3.2 Dynamisch balansrisicomanagement en risicobudget .....	10
3.3 Verhoging risicoprofiel bij 'uit herstel' .....	11
3.4 ALM-doelstelling & herbalancering .....	12
3.5 Strategische Asset Allocatie en benchmarks .....	13
3.6 Strategisch Balansrisicomanagement; afdekking (hedge)beleid .....	16
3.7 Wet Toekomst Pensioen, SFDR, EU taxonomy .....	18
<b>4. Activiteiten balanssturing en beleggingen 2023, terugblik</b> .....	20
<b>5. Activiteiten balanssturing en beleggingen 2024</b> .....	22
<b>6. Procedure vaststelling en communicatie Beleggingsplan 2024</b> .....	24
<b>7. Bijlagen:</b> .....	25
<b>Gerelateerde beleidsdocumenten</b> .....	30

## 1. Inleiding & Executive summary

Dit is het beleggingsplan voor het jaar 2024 van Stichting Pensioenfonds SNS REAAL (hierna: PFSR of pensioenfonds). Het PFSR jaarbeleggingsplan 2024 (“beleggingsplan” in het vervolg van dit document) biedt inzicht in het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid en de balanssturing-, beleggings- en aanverwante activiteiten van PFSR in 2024. Veelal zullen deze activiteiten in het teken staan van (voorbereidingen op) de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp).

Terugkijkend op 2023 hebben er wederom enkele wijzigingen plaatsgehad in het beleggingsbeleid van PFSR. Zo is het eerder opgestelde MVB-verbeterplan voor 2021-2024 zo goed als volledig afgerond en doorgevoerd, met diverse portefeuillewijzigingen tot gevolg. Onder andere de matchingportefeuille is verder ‘vergroend’ tot het hoogste ambitieniveau dat was geschetst in het verbeterplan. Vanuit een ander perspectief is in 2023 nader ingezoomd op een aantal onderdelen van de strategische asset allocatie van PFSR. Zo zijn er maatregelen genomen om het rendementspotentieel van de matchingportefeuille te verbeteren. Daarnaast zijn specifieke keuzes van PFSR omtrent de regioverdeling van de aandelenportefeuille opnieuw tegen het licht gehouden, met ook hier enkele wijzigingen tot gevolg.

Naast de genoemde wijzigingen in het kader van het MVB-beleid en onderzoeksvragen voor de SAA, was de voorbereiding op de (transitie naar) Wtp een belangrijk speerpunt in het beleggingsplan van 2023. De activiteiten op dit onderwerp hebben zich vooral aan tafel van de sociale partners afgespeeld. Qua mogelijke impact op het beleggingsbeleid is er in 2023 vooral in generieke zin kennis gedeeld. Zodra er meer duidelijk wordt over de contractkeuze en het (globale) ontwerp van de nieuwe pensioenregeling, zullen de consequenties voor het beleggingsbeleid in meer detail aan de orde gaan komen in 2024.

Economisch gezien stond 2023 in belangrijke mate in het teken van de gevolgen van de hoge inflatie. Centrale banken wereldwijd hebben de renteniveaus in meerdere stappen fors verhoogd, met als gevolg dat ook de marktrente hard is gestegen. Dit heeft een dubbel effect gehad op het pensioenfonds: enerzijds is het belegd vermogen hierdoor gedaald tot 2,9 miljard euro per eind oktober 2023. Echter, de hogere rente heeft tevens geleid tot een lagere waardering van de verplichtingen, waardoor per saldo de (marktwaarde) dekkingsgraad is gestegen van 114,2% per jaar ultimo 2022 tot 119,6% per eind oktober 2023.

Bij de samenstelling van het Jaarbeleggingsplan 2024 is rekening gehouden met onder andere de actuele financiële situatie van het fonds (dekkingsgraden/VEV), de huidige, 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 de vastgestelde investment cases.

### Plannen 2024

In paragraaf 5 van dit beleggingsplan worden de in 2024 uit te voeren balanssturing- en beleggingsplannen en- activiteiten benoemd. De belangrijkste activiteiten zijn:

- Verdere uitwerking van de impact van de Wet toekomst pensioen op het beleggingsbeleid inclusief verkenning nieuwe investment governance structuur;
  - Dit betreft allereerst het vaststellen van de risicohouding en het strategisch beleggingsbeleid op hoofdlijnen (de 'life cycle');
  - In de nadere uitwerking van de SAA zal onder andere extra aandacht zijn voor de liquiditeits-behoefte vanuit de renteafdekking en in hoe deze zo efficiënt mogelijk (met zo min mogelijk rendementsverlies) kan worden ingericht;
  - In geval van een keuze voor de FPR zal daarnaast ook aandacht besteed worden aan de implementatie door middel van beleggingsfondsen;
- Tevens zal gekeken worden of er reeds voorstellen tot aanpassingen, of daadwerkelijke aanpassingen wenselijk of noodzakelijk zijn in de transitie naar het beleggingsbeleid onder de Wtp. Denk hierbij o.a. aan het Dynamisch Balans Risico Management Beleid, in hoeverre dat nog passend is richting de transitie, en in hoeverre het fonds eventuele transitie doelen in bepaalde mate veilig wenst te stellen.
- Op het gebied van MVB zijn in de afgelopen jaren veel verbeteringen doorgevoerd en afgerond; voor eventuele vervolgstappen zal naar 'next level' maatregelen gekeken worden, beginnend met een meer fundamentele discussie wat er wel of niet toepasbaar is voor een pensioenfonds ter grootte van PFSR;
- Opstellen van een (SFDR II-proof) ESG-jaarrapport 2023.

Naast bovenstaande zaken zal in de uitvoering van het beleggingsbeleid vanzelfsprekend ook aandacht zijn voor de actuele ontwikkelingen op de financiële markten, zoals wijzigingen in rente- en inflatieniveaus, aandelenkoersen, valuta, beleid en beleidsmaatregelen van Centrale Banken. Dit geldt ook voor ontwikkelingen die zich binnen het pensioenfonds, of in haar directe omgeving qua stakeholders, afspelen en voor eventuele veranderingen in wet- en regelgeving.

## 2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's

### 2.1 Terugblik macro en markten 2023

#### Macro-economische ontwikkelingen in 2023

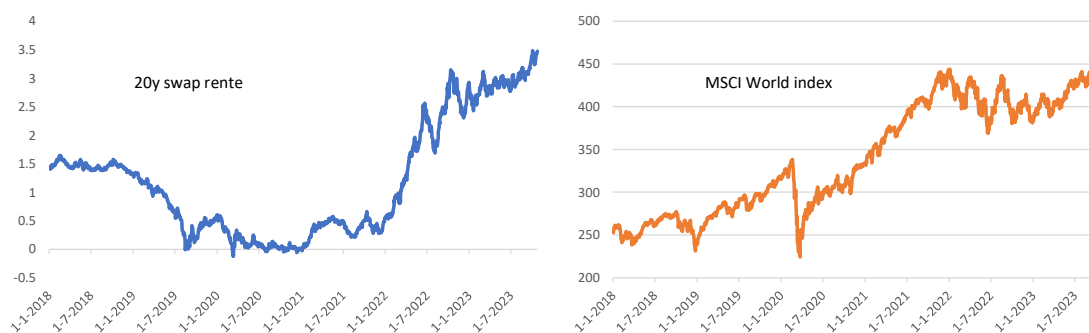
Het jaar 2023 werd voor een belangrijk deel gekenmerkt door oorlogen. De oorlog in Oekraïne ging het tweede jaar in en een einde is nog niet in zicht. In oktober werd de wereld daarnaast opgeschrikt door de verschrikkelijke gebeurtenissen in het Midden-Oosten.

In de VS en Europa waren op economisch gebied de zorgen van een geheel andere orde. Hier stonden de ontwikkelingen lange tijd vooral in het teken van een hoge inflatie veroorzaakt door hogere grondstoffenprijzen en knelpunten aan de aanbodzijde, beide veroorzaakt door de eerder ontstane pandemie. Centrale banken zagen zich genoodzaakt de rente fors te verhogen. De beleidsrente van de ECB bereikte uiteindelijk een niveau van 4%. Hiermee bleven de lange termijn inflatieverwachtingen onder controle, maar de renteverhogingen vertaalden zich in een verdere stijging van de kapitaalmarktrente en in een toenemende vrees voor een recessie.

Zorgen over de economische gevolgen van faillissementen in Amerikaanse bankensector brachten de kapitaalmarktrente in maart eerst echter nog onder het startniveau van het jaar. Pas daarna zette de rentestijging verder door. Door adequaat ingrijpen van de Amerikaanse beleidsmakers bleven de economische gevolgen beperkt. De Amerikaanse economie werd vooral ondersteund door de consumptie. Dit wordt mogelijk gemaakt door eerder opgebouwde besparingen en omdat het reëel besteedbaar inkomen toenam door hogere lonen en een dalende inflatie. In Europa kon een milde recessie aan het begin van het jaar niet worden voorkomen en daarna bleef de economische groei ook zeer gematigd. Europa is meer gevoelig voor groei afzwakking in China. Mede door dalende energieprijzen nam in Europa de inflatie verder af.

#### Financiële markten in 2023

De economische ontwikkelingen zorgden voor sterk uiteenlopende rendementen op de beleggingen. In de volgende paragrafen worden de ontwikkelingen voor de belangrijkste categorieën geduid.



**Figuur 1: Rente- en aandelenontwikkelingen in historisch perspectief (Bron: Bloomberg, MSCI)**

#### Rentes

Het rendement op vele vastrentende waarden was door de rentestijging in 2023 negatief. Een reeks economische cijfers naar het einde van het jaar gaf meer aanwijzingen dat de economie van de eurozone bleef stagneren. Het bruto binnenlands product (bbp) in het blok groeide in het tweede kwartaal met 0,1%, omdat een daling van de export bijdroeg aan de neerwaartse bijstelling van Eurostat van zijn aanvankelijke schatting van een groei van 0,3%.

Ondertussen vertraagde de inflatie op jaarbasis tot 4,3% in september - lager dan voorspeld en het traagste tempo in ongeveer twee jaar - van de 5,2% die in augustus werd geregistreerd. Uit de gegevens bleek ook dat het kernpercentage (exclusief voedsel, energie, alcohol en tabak) daalde van 5,3% naar 4,5%. Dit had tot gevolg dat de forse rentestijgingen tijdens de eerste drie kwartalen van het jaar, in de laatste maanden sterk afnam. Desalnietemin lagen rentes in het vierde kwartaal nog steeds fors hoger dan aan het begin van het jaar.

Gedurende 2023 hebben zowel de Europese staatsrentes, als de rente op Amerikaanse treasuries hoge niveaus bereikt, niet gezien sinds begin deze eeuw. Over het algemeen deden staatsobligaties het iets slechter dan swaps. De rentecurve vertoonde een hoge stijging in zowel lange als korte rentes, waardoor 5-jaar en 10-jaar de best performende looptijden waren op de swap curve.

### **Aandelen ontwikkelde markten**

Rendementen op aandelen ontwikkelde markten waren duidelijk positief. Dit rendement ontstond in de eerste helft van het jaar door gunstige winstcijfers vooral door de grote IT-bedrijven. Groeiaandelen deden het hierdoor een stuk beter dan waarde-aandelen. Aandelenkoersen werden ook ondersteund door de verwachting voor renteverlagingen.

In de tweede helft van het jaren bewogen aandelen per saldo meer zijwaarts. Na een sterke eerste helft van het jaar, hebben aandelen in de laatste maanden een minder sterke groei laten zien, ondanks robuuste winstcijfers. Dit werd voornamelijk gedreven door de vrees dat de rente "langer hoger" zou blijven. Wel verrasten economische cijfers van de laatste maanden, met name in de VS, over het algemeen opwaarts en suggereerden aantoonbaar dat de economie er de komende maanden in zou kunnen slagen een recessie te omzeilen. Economische groei was robuust en signalen wezen erop dat consumenten in juli en augustus vrij bleven uitgeven, vooral in de dienstensector.

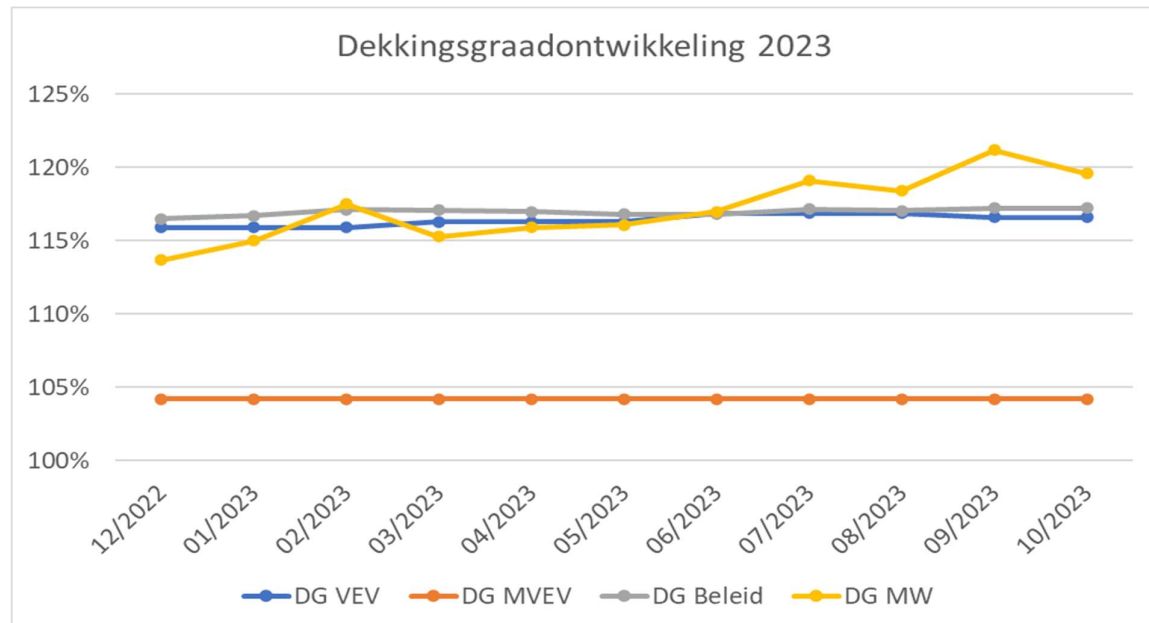
Transportgigant UPS verleende aanzienlijke loonsverhogingen om een staking van zijn ongeveer 300.000 door Teamsters georganiseerde werknemers te voorkomen. Desalnietemin leek de arbeidsmarkt licht af te koelen, maar de vrees dat deze bescheiden afkoeling de beleidsmakers van de Federal Reserve niet tevreden zou stellen, leek een belangrijke factor te zijn in de scherpe daling van de aandelenmarkt in de herfst van 2023. In Europa leek daarnaast de afkoelende Chinese economie, een belangrijke afzetmarkt voor Europese bedrijven, bij te dragen aan de sombere stemming op de beurs, nog voordat de oorlog in Gaza een rol begon te spelen. Meevallende inflatiecijfers leidden in de loop van het vierde kwartaal tot herstel van aandelenkoersen.

### **Aandelen opkomende markten**

Aandelen in opkomende landen stelden wederom teleur, en bleven flink achter op ontwikkelde markten. Chinese aandelen daalden door bezorgdheid over de door de crisis getroffen vastgoedsector en de vertragende economie van het land, ondanks enkele tekenen dat de economie mogelijk een dieptepunt heeft bereikt. De industriële productie en de detailhandelsverkopen stegen meer dan verwacht ten opzichte van een jaar geleden, terwijl de werkloosheid onverwacht daalde. De groei van de investeringen in vaste activa bleef echter achter op prognoses als gevolg van een sterkere daling van de investeringen in onroerend goed. De crisis waarmee China's geleveragde projectontwikkelaars worden geconfronteerd, vertoonde geen tekenen van afname.

### Dekkingsgraadontwikkeling 2023

De beleidsdekkingsgraad was relatief vlak gedurende 2023. De UFR-dekkingsgraad is gestegen van 114,2% eind 2022 naar 119,6% (per eind oktober 2023). Door de aanpassing van de UFR-methodiek begin 2023 is de marktwaarde dekkingsgraad nagenoeg gelijk aan de UFR-dekkingsgraad: 119,6%:



**Figuur 2: dekkingsgraadontwikkeling in 2023**

Ook de beleidsdekkingsgraad is in 2023 licht gestegen van 116,5% tot 117,2% per eind oktober 2023, waarbij zowel de verdere stijging van de rente als een positief rendement op de returnportefeuille een positieve bijdrage hebben geleverd.

Met de gerealiseerde dekkingsgraadontwikkeling in 2023 is de voorsprong ten opzichte van het verwachte (gemiddelde over alle scenario's) pad van de dekkingsgraad in de ALM-studie behouden. In de ALM-studie komt de gemiddelde marktwaarde dekkingsgraad eind 2023 op 110%, eind 2025 op 111% en eind 2035 op 124%. De verklaring voor het verschil tussen de verwachting (in de ALM) en realisatie tot eind 2023 zit grotendeels in de ontwikkeling van de swaprente. Voor de ALM-studie is verondersteld dat deze in de eerste paar jaar op hetzelfde lage niveau zou blijven liggen, terwijl de swap rente in 2022 en 2023 fors is opgelopen. Dit geeft tegelijk ook een kanttekening bij de huidige 'voorsprong' op de ALM dekkingsgraadontwikkeling: deze voorsprong is sterk afhankelijk van de rente.

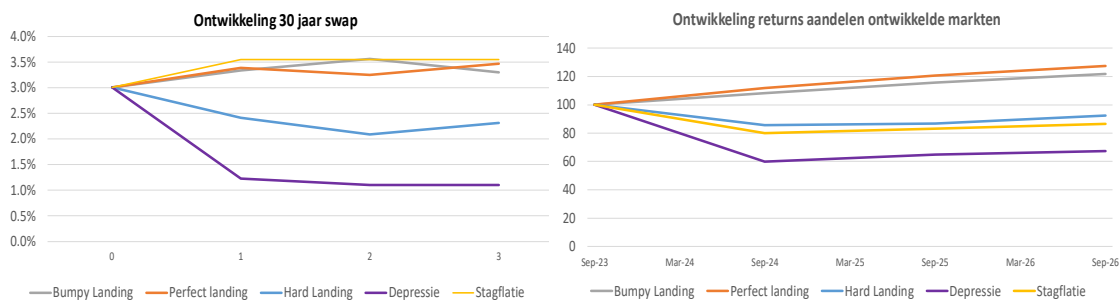
## 2.2 Vooruitzichten 2024

Sterke renteverhogingen van centrale banken in combinatie met de verslechtering van financiële condities maken voor de VS een groeifazwakking waarschijnlijk. De kans op een recessie is daarbij hoger dan gemiddeld. Verder renteverhogingen blijven dan achterwege. Tegelijkertijd zijn door de nog altijd hoge inflatie ook voorlopig renteverlagingen nog uit zicht. De vooruitzichten in Europa wijzen op een gematigd blijvende economische groei en een verder daling van de inflatie. In deze omgeving houdt ook de ECB de rente voorlopig onveranderd. Bij deze vooruitzichten passen eerder rentedalingen in plaats van verdere rentestijgingen wat gunstig is voor vastrentende waarden. Gesteund door goede winstvooruitzichten zouden aandelen juist kunnen profiteren van lagere rentes. Aandelen zijn echter kwetsbaar in een omgeving waarin de groei verder onder druk komt.

Op basis van de meest recente ontwikkelingen kunnen er vijf scenario's worden onderscheiden voor de komende drie jaar. Naast een basisscenario en daarbij behorende twee alternatieve scenario's worden tevens twee (meer extreme en daardoor ook minder waarschijnlijke) stress-scenario's geïdentificeerd. Gedurende de periode tot aan de Wtp-transitie zullen deze scenario's regelmatig besproken gaan worden, bijvoorbeeld met het oog op een aangepast dynamisch (dekkingsgraad-beschermings)beleid.

Het scenario Bumpy Landing is het basisscenario. De twee alternatieve scenario's zijn Hard Landing en het gunstige scenario Perfect Landing. De twee stress scenario's zijn Depressie en Stagflatie. Voor de eerste drie scenario's worden weer drie onderscheidende kenmerken genoemd: de waarschijnlijkheid van een recessie in de VS, de ontwikkelingen van de inflatie en de ontwikkeling van de beleidsrentes van centrale banken. Deze kenmerken worden in de beschrijving van de scenario's nader toegelicht.

Figuur 3 geeft voor elk van de scenario's de aannames voor twee belangrijke variabelen: de kapitaalmarktrente en het aandelenrendement. Uit het overzicht van de rentes blijkt deze keer dat vooral het stijgingspotentieel van de rente beperkt is. In een fors negatief stress scenario (Depressie), maar ook in een minder negatief scenario Hard Landing daalt de rente wel sterk. Aandelenrendementen zijn wat meer verdeeld. In twee scenario's, waaronder het basisscenario, is het aandelenrendement op een driejaars horizon positief. In drie van de vijf scenario's zijn aandelenrendementen op een driejaarshorizon negatief.



**Figuur 3: Aannames aandelenrendement en rente in de scenario's (Bron Goldman Sachs Asset Management – Multi Asset Solutions)**



### 3. Strategisch kader en inrichting portefeuille

#### 3.1 Algemeen

Tezamen met wet- en regelgeving en het algemene beleid van het fonds, vormen de gekozen investment beliefs, de ABTN inclusief de in 2021 herijkte risicohouding, ALM-studie en Strategisch Beleggingsplan de randvoorwaarden voor het balanssturing- en beleggingsbeleid 2023. In 2024 zullen nieuwe ALM-analyses worden opgestart, vanuit het Wtp-project.

Enkele hoofdlijnen van het beleid zijn:

- 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-studie: 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) 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”). De aanpak van een ALM-studie zal wijzigen, vanwege de leeftijdsafhankelijke opzet van het beleggingsbeleid onder de Wtp. Tevens zal er tijdelijk (tot de transitiedatum) extra focus zijn op de korte termijn resultaten (in relatie tot bijvoorbeeld een gewenste minimale invaardekkingsgraad) naast het lange termijn perspectief;
- 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: rente(mismatch)risico, inflatierisico, valutarisico en koersrisico op aandelen. In 2018 is het pensioenfonds overgegaan op de toepassing van een Dynamisch Balans Risico Management-beleid (DBRM). 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. Met de komst van de Wtp wordt de reikwijdte van het DBRM-beleid beperkt tot de periode tot aan de transitiedatum. In oktober 2022 heeft het bestuur al besloten om het DBRM-beleid voor een dekkingsgraad boven 120% niet meer te volgen waar het de inzet van inflatie-instrumenten en swaptions betreft. De komende jaren zal het dynamisch beleid gaan wijzigen en zich meer richten op eventuele maatregelen om de dekkingsgraad te beschermen richting het beoogde invaarmoment, of de kans vergroten dat specifieke doelen ten aanzien van de transitie behaald kunnen worden;
- 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 in te steken, 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.

In hoofdstuk 7, Bijlagen, van dit plan wordt in een aantal illustraties inzicht geboden in respectievelijk: (A) Beleggingsproces; (B) Investment Governance; (C) Investment Beliefs en (D) Investerings- en beheersingsstructuur balansrisicomanagement en beleggingen van het pensioenfonds.

### 3.2 Dynamisch balansrisicomanagement en risicobudget

Vooralsnog is onderstaande (de achtergrond bij) het huidige DBRM-beleid. In 2024 zal PFSR dit beleid aanpassen voor de transitieperiode tot het invaarmoment naar de Wtp.

Doelstelling van het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid is, gegeven de risicohouding 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 invulling te kunnen geven aan de toeslagambitie (waaronder indexatie) van het fonds.

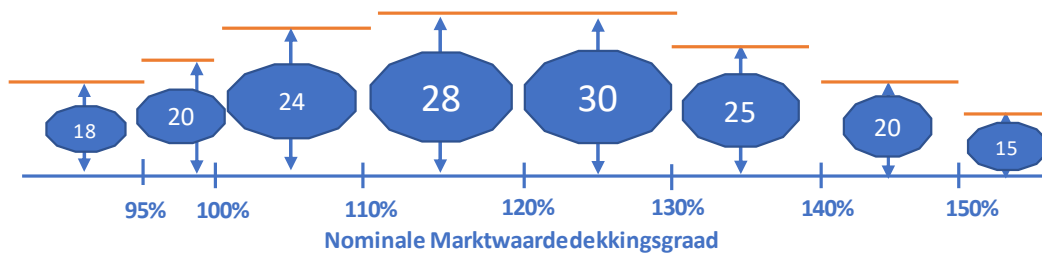
In de optiek van het pensioenfonds is deze evenwichtige afweging afhankelijk van de hoogte van de dekkingsgraad, en daarmee reden om te werken met een Dynamisch Balans Risico Management beleid, het in 2018 ingevoerde DBRM. Dit beleid voorziet in een dekkingsgraadafhankelijke Strategische Asset Allocatie (SAA), afhankelijk van de (actuele) dekkingsgraad op marktwaarde. Daarnaast is vooraf vastgelegd wat de strategische niveaus van de renteafdekking en afdekking van 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 nemen van te weinig 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 zal adviseren. Het bestuur besluit of en zo ja, hoe aanpassingen in de balanssturing worden doorgevoerd. Concreet is er voor 2023 (en volgende jaren tot aan het transitiemoment richting het nieuwe pensioenstelsel) besloten om het beleid voor dekkingsgraden van 120% en hoger niet exact te gaan volgen. Tot nader order zal het pensioenfonds geen swaptions en/of inflatie instrumenten inzetten.

Het risicobudget (het maximale risico dat het fonds bij een bepaalde dekkingsgraad wenst te lopen) is leidend in de besluitvorming door het bestuur. Het risicobudget wordt uitgedrukt als een maximale dekkingsgraadpuntental in een specifiek stress-scenario. Het stress-scenario is bij nominale dekkingsgraden op marktwaarde (MW), tot 130% 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 meegeschoot (25% daling);
- Een daling (directe, parallelle schok) van de marktrente over alle looptijden met 1%-punt (100 basispunten).



**Figuur 4: Weergave van het DBRM-beleid met het toegestaan risicobudget per dekkingsgraadregio. Boven dekkingsgraden van 130% zal de focus 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 hiervoor opgestelde beleidsdocument.

Hiernaast speelt spreiding van de beleggingen over verschillende beleggingscategorieën, regio's en assetmanagers, fondsen en fondsbeheerders, kwaliteit, prudentie en maatschappelijk verantwoord beleggen en risicomanagement op het gebied van bijv. liquiditeitsrisico, tegenpartijrisico, concentratierisico, kredietrisico en renterisico een belangrijke rol.

Uitgangspunten bij het vaststellen van de strategische en de feitelijke beleggingsportefeuille zijn de aard en omvang van de verplichtingen, het risicobudget en eisen die voortvloeien uit onder meer de pensioenwetgeving, zoals de (aanvang)haalbaarheidstoets en de "Prudent Person regel".

Zoals bovenstaand reeds vermeld, betreft dit jaarbeleggingsplan 2024 een verbijzondering en concretisering van het beleid en vooral de geplande activiteiten van het fonds gedurende het jaar 2024 met betrekking tot balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid. Voor de meer algemene onderwerpen en onderdelen wordt verwezen naar het Strategisch Beleggingsplan.

### 3.3 Verhoging risicoprofiel bij 'uit herstel'

Ten tijde van de ALM-studie in 2021 is ook de risicohouding opnieuw getoetst bij sociale partners en bij het bestuur van het pensioenfonds. Hieruit kwam een breed gedragen wens naar voren om meer beleggingsrisico toe te staan, met name om de pensioenambitie beter te kunnen realiseren. PFSR verkeerde ten tijde van deze ALM-studie in een reservetekortsituatie waarin het wettelijk niet is toegestaan om het strategisch beleggingsbeleid zodanig aan te passen dat het Vereist Eigen Vermogen stijgt. Het doorvoeren van de verhoging van het beleggingsrisico, in de vorm van een 10% hogere allocatie naar de Returnportefeuille in alle dekkingsgraadregio's van het DBRM, werd daarom een conditioneel besluit op de dekkingsgraadontwikkeling van PFSR.

Per eind december 2021 was de situatie van reservetekort beëindigd, door een beleidsdekkingsgraad die met 113,9% net iets boven de vereiste dekkingsgraad van 113,7% lag. In 2022 is het pensioenfonds daarom begonnen met het verhogen van het beleggingsrisico. Er wordt een stapsgewijze aanpak gehanteerd om te voorkomen dat door een risicoverhoging direct een nieuw reservetekort ontstaat. Daarbij zorgt deze aanpak ook voor spreiding van het timingsrisico.

Op maandelijkse basis is getoetst of de einde maand dekkingsgraad ten opzichte van het VEV voldoende ruimte bood om 2,5% van de Matching- naar de Returnportefeuille te verschuiven. In juni en oktober 2022 zijn de eerste stappen uitgevoerd en per 1 november 2023 de derde stap, conform de asset allocatie in onderstaande tabel:

	SAA 2023
Matching portefeuille	53.5%
LDI portefeuille	29.5%
Euro IG bedrijfsobligaties (green)	7.5%
Euro collateralized bonds	2.5%
Euro ABS AAA	4.0%
NL woninghypotheken	10.0%
Return portefeuille	46.5%
Global high yield	5.0%
EMD HC	5.0%
Aandelen ontwikkelde markten	16.0%
Aandelen opkomende markten	12.5%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	8.0%

**Figuur 5: SAA 2023 op basis van de volledige 10% uitbreiding van de Returnportefeuille, gegeven de in 2023 actuele dekkingsgraadregio van 110-120%.**

Initieel is er in 2023 geen ruimte geweest in de dekkingsgraad voor stappen 3 en 4. Echter als gevolg van het besluit om de allocatie naar aandelen emerging markets te verlagen ten gunste van developed markets, zal het VEV omlaag gaan. Deze omzetting in de portefeuille is daarom in de implementatie gecombineerd met de laatste twee stappen in de uitbreiding van de Returnportefeuille.

In de volgende paragraaf staan de DBRM beleidstabellen met de volledige 10% verhoging van de Returnportefeuille verwerkt in Figuur 6. Deze tabellen zijn tevens vastgelegd in een addendum bij het huidige Strategische Beleggingsplan van het pensioenfonds. Hierin is ook opgenomen de figuur met het maximaal toegestane risicobudget per dekkingsgraadregio (zie ook figuur 4).

### 3.4 ALM-doelstelling & herbalancering

De uitkomsten van de ALM/SAA-studie 2021 zijn vertaald in het Strategisch Beleggingsplan van PFSR. De verhoging van het risicoprofiel bij het 'uit herstel' raken is vastgelegd in een addendum bij dit Strategisch Beleggingsplan. Hierin is zowel het oude als het nieuwe beleid (met 10% uitbreiding van de Returnportefeuille) beschreven, zowel in termen van SAA-gewichten als ook in termen van het maximale DBRM-*risicobudget* (zie figuur 4).

De beleggingsportefeuille is opgebouwd uit een Matching- en een Returnportefeuille. De Matchingportefeuille heeft als doel om het nominale renterisico van de verplichtingen voor het gewenste percentage af te dekken. Bij hogere dekkingsgraden is daarnaast een doelstelling om een deel van het inflatierisico af te dekken<sup>1</sup>. Naast obligaties en hypotheekbeleggingen met relatief laag kredietrisico zijn hiertoe derivaten opgenomen in de Matchingportefeuille. De derivaten hebben als doel om een deel van de onderkende financiële risico's, in aanvulling op de beleggingsportefeuille, conform SAA en DBRM verder te mitigeren. Het fonds heeft een "core LDI" mandaat aan de beheerder verstrekt voor de bijsturing, binnen nauwe bandbreedtes, van de risicoafdekkingen.

<sup>1</sup> Hierbij wordt opgemerkt dat in de transitieperiode naar het nieuwe stelsel vooralsnog niet zal worden gestuurd op deze doelstelling.

De Returnportefeuille heeft als doel om met meer beleggingsrisico verwachte meeropbrengsten te genereren om zo naar de toekomst toe de aanspraken zo veel mogelijk waardevast te kunnen houden (indexatie) en buffers op te bouwen. De overkoepelende/coördinerende beheeractiviteiten voor de Matching- en de Returnportefeuille zijn uitbesteed aan de fiduciair beheerder.

Het fonds kent een herbalanceringsbeleid waarin is vastgelegd hoe wordt omgegaan met het herbalanceren van de feitelijke portefeuille richting de strategische wegen van de beleggingen indien en voor zover de feitelijke wegen bepaalde bandbreedtes overschrijden, of er andere redenen zijn om te herbalanceren, zoals de jaarlijkse storting van de pensioenpremies en de maandelijkse onttrekkingen.

Belangrijk in dit kader is om op te merken dat met het Dynamisch Balansrisicomangementbeleid de strategische wegen van de assets en de mate van afdekking van met name het renterisico zal variëren in samenhang met de ontwikkeling van de nominale dekkingsgraad op marktwaarde. De opdracht aan de Fiduciair Beheerder zal daar, indien de ontwikkelingen daartoe aanleiding geven, op worden aangepast.

Beleggingscategorie	Nominale focus				Reële focus		
Dekkingsgraadregio	<100%)	[100% - 110%)	[110% - 120%)	[120%- 130%)	[130%- 140%)	[140%- 150%)	150%- 170%
Matchingportefeuille	58,5%	53,5%	53,5%	48,5%	48,5%	53,5%	58,5%
Returnportefeuille	41,5%	46,5%	46,5%	51,5%	51,5%	46,5%	41,5%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Figuur 6: Dynamische strategische asset allocatie (na verhoging Returnportefeuille met 10%)

De bijbehorende dynamische, strategische risicoafdekkingen worden getoond in figuur 5:

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

Figuur 7: Dynamische strategische risicoafdekkingen

### 3.5 Strategische Asset Allocatie en benchmarks

De asset allocatie op hoofdlijnen zoals volgt uit het DBRM wordt vervolgens verfijnd in een Strategische Asset Allocatie (SAA) op beleggingscategorie niveau. De SAA wordt jaarlijks opnieuw vastgesteld, onder andere op basis van de goedgekeurde investment cases en de lange termijn risico- en rendementsverwachtingen, volgend uit de actuele marktomstandigheden.

Gedurende 2023 is een aantal investment cases herzien en bijgesteld, met consequenties voor de SAA, te weten:

- Collateralized bonds wordt niet langer als een aparte beleggingscategorie binnen de SAA gezien, maar als onderdeel van de bredere categorie investment grade bedrijfsobligaties. Het bestaande mandaat voor collateralized bonds zal worden afgebouwd tot 0 en verdwijnt uit de portefeuille. Het green corporate credits mandaat heeft ook ruimte om in collateralized bonds te beleggen;
- Voor de beleggingscategorie ABS wordt het universum uitgebreid om het verwachte rendement te verbeteren (binnen bestaande risicokaders). Het mandaat blijft in portefeuille, waarbij de mandaatrichtlijnen worden verruimd;
- Voor aandelen ontwikkelde markten is de kaderstelling aangepast, waarbij is vastgesteld dat deze de regioverdeling van de MSCI world benchmark zal volgen. De specifieke verdeling over aandelen Europa, aandelen VS en aandelen Azië/Pacific zal verdwijnen, waarmee tevens de portefeuillestructuur wordt versimpeld.

Daarnaast is in 2023 uitgebreid stil gestaan bij de verdeling tussen aandelen ontwikkelde en aandelen opkomende markten, op basis van een SAA-onderzoeksvraag vanuit de beleggingscommissie. Vanuit het verleden hanteerde het pensioenfonds een 50/50 verdeling. Bij de uitbreiding van de return-portefeuille is het relatieve gewicht naar opkomende markten al enigszins terug gebracht, maar het pensioenfonds heeft in 2023 besloten tot een fundamentele herziening van de verdeling naar 80% ontwikkelde markten en 20% opkomende markten. Hoewel de verwachting nog steeds is dat emergent markets gemiddeld genomen een hogere economische groei zullen laten zien, heeft dit zich de afgelopen jaren niet of nauwelijks in een hoger rendement op aandelen vertaald. Ook naar de toekomst toe is de verwachting weliswaar dat opkomende landen beter zullen presteren, echter de onzekerheid rond deze verwachting is zodanig veranderd dat een uitgesproken convictie met betrekking tot een over- of onderweging in de SAA niet wordt toegepast.

Alle bovenstaande punten zijn meegenomen in de vaststelling van de SAA voor 2024. In de SAA wordt uitgegaan van de dekkingsgraadregio 110 - 120% (marktwaarde dekkingsgraad), en de volledige 10% verhoging van de Returnportefeuille.

	SAA 2023	SAA 2024	min	max
Matching portefeuille	53.5%	53.5%	50.5%	56.5%
LDI portefeuille	29.5%	29.5%	27.5%	31.5%
Euro IG bedrijfsobligaties (green)	7.5%	10.0%	8.0%	12.0%
Euro collateralized bonds	2.5%	-	-	-
Euro ABS AAA	4.0%	4.0%	3.0%	5.0%
NL woninghypotheken	10.0%	10.0%	8.0%	12.0%
Return portefeuille	46.5%	46.5%	43.5%	49.5%
Global high yield	5.0%	4.5%	3.5%	5.5%
EMD HC	5.0%	4.5%	3.5%	5.5%
Aandelen ontwikkelde markten	16.0%	23.6%	21.6%	25.6%
Aandelen opkomende markten	12.5%	5.9%	4.9%	6.9%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	8.0%	8.0%	6.0%	12.0%

**Figuur 8: Strategische asset allocatie voor 2024, met bijbehorende bandbreedtes**

Indien de dekkingsgraad stijgt tot in de dekkingsgraadregio 120-130% zal een nieuwe SAA worden bepaald op basis van de gewichten uit Figuur 5. Voor de verdere invulling van de bovenstaande beleggingscategorieën en allocaties, qua vermogensbeheerders en mandaat/fondskeuze, zie de figuren in bijlage D) “Investeringsstructuur PFSR”.

### **Bandbreedtes**

Er is dit jaar opnieuw naar de bandbreedtes gekeken. Aansluitend op het bestaande herbalanceringsbeleid van PFSR gelden de volgende richtlijnen hiervoor:

- +/- 3% bandbreedte voor de allocatie matching versus return
- +/- 2% bandbreedte voor individuele beleggingscategorieën, tenzij het normgewicht 5% of lager is. In dat geval geldt een bandbreedte van +/- 1%
- Indien een categorie wordt geïmplementeerd door meer dan 1 belegging of vermogensbeheerder, dan geldt per vermogensbeheerder een bandbreedte half zo groot als de bandbreedte voor de categorie als geheel.

Ten opzichte van de bandbreedtes zoals gehanteerd in 2023 leidt dit tot de volgende wijzigingen:

- De bandbreedte op de core LDI portefeuille is terug gebracht van +/-3% naar +/-2% toegestane afwijking van het normgewicht. Dit is raadzaam aangezien de allocatie van 29,5% in combinatie met een renteafdekking van 70% ongeveer de minimale allocatie is om te kunnen voldoen aan het liquiteits- en onderpandbeleid van het pensioenfonds;
- De bandbreedte op aandelen opkomende markten is verlaagd van +/-2% naar +/-1% vanwege het lagere normgewicht;
- Voor vastgoed blijft de in 2023 tijdelijk opgehoogde bovengrens van 12% ook voor 2024 van toepassing om te voorkomen dat het pensioenfonds actief blootstelling aan de vastgoedfondsen moet gaan afbouwen.

### **Impact op ESG en risicobeleid**

De grootste wijziging in de SAA betreft de verschuiving tussen aandelen opkomende markten en ontwikkelde markten. Dit zal ook invloed hebben op het ESG-profiel van de gehele portefeuille van het pensioenfonds. Bij de beleggingen in aandelen opkomende markten zijn de grootste CO<sub>2</sub>-uitstoters uitgesloten, terwijl deze nog wel zijn opgenomen in de portefeuilles aandelen ontwikkelde landen, mede met het oog op het uitvoeren van engagement beleid.

In termen van meetbare elementen zal de wijziging in de SAA waarschijnlijk leiden tot betere scores op het gebied van afvalproductie (in de opkomende markten portefeuille zit een aantal bedrijven met een relatief hoge afvalproductie). Voor CO<sub>2</sub>-uitstoot en waterverbruik is de impact waarschijnlijk kleiner. Enerzijds wordt de bijdrage vanuit aandelen opkomende markten kleiner, maar anderzijds dragen ook de beleggingen in ontwikkelde markten bij aan deze maatstaven. Het pensioenfonds monitort deze ontwikkelingen via de kwartaalijksse ESG-risicorapportage.

Voor wat betreft de impact van de gewijzigde SAA op het risicobeleid van het pensioenfonds lichten we het rente- en het valutarisico hieruit. De verschuivingen binnen de matchingportefeuille leiden tot een beperkte verandering in de duratiebijdrage van spread assets aan de totale renteafdekking. Dit zal worden opgevangen door in de samenstelling van de core LDI-portefeuille hierop bij te sturen. Bij het huidige afdekkingspercentage van 70% is de allocatie naar core LDI van 29,5% de ondergrens voor wat betreft benodigde middelen om te kunnen blijven voldoen aan het liquiditeits- en onderpandbeleid van het pensioenfonds.

Hierbij is tevens rekening gehouden met de verhoging van onderpandbehoefte vanuit de valutaafdekking. Het afdekkingsbeleid zelf is ongewijzigd, maar door de verschuiving in de SAA van opkomende markten naar ontwikkelde markten worden de af te dekken exposures naar USD, JPY en GBP groter. Rekening houdend met een schok van 10% op de af te dekken exposures is een buffer van ongeveer 1,5 tot 2% van het totale pensioenfondsvermogen nodig. Het onderpand voor de valutacontracten komt uit de core LDI-portefeuille en deze onderpandbehoefte past binnen de allocatie van 29,5%. Jaarlijks in januari wordt de onderpandbehoefte vanuit zowel rente- als valutaderivaten gezamenlijk getoetst.

## Benchmarks

PFSR maakt onderscheid naar strategische benchmarks en uitvoeringsbenchmarks. De strategische benchmarks worden genoemd in het Strategisch Beleggingsplan en zijn bedoeld voor de evaluatie van de lange termijn performance van beleggingscategorieën. De performance van de SAA door het jaar heen zal conform onderstaande benchmarktabel worden gemonitord, op basis van de 'uitvoeringsbenchmarks':

	SAA 2024	Uitvoeringsbenchmark
Matching portefeuille	53.5%	
LDI portefeuille	29.5%	Samengestelde benchmark
Euro IG bedrijfsobligaties (green)	10.0%	Bloomberg Barclays Euro Corporate Green Bond 5% Capped index
Euro collateralized bonds	-	Barclays Capital Euro-Aggregate Securitized Covered index
Euro ABS AAA	4.0%	Bloomberg Pan-European Floating rate AAA ABS EUR hedged
NL woninghypotheken	10.0%	Bloomberg Barclays Bellwether Swaps - Euro 96mth
Return portefeuille	46.5%	
Global high yield	4.5%	Solactive Global High Yield Corporate PAB Select Index - EUR hedged
EMD HC	4.5%	JPM EMBI Global Diversified Index (EUR hedged)
Aandelen ontwikkelde markten	23.6%	MSCI World Climate Change EUR Index (MSCI CTB)
Aandelen opkomende markten	5.9%	MSCI Emerging Markets Paris Aligned EUR Index (MSCI EM PAB)
Niet-beursgenoteerd vastgoed	8.0%	Portefeullierendement
Liquiditeiten	0.0%	€STR

**Figuur 9: Benchmarks voor strategische asset allocatie 2024**

Ten opzichte van 2023 zijn de uitvoeringsbenchmarks voor high yield, aandelen en vastgoed gewijzigd. Voor vastgoed is geconcludeerd dat er geen (voldoende) passende benchmark beschikbaar is en is daarom gekozen om het benchmarkrendement gelijk te stellen aan het portefeuillerendement. De strategische benchmarks voor deze categorieën blijven ongewijzigd.

In de investment cases en kaderstellingen voor de diverse beleggingscategorieën wordt beschreven in welke mate (actieve) afwijkingen van de genoemde benchmarks toegestaan zijn en wat daarbij een eventueel alpha target is.

### 3.6 Strategisch Balansrisicomanagement; afdekking (hedge)beleid

De beleggingen zijn onderverdeeld in een Matching- en een Returnportefeuille. Onderdeel van de Matchingportefeuille is het "Core LDI"-mandaat waarmee het fonds bepaalde risico's, verbonden aan de verplichtingen en de beleggingsportefeuille, (gedeeltelijk) afdekt.

De invulling binnen het Core LDI-mandaat leidt tot een hogere mate van matching tussen de pensioenverplichtingen van PFSR en de beleggingen, dan dat met de overige beleggingen in de Matchingportefeuille te behalen is. Het strategisch balansrisicomanagement met risicoafdekking, in de vorm van het Core LDI-mandaat op basis van het Dynamisch Balansrisico-managementbeleid, dient ter bescherming van de pensioenaanspraken en is niet primair gericht op het realiseren van



overrendementen. Het behalen van overrendement wordt echter niet uitgesloten, aangezien dit compensatie kan bieden voor een minder sterke link tussen bepaalde beleggingen in de Matching-portefeuille en de af te dekken pensioenverplichtingen.

Het core LDI-mandaat kan bestaan uit:

- Obligaties, inflation linked obligaties, onderhandse leningen;
- Swaps (rente/IRS, of inflatie/ILS);
- Renteswaptions<sup>2</sup>;
- Institutioneel Money Market fund (stalling liquiditeiten);
- Futures, in het kader van efficiënt portefeuillebeheer en in geval van een financiële crisis.

### Risico's algemeen

In de ABTN en het Strategisch Beleggingsplan is een uitgebreide rubricering van de financiële en niet-financiële risico's opgenomen, waarin ook de materialiteit van deze risico's en de beheersing ervan aan de orde komen. De belangrijkste risico's voor dit beleggingsplan zijn:

- Rente- en inflatierisico
- Valutarisico
- Aandelenkoersrisico

### Afdekking rente- en inflatierisico

Ter afdekking van de rente- en inflatierisico's kent het fonds, op basis van het Dynamisch Balansrisicomangementbeleid en de actuele stand van de nominale dekkingsgraad van het fonds op marktwaarde, de volgende hedgerichtlijnen (in de DBRM dekkingsgraadregio 110-120%):

- Afdekking renterisico : norm 70%, binnen een bandbreedte van 65 – 75%;
- Afdekking inflatierisico : in elk geval tot de transitie naar de Wtp niet (expliciet) afdekken.

### Afdekking valutarisico

Valuta vormt voor het fonds geen afzonderlijke beleggingscategorie. Het valutarisico dat mogelijk ontstaat door te beleggen in assets in ontwikkelde markten uitgedrukt in vreemde valuta ("niet euro"), wordt door het fonds gezien als een risico waar op langere termijn geen rendement tegenover staat (valuta-exposure kan wel diversifiërend werken). Dit geldt als strategisch uitgangspunt, het fonds hanteert geen valutavisie. Het Bestuur heeft eind 2018 bij gelegenheid van het herijken van het Strategisch Beleggingsbeleid en het Dynamisch Balansrisicomangementbeleid, het bestaande beleid dat toeziet op een aanzienlijke mate van afdekking van het risico op bepaalde beleggingen in ontwikkelde landen in vreemde valuta (GBP, JPY en USD) herbevestigd.

Voor wat betreft het valutarisicoafdeckingsbeleid geldt dat beleggingen in aandelen Developed Markets en in participaties in Real Estate equity fondsen in US-dollar, Japanse yen en Britse pond voor 75% worden afgedekt (met een bandbreedte van plus of minus 5%-punt).

Het bestuur en de BC zijn zich bewust van het feit dat met dit beleid de beleggingen in aandelen van Emerging Markets (vrijwel) niet gehedged worden. Dit hangt samen met de hoogte van de kosten en complexiteit die verbonden zijn aan het afdekken van separate valuta van EM-landen. Bovendien is de inschatting dat opkomende landen groeilanden zijn met op de lange termijn revaluerende valuta. Voor

<sup>2</sup> Het pensioenfonds zal swaptions en inflatie instrumenten vooralsnog niet inzetten, vanwege de onzekerheid over de toegevoegde waarde hiervan binnen het nieuwe pensioenstelsel.

zover het beleggingen in vastrentende waarden betreft, streeft het fonds ernaar om deze beleggingen binnen de gekozen fondsstructuur volledig te hedgen naar euro. Zo wordt in de categorie Emerging Market Debt belegd in zogenaamde “hard currency” obligaties van EMD-emittenten, die vervolgens door de manager van het geselecteerde beleggingsfonds volledig naar euro worden gehedged.

#### Afdekking aandelenkoersrisico

De afdekking van aandelenkoersrisico is een onderwerp dat aan de orde zal komen indien het bestuur, na het ontvangen van adviezen van de BC en de Strategisch Adviseur en/of Fiduciair Beheerder, voldoende reden ziet om het risico op een aanmerkelijke daling van de aandelenkoersen (ten dele) te mitigeren. De mate van afdekking en de wijze waarop dit zal geschieden zijn op hoofdlijnen opgenomen in het DBRM en het Derivatenbeleid. Verder kan door het pensioenfonds in het kader van de transitie naar het Wtp besloten worden om dergelijke opties te gebruiken om de volatiliteit van de dekkingsgraad te managen tot aan het invaarmoment. Een dergelijke inzet van derivaten valt niet onder bestaand fondsbeleid, waardoor in dit beleggingsplan nog geen concreet uitgewerkt beleid wordt benoemd.

### **3.7 Wet Toekomst Pensioen, SFDR, EU taxonomy**

#### **Wet toekomst Pensioen**

Na de instemming van de Eerste Kamer is op 1 juli 2023 de Wet toekomst pensioenen (Wtp) ingegaan. Als gevolg van discussie in de Eerste Kamer is besloten om de uiterste transitiedatum op te schuiven naar 1 januari 2028. Pensioenfondsen hebben hierbij tot 1 januari 2025 voor het afronden van de arbeidsvoorwaardelijke afspraken, waaronder de keuze tussen het flexibele en het solidaire contract.

Een belangrijk gevolg van de overgang naar het nieuwe stelsel is een groter belang in beleidsvorming en portefeuillesturing voor een kortere horizon dan gebruikelijk. Na besluitvorming over het transitie-FTK en de toekomstige contractvorm kan bekeken worden of dit aanleiding geeft voor aanpassingen in het beleggingsbeleid, bijvoorbeeld om de gewenste invaardekkingsgraad te beschermen richting transitiemoment. Of bijvoorbeeld om reeds voor te sorteren op het te voeren beleid onder de Wtp.

#### **SFDR, EU Taxonomy**

In 2018 heeft de Europese Commissie het EU Actieplan voor Duurzame Financiering gepubliceerd. Hiermee wil de Europese Commissie de ‘vergroening’ van de economie stimuleren, onder andere door nieuwe wet- en regelgeving. Eén van de deelplannen gaat over Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Naast de per 10 maart 2021 ingegane ‘level 1’ van de SFDR-wetgeving is per 1 januari 2023 ook ‘level 2’ van kracht geworden. In de eerste fase werd voorgeschreven dat aanbieders hun financiële producten een label geven, variërend van grijs (artikel 6), lichtgroen (artikel 8) of donkergroen (artikel 9). PFSR heeft gekozen voor artikel 8-classificatie, waarmee het fonds aangeeft ecologische en sociale kenmerken te promoten. In de beleggingsportefeuille van PFSR komen beleggingen met zowel een artikel 8 en 9 classificatie voor. In de tweede fase moet er op gedetailleerder niveau gerapporteerd worden over de voorgeschreven wettelijke richtlijnen. Als gevolg hiervan heeft PFSR dit jaar, onder andere, voor het eerst gerapporteerd over de ongunstige factoren op duurzaamheidsfactoren (PAI’s).

De Europese Commissie is bezig om te evalueren of SFDR 'level 1' in praktijk werkt zoals beoogd en of SFDR aangepast zou kunnen worden. De Europese Commissie heeft hierbij opgemerkt dat artikel 8 en artikel 9 vaak als labeling raamwerk in plaats van disclosure raamwerk worden gebruikt. PFSR houdt deze ontwikkelingen nauwlettend in de gaten en zal inspelen op veranderingen van wettelijke kaders.

Een andere component van het EU Actieplan is de ontwikkeling van de zogeheten EU Taxonomy, die gedetailleerd beschrijft welke beleggingen als 'groen' kunnen worden aangemerkt en welke niet.

## 4. Activiteiten balanssturing en beleggingen 2023, terugblik

2023 stond voor PFSR wederom in het teken van de verdere doorontwikkeling van het MVB-beleid, met onder andere nieuwe strategiekeuzes voor de beleggingscategorieën high yield en EMD HC. Daarnaast was een belangrijk onderwerp de verdieping op een aantal SAA-keuzes, wat heeft geleid tot een aantal wijzigingen in de SAA voor 2024.

### Wet toekomst pensioenen

De beleggingscommissie heeft in 2023 een aantal keer over Wtp-gerelateerde onderwerpen gesproken. Aangezien er nog geen richting bepaald is door sociale partners met betrekking tot de contractkeuze en invulling van de nieuwe pensioenregeling op hoofdlijnen, hebben de activiteiten van de BC zich vooral gericht op kennisdeling in plaats van concrete stappen in de uitwerking van het beleggingsbeleid voor de toekomst.

In het vierde kwartaal is de Wtp werkgroep beleggingen van PFSR van start gegaan. Het eerste onderwerp dat in deze werkgroep aan de orde komt is de uitvoering van het risicopreferentie-onderzoek (RPO) onder deelnemers.

### DBRM

De dekkingsgraad was in 2023 relatief stabiel, waardoor er geen sprake is geweest van een overgang naar een nieuwe dekkingsgraadregio uit het DBRM. Richting eind van het jaar is de dekkingsgraad wel tot boven 120% gestegen, maar werd de drempelwaarde nog niet bereikt. Door het in oktober 2022 genomen besluit van het bestuur is besloten de DBRM profielen van boven de 120% niet te implementeren richting de Wtp. Tevens is de verwachting dat de dekkingsgraad door de jaarlijkse indexatie weer enigszins zal terugvallen.

### Strategische asset allocatie

Zowel in de matching- als in de returnportefeuille is een aantal onderdelen van de SAA opnieuw onder de loep genomen. Binnen de matchingportefeuille is de toegevoegde waarde van de categorieën collateralized en ABS opnieuw beoordeeld. Dit heeft ertoe geleid dat de aparte allocatie naar collateralized bonds niet meer terugkomt in de SAA voor 2024. Binnen het corporate credit green bonds mandaat is wel ruimte voor deze beleggingen. Voor ABS is geconcludeerd dat de oorspronkelijke doelstelling (een veilig substituuut voor benodigde cash in de matchingportefeuille) wijzigt in een primaire doelstelling om additioneel rendement te genereren. Hier past een andere invulling bij dan tot dusver is gehanteerd, waarop het pensioenfonds heeft besloten tot een verruiming van het belegbare universum binnen deze categorie en een aanpassing van de mandaatrichtlijnen is doorgevoerd.

Binnen de returnportefeuille is in een aantal sessies ingezoomd op de regioverdeling van de aandelenallocatie. Dit betreft de verdeling tussen opkomende en ontwikkelde markten (oorspronkelijk 50-50) en de regioverdeling binnen de ontwikkelde markten (strategisch 40% Europa, 40% Noord-Amerika en 20% Azië/Pacific). Besloten is om de relatieve weging van aandelen opkomende markten terug te brengen naar 20% van de totale aandelenallocatie. Daarnaast wordt niet langer vastgehouden aan een specifieke regioallocatie voor ontwikkelde markten, maar zal hiervoor vanaf 2024 de MSCI World benchmark worden aangehouden.

Met name de verlaging van de allocatie naar aandelen opkomende markten zorgt voor een verlaging van het Vereist Eigen Vermogen, waarmee ruimte ontstaat om het ALM-besluit uit 2021 om de returnportefeuille met 10% uit te breiden volledig te gaan afronden. Ook dit is meegenomen in de vaststelling van de SAA voor 2024.

### **Portefeuillebeheer**

Naast de meer strategische beheeracties vanuit het DBRM zijn op maandbasis kleine transacties uitgevoerd in het kader van het herbalanceringsbeleid, waaronder het maandelijks vrijmaken van middelen voor het betalen van de pensioenuitkeringen. Hiervoor is – conform beleid – steeds een verkooptransactie gedaan in de meest overwogen beleggingscategorie op moment van onttrekken. Op hetzelfde maandelijks moment is steeds een deel van de valuta-afdekking met valutaforwards doorgerold. Tot slot is – ook op maandbasis – de renteafdekking bijgestuurd naar het normpercentage van 70%.

Gedurende een groot deel van het jaar is er in de feitelijke beleggingsportefeuille (ten opzichte van de SAA) een overweging geweest van de Returnportefeuille ten opzichte van de Matchingportefeuille, met name als gevolg van de stijging van de rente. De afdekkingen van rente- en valutarisico zijn gedurende het jaar binnen de vastgelegde bandbreedtes gebleven.

In het begin van 2023 is gesproken over zogenoemd 'laaghangend fruit': posities in de portefeuille waar mogelijk meer waarde/opbrengst uit gehaald zou kunnen worden, zonder het strategisch risicoprofiel drastisch te veranderen. De discussie spitste zich toe op het beheer van het core LDI-mandaat en is uitgemond in de implementatie van een securities lending beleid, waarbij enkel stukken vanuit de matchingportefeuille uitgeleend kunnen worden.

### **MVB-beleid en implementatie**

Het fonds heeft in 2023 verdere stappen voltooid in het realiseren van de portefeuilledoelstellingen van het MVB-beleid 2021-2024. Het fonds heeft ambitieniveau 'Koploper' en hier is in 2023 verder invulling aan gegeven. Zo is er een landenbeleid vastgesteld en verandering geweest van het High Yield fonds.

Het opgestelde landenbeleid gaat uit van het uitsluiten van landen die het VN Wapenembargo schenden en die bij de laagste 20% zitten qua score op de Freedom of the World Index. Als gevolg van het opgestelde landenbeleid en de managerevaluatie uit 2022 is er besloten om voor de categorie EMD HC te wisselen van manager van BlackRock naar Neuberger Berman. Het fonds van Neuberger Berman heeft een artikel 9 classificatie en sluit goed aan bij het opgestelde landenbeleid. Deze transitie is in 2023 afgerond.

Naast het landenbeleid op landenniveau is er ook nagedacht over het uitsluiten van bedrijven op basis van het landenbeleid. Op basis hiervan is besloten dat staatsbedrijven in uitgesloten landen ook worden uitgesloten in de portefeuille.

Als gevolg van duurzaamheidsoverwegingen is er gedurende 2023 ook besloten om de High Yield allocatie te verplaatsen naar een nieuw opgericht artikel 9 fonds van Robeco, een transitie die in het derde kwartaal is voltooid. PFSR heeft een belangrijke rol gespeeld bij het oprichten van dit fonds.

Verder is er gedurende 2023 besloten om uitvoeringsbenchmarks in te voeren om de portefeuille(managers) beter te monitoren m.b.v. groene indices. Deze benchmarks passen beter bij de keuzes in de portefeuille. De implementatie van de groene benchmarks zal per 1 januari 2024 plaatsvinden. Merk op dat de strategische benchmarks ongewijzigd blijven.

### Evaluatie beleggingscategorieën en managerkeuze

In 2023 hebben er transities plaatsgevonden, zoals beschreven in vorige paragraaf, van BlackRock naar Neuberger Berman voor de EMD HC allocatie en naar een nieuw artikel 9 fonds voor de High Yield allocatie. Het fonds van Neuberger Berman heeft SFDR artikel 9 classificatie en sluit goed aan bij het opgestelde landenbeleid.

Verder heeft in 2023 de evaluatie van de beleggingscategorie aandelen ontwikkelde markten allocatie bij ACTIAM plaatsgevonden, mede naar aanleiding van de aankondiging van ACTIAM dat men wil stoppen met de regionale aandelenfondsen en de bestaande strategie wil voortzetten in een wereldwijd ontwikkelde markten fonds. Hiervoor is binnen PFSR eerst de strategische discussie over de regioverdeling gevoerd en vervolgens geconcludeerd dat de evaluatie van ACTIAM positief is en geen zoektocht naar andere wereldwijde managers hoeft te worden gestart.

## 5. Activiteiten balanssturing en beleggingen 2024

Gekoppeld aan de verschillende onderdelen van het beleggingsproces heeft PFSR ook voor 2024 weer de nodige beleggingsonderwerpen op de agenda gezet. Deze zullen in een nader te bepalen volgorde en tijdspanne worden opgepakt.

### 1. ALM/SAA – Strategisch beleggingsbeleid – met duidelijke focus op de Wtp

- De ALM-activiteiten in 2024 en/of 2025 zullen zich focussen op het beleggingsbeleid na de transitie: een life cycle patroon (impliciet voor de SPR, expliciet voor de FPR) dat aansluit om de ambitie van het pensioenfonds en de resultaten van het RPO. Er zal geen nieuwe ALM-studie in de bestaande FTK-context meer worden uitgevoerd, maar het huidige beleid wordt doorgezet tot de transitiedatum;
  - o Uitvoeren RPO;
  - o Vertaling van de uitkomsten van het RPO naar een risicohouding;
  - o Verkennde ALM-analyses voor de inrichting van het strategisch beleggingsbeleid (life cycle profiel) onder de Wtp. Hierin zit een belangrijke link met (analyses ter ondersteuning van) besluitvorming door sociale partners over fundamentele keuzes m.b.t. de regeling;
- Evaluatie van de investment beliefs om deze geschikt te maken voor de Wtp;
- Verkennen van de nieuwe investment governance structuur benodigd voor uitvoering van de Wtp, en de bijbehorende samenwerking tussen de bij het pensioenfonds betrokken dienstverleners;
- Reviewen/updates van de investment cases voor hypotheken, Nominale Matching en Vastgoed, waarbij tevens vooruit gekeken wordt naar de rol en mogelijkheden van deze categorieën onder de Wtp.

### 2. Balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid

- Monitoren en evalueren DBRM, waarbij specifiek de vorm en toepassing van het DBRM in de periode tot aan de transitie naar de Wtp zal worden geëvalueerd en eventuele aanpassingen kunnen worden voorgesteld;
- Beleggingen en risicoafdekkingen aanpassen indien DBRM daartoe noopt naar aanleiding van het verloop van de dekkingsgraad;
- Evaluatie van het beleid ten aanzien van de afdekking van valutarisico, en/of beleid richting Wtp vorm geven;

- Review onderpandbehoefte / liquiditeitsrisico, mede in relatie tot Wtp (incl. specifieke aandachtspunten bij keuze voor FPR);
- Eigen Risico Beoordeling: v.w.b. de risicosoorten gealloceerd aan 1<sup>e</sup> lijns BC, actualisering.

3. Maatschappelijk Verantwoord Beleggen, beleid & monitoring

- Opstellen van een (SRD II-proof) ESG jaarrapport 2023;
- Verdere implementatie van eisen vanuit SFDR level 2 (Sustainable Finance Disclosure Regulation), waaronder de voorbereidingen voor rapportageverplichtingen;
- Opstellen van een ESG-risicoraamwerk;
- Verkennen eventuele 'next level' stappen voor MVB, zoals bijvoorbeeld impact beleggen en 'blauw' beleggen (gericht op water) – ook hierbij zal de toepasbaarheid onder de Wtp worden meegewogen;
- Monitoren van het MVB-beleid door bespreken van de ESG Risicomonitor van GSAM (kwartaalbasis) en de ESG due diligence analyses van managers en strategieën door XIG (Altis);
- Informatie en publicaties op website PFSR up to date houden en eventueel uitbreiden.

4. Portefeuillebeheer/-onderhoud, balanssturing, beleggingstransacties

- Beleggen pensioenjaarpremie 2024;
- Indien DBRM en/of Herbalanceringsbeleid daartoe aanleiding geven: Besluitvorming en aanpassingen SAA & portefeuille naar aanleiding daarvan monitoren, waar nodig besluiten BC en bestuur verkrijgen, besluiten uitvoeren en uitvoering daarvan controleren en verantwoorden.

5. Relatiebeheer, evaluatie dienstverlening, overeenkomsten, SLA's en mandaten, werking BC

- Beoordelingen c.q. monitoren functioneren GSAM als fiduciar vermogensbeheerder, inclusief monitoren voortgang en consequenties van de integratie van NNIP binnen Goldman Sachs;
- Servicegesprek met bankier en Custodian;
- Onderhoud van contracten, SLA's en mandaten met dienstverleners;
- Wanneer nodig het aanpassen van Beleggingsrichtlijnen GSAM;
- Zelfevaluatie functioneren BC, evaluatie samenwerking BC: bestuur en PB.

6. Overige onderwerpen

- Kostenrapportage, vermogensbeheer en transactiekosten;
- Periodieke evaluatie geselecteerde managers, in de jaaragenda zijn de categorieën die XIG (Altis) voor review in 2023 op haar planning heeft staan opgenomen;
- Jaarlijkse evaluatie securities lending;
- ODD en ESG scorecards van XIG (Altis);
- Jaarpresentatie balansrisicomanagement en beleggingen ten behoeve van leden VO.

## **6. Procedure vaststelling en communicatie Beleggingsplan 2024**

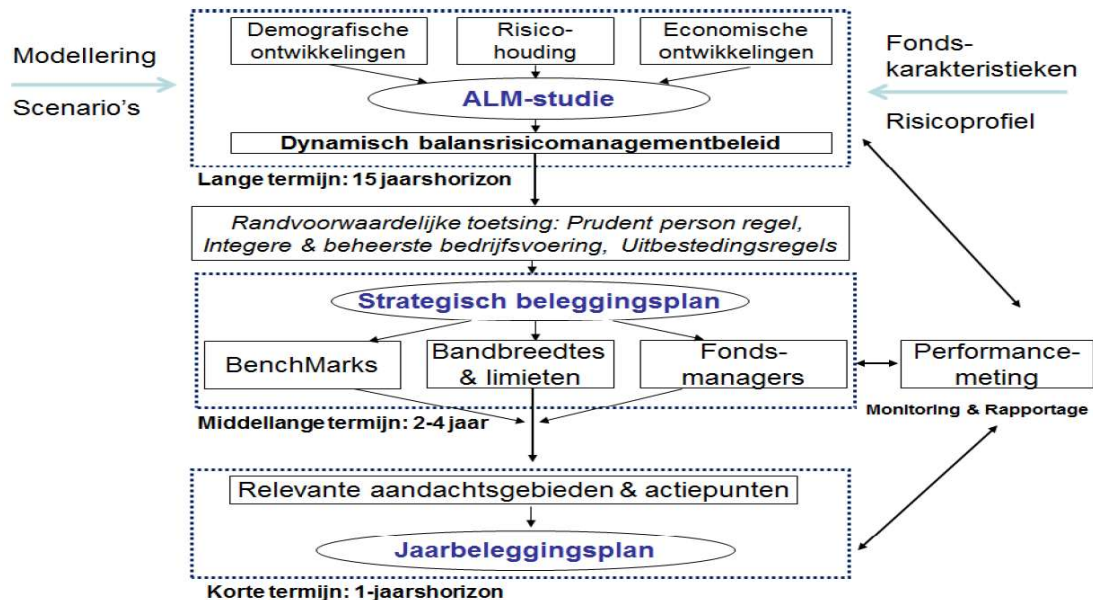
De wijze van vaststelling van het beleggingsplan is opgenomen in de beleggingscyclus zoals in de ABTN is weergegeven. Kort samengevat: Het Pensioenbureau, in casu de investment officer (1<sup>e</sup> lijn) en de manager Risk (2<sup>e</sup> lijn), en de fiduciair beheerder stellen een concept van het jaarbeleggingsplan op. Dit concept wordt ter beoordeling voorgelegd aan de BC. Daarna volgt consultatie van de strategisch adviseur. 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 BC. Daarna zal het beleggingsplan met een begeleidend advies door de BC 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. Het besluit van het bestuur met betrekking tot het jaarbeleggingsplan houdt impliciet ook een besluit in met betrekking tot het strategisch beleggingsplan en de SAA, voor zover de vaststellings- en publicatiedatums van beide plannen niet gelijk zijn.

Na vaststelling van het plan treedt het onmiddellijk in werking. Het plan zal worden toegevoegd aan de officiële beleidsdocumenten van het pensioenfonds en het zal ter informatie worden toegezonden aan de BC, de RvT, het Verantwoordingsorgaan, de strategisch adviseur en de fiduciair vermogensbeheerder. Het bestuur kan besluiten tot (gedeeltelijke) publicatie van het beleggingsplan op de website van het pensioenfonds.

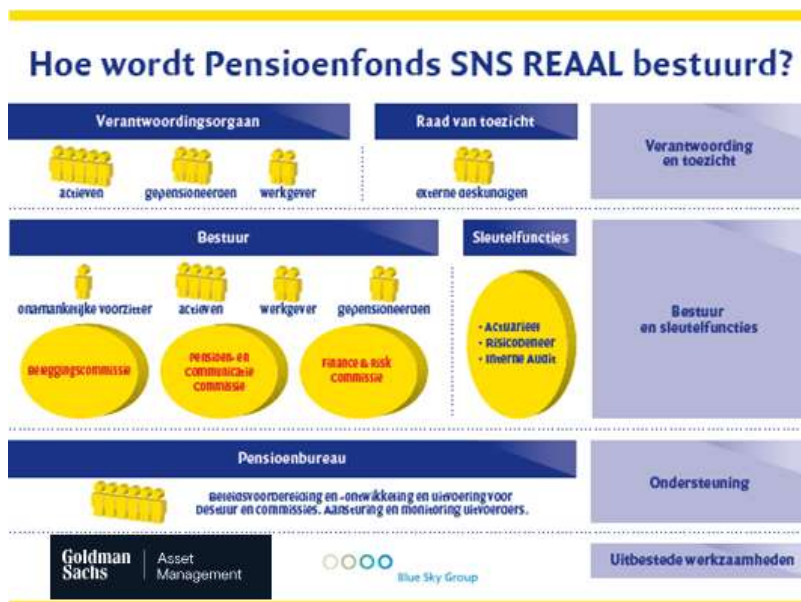


## 7. Bijlagen:

(A) Structuur beleggingsproces, samenhang strategisch en jaarbeleggingsplan:



(B) Investment Governance:



(C) Investment Beliefs:

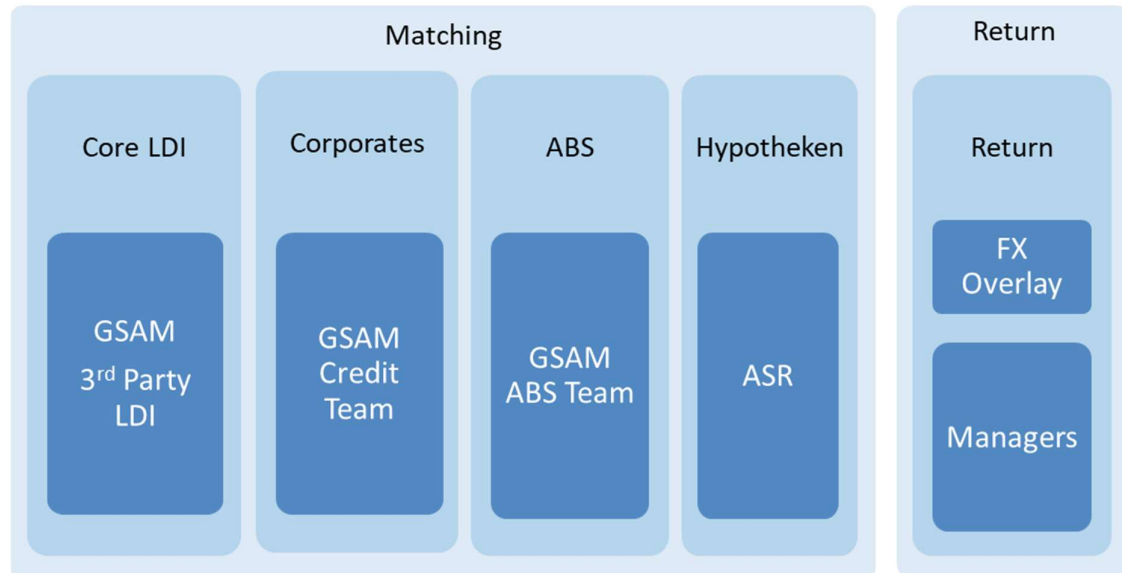
*Investment Beliefs zijn de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds met betrekking tot het balansbeleid, beleggingsbeleid, risicoafdekkingen en beleggingen van het fonds. Zij zijn de basis waarop het bestuur het balansrisicomanagement- en beleggingsbeleid vormgeeft. Ze geven richting aan de keuzes 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.*

*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.*

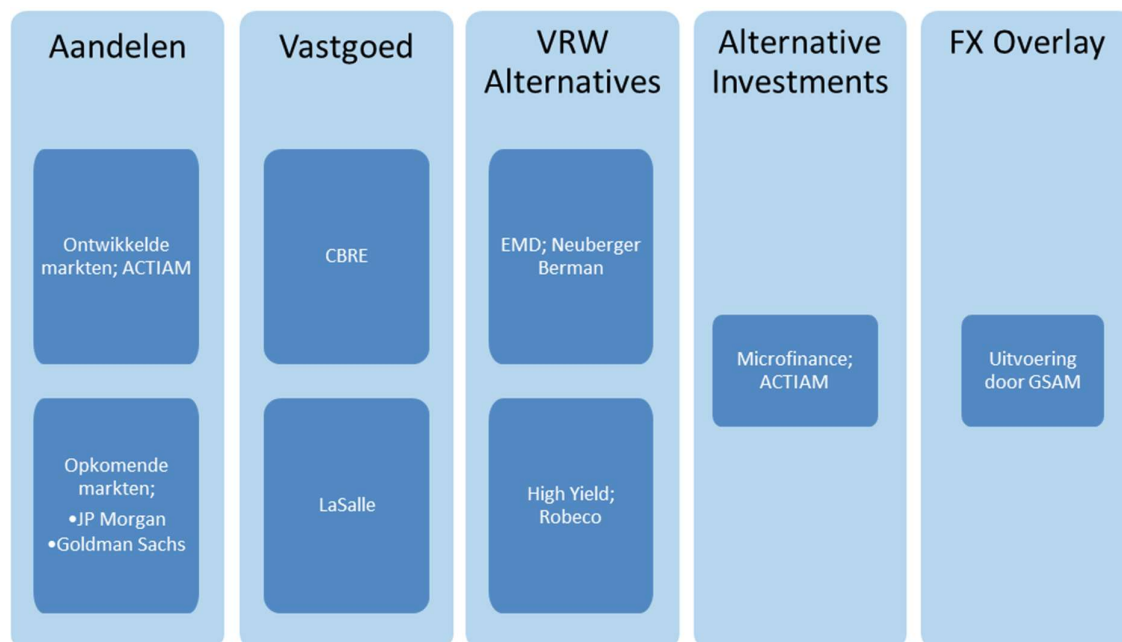
*Het bestuur heeft de Investment Beliefs vastgesteld in de vergadering van 28 november 2019. Deze zullen in 2024, mede in het kader van de Wtp, worden geëvalueerd en aangepast:*

1. Het pensioenfonds neemt bewust en weloverwogen risico's om het benodigde rendement te kunnen realiseren.
2. Het pensioenfonds dekt onbeloonde risico's af.
3. Het pensioenfonds belegt duurzaam om de welvaart en het welzijn van huidige en toekomstige generaties te bevorderen.
4. Het pensioenfonds heeft een lange termijn beleggingshorizon en wenst hiervan te profiteren.
5. De Strategische Asset Allocatie bepaalt het beleggingsresultaat.
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.
7. Het pensioenfonds zet diversificatie efficiënt in ter verbetering van het risico-rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille.
8. Het investment governance budget van het pensioenfonds wordt afgestemd op de gekozen beleggingsoplossing en de complexiteit van de beleggingsportefeuille.
9. Actief beheer kan waarde toevoegen.
10. Rendement na kosten is belangrijker dan het absolute kostenniveau.

(D) Investerings- en beheersingsstructuur balansrisicomanagement en beleggingen:



Onderstaand volgt een verdere uitsplitsing van de beleggingen in de Returnportefeuille:



E) Overzicht SFDR-classificaties beleggingsportefeuille PFSR

Naam Instrument	SFDR Classificatie
NN IP - LDI Mandate (ICS_DBSR)	8
NN IP - Credit Mandate (ICS_DBSR)	8
NN IP - Asset Backed Securities Mandate (ICS_DBSR)	8
ASR - Hypotheekfonds 100% niet-NHG	8
BlackRock - ICS Euro Liquidity Fund (Premier Acc T0)	8
ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity Europe (A, FGR)*	8
ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity North America (A, FGR)*	8
ACTIAM - Sustainable Index Fund Equity Pacific*	8
*) te vervangen door ACTIAM – Sustainable Index Fund Equity developed markets	8
JP Morgan - Emerging Markets Sustainable Equity	8
Goldman Sachs - Emerging Markets Equity (ESG)	8
Neuberger Berman Emerging Markets Sustainable Debt Fund	9
Robeco – Climate Global High Yield Bonds (I EUR-H)	9
CBRE - Pan European Core Fund (XP_A)	8
LaSalle - ENCORE+EUROPEAN PROPERTY FUND	8
ACTIAM - MICRO FINANCE FUND 2	9
ACTIAM - MICRO FINANCE FUND	9

## Lijst van afkortingen

ABTN	Actuariële en Bedrijfstechnische Nota Pensioenfonds SNS REAAL
ALM	Asset Liability Management
BC	Beleggingscommissie Pensioenfonds SNS REAAL
BDG	Beleidsdekkingsgraad
DBRM	Dynamisch Balansrisicomanagement-beleid
DG	Dekkingsgraad
DM	Developed Markets
DNB	De Nederlandsche Bank NV
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
EM	Emerging Markets
ESG	Environment Social Governance
IORP	Institutions for Occupational Retirement Provision Directive
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
MVB	Maatschappelijk Verantwoord Beleggen
PB	Pensioenbureau Pensioenfonds SNS REAAL
PFSR	Stichting Pensioenfonds SNS REAAL
SAA	Strategische Asset Allocatie
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
SRD	Share Holders Rights Directive
TAA	Tactische Asset Allocatie
TE	Tracking Error
UFR	Ultimate Forward Rate
VO	Verantwoordingsorgaan Pensioenfonds SNS REAAL

## Gerelateerde beleidsdocumenten

1. ABTN Pensioenfonds SNS REAAL, versie maart 2021
2. Verklaring inzake Beleggingsbeginselen, inclusief “Investment Beliefs” (ABTN)
3. Strategisch Beleggingsplan Pensioenfonds SNS REAAL
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, december 2022
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, september 2022
14. Investment Governance Beleggingen, januari 2022
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
16. Jaarverslag PFSR 2022