Actuariële en Bedrijfstechnische Nota van het Pensioenfonds Werk en (re)Integratie



VERSIE 2023

Vastgesteld 24 november 2023, met bijlagen Strategisch beleggingsbeleidsplan (dec. 2022), Beleidsdocument integraal risicomanagement (29 april 2022) en Financieel crisisplan (november 2022).

Inhoudsopgave

1. Inleiding 3
2. De organisatie van het fonds 4
3. Procedures en criteria voor aansluiting 13
4. Hoofdlijnen Uitvoeringsreglement 15
5. Hoofdlijnen Pensioenreglement 16
6. Risicohouding en haalbaarheidstoets 18
7. Risicomanagement....22
8. Financiële opzet 25
9 Sturingsmiddelen 37
10. Beleggingsbeleid....38
11. Communicatie 56

Bijlage 1 Verklaring inzake beleggingsbeginselen....57

Bijlage 2 Strategisch beleggingsbeleid....64
1. Inleiding 66
2. Doelstelling beleggingsbeleid....67
3. Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten....68
4. Governance en organisatie vermogensbeheer....79
5. Strategisch beleggingsbeleid 83
6. Risicobeheersing....93
Bijlage A: Investment Cases....95
Bijlage B: Actieplan Klimaatakkoord PWRI....159
Bijlage C: Normportefeuille 162
Bijlage D: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer....163
Bijlage E: Ondertekening....168
Bijlage 4: Financieel Crisisplan....169
Bijlage 5 Correctiefactoren voor ervaringssterfte....181
Bijlage 6 Ondertekening 183

Inleiding

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie (PWRI, hierna: het fonds of PWRI) werkt volgens een actuariële en bedrijfstechnische nota (ABTN). Het opstellen van een ABTN is een verplichting die voortvloeit uit de Pensioenwet (PW) en het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (Bftk).

De ABTN van het fonds geeft de centrale criteria aan op basis waarvan het fonds het (financieel) beleid voert. Het doel van de ABTN is om inzicht te geven in het functioneren van het fonds en om het door het fonds gevoerde beleid te omschrijven. De ABTN gaat met name in op de financiële, actuariële en bedrijfstechnische opzet en de grondslagen waarop het rust.

Leeswijzer
In hoofdstuk 2 van deze ABTN wordt de inrichting en besturing van het fonds beschreven. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de criteria voor aansluiting. Daarna komen de hoofdlijnen van het uitvoeringsreglement (4) en het pensioenreglement (5). Hoofdstuk 6 gaat in op de risicohouding en hoofdstuk 7 op het risicomanagement. In hoofdstuk 8 komt de financiële opzet aan bod. Hoofdstuk 9 gaat in op de sturingsmiddelen en hoofdstuk 10 op het beleggingsbeleid. Hoofdstuk 11 gaat ten slotte in op het communicatiebeleid. Daarnaast zijn als bijlagen toegevoegd de beleidsdocumenten: de verklaringen inzake beleggingsbeginselen, het strategisch beleggingsbeleid, het integraal risicomanagement, financieel crisisplan.

Deze ABTN is vastgesteld op 24 november 2023 en vervangt de voorgaande versie van 17 februari 2023. Deze ABTN beschrijft de situatie vanaf 1 januari 2023.

2. De organisatie van het fonds

2.1 Missie, visie en kernwaarden

Missie

PWRI wil het pensioen uitvoeren voor alle werknemers die vallen onder de doelgroep mensen met een afstand tot de arbeidsmarkt en die niet onder een andere pensioenregeling vallen.

De pensioenen van ongeveer 200.000 mensen – actieve deelnemers, voormalige deelnemers en gepensioneerden – zijn aan PWRI toevertrouwd. Zij mogen rekenen op een goed bestuur en beheer van hun pensioen.

PWRI wil een zo goed mogelijk pensioen bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het is de ambitie van PWRI om jaarlijks de pensioenen te verhogen. Maar verhoging is altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van PWRI.

Visie

Onze **deelnemers vormen het hart** van ons pensioenfonds. PWRI is actief **betrokken** op haar deelnemers en laat zien dat zij een **betrouwbare partner** is die **eerlijk** is naar alle betrokkenen. PWRI pakt proactief haar rol om het belang van deelnemers te dienen. In alles wat PWRI doet is ze zich **bewust** van de leefomgeving van haar deelnemers. *(* onze kernwaarden Betrokken, Betrouwbaar, Eerlijk & Bewust worden in het addendum verder toegelicht)*

PWRI heeft oog voor alle betrokkenen bij het fonds. PWRI houdt rekening met en heeft aandacht voor zowel (voormalige) deelnemers, gepensioneerden als ook werkgevers, zaakbehartigers en sociale partners. **PWRI is benaderbaar én bereikbaar voor hen als zij vragen hebben.**

In al onze communicatie is **begrijpelijkheid en duidelijkheid van groot belang**. PWRI wil dat elke deelnemer kan zien **hoe het ervoor staat met zijn/haar pensioen.** En dat deelnemers houvast ervaren en een gerust gevoel hebben over hun pensioen.

Op de pensioenmomenten die er toe doen, in alle levensfases, is PWRI actief betrokken op haar deelnemers. Denk aan een nieuwe baan, samenwonen of met pensioen gaan. PWRI is **de gids voor deelnemers bij het maken van individuele pensioenkeuzes** op al deze momenten. En zorgt op deze momenten, waar mogelijk, voor **proactieve informatievoorziening** rondom het individuele pensioen voor onze deelnemer of hun nabestaanden.

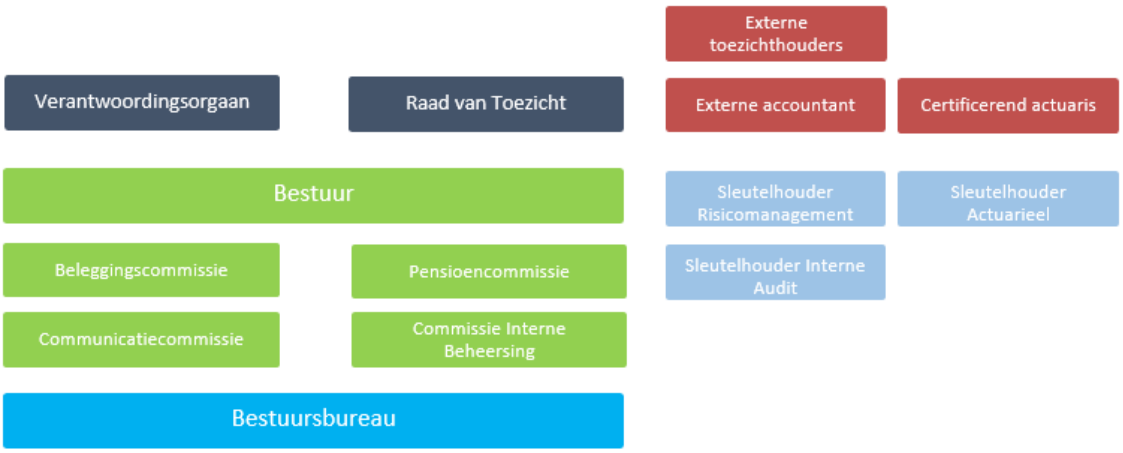
PWRI zorgt voor een deskundige aansturing en professionele uitvoering van de pensioenregeling. Hierop is zij aanspreekbaar en te allen tijde bereid verantwoording af te leggen. PWRI wil het noodzakelijke rendement halen om, **nu en in de toekomst, de ambities te realiseren voor haar deelnemers rondom pensioenen.** Daarbij is PWRI **maatschappelijk verantwoord, sociaal bewust en transparant in haar keuzes en beleid**. Omdat ook onze (voormalige) deelnemers en gepensioneerden het sociale aspect belangrijk vinden, kijken we extra of bedrijven goed omgaan met hun medewerkers.

Kernwaarden

De kernwaarden van PWRI zijn: betrokken, betrouwbaar, eerlijk en bewust. Deze worden hierna toegelicht.

BETROKKEN	PWRI is **betrokken**. We hebben oprechte interesse in onze deelnemers. EN hebben aandacht voor de werkomgeving en de persoonlijke omgeving. We willen weten wat zij belangrijk vinden en gaan actief met onze deelnemers hierover in gesprek. Als ook met onze individuele werkgevers en sociale partners. Met de inzichten uit deze gesprekken passen we continu onze dienstverlening aan. Als we weten wat er bij onze deelnemers leeft, geloven we dat we de beste zorg kunnen bieden.
BETROUWBAAR	PWRI is **betrouwbaar**. We zorgen voor een solide uitvoering van de pensioenregeling. We zijn altijd aanspreekbaar op onze verantwoordelijkheden en bereid verantwoording af te leggen. Deze transparantie is voor ons van groot belang. Deelnemers kunnen van ons op aan op de pensioenmomenten die er toe doen. Zowel tijdens het opbouwen van het pensioen als het moment dat al pensioen wordt ontvangen.
EERLIJK	PWRI is **eerlijk**. We zijn eerlijk in alles wat we doen: onze communicatie, ons pensioenbeleid en ons beleggingsbeleid. We maken keuzes die evenwichtig zijn voor *alle* deelnemers. Dat betekent dat we de belangen van iedereen goed afwegen. We leggen uit waarom we onze keuzes maken en zorgen dat dit in begrijpelijke woorden wordt gecommuniceerd. Ook zijn we altijd benaderbaar en bereikbaar voor onze deelnemers als zij hier vragen over hebben.
BEWUST	PWRI is een sociaal **bewust** fonds. Wij beleggen bewust in bedrijven die goed omgaan met hun medewerkers. Dit sociale aspect is wat onze deelnemers ook belangrijk vinden. Voor anderen én voor hen zelf. PWRI vindt dat ook. We zijn ons ook altijd **bewust** van de omgeving van onze deelnemers. Zowel de werkomgeving, waar we actief in contact staan en samenwerken met werkgevers, als de privé-omgeving waar we ook oog hebben voor zaakbehartigers.

Onderstaand schema geeft de organisatiestructuur van het fonds weer naar de situatie op 1 januari 2020.



Het bestuur van het fonds kent een paritair bestuur en bestaat uit acht leden, vier leden van werkgeverszijde en vier leden van werknemerszijde waarvan een lid namens de pensioengerechtigden.

Aan werkgeverszijde is vertegenwoordigd:
- de Vereniging Nederlandse Gemeenten.

Aan werknemerszijde zijn vertegenwoordigd:
- FNV
- CNV Connectief
- Het bestuurslid namens de pensioengerechtigden benoemd op voordracht van de vertegenwoordigers van de pensioengerechtigden in het verantwoordingsorgaan.

Het bestuur kiest uit zijn midden een voorzitter, een plaatsvervangend voorzitter, een vicevoorzitter en een plaatsvervangend vicevoorzitter. Het voorzitterschap en het vicevoorzitterschap wisselt tweejaarlijks paritair.

2.2 Verdeling taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden

Bestuur

Het bestuur is belast met het besturen van het fonds. Het fonds heeft ten doel:

- Wsw-werknemers en gewezen Wsw-werknemers en hun nabestaanden te beschermen tegen geldelijke gevolgen van ouderdom, invaliditeit en overlijden;
- Werknemers en gewezen werknemers en hun nabestaanden die vallen onder CAO Aan de Slag te beschermen tegen de geldelijke gevolgen van ouderdom, invaliditeit en overlijden
- de (gewezen) deelnemers die vallen onder de voormalige WIW (Wet Inschakeling Werkzoekenden) te beschermen tegen geldelijke gevolgen van ouderdom;
- uitvoering te geven aan de AOV-regeling.

Het bestuur tracht deze doelstellingen te bereiken door:

- uitkeringen toe te kennen bij ouderdom, invaliditeit en overlijden;
- er zorg voor te dragen dat de bezittingen van het fonds, samen met de te verwachten inkomsten, toereikend zijn om de pensioenverplichtingen van het fonds na te komen;
- de statuten en reglementen van het fonds uit te voeren.

Taken en bevoegdheden van het bestuur zijn:

- het bepalen van het dagelijks beleid van het fonds en het zorgdragen voor de uitvoering van de statuten en reglementen. Het bestuur wordt daarin beleidsmatig geadviseerd en operationeel ondersteund door een bestuursbureau;
- het aanstellen van commissies (facultatief) met het oog op het adviseren van het bestuur en op basis van een bestuursbesluit geheel of gedeeltelijk delegeren van één of meer van zijn bevoegdheden. De taken, de bevoegdheden en de werkwijze van de commissies worden vastgelegd in een door het bestuur vast te stellen reglement. Een door het bestuur aangewezen commissie is voor de uitoefening van de aan hem verleende bevoegdheden verantwoording schuldig aan het bestuur;
- het instellen van een bestuursbureau. De taken, bevoegdheden en werkwijze van het bestuursbureau worden geregeld in een reglement;
- het beleggen van de beschikbare gelden van het fonds volgens het ‘prudent person’ principe. Daarbij neemt het bestuur redelijke eisen van liquiditeit en rendement van de beleggingen in acht;
- het beheer van de bezittingen van het fonds;
- alle daden van beheer en beschikking binnen de doelstelling van het fonds;
- het aangaan van overeenkomsten tot verkrijging, vervreemding en bewaring van registergoederen;
- het raadplegen van een deskundige;
- het wijzigen van de statuten.
- het verlenen van toestemming tot vrijwillige aansluiting
- het aan één of meer medewerkers van het fonds en aan derden schriftelijk verlenen van een volmacht tot vertegenwoordiging;

Dagelijks bestuur

Het fonds kent een dagelijks bestuur bestaande uit de voorzitter en vicevoorzitter van het bestuur. De voorzitter en vicevoorzitter wisselen tweejaarlijks paritair van functie. De directeur van het bestuursbureau neemt deel aan het overleg van het dagelijks bestuur. Het dagelijks bestuur is belast met de voorbereiding van ingekomen stukken en zaken die in de vergadering van het bestuur aan de orde zullen komen en de aansturing van de directeur van het bestuursbureau. Het bestuur kan taken aan het dagelijks bestuur mandateren. Het dagelijks bestuur is verantwoording verschuldigd aan het bestuur.

Bestuurscommissies

Het bestuur werkt met vaste commissies die het bestuur adviseren. Het bestuur kan op basis van een bestuursbesluit één of meer van zijn bevoegdheden geheel of gedeeltelijk delegeren aan een commissie. Deze commissies bestaan uit vier bestuursleden en zijn paritair

samengesteld. De commissies zijn verantwoording schuldig aan het voltallige bestuur. Elke commissie heeft een voorzitter. Tweejaarlijks wisselt het voorzitterschap van de commissies paritair. De voorzitter en vicevoorzitter van het bestuur mogen geen voorzitter zijn van een commissie. Aan de commissies kunnen adviseurs en externe deskundigen worden toegevoegd. De commissies worden ondersteund door het bestuursbureau.

Beleggingscommissie
De beleggingscommissie draagt zorg voor een adequaat strategisch beleggingsbeleid en jaarlijks beleggingsplan en legt dit ter advies voor aan het bestuur. Gezien het belang hiervan wordt het gehele bestuur bij de voorbereiding betrokken. De beleggingscommissie adviseert het bestuur over alle onderdelen van het beleggingsproces, waaronder de taken gerelateerd aan de uitvoering, monitoring en evaluatie inclusief de eerstelijns risicobeheersing. Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de beleggingscommissie het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) het beleggingsbeleid.
Extern deskundigen kunnen deel uitmaken van de beleggingscommissie.

Commissie Interne Beheersing
De commissie interne beheersing adviseert het bestuur over het intern beleid van het fonds, waaronder uitbestedingsbeleid, IT beleid, integriteitsbeleid, geschiktheidsbeleid, gedragscode, screeningbeleid, regeling misstanden en het beloningsbeleid. De commissie interne beheersing is aanspreekpunt voor de sleutelfunctiehouders.
De commissie draagt zorg voor de voorbereiding van de totstandkoming van een adequate begroting van het pensioenfonds en legt een voorstel daartoe ter goedkeuring voor aan het bestuur. De commissie interne beheersing bewaakt de uitvoering van de begroting en rapporteert daarover aan het bestuur.
De commissie interne beheersing ziet er op toe dat het jaarverslag tijdig aan het bestuur wordt voorgelegd. De commissie bespreekt het jaarverslag met het bestuursbureau, de administrateur, de certificerende actuaris en de externe accountant. En adviseert het bestuur omtrent het vaststellen van het jaarverslag.
Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de commissie interne beheersing het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) integere en beheerste bedrijfsvoering en de andere beleidsgebieden die behoren tot de taken van de commissie interne beheersing. De taken gerelateerd aan de ondersteuning van de integere en beheerste bedrijfsvoering en de tweede/derdelijns risicobeheersing zijn belegd bij de commissie interne beheersing.

Pensioencommissie
De pensioencommissiebereidt de opstelling van beleid en de besluitvorming hierover voor ten behoeve van het bestuur ten aanzien van pensioenbeheer. Hieronder vallen:
a. juridische- en actuariële beleidsonderwerpen;
b. premie-, indexatie en kortingsbeleid;
c. pensioenbeheerbeleid;
d. juridische toetsing van pensioenbeheersvraagstukken.

De pensioencommissie adviseert het bestuur overhet pensioenbeheerbeleid, de taken die zijn uitbesteed aan de pensioenbeheerder en de eerstelijns risicobeheersing van het pensioenbeheer.
De pensioencommissie besluit namens het bestuur op advies van het bestuursbureau over individuele verzoeken van (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden inzake de toepassing van de pensioenregeling en op verzoeken inzake de geschillenregeling.
Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de pensioencommissie het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) het pensioenbeheerbeleid.

Communicatiecommissie
De communicatiecommissie bereidt een adequaat strategisch communicatiebeleid voor. Dit beleid moet erop gericht zijn de (gewezen) deelnemers, de pensioengerechtigden en de

werkgevers op begrijpelijke wijze voor te lichten over hun pensioen(resultaten) bij PWRI, het beleggingsbeleid, de financiële situatie en andere relevante aspecten.
De communicatiecommissie adviseert het bestuur over het communicatiebeleid en het daarop gebaseerde communicatiejaarplan.
De communicatiecommissie adviseert het bestuur over de taken die zijn uitbesteed aan de pensioenuitvoerder met betrekking tot communicatieactiviteiten en aan de websitebeheerder.
Daarnaast adviseert de communicatiecommissie over de eerstelijns risicobeheersing van de pensioencommunicatie.
Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de communicatiecommissie het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) het communicatiebeleid.

Bestuursbureau

Het bestuursbureau heeft tot doel om het bestuur beleidsmatig te adviseren en operationeel te ondersteunen.

Het bestuursbureau is belast met de volgende taken:

- het voeren van het secretariaat van het bestuur, de bestuurscommissies, het verantwoordingsorgaan en de raad van toezicht;
- het voorbereiden van het bestuursbeleid;
- Het gevraagd en ongevraagd adviseren van de bestuurscommissies ter uitvoering van de taakstelling zoals is vastgelegd in de reglementen van de verschillende bestuurscommissies.
- het plannen van de werkzaamheden van het fonds, het opstellen van jaarplannen en de voortgangscontrole;
- het opstellen van de begroting;
- Beheren en monitoren van het risicobeleidskader en rapportage hierover aan stakeholders.
- het opstellen van een procuratieregeling die door het bestuur wordt vastgesteld;
- het coördineren van de verslaglegging en het opstellen van periodieke financiële rapportages aan het bestuur;
- het toezicht houden op de juiste uitvoering van bestuursbesluiten;
- het beheren en evalueren van de overeenkomsten met de uitvoeringsorganisatie;
- het analyseren van en adviseren over rapportages, het bewaken van de Service Level Agreements;
- het toezicht houden op de naleving van externe en interne regels, het bijhouden van statuten, reglementen, overeenkomsten en het toezicht houden op de naleving van overeenkomsten;
- ervoor zorgen dat de administratieve organisatie van het fonds en van de externe uitvoerders voldoet aan de eisen van de wetgever en toezichthouders;
- in het kader van IORP2 het vervullen van de steutelfuncties interne auditfunctie en risicomanagementfunctie.
- alle overige taken die het bestuur noodzakelijk acht in het belang van het fonds.

Sleutelfunctiehouders

Sleutelfunctiehouder RMF

De sleutelfunctiehouder van de Risicomanagement Functie (RMF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste lijn de opzet en werking van het risicobeheersingsraamwerk van het fonds inclusief de uitbestede werkzaamheden te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

Sleutelfunctiehouder AF

De actuariële functie is belast met de actuariële activiteiten zoals omschreven in artikel 22b lid 2 van het besluit implementatie herziene IORPII-richtlijn. De AF ondersteunt het bestuur met een oordeel over de berekening van de technische voorzieningen (TV).

Sleutelfunctiehouder IAF
De sleutelfunctiehouder van de Interne Audit Functie (IAF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste en tweede lijn de risicobeheersing en interne controle van de externe partijen en van de interne organisatie van PWRI te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

Overige fondsorganen

Verantwoordingsorgaan
Het verantwoordingorgaan heeft vijftien leden: 6 leden zijn gekozen door de deelnemers, 4 leden zijn gekozen door de pensioengerechtigden en 5 leden zijn benoemd door de VNG.

Het bestuur stelt het verantwoordingsorgaan in de gelegenheid advies uit te brengen over:
- het beleid inzake beloningen;
- de vorm en inrichting van het intern toezicht;
- de profielschets voor leden van de raad van toezicht;
- het vaststellen en wijzigen van een interne klachten- en geschillenprocedure;
- het vaststellen en wijzigen van het communicatie- en voorlichtingsbeleid;
- gehele of gedeeltelijke overdracht van de verplichtingen van het fonds of de overname van verplichtingen door het fonds;
- liquidatie, fusie of splitsing van het fonds;
- het sluiten, wijzigen of beëindigen van het uitvoeringsreglement;
- het omzetten van het fonds in een andere rechtsvorm, bedoeld in artikel 18 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek;
- de samenstelling van de feitelijke premie en de hoogte van de premiecomponenten.

Het verantwoordingsorgaan geeft een oordeel over het handelen van het bestuur, het door het bestuur gevoerde beleid en de door het bestuur gemaakte beleidskeuzes. Het jaarlijks oordeel van het verantwoordingsorgaan wordt voor commentaar voorgelegd aan het bestuur. In het jaarverslag worden het oordeel van het verantwoordingsorgaan en het commentaar van het bestuur daarop integraal overgenomen.

Intern toezicht
Het fonds kent een raad van toezicht, die uit drie onafhankelijke leden bestaat. Het bestuur benoemt deze leden op bindende voordracht van het verantwoordingsorgaan. De raad van toezicht heeft tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in het fonds. De raad van toezicht is tenminste belast met het toezien op adequate risicobeheersing en evenwichtige belangenafweging door het bestuur en legt verantwoording af over de uitvoering van de taken en de uitoefening van de bevoegdheden aan het verantwoordingsorgaan en in het jaarverslag. De raad van toezicht staat het bestuur met raad ter zijde. De raad van toezicht stelt ook de profielschetsen voor de leden van de raad van toezicht op.

De Raad van Toezicht kan de benoeming van een bestuurslid beletten indien deze niet voldoet aan de vastgestelde profielschets. Aan de goedkeuring van de raad van toezicht zijn onderworpen de besluiten van het bestuur tot vaststelling van:
- het jaarverslag en de jaarrekening;
- het geschiktheidsprofiel voor bestuursleden;
- het beleid inzake beloningen, met uitzondering van de beloning van de raad van toezicht;
- gehele of gedeeltelijke overdracht van de verplichtingen van het fonds of de overname van verplichtingen door het fonds;
- liquidatie, fusie of splitsing van het fonds;

– het omzetten van het fonds in een andere rechtsvorm, bedoeld in artikel 18 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek.

Geschillencommissie
Als een deelnemer zich niet kan verenigen met een beslissing van het bestuur, kan hij zich wenden tot de geschillencommissie. Deze commissie bestaat uit onafhankelijke deskundigen. Het bestuur benoemt een lid op voordracht van de werknemersgeleding in het bestuur en een lid op voordracht van de werkgeversgeleding in het bestuur. Het bestuur benoemt een voorzitter. Voor de leden en de voorzitter kan het bestuur een plaatsvervanger benoemen. De voorzitter en zijn plaatsvervanger dienen jurist te zijn.

De commissie hoort de klager en het bestuur en doet een uitspraak in de zaak. De uitspraak wordt in de vorm van een advies aan het bestuur voorgelegd. De pensioencommissie besluit namens het bestuur over het geschil waarbij het advies van de geschillencommissie wordt meegewogen.

2.3 Integriteitsbeleid

Het bestuur heeft een integriteitsbeleid opgesteld. Doelstelling van dit integriteitsbeleid is het stimuleren dat aan het fonds verbonden personen handelen in overeenstemming met maatschappelijk geaccepteerde waarden en normen in het algemeenen met de specifieke waarden en normen die gelden voor het fonds in het bijzonder.

Het integriteitsbeleid is gericht op het beperken van compliancerisico's. Het fonds heeft zich ten doel gesteld ervoor te zorgen dat de van toepassing zijnde wet- en regelgeving, alsook de opgestelde interne regels en procedures door alle bij het fonds betrokken personen worden nageleefd. Het instellen van een compliance-functie en interne regels, waaronder in het bijzonder de gedragscode en de incidentenregeling zijn belangrijke middelen om deze doelstelling te realiseren.

Gedragscode
Het bestuur heeft een gedragscode opgesteld. De gedragscode bevat de gedragsregels voor alle verbonden personen. Het doel van de Gedragscode is het waarborgen en handhaven van het vertrouwen in het fonds door belanghebbenden, door gewenst gedrag te stimuleren en ongewenst gedrag te voorkomen.

Bij indiensttreding of benoeming ondertekent de verbonden persoon een verklaring dat hij de gedragscode zal naleven. Aan het eind van ieder kalenderjaar, bij tussentijds vertrek of bij het niet langer verbonden zijn aan het fonds, moet iedere verbonden persoon een verklaring ondertekenen over de juiste naleving van de geldende bepalingen in de gedragscode over het afgelopen jaar.

Klokkenluidersregeling
De Klokkenluidersregeling bevat een procedure voor het melden van (potentiële) misstanden binnen PWRI. De regeling bevat waarborgen voor de bescherming van aan PWRI verbonden personen die te goeder trouw melding maken van (potentiële) misstanden. Met deze regeling geeft PWRI uitvoering aan de vereisten van de Wet op het financieel toezicht (Wft), de Pensioenwet, de Code Pensioenfondsen en de Wet Huis voor Klokkenluiders 2016. Doelstelling van deze regeling is enerzijds om inzicht te geven in de wijze waarop (redelijke vermoedens van) misstanden gemeld en behandeld worden (de procedure) en anderzijds om duidelijkheid te verschaffen over de (rechts)bescherming van de verbonden persoon die een (redelijke vermoeden van een) misstand meldt.

Incidentenregeling
Incidenten kunnen een gevaar vormen voor de integere en beheerste bedrijfsvoering van PWRI. De Incidentenregeling geeft aan welke stappen gevolgd worden als (het vermoeden bestaat dat) er sprake is van een Incident binnen het pensioenfonds. Doel van deze regeling is het beschrijven van de procedure omtrent het melden, vastleggen en afhandelen van Incidenten zodat eventuele schade kan worden voorkomen of beperkt en herhaling van het Incident wordt voorkomen. De Incidentenregeling is opgesteld in overeenstemming met de model Incidentenregeling van de Pensioenfederatie met de uitzondering dat onderscheid wordt gemaakt tussen de afhandeling van compliance incidenten en operationele incidenten.

Witwassen, terrorismefinanciering en sanctiewetgeving
Het fonds heeft in zijn uitbestedingsbeleid beheersmaatregelen gedefinieerd die er toe moeten bijdragen dat de risico's verbonden aan het betrokken raken bij witwassen, fraude of terrorismefinanciering door het handelen van verbonden personen of partijen aan wie diensten worden uitbesteed, worden geminimaliseerd.

Beloningsbeleid
Het fonds beschikt over een beheerst beloningsbeleid. Het tijdsbeslag van een functie heeft als leidraad de "Voltijd Equivalent Score" (VTE-score) zoals deze wettelijk is vastgelegd. De bestuursleden krijgen een bestuursvergoeding. Deze is gebaseerd op een werkelijk tijdsbeslag van 2 dagen per week (0,4 fte) voor het uitvoeren van de bestuursfunctie en twee commissielidmaatschappen. Voor de voorzitter en de vicevoorzitter geldt een tijdsbeslag van 2,5 dagen per week (0,5 fte). Het uitgangspunt is een voltijdsvergoeding van € 113.700 per jaar (1 juli 2021).

De uitbetaling van de vergoedingen wordt verricht met inachtneming van de afspraken met de aanstellende organisaties. De leden van het bestuur krijgen geen bonussen, leningen, voorschotten of garanties van het fonds. De leden van het bestuur zijn geen deelnemer in de pensioenregeling van het fonds.

Leden van het Verantwoordingsorgaan ontvangen per 1 juli 2021 een vaste vergoeding van € 5.556 per jaar. De leden van het dagelijks bestuur van het Verantwoordingsorgaan ontvangen € 7.408 per jaar.
De Raad van Toezicht ontvangt eveneens een vaste vergoeding per jaar. Het uitgangspunt is een voltijdsvergoeding van € 113.700 per jaar (1 juli 2021).
Voor de RvT geldt werkelijk tijdsbeslag van 0,133 FTE voor leden van de RvT en 0,2 FTE voor de voorzitter van de RvT.
Jaarlijks worden de vergoedingen van het bestuur en de organen op 1 juli aangepast aan de stijging van het minimum loon.

2.4 Uitbesteding van werkzaamheden

Het bestuur heeft een uitbestedingsbeleid opgesteld. Het bestuur is ervan overtuigd dat door diensten uit te besteden de kwaliteit van de uitvoering voor (gewezen) deelnemers, gepensioneerden en werkgevers het beste is gediend.
Het uitbestedingsbeleid geeft weer hoe het bestuur omgaat met het uitbesteden van activiteiten en biedt inzicht in de afwegingen die het bestuur maakt om activiteiten al dan niet uit te besteden en de wijze waarop PWRI zijn uitbestedingsrisico's beheersen.
Het doel van het uitbestedingsbeleid is het waarborgen van continuïteit en constante kwaliteit van dienstverlening en activiteiten, waardoor een goede reputatie en de integriteit van het fonds gehandhaafd blijft. Het bestuur kan besluiten de uitbesteding van diensten om moverende redenen niet volgens het uitbestedingsbeleid te laten verlopen. Indien er van het uitbestedingsbeleid wordt afgeweken zal het bestuur de betreffende dienst(en) (laten) toetsen op marktconformiteit (prijs en kwaliteit) en beargumenteren waarom van het beleid wordt afgeweken. Het besluit wordt schriftelijk door het bestuur vastgelegd.

Risicoanalyse en –beheersing
Om vast te stellen welke onderdelen kunnen worden uitbesteed heeft het bestuur een integrale risicoanalyse uitgevoerd. Het bestuur heeft de doelstellingen van het fonds voor verschillende deelgebieden geformuleerd en de risico's en beheersmaatregelen per deelgebied gebied in kaart gebracht.

Uitbestede diensten
Het bestuur heeft gekozen de onderstaande werkzaamheden (deels) uit te besteden :

- Bestuursondersteuning
- Beleidsadvisering
- Pensioenadministratie
- Financiële administratie
- Communicatie
- Fiduciair beheer (advisering, selectie en monitoring vermogensbeheerders)
- Vermogensbeheer (uitvoering mandaten)
- Bewaarneming (administratie en rapportage)
- Overige diensten (onder andere externe accountant, certificerend actuaris, externe compliance officer, actuariële sleutelfunctie)

Vastlegging afspraken en evaluatieuitbestedingsrelaties en externe adviseurs
De condities van de uitbestedingen zijn vastgelegd in de dienstverleningsovereenkomsten en Service Level Agreements.
Het bestuur evalueert jaarlijks alle uitbestedingsrelaties en externe adviseurs. Op basis van een door het bestuur vastgesteld roulatieschema worden uitbestedingsrelaties per 3 of 5 jaar uitgebreider geëvalueerd.

2.5 Educatie/geschiktheid bestuur

Vereiste geschiktheid van het bestuur
Het hoofddoel van het geschiktheidsbeleid zoals geformuleerd in het geschiktheidsplan is:

- het formuleren van de benodigde, maar ook wenselijke geschiktheid waarover de individuele bestuursleden en het bestuur als geheel dienen te beschikken. Dit betreft zowel de vereiste deskundigheid, alsook de competenties en de professionele vaardigheden die worden gevraagd;
- het vaststellen in hoeverre het bestuur voldoet aan de geschiktheidseisen en welke lacunes moeten worden opgevuld;
- het op peil houden en verbeteren van de geschiktheid en competenties, maar ook van het professionele gedrag binnen het bestuur

Inventarisatie/zelfevaluatie bestuur
Het bestuur evalueert het eigen functioneren jaarlijks. De zelfevaluatie wordt begeleid door een externe adviseur, die de rol van procesbegeleider en facilitator vervuld. De commissies evalueren ook hun functioneren. De voorzitter voert evaluatiegesprekken met individuele bestuursleden. Evaluaties leveren input voor het geschiktheidsplan als het gaat om permanente educatie. Na de zelfevaluatie wordt zo nodig een actieplan opgesteld. De bestuurders kunnen op kosten van het fonds nader te bepalen opleidingen volgen. Te volgen opleidingen zijn een onderdeel van de persoonlijke evaluatie van bestuurders met de voorzitter.

3. Procedures en criteria voor aansluiting

De aansluiting van werkgevers en werknemers bij het fonds is geregeld in:
- de statuten;
- het besluit tot verplichtstelling voor het pensioenfonds, afgegeven krachtens artikel 2 van de Wet betreffende verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000 (Wet Bpf 2000) door de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Bij besluit van 16 juli 2015, Staatscourant 2015, 20857 is het besluit tot verplichtstelling voor het pensioenfonds laatstelijk gewijzigd.
- uitvoeringsovereenkomst(en) met niet verplicht aangesloten werkgevers;

De verschillende genoemde documenten bevatten bepalingen over de criteria die gelden voor aansluiting en beëindiging van aansluiting evenals de gevolgen van beëindiging van aansluiting.

Aansluiting
Conform artikel 6 van de Statuten van het fonds zijn aangesloten werkgevers die:
a. krachtens artikel 2 van de van de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000 verplicht is tot naleving van het bij of krachtens de statuten en het pensioenreglement bepaalde; of die
b. op zijn verzoek ten behoeve van zijn werknemers door het bestuur als zodanig is toegelaten en die zich op vrijwillige basis heeft aangesloten door een uitvoeringsovereenkomst met het fonds af te sluiten.

Besluit tot verplichtstelling
De deelneming in het fonds is verplicht gesteld voor

A. werknemers die op grond van:
   a. de Wet sociale werkvoorziening (Wet van 11 september 1997, Staatsblad 1997, 465);
   b. de Wet inschakeling werkzoekenden (Wet van 4 december 1997, Staatsblad 1997, 735);

in dienst zijn van:
1. Een gemeente als bedoeld in artikel 123 Grondwet, gelegen in het Europese deel van het Koninkrijk der Nederlanden;
2. Een samenwerkingsverband tussen gemeenten, als bedoeld in de Wet gemeenschappelijke regelingen (Wet van 20 december 1984, Staatsblad 1984, 667), waarvan de uitvoering van de Wet sociale werkvoorziening volledig is overgedragen.

De verplichting tot deelname geldt tot de dag waarop zij de pensioengerechtigde leeftijd in de zin van de Algemene Ouderdomswet (Stb. 1956, 281) bereiken.

B. Werknemers die niet zelfstandig het wettelijk minimumloon kunnen verdienen met loonkostensubsidie, of in geval van Wajong loondispensatie, en die:
   a. Arbeidsbeperkt zijn als bedoeld in artikel 38b van de Wet Financiering sociale verzekeringen (Wet van 16 december 2004, Staatsblad 2005, 36), of met een arbeidsbeperkte worden gelijkgesteld als bedoeld in artikel 38f, vijfde lid van die wet; of
   b. Werkzaam zijn in een dienstbetrekking als bedoeld in artikel 10b lid 1 van de Participatiewet (Wet van 9 oktober 2003, Staatsblad 2003, 375 (beschut werk);

en in dienst zijn van:
1. Een (onderdeel van een) gemeente als bedoeld in artikel 123 Grondwet gelegen in het Europese deel van het Koninkrijk der Nederlanden;

2. Een samenwerkingsverband tussen gemeenten op grond van de Wet gemeenschappelijke regelingen (Wet van 20 december 1984, Staatsblad 1984, 667); of
3. een privaatrechtelijke rechtspersoon waar in geval van rechtspersonen met aandeelhouders ten minste de helft (vijftig procent (50%) of meer) van de aandelen in die rechtspersoon toebehoort aan één of meerdere gemeenten, of in geval van rechtspersonen zonder aandeelhouders de bestuurlijke zeggenschap binnen de rechtspersoon in overwegende mate bij gemeentelijke bestuursters ligt dan wel bij de door de gemeenten aangewezen of voorgedragen bestuurders van de rechtspersoon.

en optreden in de hoedanigheid van een publieke organisatie belast met de uitvoerende taak van de Participatiewet en het werkgeverschap die (mede) als hoofddoelstelling hebben:

- het bieden of organiseren van arbeidsplaatsen en/of leerwerkplaatsen voor de (re)integratie van personen met een vergrote afstand tot de arbeidsmarkt, met het oog op het verwerven van een (duurzaam) economisch zelfstandige positie; en/of
- het in het kader van de bevordering van de participatie op de arbeidsmarkt, werknemers ter beschikking kunnen stellen.

De verplichting tot deelname geldt tot de dag waarop zij de pensioengerechtigde leeftijd in de zin van artikel 7a lid 1 van de Algemene Ouderdomswet bereiken.'

1. Bij de regeling kan een openbaar lichaam worden ingesteld. Het openbaar lichaam is rechtspersoon.
2. In daarvoor bijzonder in aanmerking komende gevallen kan bij de regeling, in plaats van een openbaar lichaam, een gemeenschappelijk orgaan worden ingesteld.
3. In de regeling kan worden bepaald dat daarin omschreven bevoegdheden van bestuursorganen of van ambtenaren van aan de regeling deelnemende gemeenten worden uitgeoefend door bestuursorganen, onderscheidenlijk door ambtenaren van een der deelnemende gemeenten.

Vrijwillige aansluiting

Het bestuur is op grond artikel 2 van de Statuten bevoegd een uitvoeringsovereenkomst af te sluiten met een werkgever die niet onder de werkingssfeer van het fonds valt maar die zich op vrijwillige basis bij de stichting wil aansluiten indien:

a. de loonontwikkeling bij deze werkgever ten minste gelijk is aan de loonontwikkeling in de CAO Sociale Werkvoorziening en de werkgever deelneemt in de sociale fondsen die voor die werkgevers actief zijn of zullen zijn; of
b. er sprake is van een groepsverhouding tussen de werkgever die zich vrijwillig wil aansluiten en een andere werkgever die onder de werkingssfeer van het fonds valt; of
c. dit aansluitend gebeurt aan een periode waarin de werkgever wel onder de werkingssfeer van het fonds viel; en
d. deze werkgever werk biedt aan werknemers die vallen in de doelgroep met een afstand tot de arbeidsmarkt en waarvoor geen andere pensioenregeling van toepassing is; en
e. het personeelsbestand van deze werkgever, waarvoor aansluiting wordt gezocht, moet in samenstelling in actuarieel opzicht globaal overeenkomen met de werknemers die onder de CAO Sociale Werkvoorziening vallen; en
f. het verzoek van deze werkgever mede wordt ondersteund door de betreffende werknemers in dienst van de werkgever.

4. Hoofdlijnen Uitvoeringsreglement

De afspraken over de uitvoering van de pensioenovereenkomst tussen het fonds en de aangesloten werkgevers zijn vastgelegd in het uitvoeringsreglement zoals bedoeld in artikel 25 van de PW.

In het uitvoeringsreglement is de rechtsverhouding tussen het fonds en de aangesloten werkgevers vastgelegd en worden de volgende onderwerpen beschreven:

- De hoofdlijnen van het premiebeleid en de premieplicht van de werkgever alsmede de regels die gelden ten aanzien van premiebetaling;
- De informatieverplichting van de werkgever richting het fonds;
- De procedures in geval van betalingsachterstand van de premie;
- De procedure inzake wijziging van de pensioenovereenkomst;
- De maatstaven voor en voorwaarden waaronder toeslagverlening plaatsvindt
- Hoe te handelen bij vermogenstekorten;
- De toepassing van premiekorting;
- De mogelijkheid tot vrijwillige voortzetting van deelname aan de pensioenregeling;
- De voorwaarden voor vrijstelling van verplichte deelneming.

5. Hoofdlijnen Pensioenreglement

1. Pensioenreglement SW en CAO Aan de Slag

De hoofdlijnen van deze pensioenregeling zijn:

Regeling	Middelloon
Financiering	Ouderdomspensioen wordt gefinancierd op basis van kapitaaldekking
Deelnemer	Wsw-werknemer, de WIW-werknemer en werknemer Cao Aan de Slag
Toetredingsleeftijd	Geen
Pensioenleeftijd	De AOW-leeftijd)
Pensioenjaren	Voor de berekening van de pensioenen geldt geen maximum aantal pensioenjaren
Pensioensalaris	Het vaste schaalsalaris op jaarbasis plus de vakantietoeslag en structurele vaste toeslagen met een maximum van € 128.810 (niveau 2023)
Pensioengrondslag	De pensioengrondslag is gelijk aan het pensioensalaris min de franchise
Franchise	Het bestuur stelt voor elk jaar de franchise vast. De franchise is ten minste het fiscaal minimum. De franchise is € 13.033 (niveau 2023).
Ouderdomspensioen	De jaarlijkse opbouw van ouderdomspensioen is 1,701% van de in het betreffende jaar geldende pensioengrondslag
Kleine pensioenen	Als het opgebouwde pensioen maximaal € 2,- bruto per jaar is, dan vervallen deze aanspraken aan het fonds. Is het opgebouwde pensioen, na einde deelneming, tussen de € 2 en € 594,89 (afkoopgrens 2023) bruto per jaar dan draagt PWRI deze aanspraken automatisch over aan de huidige pensioenuitvoerder van de gewezen deelnemer. Als het na vijf pogingen niet is gelukt om het pensioen automatisch over te dragen, dan blijft het pensioen bij PWRI.
Variatie hoogte ouderdomspensioen	De deelnemer kan kiezen voor variatie in de hoogte van het ouderdomspensioen (alleen hoog-laag). De verhouding tussen het hoge en lage ouderdomspensioen vanaf de pensioendatum is altijd 100:75
Vervroeging/uitstel van ingang	De (gewezen) deelnemer kan zijn ouderdomspensioen eerder laten ingaan dan de AOW-leeftijd. Dat gebeurt tegen collectief actuarieel neutrale factoren. Het ouderdomspensioen kan niet eerder ingaan dan op de eerste dag van de maand van het bereiken van de 62-jarige leeftijd. Het ouderdomspensioen gaat uiterlijk in op de eerste dag van de maand waarin de (gewezen) deelnemer 70 jaar wordt
Partnerpensioen	Vanaf 2015 bedraagt het partnerpensioen 70% van het vanaf dat moment opgebouwde ouderdomspensioen. In geval van overlijden van de deelnemer geldt doortelling tot de AOW-leeftijd
Uitruil	Op de pensioeningangsdatum kan de (gewezen) deelnemer (een gedeelte van) zijn partnerpensioen uitruilen tegen ouderdomspensioen en omgekeerd. Daarnaast kan de gewezen deelnemer na beëindiging van de deelneming (een gedeelte van) het ouderdomspensioen uitruilen naar partnerpensioen
Aanvullend partnerpensioen	Anw-hiaatregeling. Dit is een aanvulling op het partnerpensioen voor de partner van de overleden deelnemer die niet in aanmerking komt voor een Anw-uitkering
Wezenpensioen	Vanaf 2015 bedraagt het wezenpensioen 14% van het vanaf dat moment opgebouwde ouderdomspensioen. In geval van overlijden van de deelnemer geldt doortelling tot de AOW-leeftijd. Het wezenpensioen

<table>
<tr><td></td><td>wordt verdubbeld met ingang van de eerste dag van de maand waarin het kind ouderloos wordt.</td></tr>
<tr><td>Premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid</td><td>Voor de deelnemers die op 31 december 2005 in aanmerking kwamen voor voortzetting pensioenopbouw bij arbeidsongeschiktheid (VPA) en die onder de werking van de WAO blijven vallen, blijft onderstaande VPA-regeling van toepassing voor zover de WAO op hen van toepassing blijft. De premievrijstelling is volgens de volgende tabel afhankelijk van de mate van arbeidsongeschiktheid:
<table>
<tr><th>Mate arbeidsongeschiktheid volgens WAO</th><th>Voortzetting pensioenopbouw</th></tr>
<tr><td>0 – 15%</td><td>0%</td></tr>
<tr><td>15 – 25%</td><td>20%</td></tr>
<tr><td>25 – 35%</td><td>30%</td></tr>
<tr><td>35 – 45%</td><td>40%</td></tr>
<tr><td>45 – 55%</td><td>50%</td></tr>
<tr><td>55 – 65%</td><td>60%</td></tr>
<tr><td>65 – 80%</td><td>70%</td></tr>
<tr><td>80% of meer</td><td>100%</td></tr>
</table>
Is op of ná 1 januari 2013 sprake van een toename van bestaande arbeidsongeschiktheid? Dan geldt voor die toename de helft van het percentage uit bovenstaande tabel.

Voor de deelnemers die op of na 1 januari 2006 in aanmerking komen voor VPA en die onder de Wet Werk en Inkomen naar Arbeidsvermogen (WIA) vallen, is vanaf 1 januari 2013 de volgende tabel van toepassing op nieuwe gevallen van arbeidsongeschiktheid en in geval van ontstaan van arbeidsongeschiktheid. De deelnemer die al arbeidsongeschikt was voordat hij deelnemer werd bij PWRI, komt alleen in aanmerking voor VPA als sprake is van een toename van de arbeidsongeschiktheid door een andere oorzaak.
<table>
<tr><th>Mate arbeidsongeschiktheid volgens WIA</th><th>Voortzetting pensioenopbouw</th></tr>
<tr><td>0 – 35%</td><td>0%</td></tr>
<tr><td>35 – 45%</td><td>20%</td></tr>
<tr><td>45 – 55%</td><td>25%</td></tr>
<tr><td>55 – 65%</td><td>30%</td></tr>
<tr><td>65 – 80%</td><td>36,25%</td></tr>
<tr><td>80% of meer</td><td>50%</td></tr>
</table></td></tr>
<tr><td>Arbeidsongeschikt-heidspensioen</td><td>Voor de deelnemers die in aanmerking komen voor een vervolguitkering als bedoeld in de WAO, is het arbeidsongeschikt-heidspensioen gelijk aan het verschil tussen de loondervings- en de vervolguitkering, plus 8%.</td></tr>
<tr><td>Vrijwillige aansluiting</td><td>Werkgevers die niet verplicht bij het fonds zijn aangesloten, kunnen onder voorwaarden vrijwillig aansluiten. Aan de vrijwillige aansluiting stelt het fonds voorwaarden (zie hoofdstuk 3 abtn).
De overeenkomst wordt aangegaan voor een periode van minimaal vijf jaar. Daarbij gelden alle bepalingen die zijn opgenomen in de statuten en reglementen.</td></tr>
</table>

2 Pensioenreglement WIW

Met ingang van 1 januari 2021 vindt in de WIW regeling geen opbouw meer plaats. Voor wat betreft de opgebouwde pensioenaanspraken en -rechten in deze pensioenregeling geldt het volgende:

Kleine pensioenen	Is het opgebouwde pensioen na einde deelneming tussen de € 2 en € 594,89 (afkoopgrens 2022) bruto per jaar dan draagt PWRI deze aanspraken automatisch over aan de huidige pensioenuitvoerder van de gewezen deelnemer. Als het na vijf pogingen niet is gelukt om het pensioen automatisch over te dragen, dan blijft het pensioen bij PWRI.
Vervroeging van ingang	De gewezen deelnemer kan zijn pensioen eerder in laten ingaan dan de AOW-leeftijd. Dat gebeurt tegen collectief actuarieel neutrale factoren. Vervroegde ingang van het ouderdomspensioen is alleen mogelijk op de eerste dag van de maand van het bereiken van de 65-jarige leeftijd.
Uitruil	Op de pensioeningangsdatum kan de gewezen deelnemer (een gedeelte van) zijn ouderdomspensioen uitruilen tegen partnerpensioen.

3. Reglement AOV

De AOV-regeling is de voorloper van de Wsw-regeling. De AOV-regeling is geen pensioenregeling. Het betreft een regeling in de zin van een spaarfonds conform de Pensioen- en spaarfondsenwet. Vanaf 1990 vindt geen inleg meer plaats in de AOV-regeling. Het AOV-tegoed betreft, afhankelijk van de keuze van de deelnemer gebaseerd op sparen of beleggen.

De hoofdlijnen van de AOV-regeling zijn:

Leeftijd ingang AOV-tegoed	De maand na de maand waarin de rekeninghouder de AOW-leeftijd bereikt
Duur uitkering	Maximaal 75 gelijke maandelijkse termijnen + eventueel een 76e termijn die betrekking heeft op de gedurende de uitkeringstermijn behaalde rente of rendement
Vervroeging van ingang	Ingang van het AOV-tegoed is mogelijk vanaf 65 jaar
Overlijden	In geval van overlijden van de rekeninghouder wordt het (resterende) AOV-tegoed uitgekeerd aan de erfgenamen (partner, kinderen, overige rechtverkrijgenden).

6. Risicohouding en haalbaarheidstoets

In het Besluit Financieel Toetsingskader (artikel 1a) is vastgelegd dat het bestuur van het fonds zorg draagt voor de vastlegging van de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding van het fonds. De organen van het fonds gebruiken deze doelstellingen en beleidsuitgangspunten bij de toetsing van de opdrachtaanvaarding voor het fonds ten aanzien van de uitvoering van de pensioenregelingen en bij de besluitvorming, de verantwoording, de advisering en het toezicht binnen het fonds. Het bestuur dient hierbij ernaar te streven om zo veel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de doelstellingen, het ambitieniveau van de toeslagverlening en de risicohouding, die ten grondslag liggen aan de pensioenregeling.

De risicohouding vormt de basis voor:

- De aanvaarding van de opdracht door het fonds
- Het vaststellen van het beleid door het bestuur
- De verantwoording achteraf van het bestuur over het gevoerde beleid

Het bestuur voert overleg met het verantwoordingsorgaan, de raad van toezicht en de sociale partners over de risicohouding en de uitkomsten van de aanvangshaalbaarheidstoets. Het resultaat van deze overleggen vormt het uitgangspunt voor de risicohouding van het fonds, zoals beschreven in de volgende paragrafen.

De risicohouding wordt tenminste eenmaal per vijf jaar door het bestuur geëvalueerd.
In 2021 is de risicohouding opnieuw vastgesteld.

Kwalitatieve risicohouding
Het bestuur heeft een risicobewuste houding. Het fonds streeft ernaar om de nominale aanspraken waardevast na te komen, in overeenstemming met de ambitie van sociale partners, zoals door het bestuur als opdracht is geaccepteerd. Hierop is het beleid gebaseerd. Het nemen van beleggingsrisico is hierbij acceptabel.

De mate van risicoacceptatie van het bestuur is onder andere gebaseerd op de volgende kwalitatieve overwegingen:

- De uit de uitvoeringsovereenkomst voortvloeiende premieomvang is klein in relatie tot de pensioenverplichtingen, waardoor de sturingskracht van premie-aanpassingen beperkt is. Er bestaan geen bijstortverplichtingen bij lage dekkingsgraden.
- Het fonds streeft naar een waardevast pensioen. De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen. Toeslagverlening is echter altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van PWRI.
- Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen een optimaal rendement te behalen
- Een afgewogen balans tussen te nemen risico's en het naar verwachting te realiseren beleggingsrendement is noodzakelijk om op langere termijn invulling te kunnen geven aan de pensioenambitie.
- Bij slechte economische omstandigheden acht het bestuur het uitlegbaar dat geen toeslagen worden verleend. Kortingen op de pensioenaanspraken en –uitkeringen dienen zoveel mogelijk voorkomen te worden.
- Als de financiële situatie van het fonds verbetert, wordt bij naar het nemen van minder risico gekeken omdat de ambitie dan in evenveel of meer gevallen haalbaar is met minder risico.

De risicobereidheid van het fonds kan worden beïnvloed door de actuele financiële positie van het fonds. Periodiek wordt beoordeeld of de ambitie van het fonds nog haalbaar is. Bij de keuze voor een bepaald beleggingsbeleid wordt niet alleen een verwachte ontwikkeling beoordeeld maar ook scenario's die gunstiger of minder gunstig zijn dan de verwachte ontwikkeling. De ambitie dient in de meeste scenario's te kunnen worden behaald.

Kwantitatieve risicohouding
De risicohouding wordt geconcretiseerd door de vaststelling van risicogrenzen (het vereist eigen vermogen en de grenzen van de haalbaarheidstoets). Bij een overschrijding vindt er een beleidsdiscussie plaats. Risicogrenzen maken het mogelijk om op een vooraf vastgelegde en objectieve manier te beoordelen of het risico hoger of lager is dan vooraf is toegestaan. Bij overschrijding van risicogrenzen zal geen automatische aanpassing van beleid plaatsvinden, maar een kwalitatieve discussie, rekening houdend met de situatie en inzichten van dat moment.

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (lange termijn) vastgesteld met betrekking tot het pensioenresultaat:

Ondergrens 1: Vanuit de situatie waarbij dekkingsgraad gelijk is aan vereist eigen vermogen dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 100%.

Ondergrens 2: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 95%.

Ondergrens 3: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de maximale afwijking ten opzichte van de mediaan in het geval van een “slechtweer scenario” (lees: 5e percentiel) 45% te bedragen

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (korte termijn) vastgesteld met betrekking tot het vereist eigen vermogen: het vereist eigen vermogen van het fonds mag niet lager zijn dan 22% en niet hoger dan 28%.

Procedure uitvoering, vaststelling en verantwoording haalbaarheidstoets

Uitvoering

Jaarlijks wordt een haalbaarheidstoets uitgevoerd die op basis van een stochastische analyse inzicht geeft in de samenhang tussen de financiële opzet van het fonds, het verwachte pensioenresultaat en de risico’s die daarbij gelden.

Bij de invoering van een nieuwe pensioenregeling en bij significante wijzigingen wordt een aanvangshaalbaarheidstoets uitgevoerd. De eerste aanvangshaalbaarheidstoets is uitgevoerd in verband met de invoering van het nFTK en is vóór 1 oktober 2015 ingediend bij DNB. Er zijn nadien naar de mening van het bestuur geen significante wijzigingen geweest die een nieuwe aanvangshaalbaarheidstoets noodzakelijk maakten.
Met een aanvangshaalbaarheidstoets wordt getoetst of:

- Het verwachte pensioenresultaat en het pensioenresultaat in een “slecht weer scenario” op fondsniveau boven de toeslagambitie blijft;
- Het premiebeleid over de gehele berekeningshorizon voldoende realistisch en haalbaar is;
- Het fonds voldoende herstelcapaciteit heeft om naar verwachting vanuit de situatie dat aan de vereisten voor het minimaal vereist eigen vermogen wordt voldaan, binnen de looptijd van het herstelplan aan de vereisten voor het vereist eigen vermogen te voldoen;

Voor de uitvoering van de (aanvangs-)haalbaarheidstoets met rapportagedatum 1 januari, gelden de voorschriften als bedoeld in artikel 30 tot en met artikel 30c van de Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling. De uitvoering van de (aanvangs-) haalbaarheidstoets wordt onder andere uitgevoerd op basis van de pensioenfondsbalans en de onderliggende gegevens op de rapportagedatum, waarbij gebruik gemaakt wordt van de door DNB beschikbaar gestelde scenarioset.

Vaststelling

De haalbaarheidstoets is uitgevoerd op basis van de vastgestelde risicohouding en de daarbij te hanteren ondergrenzen.

Het bestuur heeft vastgesteld dat de binnen de risicohouding gehanteerde ondergrenzen van het fonds worden gehaald (conform artikel 102a Pw).
Daarnaast heeft het fonds vastgesteld dat het premiebeleid realistisch en haalbaar is en dat het fonds voldoende herstelcapaciteit heeft.

Verantwoording

De uitkomsten van de haalbaarheidstoets worden met sociale partners, het verantwoordingsorgaan en de raad van toezicht besproken. Indien de ondergrenzen worden overschreden gaat het bestuur in overleg met sociale partners om de eventuele vervolgstappen te bespreken. Het fonds neemt de belangrijkste informatie uit de haalbaarheidstoets op in het jaarverslag van het fonds.

7. Risicomanagement

7.1 Risicobeleid

Het risicobeleid van het fonds is vastgelegd in het beleidsdocument integraal risicomanagement dat is vastgesteld op 12 december 2019 en is bijgesloten als bijlage bij de ABTN.

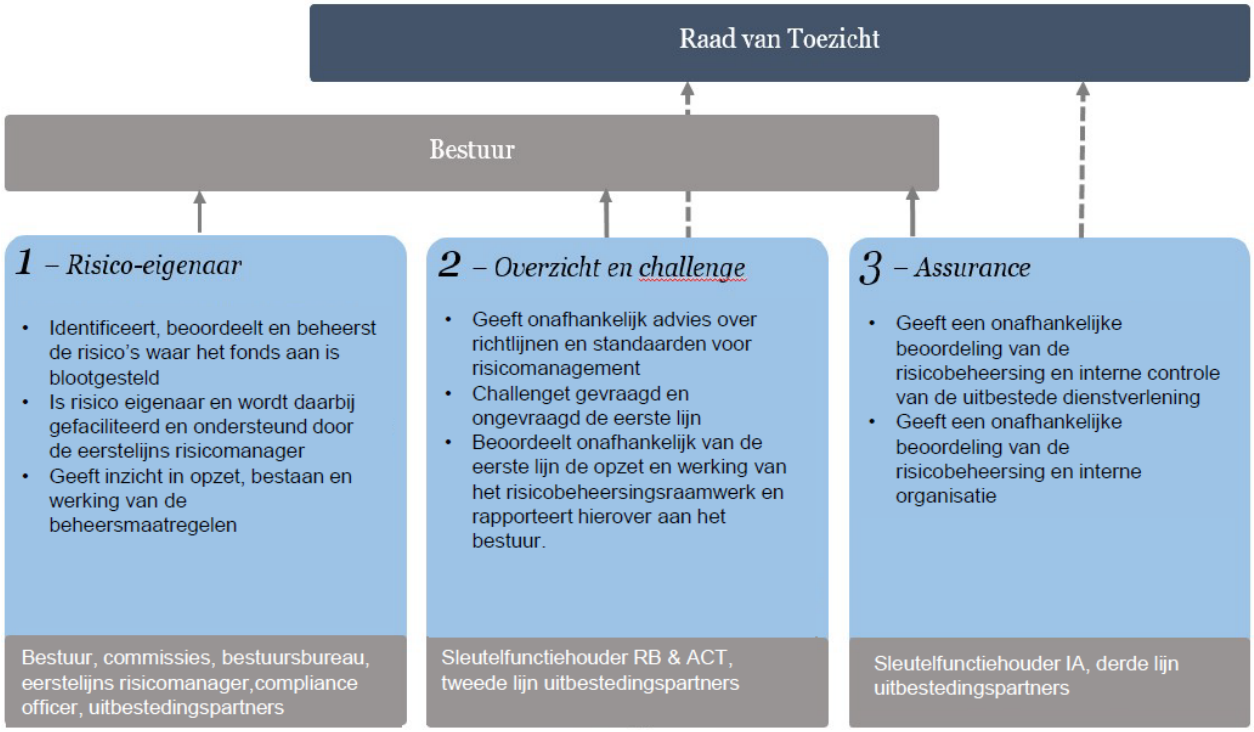
De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen. Toeslagverlening is echter altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van het fonds.

Integraal risicomanagement (IRM) heeft als doel om risico's die de doelstellingen van het fonds in gevaar kunnen brengen tijdig te identificeren en te mitigeren tot een acceptabel niveau. Integraal risicomanagement wil zeggen dat het risicomanagement geïntegreerd is binnen alle lagen van het besturingsmodel van het fonds (het zogenaamde '3 Lines of Defence-model') en alle relevante risico's omvat op financieel en niet-financieel gebied.

Het bestuur is verantwoordelijk voor de realisatie van de doelstellingen van het fonds zoals die volgen uit de missie, visie en doelstellingen. Daarbij kunnen slechts risico's worden genomen die het fonds zich qua vermogen of reputatie kan veroorloven en die passen binnen de risicobereidheid van het fonds. Het bestuur richt zich hierbij op het samenspel tussen performance management en riskmanagement.

Het bestuur van PWRI kiest ervoor om voor de organisatie van het risicomanagement het model van de "three-lines-of-defence" (3 LoD-model) toe te passen. Binnen het 3 LoD-model worden drie onafhankelijke 'verdedigingslinies' onderscheiden waarbij elke verdedigingslinie een specifieke rol en verantwoordelijkheid heeft. Een nauwe samenwerking tussen de verschillende verdedigingslinies is vereist voor een effectieve werking van het integraal risicomanagement.

Schematisch is het 3LoD-model binnen PWRI als volgt ingericht:



7.2 Risicobereidheid

De risicobereidheid geeft op geaggregeerd niveau de risico's weer die het fonds bereid is te accepteren om de fondsdoelstellingen te behalen. Het fonds loopt hierbij 'gewenste' en 'ongewenste' risico's. Het lopen van gewenste risico's is hierbij acceptabel om één van de belangrijkste doelen van het fonds waar te kunnen maken, namelijk een waardevast pensioen. Zo worden in het vermogensbeheer beleggingsrisico's bewust genomen omdat zonder risico geen rendement gehaald kan worden en zonder rendement geen toeslagen kunnen worden toegekend. Daarnaast loopt het fonds diverse 'ongewenste' risico's. Deze zijn ongewenst omdat zij geen rendement opleveren. Voorbeelden daarvan zijn operationele of juridische risico's. Deze risico's zijn inherent aan een organisatie en haar processen. Bij het bepalen van de risicobereidheid van dit soort risico's wordt een balans gezocht tussen risico's, beheersing en kosten.

Bij de bepaling van de risicobereidheid van het fonds in het algemeen zijn de missie, visie en doelstellingen de uitgangspunten. De risicobereidheid is namelijk afgeleid van deze parameters, maar tegelijkertijd geeft de risicobereidheid de grenzen weer waarbinnen het fonds zich moet blijven bewegen om zijn doelstellingen te kunnen realiseren.

7.3 Risicoacceptatie kwalitatief

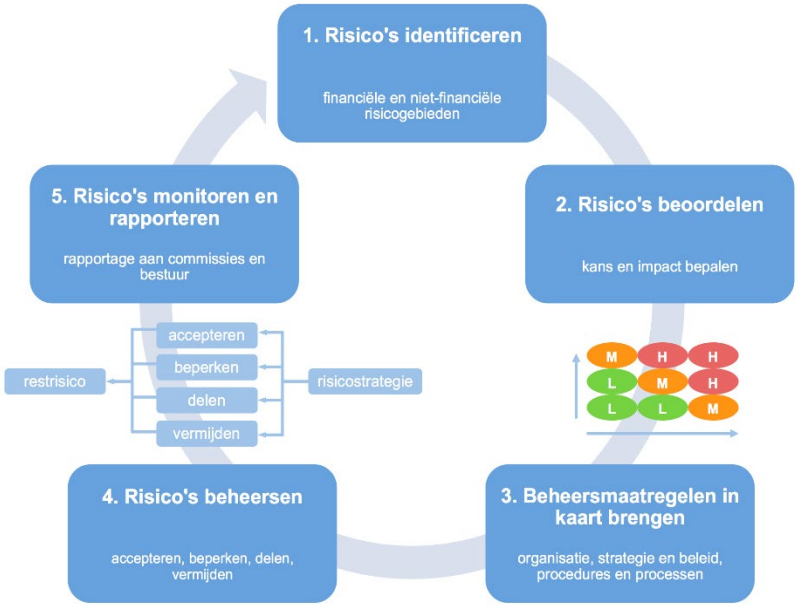
Het nemen van risico's is inherent aan het besturen van een pensioenfonds. Het bestuur bepaalt de algehele risicobereidheid. De mate waarin het fonds bereid is om deze risico's te lopen bij het nastreven van haar doelstellingen verschilt per doelstelling en per risicocategorie. Vanuit het bestuur zijn op de risicocategorieën strategisch, operationeel, financieel en compliance de volgende kwalitatieve risicotoleranties gedefinieerd:

Risicocategorie	Risicoacceptatie	Toelichting
Strategisch	Midden	PWRI is bereid beperkte risico's te nemen bij het nastreven van haar ambities. PWRI zoekt de balans tussen haar maatschappelijke functie (lage risicoacceptatie) en haar pensioen ambities (hogere risicoacceptatie).
Financieel	Midden	PWRI onderhoudt een solide financiële positie om haar pensioenafspraken en ambities te kunnen realiseren. PWRI is niet bereid onverantwoorde risico's te lopen die de toegezegde pensioenaanspraken in gevaar kunnen brengen.
Operationeel	Laag	PWRI richt zich op een adequate uitvoering van de pensioenregeling en streeft ernaar de risico's die hiermee samenhangen zoveel mogelijk te beperken.
Compliance	Laag	PWRI wil voldoen aan de van toepassing zijnde wet- en regelgeving. We hebben daarbij speciale aandacht voor wet- en regelgeving op het gebied van goed bestuur en integriteit.

De kwantitatieve risicohouding staat beschreven onder hoofdstuk 6.

7.4 Risicomanagementproces

Het risicomanagementproces is gericht op het identificeren en beheersen van de risico's en daarmee het vergroten van de haalbaarheid van de strategie en doelstellingen. In het risicomanagementproces worden de volgende stappen doorlopen:



8. Financiële opzet

Alle pensioenaanspraken die voortvloeien uit de pensioenreglementen heeft het fonds in eigen beheer. De sectoren die in het fonds zijn vertegenwoordigd (Wsw en WIW) hebben afzonderlijke pensioentoezeggingen. De middelen daarvoor worden gezamenlijk beheerd. De kosten van de pensioenopbouw worden op dezelfde manier bepaald en dienen kostendekkend te zijn; daarbij wordt rekening gehouden met de binnen het fonds afgesproken financieringswijze.

8.1 Technische voorzieningen (TV)

Voorziening pensioenverplichtingen
De voorziening pensioenverplichtingen (VPV) voor deelnemers is gelijk aan de actuariële contante waarde van de over de verstreken dienstjaren verkregen pensioenaanspraken, inclusief de tot de balansdatum verstrekte toeslagen. De VPV voor gewezen deelnemers is gelijk aan de actuariële contante waarde van de premievrije aanspraken en de ingegane pensioenen, inclusief de tot de balansdatum verstrekte toeslagen. Voor arbeidsongeschikte deelnemers wordt rekening gehouden met toekomstige premievrije opbouw, inclusief de toegezegde indexaties van de pensioengrondslag. De toekomstige jaarlijkse toegezegde indexatie wordt verondersteld gelijk te zijn aan het minimale percentage van de verwachte looninflatie uit het advies van de Commissie Parameters uit 2019 (2,3%). Voor onvindbare deelnemers (uitkeringsgerechtigde deelnemers aan wie de uitkering niet betaald kan worden), wordt gereserveerd voor de toekomstige en reeds gemiste uitkeringen.

De grondslagen die worden gebruikt bij de vaststelling van de VPV, als genoemd in onderstaande tabel, worden periodiek geëvalueerd en indien nodig bijgesteld. De grondslagen worden driejaarlijks herijkt en vastgesteld door het bestuur (laatst september 2021). Uitzondering hierop zijn de Prognosetafel en de factoren voor actuariële omzettingen. Iedere 2 jaar wordt een update van de Prognosetafel gepubliceerd. In het jaar van publicatie wordt de update verwerkt in de VPV. De factoren voor actuariële omzettingen worden jaarlijks vastgesteld. Bij de driejaarlijkse herijking van de grondslagen wordt een referentieperiode van 9 jaar gehanteerd, waarbij deze periode bij ieder nieuw grondslagenonderzoek 3 jaar naar voren schuift, tenzij er redenen zijn om een andere referentieperiode te hanteren.

De Prognosetafel AG2022 houdt rekening met de ontwikkeling van de levensverwachting van de gehele Nederlandse bevolking. De deelnemers van het fonds hebben gemiddeld een lagere levensverwachting dan de gehele Nederlandse bevolking. Daarom houdt PWRIrekening met een leeftijdsafhankelijke oversterfte die op de populatie van het fonds is gebaseerd.

De VPV is gebaseerd op de volgende actuariële grondslagen:

1. Sterfte	Deze ontleent PWRI aan de Prognosetafel AG2022 met een correctie voor oversterfte door middel van leeftijdsafhankelijke en fondsspecifieke correctiefactoren. Deze correctiefactoren zijn opgenomen in bijlage 5.
2. Rekenrente	Deze is conform de rentetermijnstructuur, zoals gepubliceerd door DNB.
3. Leeftijdsvaststelling	We gaan uit van een geboortedatum op 1 juli van het geboortejaar van de deelnemer.
4. Partnerschap en leeftijdsverschil tussen partners	We gaan uit van de volgende partnerfrequenties: **Mannen** – Een lineaire stijging van 1,3% op leeftijd 21 tot 60% op leeftijd 67.

	– Op leeftijd 68: 100% (alleen voor uitruilbaar partnerpensioen) – Na leeftijd 68 aflopend met sterfte van de medeverzekerde vrouw **Vrouwen** – Een lineaire stijging van 9,2% op leeftijd 21 tot 34% op leeftijd 44. – Een constant percentage van 34% wordt verondersteld voor de leeftijden vanaf 44 tot en met 55 jaar. – Vanaf leeftijd 56 een lineaire daling naar 30% op leeftijd 68. – Op leeftijd 68: 100% (alleen voor uitruilbaar partnerpensioen) – Na leeftijd 68: aflopend met sterfte van de medeverzekerde man Uitgangspunt bij de leeftijdsvaststelling van de partners van de hoofdverzekerden is dat een medeverzekerde vrouw 3 jaar jonger is dan de hoofdverzekerde man, en een medeverzekerde man 2 jaar ouder is dan de hoofdverzekerde vrouw.
5. Uitkeringen	Bij de waardering van de aanspraken gaan we uit van de veronderstelling dat de pensioenuitkeringen continu plaatsvinden.
6. Kostenvoorziening	De kostenvoorziening is 3,1% van de VPV.
7. Wezenpensioen	De voorziening is 0,75% van de voorziening voor het partnerpensioen van nog niet pensioengerechtigden.
8. Actuariële omzettingen	Alle omzettingen van pensioenen (bijvoorbeeld uitruil en vervroeging) vinden plaats op basis van actuarieel neutrale factoren. Een deelnemer kan er voor kiezen om zijn AOV-tegoed om te zetten in aanspraken in de SW-regeling. Dit vindt plaats conform dezelfde grondslagen als de overige omzettingsfactoren. Deze zijn in het SW-reglement opgenomen.

Bij de bepaling van de kostenvoorziening wordt rekening gehouden met inflatie door de verwachte toekomstige kosten contant te maken met een reële rentetermijnstructuur. Deze is gebaseerd op de nominale rentetermijnstructuur volgens de methodiek van DNB, waarbij een afslag voor inflatie (op basis van inflatieswaps) wordt toegepast.

De certificerend actuaris controleert als sleutelhouder voor de actuariele functie ieder kwartaal het verloop van de technische voorzieningen.

Overige technische voorziening uitlooprisico premievrije deelname
Het fonds hanteert een overige technische voorziening uitlooprisico premievrije deelname. Aan deze voorziening voegt het fonds jaarlijks de in de premie begrepen opslag voor premievrijstelling toe. Jaarlijks valt uit het uitlooprisico premievrije deelname de premieopslag voor premievrijstelling van twee boekjaren daarvoor vrij.

Overige voorziening spaarfonds gemoedsbezwaarden
Het bestuur kan aan een werknemer die gemoedsbezwaren heeft tegen iedere vorm van verzekeren, individuele vrijstelling van deelneming verlenen. Dit ontslaat zijn werkgever noch betrokkene van de verplichting de reguliere bijdragen aan het fonds af te dragen. Deze bijdragen worden op een individuele spaarrekening gestort, waaraan jaarlijks rente wordt toegevoegd.

De betrokkene ontvangt het gespaarde bedrag na zijn AOW-leeftijd in gelijke termijnen gedurende vijftien jaar. Overlijdt de betrokkene voordat de uitkeringen zijn ingegaan, dan ontvangt de partner het gespaarde bedrag in gelijke termijnen gedurende vijftien jaar. Overlijdt de betrokkene nadat de uitkering is ingegaan, dan ontvangt de partner danwel wettige erfgename(n) in de resterende periode de uitkeringen. Op de balans van het fonds in de jaarrekening wordt deze voorziening aangemerkt als schuld.

8.2 Actuele en beleidsdekkingsgraad

Het fonds berekent maandelijks de actuele dekkingsgraad door het aanwezige vermogen te delen door de technische voorzieningen, zoals hierboven beschreven. Voor het vaststellen van het beleid en het nemen van beleidsbeslissingen is de beleidsdekkingsgraad van belang. De beleidsdekkingsgraad wordt vastgesteld als het 12-maands voortschrijdend gemiddelde van de actuele dekkingsgraad.

Verwerking aanpassingen achteraf
De meest recente deelnemersbestanden zijn niet direct op de peildatum beschikbaar. De bestanden worden enkele maanden ná de peildatum geleverd. De berekeningen van de TV worden met terugwerkende kracht tot aan de peildatum van het bestand herrekend. De actuele dekkingsgraden worden vanaf de peildatum herrekend ten behoeve van de beleidsdekkingsgraad. De actuele dekkingsgraden worden in beginsel niet opnieuw gerapporteerd aan DNB. Bij het rapporteren van de beleidsdekkingsgraad moeten wel eventuele aanpassingen worden toegelicht in het toelichtingenveld zodat de hoogte van de beleidsdekkingsgraad verklaard is.
Indien achteraf wordt geconstateerd dat een gerapporteerde maanddekkingsgraad verkeerd is berekend, vindt overleg plaats tussen het bestuursbureau, WTW en APG waarna eerst de hoogte van de eventuele correctie in kaart wordt gebracht. Vervolgens wordt onderzocht op welke gerapporteerde maanddekkingsgraden de fout van toepassing is geweest. Dit wordt met het bestuur afgestemd.

Indien er na afstemming sprake is van een correctie van de dekkingsgraad met terugwerkende kracht dan wordt er bij de eerstvolgende te rapporteren beleidsdekkingsgraad rekening gehouden met aangepaste maanddekkingsgraden (waarbij de onjuistheid is gecorrigeerd). De correctie wordt vervolgens aan DNB toegelicht door middel van het toelichtingsveld van de maandstaat voor de dekkingsgraadrapportage. Voor de eerder onjuist gerapporteerde maanddekkingsgraden wordt in beginsel geen herrapportage ingediend[1]. Het fonds zal alleen een herrapportage indienen als op grond hiervan een ander besluit zou worden genomen. Dit is bijvoorbeeld mogelijk als de maatregel MVEV door de herrapportage niet of juist wel zou moeten worden toegepast.
Indien er een aanpassing wordt doorgevoerd waar een bestuursbesluit aan ten grondslag ligt (bijvoorbeeld grondslagwijzigingen),wordt deze verwerkt in de actuele (en beleids-) dekkingsgraad per einde van de maand waarin het bestuursbesluit wordt genomen. Er worden geen actuele dekkingsgraden herrekend over de periode voorafgaand aan het bestuursbesluit, ook niet ten behoeve van de berekening van de beleidsdekkingsgraad.
Indien er een onjuistheid is geconstateerd en wordt besloten tot een aanpassing, is het niet altijd mogelijk de grootte van de benodigde aanpassing exact te bepalen. In dat geval zal in ieder geval een schatting worden gemaakt en zal deze schatting worden aangehouden in de berekening van de (beleids-)dekkingsgraad tot het moment dat de aanpassing exact bepaald kan worden.

Verwerking beleidsbeslissingen en grondslagwijzigingen

[1] Het is niet verplicht hiervoor een herrapportage in te dienen, wel moeten eventuele aanpassingen worden toegelicht in het toelichtingsveld zodat de hoogte van de beleidsdekkingsgraad verklaard is. *Bron: DNB – Aanwijzingen Rapportagekader pensioenfondsen, versie november 2015*

Bij wijzigingen van het beleid of de actuariële grondslagen van het fonds, is het streven om de betreffende wijziging in de dekkingsgraad te verwerken aan het einde van de maand waarin het bestuursbesluit van kracht is geworden. Bestuursbesluiten die van invloed zijn op de dekkingsgraad worden dan ook zo snel mogelijk na de bestuursvergadering door het bestuursbureau gecommuniceerd met de administrateur (en adviserend actuaris). Indien gedurende het jaar wordt besloten tot een wijziging van actuariële grondslagen, zal dit effect bij de jaarlijkse (actuariële) analyse (in het kader van de jaarrekening) worden verantwoord per einde boekjaar.

8.3 Premiebeleid

PWRI gaat bij de vaststelling van de premie voor 2021-2025 uit van een systeem waarmee voor de gedempte kostendekkende premie gebruik wordt gemaakt van het verwacht rendement op basis van de maximaal toegestane parameters. Deze worden door de Commissie Parameters voor 5 jaar vastgesteld.
Deze systematiek is met sociale partners en fondsorganen besproken en zij hebben hiermee ingestemd. Aanleiding voor dit besluit was enerzijds de wens van het bestuur en van sociale partners om te komen tot een zo stabiel mogelijke premie. Stabiliteit en betaalbaarheid van de premie is vanuit sociale partners een belangrijk punt. De methodiek van demping op basis van verwacht rendement is naar de mening van het bestuur het meest geschikt om de stabiliteit gedurende een vijfjaarsperiode te waarborgen. Anderzijds geeft de methodiek van de gedempte kostendekkende premie de financiering die op langere termijn nodig is om pensioenafspraken te realiseren.

De feitelijke premie is voor de huidige vijfjaarsperiode lager vastgesteld dan de gedempte kostendekkende premie. Het verschil tussen de feitelijke premie en de gedempte kostendekkende premie wordt gefinancierd uit de cumulatieve inning en de jaarlijkse bijdrage vanuit het ministerie van SZW. Er is geen sprake van een prudentiemarge. Jaarlijks toetst het bestuur of de feitelijke premie ten minste gelijk is aan de gedempte kostendekkende premie. Indien de feitelijke premie lager is, zal het bestuur de premie aanvullen vanuit de cumulatieve inning en de jaarlijkse bijdrage vanuit het ministerie van SZW. Er wordt rekening gehouden met de volgende onderdelen:

1 Koopsom voor de onvoorwaardelijke onderdelen van de pensioentoezegging;
Het fonds berekent de actuariële benodigde premie voor de inkoop van de onvoorwaardelijke onderdelen uit het pensioenreglement op basis van het verwachte reële beleggingsrendement. Hierbij dient volgens de PW te worden voldaan aan twee voorwaarden:

1. Het fonds dient in de premie rekening te houden met toeslagverlening conform het eigen fondsbeleid, waarbij ten minste rekening moet worden gehouden met de minimale verwachtingswaarde voor de groei van het prijsindexcijfer uit het Besluit Parameters. Hierbij dient rekening gehouden te worden met een ingroeipad, waarbij de parameter voor de toeslagverlening in vijf jaar stijgt van het actuele niveau naar de minimale verwachtingswaarde uit het Besluit Parameters. Het bestuur heeft besloten de curve voor de toeslagverlening conform zijn eigen toeslagbeleid (prijsinflatie) voor vijf jaar vast te zetten op het niveau bij aanvang van deze periode, per 30 september 2020[2].
2. Het rendement op vastrentende waarden wordt vastgezet voor vijf jaar op basis van de actuele marktrente bij aanvang van deze periode. Hiervoor hanteert het fonds de rentetermijnstructuur die door DNB is gepubliceerd per 30 september 2020.

[2] De kortetermijn verwachting van de prijsinflatie voor 2021 op basis van de CPB-raming per 30 september 2020 is 1,6%. De prijsinflatiecurve groeit in de eerste vijf jaren van 1,6% (eerste jaar) naar 1,9% (vijfde jaar).

De premie is de som van de in het boekjaar te verwachten verhoging van de aanspraken door toename van deelnemersjaren en aanpassing van de pensioengrondslagen in het betreffende jaar. Dit premieonderdeel bevat ook de risicokoopsom van nog niet opgebouwde aanspraken op partner- en arbeidsongeschiktheidspensioen. Hierbij rekent het fonds op basis van de actuariële grondslagen, inclusief de kostenopslag.

2 solvabiliteitsopslag over premieonderdeel '1';
Het fonds hanteert een solvabiliteitsopslag die gelijk is aan het percentage vereist eigen vermogen per einde van het voorgaande jaar over het premieonderdeel dat in deze paragraaf wordt beschreven bij de punten 1. en 4. Wanneer de opslag voor toeslagverlening zoals beschreven in onderdeel 1.1 groter is dan de opslag voor het vereist eigen vermogen, wordt het meerdere opgenomen in de kostendekkende premie.

3 opslag voor uitvoeringskosten;
Het fonds heeft voor de uitvoeringskosten in de premie 2023 een opslag opgenomen van 0,7% van de grondslagsom. Samen met de vrijval van de kostenopslag van 3,1% over de uitkeringen zijn hiermee de totale uitvoeringskosten van het fonds gedekt.

Bij de berekening van de opslag voor uitvoeringskosten wordt een inschatting gemaakt van de toekomstige (uitvoerings)kosten voor iedere deelnemer gedurende de toekomstige levensverwachting. Veronderstelling daarbij is dat het fonds geen actieve deelnemers meer heeft. Op basis van een gedetailleerd kostenoverzicht met daarin de kosten van bestuur, bestuursbureau, externen en het pensioenuitvoeringsbedrijf wordt door de adviserend actuaris per kostenpost een inschatting gemaakt van de procentuele daling van de uitvoeringskosten onder deze veronderstelling. Kosten die, conform de jaarrekening kunnen worden toegerekend aan vermogensbeheer worden daarbij buiten beschouwing gelaten.

4 koopsom voor voorwaardelijke onderdelen van pensioentoezegging
Het fonds neemt in de premie geen element op voor toeslagen behalve de opslag beschreven onder 1.1

Samenstelling kostendekkende premie voor 2023 SW
De premie voor de SW voor 2023 is in onderstaande tabel weergegeven, in percentages van de pensioengrondslagsom. Er wordt met een looptijdsafhankelijke rendementscurve gerekend. Dit komt overeen met een gemiddelde rekenrente (reëel rendement) van 2,8% in de premie voor 2023.

	Gedempte kostendekkende premie
Disconteringsvoet	**Verwacht reëel rendement 30-09-2020**
a. onvoorwaardelijke onderdelen	
- ouderdomspensioen (OP)	11,1%
- partnerpensioen (PP)	3,5%
- risicokoopsom PP	0,8%
- opslag invaliditeit	1,4%
- opslag Anw-hiaat	0,6%
b. opslag solvabiliteit	4,4%
c. opslag uitvoeringskosten	0,7%
d. voorwaardelijke onderdelen	3,5%
Totaal	**26,0**
Feitelijke premie	**23,8%**

Om een stabiel premieniveau voor de komende jaren te kunnen handhaven heeft het bestuur in 2020 besloten de feitelijke premie voor 2021 t/m 2025 vast te stellen op 23,8% van de pensioengrondslag.
Het verschil tussen de feitelijke premie en de gedempte kostendekkende premie wordt gefinancierd uit de cumulatieve inning en de jaarlijkse bijdrage vanuit het ministerie van SZW.

De premie wordt jaarlijks getoetst aan de gedempte kostendekkende premie in dat jaar en wordt zo nodig bijgesteld. Ten behoeve van de rapportagevereisten, berekent het fonds jaarlijks de kostendekkende premie op basis van de actuele rentetermijnstructuur.

Premiekorting

Het fonds kan uitsluitend korting verlenen op de kostendekkende premie indien:

a. gezien de beleidsdekkingsgraad ten aanzien van de pensioenverplichtingen wordt voldaan aan de wettelijke voorschriften in de Pensioenwet betreffende toereikende technische voorzieningen (artikel 126 Pensioenwet), het vereist eigen vermogen (artikel 132 Pensioenwet), de dekking door waarden (artikel 133 Pensioenwet);
b. de voorwaardelijke toeslagen zowel met betrekking tot de voorgaande tien jaar zijn verleend als ook in de toekomst kunnen worden nagekomen overeenkomstig het vastgestelde toeslagbeleid van het fonds; en
c. de vermindering van pensioenaanspraken en pensioenrechten op grond van artikel 134 Pensioenwet in de voorgaande tien jaar gecompenseerd is.

Premie-egalisatiereserve

In de periode 2007-2010 is voor de SW een hogere premie geheven dan de gedempte kostendekkende premie. Doel van sociale partners was om bij een hogere gedempte kostendekkende premie uit de aldus gevormde premie-egalisatiereserve te kunnen onttrekken. De daar mogelijk uit voortvloeiende premiedemping is uitgesloten wanneer de beleidsdekkingsgraad lager is dan de minimaal vereiste dekkingsgraad.

De premie-egalisatiereserve wordt aangehouden tot deze kan worden toegevoegd aan de hieronder beschreven gecumuleerde middelen, indien en voor zover de financiële positie van het fonds dusdanig is dat wordt voldaan aan de wettelijke kaders die gelden voor een terugstorting van premie.

Inning gecumuleerde middelen

Sociale partners zijn overeengekomen voor de premiejaren 2014 en 2015 een bijdrage te heffen die hoger is dan de (gedempte) kostendekkende premie. Sociale partners hebben het fonds het mandaat gegeven deze bijdragen te innen, te beheren en te beleggen. Het fonds verzorgt de uitvoering, het beheer en de beleggingen van deze middelen en legt hierover jaarlijks verantwoording af aan sociale partners. Indien op enig moment de (gedempte) kostendekkende premie hoger zou zijn dan sociale partners op dat moment bereid zijn te betalen, kan de benodigde extra premie onttrokken worden uit de (gecumuleerde) middelen.
De gecumuleerde middelen worden in de periode 2021-2025 volledig ingezet om het verschil tussen de feitelijke premie en de gedempte kostendekkende premie deels aan te overbruggen.
Het beleggingsbeleid van het fonds is van toepassing op de aldus bij het fonds in beheer gestelde middelen. De behaalde rendementen (positief of negatief) zijn volledig voor rekening en risico van sociale partners en zullen aan het eind van elk kalenderjaar worden toegevoegd of onttrokken aan de (gecumuleerde) middelen.
De kosten die met de werkzaamheden door het fonds zijn gemoeid worden gedragen door sociale partners. Het fonds brengt deze kosten in mindering op de (gecumuleerde) middelen.
De cummulatieve ining telt niet mee voor het bepalen van de dekkingsgraad

Bestemmingsreserve

Vanaf de invoering van de Participatiewet per 1 januari 2015 krijgt het fonds geen nieuwe deelnemers meer, waardoor de gemiddelde leeftijd van het actievenbestand oploopt. Dit heeft

tot gevolg dat de benodigde premie, uitgedrukt als percentage van de premiegrondslag, toeneemt. Als gevolg hiervan heeft het ministerie van SZW de toezegging gedaan om een bijdrage van € 10 miljoen per jaar, gedurende 40 jaar, te doen aan het fonds[3]. De eerste toekenning heeft in 2018 plaatsgevonden.

Het bestuur heeft besloten dat er een bestemmingsreserve wordt gevormd uit de jaarlijkse bijdrage van het Rijk. Deze is bestemd voor premiedemping. Vanaf 2021 zal een gedeelte van de bestemmingsreserve worden aangewend ter financiering van de gedempte kostendekkende premie. Het bestuur realiseert zich dat de reserve in bijzondere situaties (artikel 134 van de Pensioenwet) moet worden aangewend ten behoeve van het vergroten van het eigen vermogen om een mogelijke korting te voorkomen of te verminderen.

Periodiek, in principe tegelijk met de vaststelling van de premie voor een periode van vijf jaar, wordt getoetst of er naar verwachting voldoende middelen aanwezig zijn om voor de toekomst premie te dempen. Het beleggingsbeleid van het fonds is van toepassing op de middelen in de bestemmingsreserve. De bestemmingsreserve telt niet mee voor het bepalen van de dekkingsgraad.

Opslag op de premie
Als het fonds onvoldoende vermogen heeft ter dekking van de opgebouwde pensioenrechten plus het vereist eigen vermogen, kan het bestuur een opslag op de premie leggen voor zover dat nodig is om binnen de daartoe gestelde termijn van maximaal tien jaar uit dit reservetekort te raken.

8.4 Toeslagbeleid

Het fonds heeft een voorwaardelijk toeslagbeleid, gebaseerd op de ambitie de pensioenen waardevast te houden. De daarbij gehanteerde maatstaf is de ontwikkeling van de prijsindex. De prijsindex is hierbij gedefinieerd als de Consumentenprijsindex, alle huishoudens, afgeleid, zoals gepubliceerd door het Centraal Bureau voor de Statistiek (in de maand oktober), gemeten over de periode van 1 oktober van het voorafgaande jaar tot 1 oktober van het lopende jaar. Voor het jaar 2021 is de prijsindex vastgesteld over de periode van 1 januari 2021 tot 1 oktober 2021. Als verwachtingswaarde van de maatstaf wordt de minimale parameter voor de prijsontwikkeling zoals gepubliceerd door de Commissie Parameters gehanteerd.

De mate van toeslagverlening wordt jaarlijks vastgesteld door het bestuur en is afhankelijk van de financiële positie van het fonds. Er bestaat geen recht op toeslagen en er wordt hiervoor geen reserve aangehouden.
Er zal alleen toeslagverlening plaats kunnen vinden, voor zover dit toekomstbestendig is. Dat wil zeggen dat de financiële positie van het fonds zodanig is dat het te verlenen toeslagpercentage ook naar verwachting in de toekomst uitgekeerd zal kunnen worden.

Jaarlijks zal het bestuur, gehoord de actuaris, in november beoordelen of en in hoeverre het verlenen van een toeslag per 1 januari van het volgende jaar mogelijk is. De peildatum voor het besluit is 31 oktober van enig jaar. Het bestuur zal in zijn beoordeling onder meer betrekken:

a) de financiële positie van het fonds en de eisen die de PW daaraan stelt in het algemeen;

[3] Tekst Staatscourant: “Als compensatie voor het ontstaan van bovenstaande financiële schade is bij de parlementaire behandeling van de Participatiewet op 3 februari 2014 door de regering de volgende toezegging gedaan: ‘Onder de voorwaarde dat de werkgevers en werknemers die verantwoordelijk zijn voor de pensioenen van de Wsw zelf een akkoord bereiken over een structurele oplossing voor het pensioenfonds, biedt het kabinet een financiële tegemoetkoming aan gemeenten van maximaal 10 miljoen euro per jaar ten behoeve van dit dossier’ (Handelingen II, 33 801, nr. 23 (herdruk))”.

b) de beleidsdekkingsgraad van het fonds op de peildatum en de vrije reserve van het fonds in het bijzonder.

Voor de toe te kennen toeslag hanteert het bestuur de onderstaande leidraad.

- Als de beleidsdekkingsgraad lager is dan 110% worden er geen toeslagen verleend.
- Als de beleidsdekkingsgraad boven de 110%, maar lager dan de bovengrens is, dan wordt er toeslag verleend voor zover deze in de toekomst te realiseren is:

1. Hiervoor is beschikbaar de ruimte tussen de beleidsdekkingsgraad en de ondergrens van 110%;
2. Er wordt bepaald welk deel van de verwachte prijsontwikkeling (de minimale parameter uit de publicatie van de commissie parameters) toegekend kan worden vanuit de beschikbare ruimte. De berekeningsmethodiek is hetzelfde als voor de bovengrens toeslagverlening, zoals hieronder toegelicht;
3. De uitkomst onder 2. wordt vermenigvuldigd met de realisatie van de maatstaf in het betreffende jaar om de te verlenen toeslag te bepalen.

- Als de beleidsdekkingsgraad hoger is dan de bovengrens, kan de volledige toeslagambitie worden toegekend. Daarnaast kan er een inhaaltoeslag worden verleend, of kunnen eventuele kortingen uit het verleden ongedaan gemaakt worden.

Bovengrens toeslagverlening

De bovengrens wordt jaarlijks vastgesteld zodanig dat deze voldoet aan de eis van toekomstbestendigheid. Dat betekent dat de bovengrens de beleidsdekkingsgraad is waarbij de volledige verwachte prijsontwikkeling toegekend kan worden. Om de benodigde kosten voor de volledige verwachte toeslagverlening te bepalen worden de kasstromen van alle toekomstige toeslagen, op het deelnemersbestand per 1 januari van het lopende jaar, contant gemaakt met het verwachte netto meetkundig rendement op zakelijke waarden uit het besluit van de Commissie Parameters. Per 31 oktober 2022 is de bovengrens 150,6%.

Inhaaltoeslag en ongedaan maken kortingen

Wanneer de beleidsdekkingsgraad hoger is dan de bovengrens, kan het bestuur besluiten om niet verleende toeslagen alsnog (gedeeltelijk) toe te kennen, of kortingen uit het verleden (gedeeltelijk) ongedaan te maken. Een inhaaltoeslag of ongedaan maken van een korting zal alleen doorgevoerd worden wanneer dit geen gevolgen heeft voor de reguliere toeslagverlening in het jaar van toekenning. Van de beschikbare ruimte in de beleidsdekkingsgraad zal ten hoogste één vijfde deel aangewend worden voor een inhaaltoeslag of het ongedaan maken van een korting.
Inhaaltoeslagen of het ongedaan maken van kortingen worden, net als de reguliere toeslagverlening en korting, gesloten toegepast. Dat wil zeggen dat alleen aanspraken en rechten betrokken worden waar de gemiste indexatie of korting op van toepassing was. Gemiste indexaties en kortingen verjaren niet.
Bij het toekennen van inhaalindexatie past het bestuur de evenredige methode toe. Dat wil zeggen dat het beschikbare vermogen wordt gebruikt om voor alle deelnemers een evenredig deel (bijvoorbeeld 10%) van hun individuele achterstand in euro's toe te kennen.
Reparatie van een eventuele korting krijgt voorrang boven het repareren van gemiste indexaties.

8.5 AOV rente- en rendementstoekenning

De AOV-regeling is een oudedagsvoorziening in de zin van de Pensioen en Spaarfondsenwet. Met de oprichting van het Pensioenfonds hebben de deelnemers in de AOV-regeling de keuze kunnen maken om de opgebouwde tegoeden om te zetten in pensioen in de nieuwe regeling. Voor deelnemers die daar niet voor gekozen hebben, is de AOV-regeling in stand gehouden, maar vindt er geen inleg meer plaats. De AOV-regeling heeft een van de SW (en WIW) regeling afgescheiden vermogen. In 2011 hebben de deelnemers in de AOV-regeling de keuze kunnen maken hun tegoed niet langer te beleggen, maar ermee te sparen.

Jaarlijks worden de tegoeden van de spaarders aangepast met een rentepercentage op basis van de toegekende rente op de deposito's. De tegoeden van de beleggers worden aangepast met een rendementspercentage op basis van het toegekende beleggingsrendement.
De berekening van de rente en het rendement over de tegoeden vindt jaarlijks plaats in november, op basis van de standen van het vermogen per 30 september. Deze standen zijn een schatting voor de standen ultimo het jaar. Wanneer de werkelijke ontwikkeling van het vermogen in het laatste kwartaal afwijkt van deze schatting, wordt hiervoor in de rente- en rendementstoekenning van het volgende jaar gecorrigeerd.

Voor de beleggers wordt een buffer van 10% van de tegoeden aangehouden.
Voor de AOV-spaarders wordt een spaardersbuffer aangehouden. Deze buffer heeft geen vastgestelde omvang en kan door het bestuur worden aangewend om de in enig jaar aan de AOV spaarders toe te delen rente te verhogen.

De kosten voor het uitvoeren van de AOV-regeling en het vermogensbeheer komen ten laste van het vermogen van de spaarders en beleggers.
Wanneer er sprake is van niet opgevraagde tegoeden, die verjaard zijn, kunnen deze tegoeden gebruikt worden om de rente en het rendement te verhogen. Deze vrijgevallen tegoeden worden toebedeeld naar de spaarders en beleggers naar rato van het geschatte vermogen aan het eind van het jaar.

8.6. Vereist vermogen

Het fonds dient volgens de Pensioenwet te beschikken over een minimaal vereist en een vereist eigen vermogen. In dit hoofdstuk beschrijft het fonds de berekening van deze toetsgrootheden.

8.7 Minimaal vereist eigen vermogen (MVEV)

Het MVEV is gedefinieerd in het Besluit FTK en is afhankelijk van de risico's die een pensioenfonds loopt. Deze betreffen demografische risico's (zoals sterfte en invaliditeit) en financiële risico's (zoals deze in de beleggingen naar voren komen).
Per 31 december 2020 is het MVEV van het fonds als volgt:

Risicofactor	% VPV
1. percentage van de VPV	4,0
2. percentage van het risicokapitaal	0,1
3. toe te rekenen aan aanvullende pensioenregelingen	0,0
Minimaal vereist eigen vermogen	**4,1**

8.8 Vereist eigen vermogen (VEV)

Het VEV is het eigen vermogen dat behoort bij de evenwichtssituatie van het fonds. In die evenwichtssituatie wordt met de wettelijk vastgestelde zekerheidsmaat van 97,5% voor de onvoorwaardelijke onderdelen van de pensioenovereenkomst voorkomen dat het fonds binnen één jaar beschikt over minder middelen dan de hoogte van de technische voorzieningen. Het VEV wordt vastgesteld op basis van de lange termijn strategische beleggingsmix. Daarnaast wordt het VEV ook vastgesteld op basis van de feitelijke beleggingsmix.

Er bestaat een reservetekort als de beleidsdekkingsgraad lager is dan de vereiste dekkingsgraad op basis van de lange termijn strategische beleggingsmix. In die situatie stelt het fonds een herstelplan op. Daarbij neemt het fonds artikel 138 van de PW in acht. Op 1 januari 2023 verkeerde het fonds niet in een situatie van reservetekort.

Voor de berekening van het VEV wordt rekening gehouden met 10 risicofactoren. Deze zijn genummerd S1 tot en met S10 en worden hieronder toegelicht. De bijbehorende uitkomsten zijn gebaseerd op de lange termijn strategische beleggingsmix.

Renterisico (S1)
Het effect van het voor het fonds in termen van netto verlies meest negatieve scenario van een rentestijging c.q. rentedaling op basis van door DNB voorgeschreven stijgings- en dalingsfactoren. Het S1 risico is berekend op 1,7%.

Risico zakelijke waarden (S2)
De waardedaling van de zakelijke waarden die moet kunnen worden opgevangen is als volgt:

Zakelijke waarden	Waardedaling in %
Ontwikkelde markten en beursgenoteerd vastgoed (S_{2A})	30%
Opkomende markten (S_{2B})	40%
Niet-beursgenoteerde aandelen (S_{2C})	40%
Niet-beursgenoteerd vastgoed (S_{2D})	15%

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed wordt rekening gehouden met de mate van financiering met vreemd vermogen (‘leverage’) in de fondsen. Het S2 risico is berekend op 17,5%.

Valutarisico (S3)
Het effect van een daling van de waarde van de beleggingen in andere valuta dan de euro met 20% voor valutarisico in ontwikkelde markten (S3A) en 35% voor valutarisico in opkomende markten (S3B). Bij de bepaling van het VEV per individuele valuta wordt rekening gehouden met de ‘net exposure’, dat wil zeggen de gevoeligheid voor een daling in deze valuta ten opzichte van de euro, rekening houdend met eventuele valutahedges. Het S3 risico is berekend op 5,0%.

Grondstoffenrisico (S4)
Het effect van een daling van de waarde van de beleggingen in grondstoffen (commodities) met 35%. Het fonds belegt niet in commodities. Het S4 risico is 0%.

Kredietrisico (S5)
Het effect van een stijging van de rentemarge (‘spread’) voor het kredietrisico van het fonds, afhankelijk van een ratingklasse:

Ratingklasse	Verhoging spread
AAA (met uitzondering van Europese staatsobligaties)	0,60%-punt
AA	0,80%-punt
A	1,30%-punt
BBB	1,80%-punt
BB of lager, of zonder rating	5,30%-punt

Het S5 risico is berekend op 4,6%.

Verzekeringstechnisch risico (S6)
Het vereiste vermogen voor verzekeringstechnische risico’s wordt bepaald door het procesrisico, de onzekerheid in de sterftetrend (TSO) en de negatieve stochastische afwijkingen (NSA). Het S6 risico is berekend op 2,7%.

Liquiditeitsrisico (S7)

Van liquiditeitsrisico is sprake als er een beperkte beschikbaarheid is van goed verhandelbare beleggingen om de verwachte kasstromen uit hoofde van de verplichtingen te dekken. Het fonds belegt hoofdzakelijk in liquide markten en er is geen sprake van liquiditeitsrisico. Het S7 risico is 0%.

Concentratierisico (S8)
Het concentratierisico is het risico van het ontbreken van een adequate spreiding van bezittingen en verplichtingen. Dit is bijvoorbeeld het geval bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen. Het fonds spreidt over beleggingscategorieën, regio's, sectoren en emittenten waardoor er geen sprake is van concentratierisico. Het S8 risico is 0%.

Operationeel risico (S9)
Het operationeel risico is het risico als gevolg van het tekortschieten of falen van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen, en onverwachte externe gebeurtenissen. Het bestuur en het bestuursbureau zien toe op de operationele uitvoering van taken, waaronder ook het management van het operationele risico. Indien nodig worden maatregelen genomen. Het S9 risico is 0%.

Actief beheer risico (S10)
Onder actief beheer worden afwijkende posities in portefeuilles verstaan die worden ingenomen ten opzichte van de strategische portefeuilles. Het vereiste vermogen voor actief beheer wordt bepaald als het maximale verlies door actief beheer dat met een waarschijnlijkheid van 2,5% binnen een jaar kan optreden. Het risicoscenario in het standaardmodel geldt alleen voor het aandelenrisico (beursgenoteerd). Het fonds belegt in passieve aandelenmandaten. Het S10 risico is berekend op 0,2%.

Totaal risico
Het totale risico is gelijk aan S, waarbij S wordt bepaald op basis van de navolgende formule.
$S = \sqrt{}(S_1^2 + S_2^2 + 2\times0{,}5\times S_1\times S_2 + S_3^2 + S_4^2 + 2\times0{,}4\times S_1\times S_5 + 2\times0{,}5\times S_2\times S_5 + S_5^2 + S_6^2 + S_7^2 + S_8^2 + S_9^2 + S_{10}^2)$.

S mag niet minder dan het MVEV zijn.

In onderstaande tabel is het VEV per 31 december 2020 op basis van de langetermijn strategische mix opgebouwd.

Risicofactor	% VPV
S1. Renterisico	1,7
S2. Risico zakelijke waarden	17,5
S3. Valutarisico	5,0
S4. Grondstoffenrisico	0,0
S5. Kredietrisico	4,6
S6. Verzekeringstechnisch risico	2,7
S7. Liquiditeitsrisico	0,0
S8. Concentratierisico	0,0
S9. Operationeel risico	0,0
S10. Actief beheer risico	0,2
Subtotaal	31,7
Af: Diversificatievoordeel[1]	-/- 9,9
Vereist eigen vermogen	**21,8**

[1] Dit is een sluitpost zijnde het verschil tussen de rekenkundige som van de 10 scenario's en de uitkomst van de wortelformule.

Gebruik van het standaardmodel en de gehanteerde afwijkingen
Het fonds baseert zich bij de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV) op de berekening van de adviserend actuaris en heeft gekozen voor toepassing van het standaardmodel zoals voorgeschreven door DNB. Jaarlijks na het jaarwerk wordt beoordeeld of het standaardmodel nog passend is bij het fonds.

Basisgegevens voor de berekeningen
De gegevens voor de VEV-berekeningen bestaan uit de volgende onderdelen:

1. Het verzekerdenbestand per 31 december van het voorgaande boekjaar ten behoeve van de kasstromen van de verplichtingen en de uitsplitsing van de verplichtingen voor S6.
2. De kasstromen van de vastrentende waarden ten behoeve van de berekening van de S1 en de S5.
3. De samenstelling van de beleggingsportefeuille uitgesplitst naar alle relevante beleggingscategorieën. Deze beleggingsmix ligt ten grondslag aan de berekeningen van het VEV op basis van de feitelijke beleggingsmix in de evenwichtssituatie, alsmede de toetswaarde solvabiliteit zoals deze in de jaarstaten aan DNB wordt gerapporteerd.
4. Informatie over de tracking error en total expense ratio ten behoeve van het bepalen van het actief beheer risico (S10).

Bij de vaststelling van het VEV op basis van de lange termijn strategische beleggingsmix vormt het beleggingsplan zoals dat door het bestuur is vastgesteld het uitgangspunt. Deze beleggingsmix geeft het beste inzicht in het risicoprofiel van het fonds op langere termijn.

Ten behoeve van de maand- en kwartaalrapportages aan DNB worden gedurende het jaar ook berekeningen voor het VEV gemaakt. Bij de kwartaalrapportages worden voor de onderdelen 2 t/m 4 van bovenstaande opsomming de meest actuele gegevens ontvangen. Bij de maandrapportages wordt alleen de samenstelling van de beleggingsportefeuille, de vastgoedbeleggingen en het saldo van vorderingen en schulden geactualiseerd.

Controle van de basisgegevens en berekeningen
Bij de berekeningen worden door de adviserend actuaris plausibiliteitcontroles uitgevoerd op de ontvangen gegevens.

Naast de interne controles op de basisgegevens door de adviserend actuaris, voeren de accountant en certificerend actuaris ten behoeve van het jaarwerk nog aanvullende controles uit om hun oordeelsvorming te ondersteunen. Op de berekeningen van het VEV vinden verschillende controles plaats. De resultaten worden gecontroleerd door het bestuursbureau.

9 Sturingsmiddelen

Het bestuur laat eens per drie jaar een ALM-studie uitvoeren (meest recent in 2021)
Uit de ALM-studie blijkt het effect van de diverse sturingsmiddelen. Jaarlijks worden de uitgangspunten uit de ALM-studie getoetst in de “Strategische Thermometer”. Het bestuur kan de volgende sturingsmiddelen inzetten als de financiële positie van het fonds daartoe aanleiding geeft:

Toeslagen verminderen
Het toeslagbeleid van het fonds is gericht op toekomstbestendige toeslagverlening op basis van minimaal de prijsinflatie. De toeslagverlening is voorwaardelijk. Het bestuur kan daarom beslissen om, als de financiële positie van het fonds daartoe aanleiding geeft, minder toeslag te verlenen dan op grond van het toeslagbeleid mogelijk zou zijn.

Aanpassen beleggingsbeleid
Het beleggingsbeleid is erop gericht om - op lange termijn gezien - optimale beleggingsopbrengsten te genereren binnen vooraf bepaalde risicogrenzen. Het bestuur heeft daartoe een strategische beleggingsmix vastgesteld welke is vastgelegd in het Strategisch beleggingsbeleidsplan PWRI. Aan de hand van de resultaten van de meest recent uitgevoerde ALM-studie wordt jaarlijks getoetst of dat strategisch beleid nog past bij de huidige economische situatie en verwachtingen zoals uit die studie volgden of dat een nieuwe ALM-studie wenselijk is. Het beleggingsbeleid voor enig jaar wordt jaarlijks voorbereid door de beleggingscommissie in het concept-beleggingsplan en vastgesteld door het bestuur.

Extra premieverhoging
De premie verhogen. Door de premieverhoging neemt het vermogen toe, waardoor de financiële positie verbetert.
Het verhogen van de premie vindt plaats in overleg met sociale partners. Het verantwoordingsorgaan heeft een adviesrecht ten aanzien van de samenstelling van de feitelijke premie en de hoogte van de premiecomponenten.

Opbouw verlagen
De opbouw verlagen. Door de opbouwverlaging nemen de verplichtingen af, waardoor de financiële positie verbetert.
Het verlagen van de opbouw is een aanpassing van de pensioenregeling en vindt plaats in overleg met sociale partners.

Vermindering opgebouwde pensioenaanspraken
Wanneer het fonds in een situatie van reservetekort verkeert en, op basis van het ingediende herstelplan, naar verwachting niet binnen de gestelde termijn van 10 jaar de vereiste beleidsdekkingsgraad bereikt, en de overige sturingsmiddelen onvoldoende effect hebben, worden de opgebouwde aanspraken verminderd zodanig dat het fonds wel aan de vereiste beleidsdekkingsgraad voldoet. Hierbij geldt dat eerst het bestaande bestemmingsdepot moet worden aangesproken om de vermindering van de opgebouwde aanspraken te beperken of te voorkomen.
Deze zogenaamde korting mag over de gehele hersteltermijn worden gespreid en is, behalve de korting in het eerste jaar, voorwaardelijk.
Wanneer het fonds gedurende vijf achtereenvolgende jaren, i.e. 6 achtereenvolgende meetmomenten, zijnde de evaluatie van het herstelplan, op basis van de beleidsdekkingsgraad niet voldoet aan het minimaal vereist vermogen en ook de actuele dekkingsgraad op het laatste meetmoment lager is dan de minimaal vereiste dekkingsgraad, zal een onvoorwaardelijke korting worden doorgevoerd, zodanig dat het fonds op basis van de actuele dekkingsgraad weer voldoet aan het minimaal vereist vermogen. Deze onvoorwaardelijke korting mag worden gespreid over de gehele hersteltermijn.

10. Beleggingsbeleid

10.1 Inleiding

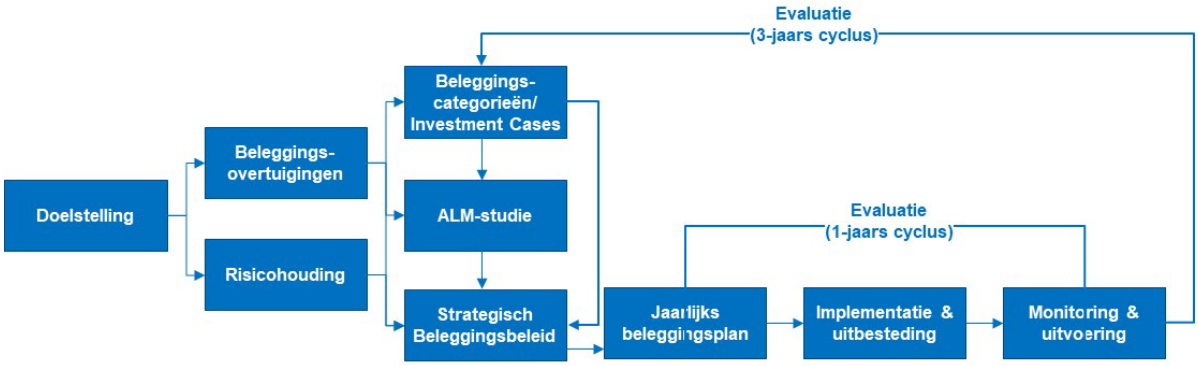
Dit hoofdstuk beschrijft het beleggingsbeleid van het fonds.

De totale beleggingsportefeuille bestaat uit de pensioenbeleggingen (pensioenportefeuille) en de beleggingen voor de AOV-regeling. De beleggingsportefeuilles van beide regelingen worden hieronder beschreven. De gecombineerde normportefeuille wordt berekend door het vermogen van beide portefeuilles bij elkaar op te tellen.

10.2 Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten

Beleggingscyclus
De basis van het beleggingsbeleid wordt gevormd door de beleggingsovertuigingen en risicohouding die beide volgen uit de eerder vastgestelde doelstelling van het fonds. De volgende figuur geeft de gehele beleggingscyclus van het fonds schematisch weer.

De beleggingscyclus van het fonds



Het fonds is zich bewust van zijn verantwoordelijkheid om een beleggingsbeleid te voeren in overeenstemming met het prudent-personbeginsel en heeft dit verankerd in het gehele beleggingsbeleid.

Het strategisch beleggingsbeleid van het fonds wordt elke drie jaar herijkt door een externe partij (niet zijnde onze fiduciair vermogensbeheerder) door middel van een ALM-studie. Met behulp van een dergelijke studie wordt vormgegeven aan het lange termijn premie-toeslagverlening- en beleggingsbeleid, waarbij het kader wordt gevormd door de risicohouding, de beleidsuitgangspunten, de beleggingsovertuigingen en de toegestane beleggingscategorieën. De studie kent een 15-jaarshorizon, is kwantitatief van aard en behelst zowel stochastische analyses als deterministische economische (stress) scenario's. Het resulteert in een beleggingsbeleid op hoofdlijnen, vertaald in een strategische beleggingsmix en een strategische renteafdekking.

De ALM-studie op zijn beurt vormt de basis voor het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds. Met behulp van een portefeuilleconstructiestudie worden, op basis van actuele economische verwachtingen en vasthoudend aan het uit de ALM-studie verkregen risicoprofiel, de vastrentendewaarden- en zakelijkewaardenportefeuille geoptimaliseerd.

Beleggingsdoelstelling en beleggingsovertuigingen
De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen.

Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen een aanvaardbare premie, een optimaal rendement te behalen ten behoeve van de (gewezen) deelnemers in het fonds.

Het fonds wil de toevertrouwde middelen op een verantwoorde en solide manier beleggen. Daarbij houdt het rekening met de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en de wenselijkheid van stabiele premies en spelen risicodiversificatie, kwaliteit en veiligheid een belangrijke rol.

Het bestuur houdt bij het beleggingsbeleid rekening met de belangen van de verschillende belanghebbenden. Hoewel het rendement op de portefeuille een hoge prioriteit heeft, staan een risicobewust karakter van het beleggingsbeleid en een weloverwogen afweging van risico en rendement voorop.

Bij het vaststellen van het beleggingsbeleid baseert het fonds zich op zijn beleggingsovertuigingen:

- Wij nemen bewust beleggingsrisico
  Door het nemen van beloonde beleggingsrisico's realiseren wij het noodzakelijke rendement dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.
- Langetermijnbeleggen loont
  Als pensioenfonds met langjarige verplichtingen leggen wij de focus op de lange termijn. Dit geeft ons de mogelijkheid om te profiteren van bijvoorbeeld een illiquiditeitspremie of te beleggen in volatielere beleggingscategorieën met een hoog reëel groeipotentieel.
- Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen legen
  Wij beleggen alleen in vermogenscategorieën waarvan we de fundamenten zelf begrijpen en kunnen uitleggen en waarover de informatie transparant beschikbaar is.
- Maatschappelijk verantwoord beleggen loont
  Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.
- Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen
  Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt, wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.

Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen

Inleiding

Het fonds is zich bewust van zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid. Daarom houdt het fonds in zijn beleggingsbeleid bewust rekening met de invloed van milieu-, sociale en governancefactoren (ESG). Het fonds houdt verder rekening met het specifieke karakter van de bedrijfstak. Het fonds is ervan overtuigd dat verantwoord beleggen bijdraagt aan het realiseren van een goed en betaalbaar pensioen.

Uitgangspunten MVB-beleid

Het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) is gebaseerd op de volgende drie uitgangspunten:

1. *Beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen*

2. *Voldoen aan wet- en regelgeving en aan maatschappelijk geaccepteerde uitgangspunten*

Dit betreft (Inter)nationale verdragen en gedragscodes zoals de Principles for Responsible Investment (PRI), Global Compact van de Verenigde Naties, de Nederlandse Stewardship Code en “best practice”-bepalingen van Eumedion[4]. Het fonds onderschrijft ook de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Het fonds gebruikt het OESO-richtsnoer voor institutionele beleggers als leidraad en verwacht van zijn dienstverleners dat zij ook conform deze internationale standaarden handelen.

3. *Risico-identificatie en fondsspecifieke speerpunten:*
   Het vaststellen van de risico’s gebeurt met name op basis van:
   - *ESG-rating*
   - *ESG-ranking binnen de sector*
   - *Specifieke gebieden waar een onderneming slecht op scoort*
   - *Controverses en schandalen*

   Verder heeft het fonds twee fondsspecifieke speerpunten gedefinieerd:
   - Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking;
   - Klimaatverbetering.

Aan het MVB-beleid wordt invulling gegeven door middel van:
a) Stemmen
b) Engagement
c) Uitsluiting
d) Impact investing
e) Integratie van ESG-criteria

Het fonds monitort periodiek de effecten van zijn MVB-beleid door middel van diverse rapportages:
1. Reo-rapportage
2. Insluitingsbeleid
3. Resultaten integreren ESG-criteria in de aandelenportefeuilles

Het uitgewerkte MVB-beleid is opgenomen in het Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024.

10.3 Governance en organisatie vermogensbeheer

Rolverdeling

Bestuur
Het bestuur is eindverantwoordelijk voor de beheerste en integere bedrijfsvoering over de gehele vermogensbeheerketen. Het stelt de kaders (beleid), monitort de uitvoering en draagt zorg voor een periodieke evaluatie van de bij de uitvoering betrokken partijen. Het vermogensbeheer is een van de activiteiten waarbij het bestuur ervoor kiest de werkzaamheden uit te besteden omdat daarmee de kwaliteit van de uitvoering voor deelnemers, werkgevers en bestuur het beste is gediend. Dit gebeurt volgens het uitbestedingsbeleid van het fonds.

De beleggingscommissie adviseert het bestuur over alle onderdelen van het beleggingsproces. Het bestuur beoordeelt op kwartaalbasis de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de risicopositie. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering van het

[4] PWRI is ondertekenaar van de PRI, het IMVB-convenant, de tobacco-free finance pledge, het Investor Statement on Disability Inclusion en het Klimaatakkoord en aangesloten bij Eumedion.

beleggingsbeleid en stelt dit beleggingsbeleid vast. Het bestuur legt aan alle belanghebbenden verantwoording af over het gevoerde beleggingsbeleid en het risicobeheer door middel van het jaarverslag.

Het bestuur stelt de fiduciair manager aan, na advies van de beleggingscommissie.

Beleggingscommissie
De taken gerelateerd aan de procesuitvoering en eerstelijns risicobeheersing van het vermogensbeheer zijn belegd bij de beleggingscommissie.
De beleggingscommissie bestaat uit vier bestuursleden. De commissie laat zich bijstaan door twee vaste externe deskundigen. De beleggingscommissie legt verantwoording af aan het bestuur.

Externe deskundigen
De externe deskundigen van de beleggingscommissie zijn integraal onderdeel van de beleggingscommissie. De externe deskundigen hebben een bancaire of beleggingsachtergrond en zijn nauw betrokken bij het opstellen van het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan. De externe deskundigen beschikken over een ruime beleggingsexpertise en kennis op het gebied van asset allocatie en vermogensbeheer en de daarmee verband houdende risico's.

Commissie interne beheersing
De taken gerelateerd aan de ondersteuning van de integere en beheerste bedrijfsvoering en de tweede/derdelijns risicobeheersing zijn belegd bij de commissie interne beheersing.

Bestuursbureau
Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie door het voorbereiden van vergaderingen en vergaderstukken (secretariaat) en het verzorgen van de operationele afstemming met de fiduciair. Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie bij het geven van adviezen en bij het 'in control' zijn en blijven van het vermogensbeheer.

Fiduciair manager
Het beheer van de beleggingsportefeuille is uitbesteed aan de fiduciair manager Columbia Threadneedle. De afspraken zijn vastgelegd in een dienstverleningsovereenkomst.

De fiduciair manager adviseert en ondersteunt het bestuur bij het ontwikkelen en opstellen van het strategisch beleggingsbeleid van het fonds. De fiduciair manager voert bovendien dit strategisch beleid uit, inclusief het risicomanagement-, rente- en valuta-afdekkingsbeleid alsook het beleid op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen, conform het strategisch beleidsplan en het daaruit volgende jaarlijks door het bestuur vastgestelde beleggingsplan.

Het bestuur verleent een mandaat aan de fiduciair manager om operationeel vermogensbeheerders te selecteren binnen door het bestuur vastgestelde criteria. (zie 10.5 Uitvoering beleggingsbeleid). De fiducair manager draagt zorg voor adequate monitoring van vermogensbeheerders. De fiduciair manager legt via de beleggingscommissie verantwoording af over de managerselectie en monitoring aan het bestuur.

De fiduciair manager volgt de vermogensbeheerders en de beleggingsinstellingen nauwlettend. Hij meet de resultaten en bewaakt of deze binnen de beleggingsrichtlijnen blijven en voldoen aan de prestatie maatstaven. De fiduciair manager legt verantwoording af aan de beleggingscommissie door middel van maandelijkse- en kwartaalrapportages. De beleggingscommissie beoordeelt de dienstverlening van de fiduciair manager onder andere aan de hand van vooraf overeengekomen kritische succesfactoren en de externe monitoringrapportage.

Vermogensbeheerders
De vermogensbeheerders zijn verantwoordelijk voor het beheer van de verschillende beleggingsportefeuilles. Daarbij dienen zij de doelstellingen en randvoorwaarden in acht te nemen die zijn vastgelegd in de door het bestuur aan hen verleende mandaten.

Custodian
De custodian is verantwoordelijk voor de bewaarneming en het settelen van transacties en voor de rapportages.

Risicomanagement
De taken en verantwoordelijkheden van de risicomanagementfunctie binnen het beleggingsproces zijn uitgewerkt in een RACI-tabel. De risicomanagementactiviteiten zijn gebaseerd op het risicomanagementproces zoals vastgelegd in het integraal risicomanagement(IRM)beleid.

De organisatie van het risicomanagement is gebaseerd op het 'three-lines-of-defence' (3LoD)-model waarin drie onafhankelijke 'verdedigingslinies' worden onderscheiden.

- De eerste lijn, de risico-eigenaar, is eigenaar van risico's en beheersmaatregelen en zorgt ervoor dat risico's gemitigeerd worden binnen de gedefinieerde risicotoleranties en limieten.
- De tweedelijns risicomanagementfunctie ondersteunt het bestuur in de beheersing van financiële en niet-financiële risico's met onafhankelijk advies en het uitvoeren van eigen deelwaarnemingen binnen de beleggingscyclus leidend tot een risk opinion.
- De derde lijn, de auditfunctie, geeft een onafhankelijke beoordeling van de risicobeheersing en het interne controlesysteem richting het bestuur.

Het financieel risicobeheer kan onderverdeeld worden in de navolgende hoofdvormen:

Matchingrisico en renterisico
Het matchingrisico en het renterisico hebben betrekking op het niet gematcht zijn van de bezittingen (zoals de rente op obligaties en leningen op schuldbekentenis) met de verplichtingen dan wel de inkomsten en uitgaven.. Het structurele renterisico wordt in kaart gebracht binnen de ALM-studie. Voor de beheersing van het renterisico wordt gebruik gemaakt van financiële instrumenten.

Marktrisico
Het marktrisico heeft betrekking op het blootstaan aan wijzigingen in marktprijzen van verhandelbare financiële instrumenten binnen een (handels-)portefeuille.
Door portefeuillediversificatie en het afgeven van concrete risicobudgetten aan vermogensbeheerders wordt het marktrisico beheerst.

Inflatierisico
Het inflatierisico is het risico op grote prijsstijgingen waardoor geld feitelijk minder waard wordt. Het fonds heeft een reële ambitie en wil de toegezegde pensioenen derhalve mee laten stijgen met de inflatie. Door het nominale renterisico maar gedeeltelijk af te dekken beperkt het fonds de impact van oplopende nominale rentes als gevolg van oplopende inflatie op de reële ambitie. Daarbij bestaat ongeveer de helft van de beleggingsportefeuille uit reële beleggingen die het inflatierisico verder beperkt.

Kredietrisico
Het kredietrisico is het risico dat een tegenpartij op het overeengekomen moment niet kan voldoen aan zijn verplichtingen. Het fonds loopt dit risico gedeeltelijk bewust bij het beleggen

in obligaties. Hoe lager de creditrating, hoe groter het kredietrisico. Hiervoor wordt echter gecompenseerd door middel van een hogere yield.

De fiduciair manager monitort daarnaast het kredietrisico en voert collateralmanagement uit. Voordat er transacties worden gedaan met een tegenpartij wordt er eerst een contract overeen gekomen waarin onder andere de omvang en aard van het onderpand alsmede de uitwisselfrequentie is vastgelegd. Alleen onderpand van de hoogste kwaliteit is acceptabel.

De custodian verstrekt maandelijks een compliancerapportage aan de fiduciair manager en aan de sleutelhouder RMF. Hierin wordt de actuele portefeuillesamenstelling getoetst aan de vastgelegde beleggingsrichtlijnen.

Valutarisico
Het valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingen verandert door veranderingen in valutakoersen. Het fonds heeft het beleid het valutarisico gedeeltelijk af te dekken. De afwegingen die hierbij een rol spelen zijn kosten, operationele hindernissen (met name bij opkomendemarktenvaluta's) of het gaat om nominale of meer reële beleggingscategorieën, en de afweging tussen het kortetermijn- (hogere VEV) en langetermijnvalutarisico (lagere koopkracht).

Liquiditeitsrisico
Het liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het fonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Dit risico kan worden beheerst door in het beleggingsbeleid voldoende ruimte aan te houden voor de liquiditeitsposities. Ook wordt rekening gehouden met de directe beleggingsopbrengsten en andere inkomsten, zoals premies.

Concentratierisico
Het concentratierisico kan optreden als een adequate spreiding van bezittingen ontbreekt. Concentratierisico's kunnen optreden bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen. Een portefeuille van leningen die sterk sectorgebonden is, kan door deze sectorconcentratie een verhoogd risico lopen. Indien aandelen in dezelfde sector worden aangehouden is sprake van een cumulatief concentratierisico.

Operationeel risico
Het operationeel risico is het risico van een onjuiste afwikkeling van transacties, fouten in de verwerking van gegevens, het verloren gaan van informatie, fraude en dergelijke. Het fonds beheerst dergelijke risico's door hoge kwaliteitseisen te stellen aan de organisaties die bij de uitvoering betrokken zijn. Deze kwaliteitseisen betreffen onder meer de interne organisatie, procedures, processen, controles en de kwaliteit van geautomatiseerde systemen. Het bestuur toetst deze kwaliteitseisen periodiek.

10.4 Strategisch beleggingsbeleid

Het bestuur is verantwoordelijk voor het vaststellen en organiseren van het strategisch beleggingsbeleid en de vastlegging van dit beleid in het strategisch beleggingsbeleidsplan en het jaarlijkse beleggingsplan.

ALM-studie
Een ALM-studie geeft het bestuur inzicht in de ontwikkelingen van het vermogen, de verplichtingen en in de huidige en toekomstige financiële risico's. Met een ALM-studie worden deze risico's en de effectiviteit van de verschillende beleidsinstrumenten, zoals premie, toeslag, beleggingsbeleid en risicohouding op een structurele wijze geëvalueerd ten behoeve van verdere besluitvorming door het bestuur. Een externe partij (anders dan de fiduciair

manager) voert de ALM-studie elke drie jaar uit (de laatste ALM-studie dateert uit 2021). De uitgangspunten uit de ALM-studie worden jaarlijks getoetst aan de feitelijke economische omstandigheden in de “Strategische Thermometer”. Hierbij wordt een koppeling gemaakt met de uitkomsten van de ALM-studie.

Strategisch beleggingsbeleidsplan

Op basis van de resultaten van de ALM-studie bepaalt het bestuur het meerjarig strategisch beleggingsbeleid van het fonds. Dit beleid wordt vastgelegd in het strategisch beleggingsbeleidsplan, waaronder de strategische beleggingsportefeuille op hoofdlijnen, het renteafdekkingsbeleid en het valuta-afdekkingsbeleid. Het strategisch beleidsplan beoogt daarmee een bijdrage te leveren aan de stabiliteit van de beleggingsbeslissingen van het bestuur.

Strategische portefeuille

De strategische portefeuille bevat de verschillende gewichten van de beleggingscategorieën: vastrentende waarden, aandelen, vastgoed en alternatieve beleggingen met een zekere bandbreedte. Dit strategische kader geldt voor de lange termijn. Daarnaast behoren het rentebeleid en het valutabeleid tot het strategische beleid.

De resultaten van de ALM-studie hebben tot de volgende strategische portefeuille geleid voor de jaren 2022-2024:

c.	Vastrentende waarden	->	50%
d.	Zakelijke waarden	->	50%
e.	Afdekking renterisico	->	30-100% afhankelijk van het renteniveau[5]
f.	Afdekking valutarisico	->	0% aandelen opkomende markten[6] en EMD LC 50% aandelen ontwikkelde markten[7] 100% beursgenoteerd vastgoed in opkomende markten en alle overige obligaties

De onderliggende invulling van de beide subportefeuilles wordt jaarlijks aan de hand van actuele economische verwachtingen door middel van een portefeuilleconstructiestudie vastgesteld. Uitgangspunt hierbij is de invulling zoals gebruikt in de ALM-studie. Eventuele wijzigingen leiden netto tot een vergelijkbaar of eventueel marginaal lager VEV zodat het uit de ALM-studie resulterende risicoprofiel behouden blijft. De exacte invulling van de subportefeuilles is terug te vinden in het beleggingsplan.

Match/returnverdeling

Door middel van de ALM-studie wordt de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden vastgesteld. Daarnaast heeft het fonds een keuze gemaakt welke beleggingscategorieën onderdeel vormen van de match- en welke van de returnportefeuille. De matchportefeuille bevat de beleggingen die aansluiten bij de verplichtingen van het fonds. De returnportefeuille bevat de beleggingen die zorgen voor extra rendement ten behoeve van een waardevast pensioen.
De verhouding matchportefeuille/returnportefeuille is derhalve een gecombineerd resultaat van de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden, de keuze of een categorie onderdeel vormt van de match- of de returnportefeuille en de uitkomsten van de portefeuilleconstructiestudie. Deze verhouding ligt voor PWRI rond de 40/60. De precieze strategische verhouding is terug te vinden in het beleggingsplan.

[5] De details van het strategisch rentebeleid van PWRI zijn opgenomen in het Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024.
[6] Inclusief de insluitingsportefeuille en beursgenoteerd vastgoed.
[7] De exposure naar Britse ponden ten aanzien van de resterende beleggingen in private equity wordt 100% afgedekt.

Rentebeleid[8]

Renterisico

PWRI heeft de wens de beleggingen te laten aansluiten bij de pensioenverplichtingen. Deze zijn in het huidig pensioencontract nominaal en een zekere mate van zekerstelling wordt daarom relevant geacht. In combinatie met de reële ambitie van het fonds heeft dit ertoe geleid dat het fonds ex-ante ten minste 30,0% van het renterisico van de voorzieningen op basis van marktrente af wil dekken.

PWRI beoordeelt het renterisico in samenhang. Vanwege de ambitie om de pensioenen te indexeren loopt het fonds tevens inflatierisico. Bij de vaststelling van het rentebeleid kijkt het fonds daarom niet alleen naar de ontwikkeling van de nominale balanspositie, maar ook naar bijvoorbeeld de koopkrachtontwikkeling voor haar deelnemers. Voorts wenst het fonds zich niet blind te staren op één rentevisie, maar toetst het de robuustheid van zijn (rente-)beleid onder verscheidene economische scenario's.

Dynamisch rentebeleid en rentestaffel

PWRI hanteert een dynamisch rentebeleid, waarbij het fonds het renterisico meer afdekt naarmate de rente hoger is.

Rentestaffel PWRI

30-jaars euro swaprente *		Afdekking renterisico
Ondergrens bij rentedaling	Bovengrens bij rentestijging	
<<<	1,5499%	30,0%
1,3500%	1,7499%	32,5%
1,5500%	1,9499%	35,0%
1,7500%	2,1499%	38,0%
1,9500%	2,3499%	40,5%
2,1500%	2,5499%	43,0%
2,3500%	2,7499%	46,0%
2,5500%	2,9499%	48,5%
2,7500%	3,1499%	51,5%
2,9500%	3,3499%	54,0%
3,1500%	3,5499%	57,0%
3,3500%	3,7499%	60,0%
3,5500%	3,9499%	63,0%
3,7500%	4,1499%	66,0%
3,9500%	4,3499%	69,0%
4,1500%	4,5499%	72,5%
4,3500%	4,7499%	75,0%
4,5500%	4,9499%	77,5%
4,7500%	5,1499%	80,0%
4,9500%	5,3499%	82,5%
5,1500%	5,5499%	85,0%
5,3500%	5,7499%	87,5%
5,5500%	5,9499%	90,0%
5,7500%	6,1499%	92,5%
5,9500%	6,3499%	95,0%
6,1500%	6,5499%	97,5%
6,3500%	>>	100,0%

**) Het betreft hier de op één decimaal afgeronde laatste (mid) prijs van de laatste handelsdag van de maand.*
Bron: Bloomberg EUSA30 Composite London

De bijdrage van de vastrentendewaardeportefeuille aan de renteafdekking, vormt de ondergrens voor de renteafdekking. Deze wordt, indien nodig, aangevuld met derivaten. De beleidsondergrens ligt op 30,0% renteafdekking. De maximale renteafdekking is 100%. Dit wordt bereikt als de rente 6,35% of hoger is.

[8] Het gedetailleerde strategische rentebeleid van het fonds is opgenomen in het Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024.

Risico's en beheersing risico's
Het belangrijkste risico is het renterisico.

Binnen het renterisico zijn de volgende basisrisico's te onderscheiden:
- Spreadrisico;
- Curverisico;
- Hedge-levelrisico;
- Tegenpartijrisico;
- Liquiditeitsrisico;
- Operationele risico's.

De bijdragen van de spreadontwikkeling, het curverisico en het hedge-levelrisico worden in de ex-post effectiviteitsrapportage afzonderlijk gemeten.

Om het risico op grote afwijkingen te beperken heeft het fonds in de beheerafspraken opgenomen dat het fonds wanneer het verschil tussen de gerealiseerde renteafdekking en de beoogde renteafdekking gemiddeld over vier kwartalen groter wordt dan 1% zal bepalen of maatregelen noodzakelijk zijn. De 1%, die gedefinieerd is als de mismatch in euro gedeeld door de totale verplichtingen van het fonds, vormt daarmee geen harde grens maar een signaleringsgrens waarboven nogmaals beoordeeld moet worden of de restricties wel streng genoeg zijn en of aanvullende acties noodzakelijk zijn.

Inrichting matchingmandaat
De invulling van de renteafdekking vindt plaats middels de matchportefeuille. In de matchportefeuille bevinden zich LDI-pools, met daarin swaps en allocaties naar veilige staatsobligaties (discretionair, Nederland, Duitsland, Frankrijk, 10+ looptijden), staatsleningen van de euro kernlanden, staatsleningen van de euro-periferie, global credits, green bonds, social bonds hypotheken en WSW-leningen.
De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken van het fonds.

Valutabeleid
Het fonds hanteert als uitgangspunt dat valutarisico op lange termijn onbeloond is. Dat wil zeggen dat het nemen van valutarisico geen positief of negatief rendement oplevert. Valutarisico levert echter wel extra volatiliteit op, wat via de solvabiliteitstoets tot hogere solvabiliteitseisen leidt.

Indien het valutarisico niet wordt afgedekt zou dit tot een ca. 3% hoger vereist eigen vermogen leiden dan wanneer het valutarisico volledig wordt afgedekt. Gehele of gedeeltelijke afdekking van het valutarisico speelt risicobudget vrij dat kan worden belegd Daar staat tegenover dat afdekking van valutarisico kosten met zich brengt, in het bijzonder de kosten van het aangaan en doorrollen van valutatermijntransacties. De meeropbrengsten van het vrijspelen van risicobudget door het afdekken van valutarisico worden afgezet tegen de kosten daarvan.

Door de methodiek die bij de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV) wordt gehanteerd, neemt het VEV steeds minder af, naarmate er meer van het valutarisico wordt afgedekt. Tegelijkertijd nemen de kosten voor verdere afdekking toe. Met name voor de valuta's van opkomende markten zijn deze kosten relatief hoog. Bovendien spelen diverse andere praktische overwegingen een rol ten aanzien van valuta's van opkomende landen.

Alles afwegende heeft het fonds ervoor gekozen om het valutarisico als volgt af te dekken.

Strategische doelstelling valuta-afdekking

	Ontwikkelde markten	Opkomende markten
Aandelen[9]	50%	0%
Beursgenoteerd vastgoed[10]	100%	0%
EMD local currency	0%	0%
Overige obligaties	100%	100%
Private equity	100%[11]	0%

Inrichting valuta-afdekking

Het afdekken van het valutarisico gebeurt op passieve wijze binnen een bandbreedte van +/- 2% van het doelafdekkingspercentage. Er wordt naar de norm geherbalanceerd indien de valuta-afdekking op maandeinde buiten de bandbreedte is geraakt.
De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken van het fonds.

Beleggingsplan

In het beleggingsplan wordt het beleggingsbeleid verder ingevuld en gedetailleerd binnen de strategische mix en risicohouding. De beleggingscommissie stelt het beleggingsplan op in overleg met de fiduciair manager. Het bestuur stelt het beleggingsplan vast. De doelstelling van het beleggingsplan is een verdere uitwerking van het beleggingsbeleid over de periode van een jaar.

Normportefeuille 2023

De tabel hierna toont de gedetailleerde normportefeuille van het fonds.
Bij de indeling van de beleggingscategorieën hanteert het fonds de indeling vastrentend/zakelijk en de indeling match/return. Convertibles worden voor 60% als zakelijk en voor 40% als vastrentend meegenomen. Voor het lange termijn beleggingsbeleid wordt de in de ALM gehanteerde mix gehanteerd.

Verdeling normportefeuille 2022 en 2023

[9] *Voor de insluitingsportefeuille wordt alleen de positie in Amerikaanse dollars voor 50% afgedekt.*
[10] *Bij beursgenoteerde vastgoedaandelen gelden dezelfde afwegen tussen korte en lange termijn als voor reguliere ontwikkeldemarktenaandelen maar heeft de korte termijn, in de vorm van de VEV-restrictie, geresulteerd in de keuze voor volledige afdekking van het valutarisico.*
[11] *De GBP-exposure ten aanzien van de resterende allocatie naar private equity wordt afgedekt.*

Tabel 3: Normportefeuille 2023

	Normportefeuille 2022 % van totale portefeuille		Normportefeuille 2023 per 1 maart		Normportefeuille 2023 per 1 juni 2023		ALM gewichten	
1) Vastrentende waarden		**50.0%**		**50.0%**		**50.0%**		**50.0%**
Vastrentende waarden (matching)								
LDI	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Obligaties	28.1%		29.4%		30.7%		28.1%	
Europa Euro		6.1%		6.1%		6.1%		7.1%
Europa Euro (long)		7.0%		7.0%		7.0%		7.0%
Global Credits		10.0%		11.3%		12.6%		10.0%
Green Bonds		3.5%		3.5%		3.5%		3.5%
Social Bonds		0.5%		0.5%		0.5%		0.5%
WSW leningen		1.0%		1.0%		1.0%		0.0%
Hypotheken	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Liquide middelen	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Totaal Matchportefeuille		**40.3%**		**41.6%**		**42.9%**		**40.3%**
Vastrentende waarden (return)								
Obligaties	7.1%		7.1%		7.1%		7.1%	
Emerging Markets Debt HC		1.7%		1.7%		1.7%		1.7%
Emerging Markets Debt LC		2.4%		2.4%		2.4%		2.4%
High Yield		3.0%		3.0%		3.0%		3.0%
Converteerbare obligaties - 40% vastrentend	2.6%	2.6%	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	2.6%	2.6%
Totaal Vastrentend Return		**9.7%**		**8.4%**		**7.1%**		**9.7%**
2) Zakelijke waarden		**50.0%**		**50.0%**		**50.0%**		**50.0%**
Converteerbare obligaties - 60% zakelijk	3.9%	3.9%	1.9%	1.9%	0.0%	0.0%	3.9%	3.9%
Aandelen	34.7%		35.6%		37.5%		34.2%	
Ontwikkelde markten		23.4%		23.8%		25.1%		22.8%
Emerging Markets		11.3%		11.8%		12.4%		11.4%
Private Equity	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%
Vastgoed	9.2%		10.7%		10.7%		10.7%	
Niet-beursgenoteerd vastgoed		5.5%		7.0%		7.0%		7.0%
Beursgenoteerd vastgoed		3.7%		3.7%		3.7%		3.7%
Insluitingsmandaat	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
Totaal Returnportefeuille		**59.7%**		**58.4%**		**57.1%**		**59.7%**

Het herbalanceringsbeleid

Jaarlijks wordt bezien of er op moment van ingaan van het nieuwe beleggingsplan een herbalancering, waarbij de portefeuille wordt teruggezet naar de startgewichten, zal worden uitgevoerd of dat, om (onnodige) transactiekosten te beperken, de actuele portefeuillegewichten gehandhaafd blijven (zolang deze binnen de gestelde bandbreedtes liggen). De benchmarkgewichten zullen in ieder geval elk jaar geherbalanceerd worden. Voor 2023 is, vanwege de aanpassing van het mandaat voor aandelen ontwikkelde markten naar de nieuwe net-zero richtlijnen, ervoor gekozen de jaarlijkse herbalancering samen te laten vallen met de herbalancering van de MSCI benchmarks op 1 maart 2023.

Match- en returnportefeuille

Er worden vaste bandbreedtes gehanteerd voor de verhouding tussen de match- en de returnportefeuille. De verhouding wordt per maandeinde gemonitord. Indien de match- of de returnportefeuille buiten de toegestane bandbreedte is getreden wordt geherbalanceerd naar de startgewichten zoals weergegeven in onderstaande tabel. Deze positie moet uiterlijk binnen drie maanden na vaststelling zijn hersteld.

Verhouding match- en returnportefeuille per 1 maart 2023

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum
Returnportefeuille	58,4%	55,4%	61,4%
Matchportefeuille	41,6%	38,6%	44,6%
Totaal	**100%**		

Verhouding match- en returnportefeuille per 1 juni 2023

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum
Returnportefeuille	57,1%	54,1%	60,1%
Matchportefeuille	42,9%	39,9%	45,9%
Totaal	**100%**		

Returnportefeuille

Voor de liquide categorieën binnen de returnportefeuille worden zwevende benchmarks met vaste bandbreedte gehanteerd[12]. Indien een positie buiten de toegestane bandbreedte treedt, wordt geherbalanceerd naar de normwegingen zoals weergegeven in onderstaande tabel. Deze positie moet uiterlijk binnen drie maanden na vaststelling zijn hersteld.

Normwegingen en bandbreedtes returnportefeuille per 1 maart 2023

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum	Type norm
Aandelen	71,8%	64,3%	79,3%	zwevend
Converteerbare obligaties	6,5%	0,0%	14,0%	zwevend
Obligaties (HY en EMD)	14,3%	6,8%	21,8%	zwevend
Beursgenoteerd vastgoed	7,5%	0,0%	15,0%	zwevend
Liquide middelen	0,0%	-5,0%	7,5%	zwevend
Totaal liquide returnportefeuille	**100%**			
Niet-beursgenoteerd vastgoed	79,5%	n.v.t.	n.v.t.	werkelijk gewicht
Insluitingsmandaat	14,8%	n.v.t.	n.v.t.	werkelijk gewicht
Private equity	5,7%	n.v.t.	n.v.t.	werkelijk gewicht
Totaal illiquide returnportefeuille	**100%**			

Normwegingen en bandbreedtes liquide returnportefeuille per 1 juni 2023

[12] Een zwevende benchmark wil zeggen dat de benchmarkgewichten door marktbewegingen veranderen. De bandbreedte rondom deze zwevende norm beweegt mee.

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum	Type norm
Aandelen	77,6%	70,1%	85,1%	zwevend
Converteerbare obligaties	0,0%	0,0%	0,0%	zwevend
Obligaties (HY en EMD)	14,7%	7,2%	22,2%	zwevend
Beursgenoteerd vastgoed	7,7%	0,2%	15,2%	zwevend
Liquide middelen	0,0%	-5,0%	7,5%	zwevend
Totaal liquide returnportefeuille	**100%**			

Aandelenportefeuille

Voor de aandelenregio's worden zwevende benchmarks met vaste bandbreedtes gehanteerd. Indien een positie buiten de toegestane bandbreedte is getreden, wordt hergebalanceerd naar de startgewichten uit onderstaande tabel. Deze positie moet uiterlijk binnen drie maanden na vaststelling zijn hersteld.

Normwegingen en bandbreedtes aandelenportefeuille per 1 maart 2023

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum	Type norm
Ontwikkelde markten	66,9%	56,9%	76,9%	zwevend
Opkomende markten	33,1%	23,1%	43,1%	zwevend
Totaal	**100%**			

Zowel de portefeuille aandelen ontwikkelde als opkomende markten wordt passief beheerd via twee discretionaire portefeuilles met elk een identiek mandaat. De portefeuilles hebben daarnaast specifieke ESG-doelstellingen als mandaat meegekregen.

Vastrentendewaardenportefeuille

Voor de vastrentendewaardenportefeuille binnen de returnportefeuille worden zwevende benchmarks met vaste bandbreedtes gehanteerd. Indien een positie buiten de toegestane bandbreedte is getreden, wordt hergebalanceerd naar de startgewichten uit onderstaande tabel. Deze positie moet uiterlijk binnen drie maanden na vaststelling zijn hersteld.

Normwegingen en bandbreedtes Vastrentendewaardenportefeuille per 1 maart 2023

Categorie	Normweging	Minimum	Maximum	Type norm
Emerging Market Debt HC	23,9%	18,9%	28,9%	zwevend
Emerging Market Debt LC	33,8%	28,8%	38,8%	zwevend
High-Yieldobligaties	42,3%	32,3%	52,3%	zwevend
Totaal	**100%**			

AOV-portefeuille

Per 1 juli 2011 is de AOV-portefeuille gesplitst in een spaarportefeuille (AOV-Sparen) en een beleggingsportefeuille (AOV-Beleggen). Ongeveer een derde van de totale portefeuille is overgeheveld naar AOV-Sparen. AOV-Beleggen continueert het beleggingsbeleid van de oorspronkelijke AOV-portefeuille.

Beleggingsportefeuille
De tabel laat zien hoe het fonds de beleggingscategorieën (normgewichten) heeft ingedeeld en met welke bandbreedtes.

Normwegingen en bandbreedtes AOV-beleggingsportefeuille per 30 januari 2023

Beleggingscategorie	Normweging	minimum	maximum
Eurostaatsleningen	40,0%	32,5%	47,5%
Bedrijfsobligaties	35,0%	27,5%	42,5%
High Yield	8,0%	0,5%	15,5%
Emerging Market Debt	4,0%	0,0%	11,5%
Converteerbare obligaties	0,0%	0,0%	0,0%
Aandelen	13,0%	5,5%	20,5%
Liquide middelen	0,0%	-5,0%	7,5%
Totaal	100%		

Spaarportefeuille
De spaarportefeuille houdt de middelen aan in deposito's en cash. De spaarportefeuille heeft geen performancedoelstelling. Zo veilig mogelijk beheer van de gelden binnen de gegeven restricties staat voorop.

10.5 Uitvoering beleggingsbeleid

Beheerafspraken
Het beheerafsprakendocument legt onder meer de uitgangspunten voor de door de fiduciair manager uit te voeren diensten in het kader van uitvoeren van het strategisch beleggingsbeleid, het beleid op het gebied van herbalancering, valuta-afdekking en de bewaking van de dekkingsgraad vast. Ook de beleggingsrestricties zijn hierin opgenomen.

Keuze vermogensbeheerders
Het bestuur verleent een mandaat aan de fiduciair manager om operationele vermogensbeheerders te selecteren. De fiduciair manager bereidt binnen de door het bestuur vastgestelde managerselectiecriteria en de in de investment cases opgenomen gewenste richtlijnen de managerselectie voor en draagt zorg voor de adequate monitoring van vermogensbeheerders. De fiduciair manager legt derhalve deels vooraf en grotendeels achteraf verantwoording af over de managerselectie en monitoring aan de beleggingscommissie. Columbia Threadneedle kan pas tot selectie en aanstelling van een operationeel vermogensbeheerder overgaan die behoort tot de groep als daarvoor voorafgaande schriftelijke goedkeuring van het bestuur is gekregen. Het bestuursbureau en in het bijzonder de risicomanager bewaakt en volgt het proces van de managerselectie en monitoring.

Het bestuur heeft de volgende vier harde managerselectiecriteria geformuleerd:
- Geen outperformance fee;
- Geen securities lending;
- Volledige doorkijk in de portefeuille;
- Het beleid van de beheerder moet consistent zijn met het eigen MVB-beleid.

Naast deze harde managerselectiecriteria, heeft het bestuur ook een aantal zachte managerselectiecriteria vastgesteld. De totale set van selectiecriteria is beschreven in de

investment cases van het fonds welke zijn opgenomen in het ‘Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024’.

Bij iedere categorie wordt een afweging gemaakt over het invullen van de mandaten: discretionair of in een fonds, met actief of passief beheer. Uitgangspunt bij de mandaatkeuze is het optimaliseren van de rendementsverwachting. Hierbij worden de uitvoeringskosten beperkt, de risico’s goed gemonitord en het MVB-beleid nagestreefd en gemonitord.

Derivatenbeleid
Derivaten worden voor het fonds met name ingezet in het kader van risicomanagement en uitsluitend gebruikt voor:

- het aanpassen van de rentegevoeligheid van de beleggingsportefeuille;
- efficiënt portefeuillebeheer: het op een efficiënte manier innemen van een positie die economisch gezien kan worden gelijkgesteld aan een positie in fysieke beleggingen;
- het afdekken van valuta-exposure.

De vermogensbeheerder kan hiervoor futures, swaps (renteswaps, credit default swaps) en valutaforwards gebruiken. Derivaten kunnen zowel beursgenoteerd als ‘over the counter’ (OTC) zijn. Bij OTC-transacties dient de tegenpartij voldoende kredietwaardig te zijn en wordt door het fonds een collateral-managementsysteem gehanteerd.

Collateral management
Er vindt voor het pensioenfonds geen collateraluitwisseling plaats in naam van het pensioenfonds. Het beheer van rentederivaten vindt volledig plaats in LDI beleggingsfondsen. Binnen deze LDI beleggingsfondsen vindt de afwikkeling van de rentederivaten (renteswaps) plaats via central clearing. Het collateralbeheer vindt tevens binnen de LDI beleggingsfondsen plaats. Er kan binnen de LDI beleggingsfondsen circa 1% rentestijging worden opgevangen met zeer liquide collateral (cash, liquiditeitenfonds en korte staatsleningen). Bij Liquiditeitsbeleid [hieronder] staat beschreven wat het proces is om in de LDI beleggingsfondsen bij te storten indien dit nodig (bij een herbalancering van de leveraged duration binnen de LDI beleggingsfondsen).

Voor de valuta-afdekking worden er valutaderivaten (forwards) op naam va het pensioenfonds afgesloten. Hiervoor wordt geen collateralbeheer uitgevoerd. De looptijden van de valutaderivaten zijn dermate kort (in principe één maand, maximaal drie maanden) dat de risico’s beperkt zijn. Daarbij worden er meerdere tegenpartijen voor de valutaderivaten gebruikt die onderworpen zijn aan een streng selectie- en monitoringbeleid. Door geen collateralbeheer voor de valutaderivaten toe te passen voorkomt het pensioenfonds onnodig liquideitenbeslag.

Tegenpartijbeleid
Er kan alleen worden gehandeld met een tegenpartij indien deze is goedgekeurd door de Credit and Counterparty Committe (CCC) van de fiduciair. Alle nieuwe tegenpartijen worden onderworpen aan een proces waarbij de wettelijke en bestuursrechtelijke status, financiële kracht, operationele capaciteit en anti-witwaswetgeving zijn gecontroleerd en alle contractuele documentatie is goedgekeurd.

De beoordeling van de kredietwaardigheid vindt in ieder geval plaats op basis van de volgende factoren:

- Ratings van Moody’s. Fitch en Standard & Poor’s
- Eigendomsstructuur en mogelijke garantied
- Kapitaaltoereikendheid

Bij de selectie van tegenpartijen door de CCC wordt een zogenaamd stoplichtsysteem, op basis van bovenstaande factoren, gebruikt. ‘Rood’ betekent niet handelen en bestaande

posities afwikkelen, ‘oranje’ geen nieuwe posities opbouwen en ‘groen’ betekent dat er met deze partij gehandeld kan worden. Als een tegenpartij niet langer aan de kredietwaardigheidscriteria kan voldoen (score ‘rood’) neemt de fiduciair contact op met PWRI en wordt een voorstel uitgewerkt om het afbouwen te specificeren.

Liquiditeitsbeleid

Het fonds meent (zie beleggingsovertuigingen van het fonds) dat er een extra rendement bestaat voor minder liquide beleggingen. Echter de voorziene afnemende liquiditeit (als gevolg van het krimpen van het fonds) noodzaakt het fonds het liquiditeitsrisico continu te monitoren. Hiertoe is een signaalfunctie voor het moment van risicoafbouw vastgesteld: Bij een liquiditeitsbehoefte groter of gelijk aan 3% van het vermogen acht het bestuur het noodzakelijk om risico af te gaan bouwen en te gaan onderzoeken in welke mate dit dient plaats te vinden[13]. In het vereist eigen vermogen (hierna: VEV) is geen buffer opgenomen voor het liquiditeitsrisico (S7=0).

Volledigheidshalve onderscheiden we hieronder drie soorten liquiditeitsrisico’s:

1) Liquiditeitsrisico uit hoofde van lopende verplichtingen

De jaarpremie van het fonds is momenteel nog net groter dan de jaaruitkeringen. Daarnaast heeft het fonds het overgrote deel van het vermogen belegd in vermogenscategorieën die relatief snel liquide kunnen worden gemaakt. Het fonds heeft daarmee voldoende mogelijkheden om aan zijn lopende verplichtingen te kunnen voldoen

2) Liquiditeitsrisico uit hoofde van rentederivaten

Een stijgende rente zal de waarde van de swaps binnen de LDI-pools doen dalen. Dit leidt tot een bijstortverplichting.

Het liquiditeitsrisico wordt in dit verband gedefinieerd als het risico dat de rente dermate stijgt dat er niet genoeg liquide middelen en onderpand aanwezig zijn om aan de bijstortverplichtingen in de LDI-pools te kunnen voldoen.

Er is berekend wat de gevolgen zijn van een renteschok van 200 bps. In dat geval neemt de leverage van de LDI-pools toe waardoor voor alle looptijdbuckets tezamen moet worden bijgestort. Indien de liquide middelen niet voldoende zijn op het moment dat bijstorting benodigd is, dan is het fonds genoodzaakt beleggingen uit de matchportefeuille te verkopen. De matchportefeuille is (met uitzondering van de hypotheekproducten) zeer liquide. De staatsobligaties lijken het meest geschikt om te verkopen op het moment dat dit nodig mocht zijn. Indien nodig kan vervolgens een beroep worden gedaan op de liquide onderdelen van de returnportefeuille.

3) Liquiditeitsrisico uit hoofde van valutaderivaten

Naast renteschokken kunnen ook valutaschokken leiden tot een verplichting om bij te storten. Voor een deel van de beleggingen worden de valutatermijncontracten afgesloten binnen de beleggingsfondsen en daar bestaat voor het fonds dan ook geen direct liquiditeitsrisico. Voor de buiten de beleggingsfondsen afgesloten termijncontracten bestaat wel een potentieel liquiditeitsrisico.

Het liquiditeitsrisico kan in dit verband worden gedefinieerd als het risico dat de niet-eurovaluta dermate in waarde toenemen, dat er niet genoeg liquide middelen aanwezig zijn om aan de verplichtingen uit hoofde van de valuta termijncontracten waarmee het valutarisico wordt afgedekt te voldoen.
Er is gekeken naar de gevolgen van de grootste eurowaardeafname op 1-maandbasis (1 maand is gelijk aan de termijn van de valutacontracten) sinds 1975. Deze grootste schok is

[13] Een tweede signaalfunctie is een duratie kleiner of gelijk aan 14 jaar.

14% geweest. De matchportefeuille bevat voldoende liquide instrumenten om deze schok op te kunnen vangen.

In aanvulling hierop worden roodstanden in liquide middelen alleen tijdelijk en niet structureel toegestaan.

Security lending
Het fonds heeft als beleid dat het geen security lending toestaat.

Prudent person
Bij de uitvoering van het beleggingsplan staat de 'prudent person'-regel centraal. De 'prudent person'-regel rust op de volgende pijlers:

- deskundig vermogensbeheer;
- er wordt belegd in het belang van de (gewezen) deelnemers;
- er wordt zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Dit betekent onder andere dat het risico- en rendementsprofiel van de totale portefeuille afgestemd moet zijn op de verplichtingenstructuur van het fonds en dat de beleggingen voldoende moeten zijn gespreid (diversificatie). Binnen het beleggingsplan wordt gewerkt met benchmarks om de relatieve performance te meten. Daarnaast wordt met behulp van tracking errors de toegestane afwijking van de benchmarks gedefinieerd. Het vaststellen van de benchmarks en de tracking errors heeft als doel om een koppeling te maken tussen het beoogde rendement en de risicoacceptatie van het fonds en de performances en risico's van de geselecteerde vermogensbeheerders.

10.6 Monitoring en evaluatie

Monitoring
Monitoring vindt zowel plaats bij het bestuursbureau, bij de fiduciair manager, als bij de externe adviseur Sprenkels & Verschuren (S&V). Het bestuursbureau verricht de kwalitatieve monitoring (processen en teams) bij de fiduciair manager en controleert zo de berekening van de outperformance van de fiduciair manager. Daarnaast verricht het bestuursbureau werkzaamheden om inzicht te krijgen in de risico's van beleggingsmandaten.

S&V monitort de kwantitatieve ontwikkeling en risico's van het fonds per kwartaal in het risicodashboard. Daarin zijn in ieder geval de volgende onderdelen opgenomen:

- ontwikkeling (nominale en reële) dekkingsgraad;
- ontwikkeling benodigd rendement;
- evaluatie renteafdekking;
- evaluatie strategisch beleid;
- evaluatie actief beleid;
- peer-groupanalyse;
- toekomstprojectie huidig beleggingsbeleid;
- marktvisie vermogensbeheerindustrie.

De fiduciair manager rapporteert op kwartaalbasis aan de beleggingscommissie over de vermogensbeheerders in de portefeuille. Dit rapport bestaat onder andere uit een overzicht van het gerealiseerde rendement en risico, het vermogen onder beheer en een beschrijving van de gevolgde strategie. Het behaalde rendement wordt berekend door de custodian. Daarnaast ontvangt de beleggingscommissie een geïntegreerde risicorapportage. Deze bevat de beleggingsresultaten, performance-attributie en risicomonitoring op portefeuilleniveau.

De beleggingscommissie beoordeelt periodiek of de beleggingsportefeuille in overeenstemming is met het vastgelegde strategisch beleggingsbeleidsplan en het beleggingsplan. De risicomanager van het bestuursbureau toetst periodiek of de gekozen vermogensbeheerders binnen de kaders van hun mandaten hebben geopereerd en rapporteert hierover via de commissie Interne Beheersing aan het bestuur. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering van het beleggingsbeleid en stelt dit ten minste eenmaal per jaar opnieuw vast.

Evaluatie en rapportage
De fiduciaire manager (Columbia Threadneedle) dient zorg te dragen voor de volledige administratie van de beleggingsportefeuille exclusief vastgoed en hypotheken en alle transacties die daarop betrekking hebben. Voor de vastgoed- en hypothekenportefeuilles geldt deze verplichting voor de desbetreffende portefeuillemanagers. Het bestuur evalueert periodiek de begrote vermogensheerkosten en toetst deze aan de gerealiseerde kosten.

Waarderingsgrondslagen
De beleggingen worden in principe gewaardeerd tegen actuele waarde, aangepast met de daaraan toewijsbare vorderingen, schulden, transitoria en liquide middelen. Indien mogelijk wordt de beurswaarde als actuele waarde gehanteerd. De gehanteerde waarderingsmethodiek is gedetailleerd vastgelegd in het “Valuation and pricing policy”-document van Columbia Threadneedle. Voor vastgoedbeleggingen geldt dat er wordt gewerkt met taxaties per kwartaal, waarbij geldt dat in enig boekjaar het gehele vastgoed tenminste eenmaal is getaxeerd.

10.7 Crisisbeleid

Het fonds heeft een financieel crisisplan opgesteld. Het bestuur ziet het dagelijks bestuur (DB) bij een crisissituatie als het crisisteam. Het DB kan een adviescommissie (zoals de beleggingscommissie of de commissie interne beheersing) bij (voorgenomen) beslissingen betrekken. Deze werkwijze maakt de slagkracht bij een crisissituatie optimaal. Zo nodig wint het DB daarnaast advies in bij de externe adviseur(s) van het fonds. Het bestuur zal het verantwoordingsorgaan informeren als het bestuur het voornemen heeft noodclausules te gaan toepassen. Het financieel crisisplan is een bijlage bij de ABTN.

11. Communicatie

Communicatiebeleid

Het bestuur stelt elke drie jaar een communicatiebeleidsplan op. Hierin legt het fonds zijn visie vast op de communicatie met zijn doelgroepen en omgeving. Het communicatiebeleidsplan beschrijft de lange termijn strategie voor de communicatie van het fonds.

Onze doelgroepen zijn de (gewezen) deelnemers, gepensioneerden, werkgevers en zaakwaarnemers van PWRI. Onze besluiten worden getoetst op communiceerbaarheid en inzet van de juiste middelen. In het beleidsplan staan de communicatiedoelen. Onze doelgroep:

- weet PWRI te vinden
- herkent zich in de uitstraling van PWRI
- krijgt pensioeninformatie op gewenst of passend niveau
- weet wat het aan het fonds heeft

Het bestuur heeft op 24 september 2021 zijn communicatiebeleidsplan 2022-2024 vastgesteld. Deze communicatiestrategie wordt in het jaarlijkse communicatiejaarplan verder uitgewerkt.

De bestaande communicatiemiddelen van PWRI passen goed binnen de strategie. Het gebruik van de website wordt gestimuleerd, evenals het gebruik van mijnPWRI. Daarmee wordt voorzichtig een weg naar verdere digitalisering ingezet.

Deelnemercommunicatie

Uitgangspunt is dat de informatieverstrekking correct, duidelijk, evenwichtig en tijdig is. Deze uitgangspunten zijn vastgelegd in de Pensioenwet. Een deel daarvan bestaat uit open normen. De AFM heeft beleidsregels vastgesteld waarin deze open normen zijn uitgewerkt.

De informatie wordt elektronisch of schriftelijk aangeboden. Het fonds heeft als aanvulling op de wettelijk verplichte communicatie aan (gewezen) deelnemers en gepensioneerden een aantal structurele extra middelen ontwikkeld. Een voorbeeld daarvan is de Flits. Dit is een nieuwsbrief op papier waarin keuzes en besluiten worden toegelicht. Periodiek wordt een Flits verzonden aan deelnemers en/of gepensioneerden.

Communicatie met steunzenders

Werkgevers en zaakbehartigers zijn belangrijke doelgroepen van PWRI. PWRI wisselt met steunzenders informatie uit en faciliteert hen als steunzender voor de deelnemer. Dat doet PWRI zowel persoonlijk, digitaal als schriftelijk. PWRI zet daarbij als middelen in:

- Pensioendriedaagse
- Kennisdagen
- Werkgeversbezoeken relatiemanagers
- Digitale nieuwsbrieven
- e-mails

Evaluatie van de communicatie

Communicatieonderzoek ter evaluatie en verbetering van bestaande middelen:

- Onderzoek deelnemers/gepensioneerden kwalitatief en kwantitatief
- Onderzoek zaakbehartigers
- Klankbordgroep deelnemers
- Klankbordgroep werkgevers
- Webdata analyse
- Klachten procedure

Bijlage 1 Verklaring inzake beleggingsbeginselen

1. Inleiding

Het beleggingsbeleid van een pensioenfonds is voor zowel de veiligheid als de betaalbaarheid van het pensioen van cruciaal belang. Tegen die achtergrond heeft het fonds deze verklaring opgesteld. Deze 'verklaring inzake de beleggingsbeginselen' ('verklaring') beschrijft beknopt de uitgangspunten van het beleggingsbeleid van het fonds.

Het fonds realiseert voldoende spreiding in de beleggingen en houdt steeds rekening met het effect van een belegging op de totale portefeuille in relatie tot de verplichtingenstructuur. Het bestuur sluit op voorhand geen enkele afzonderlijke beleggingscategorie, beleggingsinstrument of beleggingstechniek uit. Het fonds weegt telkens af of het gebruik van de aan de beleggingen verbonden zeggenschapsrechten kan bijdragen aan de realisatie van de beleggingsdoelstelling. Het fonds heeft het vermogensbeheer volledig uitbesteed. Het bestuur ziet erop toe dat de kosten die verband houden met het beleggingsbeleid redelijk en proportioneel zijn.

2. Doelstelling beleggingsbeleid

Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen een optimaal rendement te behalen ten behoeve van de (gewezen) deelnemers in het fonds.

PWRI wil de toevertrouwde middelen op een verantwoorde en solide manier beleggen. Daarbij houdt het rekening met de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en de wenselijkheid van stabiele premies en spelen risicodiversificatie, kwaliteit en veiligheid een belangrijke rol.

Het bestuur houdt bij het beleggingsbeleid rekening met evenwichtige belangenafweging. Hoewel het rendement op de portefeuille een hoge prioriteit heeft, staan een risicobewust karakter van het beleggingsbeleid en een weloverwogen afweging van risico en rendement voorop.

Bij het vaststellen van het beleggingsbeleid baseert het fonds zich op zijn beleggingsovertuigingen.

3. Organisatie

Beleggingsproces
Onder beleggingsproces wordt verstaan het geheel van regels dat toeziet op de voorbereiding en de uitvoering van het beleggingsbeleid en het beheer van de beleggingen. In het beleggingsproces worden strategische (meerjaren)plannen en jaarlijkse beleggingsplannen opgesteld. Dat gebeurt op basis van grondige economische analyses en een integraal financieel en risicobeleid. Dit resulteert in een samenhang tussen het beleggingsbeleid en de overige financiële sturingsinstrumenten waaronder in het bijzonder het premie- en toeslagenbeleid.

Rol bestuur en beleggingscommissie in beleggingsproces
Het bestuur is eindverantwoordelijk voor het gehele beleggingsproces en neemt beleidsmatige en strategische beslissingen. De beleggingscommissie bereidt deze beslissingen voor. De beleggingscommissie adviseert het bestuur over alle onderdelen van het beleggingsproces. In de beleggingscommissie hebben naast bestuursleden twee onafhankelijke adviseurs zitting. De medewerker vermogensbeheer van het bestuursbureau ondersteunt de

beleggingscommissie. Het bestuur heeft het daadwerkelijk beleggen van de beschikbare gelden direct of indirect via de fiduciaire manager uitbesteed. De fiduciaire manager is binnen het mandaat van het bestuur en onder toezicht van de beleggingscommissie en het integraal risicomanagement belast met de dagelijkse uitvoering van het beleid.

Rapportage en verantwoording

De fiduciaire manager brengt ieder kwartaal verslag uit aan het bestuur over de manier waarop het beleggingsplan wordt uitgevoerd en over de behaalde beleggingsresultaten. De beleggingscommissie en het bestuur leggen ieder jaar in de jaarrekening en het jaarverslag verantwoording af over het door hen gevoerde beheer van het pensioenvermogen. Zij geven daarbij inzicht in de financiële toestand van het fonds.

Integraal financieel en risicobeleid

Het fonds geeft op integrale wijze inhoud aan het financiële en risicobeleid. Het bestuur neemt daarbij alle sturingsinstrumenten in acht waarover het fonds beschikt. Hierbij bestaat een functioneel onderscheid tussen sturing (ex ante risicomanagement), risk control en (intern) toezicht. In het kader van de sturing wordt het beleggingsbeleid periodiek, met een jaarlijkse update, in samenhang met de overige financiële sturingsinstrumenten geanalyseerd tegen de achtergrond van verschillende economische scenario's. Belangrijk analyse-instrument hierbij is de Asset Liability Management (ALM), waarbij ontwikkelingen in de beleggingen en verplichtingen in hun onderlinge samenhang worden beschouwd.

Strategisch beleggingsbeleid en strategische assetallocatie

Het fonds maakt onderscheid tussen het strategisch beleggingsbeleid en het jaarlijkse beleggingsplan. Het bestuur stelt de eerste in principe driejaarlijks en de tweede jaarlijks vast.

Binnen het strategisch beleid definieert het bestuur de uitgangspunten voor de lange termijn voor risico, beleggingsmix en beheersing van het renterisico. Aan de hand van resultaten van een ALM-studie wordt de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden en het duratie- en valutabeleid bepaald. Dit strategische kader geldt voor de lange termijn. Op basis van deze ALM-studie heeft het bestuur inzicht verkregen in de mogelijke gevolgen van de strategische portefeuille ofwel het strategische beleggingsbeleid voor het solvabiliteitsrisico dat het fonds loopt onder uiteenlopende economische omstandigheden.

De meer gedetailleerde strategische portefeuille, die jaarlijks wordt bepaald door middel van een portefeuilleconstructiemodel, bevat de verschillende gewichten van de beleggingscategorieën: vastrentende waarden, aandelen, vastgoed en alternatieve beleggingen met een zekere bandbreedte.

Uitgangspunt van het strategisch beleggingsbeleid is de relatie tussen de bezittingen en de verplichtingen van het fonds. Het strategisch beleggingsbeleid bevat de belangrijkste beleggingskeuzes die het fonds moet maken. Dat zijn:

- de gewenste vermogenssamenstelling ('strategische allocatie') naar beleggingscategorieën. Het risicoprofiel van deze vermogenssamenstelling wordt geanalyseerd in het licht van alle rechten én verplichtingen op fondsniveau, zowel op korte als op lange termijn;
- de rendementsdoelstelling per beleggingscategorie. Dit wordt uitgedrukt in één of meer vergelijkingsmaatstaven ('benchmarks');
- in hoeverre het fonds bereid is de feitelijke beleggingsportefeuille (tijdelijk) te laten afwijken van de strategisch gewenste portefeuille;
- het valutabeleid.

De strategische beleggingsmix voor de pensioenportefeuille bestaat uit 50% zakelijke waarden en 50% vastrentende waarden.

Afdekking renterisico

Het renterisico van de verplichtingen wordt afgedekt met behulp van rentederivaten en vastrentende waarden. Hierbij wordt de volgende tabel gebruikt:

30-jaars euro swaprente *		Afdekking renterisico
Ondergrens bij rentedaling	Bovengrens bij rentestijging	
<<<	1,5499%	30,0%
1,3500%	1,7499%	32,5%
1,5500%	1,9499%	35,0%
1,7500%	2,1499%	38,0%
1,9500%	2,3499%	40,5%
2,1500%	2,5499%	43,0%
2,3500%	2,7499%	46,0%
2,5500%	2,9499%	48,5%
2,7500%	3,1499%	51,5%
2,9500%	3,3499%	54,0%
3,1500%	3,5499%	57,0%
3,3500%	3,7499%	60,0%
3,5500%	3,9499%	63,0%
3,7500%	4,1499%	66,0%
3,9500%	4,3499%	69,0%
4,1500%	4,5499%	72,5%
4,3500%	4,7499%	75,0%
4,5500%	4,9499%	77,5%
4,7500%	5,1499%	80,0%
4,9500%	5,3499%	82,5%
5,1500%	5,5499%	85,0%
5,3500%	5,7499%	87,5%
5,5500%	5,9499%	90,0%
5,7500%	6,1499%	92,5%
5,9500%	6,3499%	95,0%
6,1500%	6,5499%	97,5%
6,3500%	>>	100,0%

**) Het betreft hier de op één decimaal afgeronde laatste (mid) prijs van de laatste handelsdag van de maand.*
Bron: Bloomberg EUSA30 Composite London

Het niveau van de renteafdekking ligt tussen de 30,0% en de 100% en is afhankelijk van het niveau van de rente. De afdekking van het renterisico vindt plaats op basis van marktrente. Columbia Threadneedlevoert het rentebeleid zoals opgenomen in het Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024 uit volgens de in de beheerafspraken opgenomen richtlijnen uit. Columbia Threadneedle beheert het matchpercentage passief binnen gestelde bandbreedtes. Per ieder kwartaalultimo monitort Columbia Threadneedle het afdekkingspercentage en indien dit buiten de gestelde bandbreedte is, herbalanceert Columbia Threadneedle naar het afgesproken afdekkingspercentage. Columbia Threadneedle rapporteert hierover aan het fonds. In de beleggingscommissie wordt de rapportage besproken en toegelicht door Columbia Threadneedle.

Afdekking valutarisico

PWRI hanteert als uitgangspunt dat valutarisico op lange termijn onbeloond is. Dat wil zeggen dat het nemen van valutarisico geen positief of negatief rendement oplevert. Valutarisico levert echter wel extra volatiliteit op, wat via de solvabiliteitstoets tot hogere solvabiliteitseisen leidt.

Als het valutarisico helemaal niet wordt afgedekt zou dit tot een ca. 3% hoger vereist eigen vermogen leiden dan wanneer het valutarisico volledig wordt afgedekt. Gehele of gedeeltelijke afdekking van het valutarisico speelt dus risicobudget vrij dat kan worden belegd. Daar staat tegenover dat afdekking van valutarisico kosten met zich brengt, in het bijzonder de kosten van het aangaan en doorrollen van valutatermijntransacties. De meeropbrengsten van het vrijspelen van risicobudget door het afdekken van valutarisico dienen derhalve afgezet te worden tegen de kosten daarvan.

PWRI heeft gekozen voor het beleid om het valutarisico op opkomende landen niet af te dekken, het valutarisico op aandelen ontwikkelde landen voor 50%, af te dekken, en het valutarisico op obligaties ontwikkelde landen, converteerbare obligaties, beursgenoteerd vastgoed en de resterende allocatie naar private equity geheel af te dekken.

Posities worden dageljiks gemonitord. Indien er een bandbreedtes van +/-2% rondom het afdekkingspercentage wordt gebroken wordt er geherbalanceerd naar het afdekkingspercentage. Toegestane instrumenten zijn FX-Spots, FX Forwards, FX Swaps, NDFs met looptijden tussen de 1 en 3 maanden.

Jaarlijks beleggingsplan
Het jaarlijks beleggingsplan zet uiteen hoe het fonds in het desbetreffende jaar het strategisch beleggingsbeleid zal uitvoeren inclusief de gedetailleerde invulling van de vastrentende- en zakelijkewaardenportefeuille.

Deskundigheid
Het fonds draagt er zorg voor dat het in alle fasen van het beleggingsproces beschikt over de vereiste deskundigheid voor:

- een optimaal beleggingsresultaat;
- een professioneel beheer van de beleggingen; en
- de beheersing van de aan beleggingen verbonden risico's.

Scheiding van belangen
Bij de uitvoering van het beleggingsplan wordt gewaakt voor belangenverstrengeling. Met het oog daarop zijn bestuur en medewerkers van het fonds gebonden aan een gedragscode.

Markt-, krediet- en operationeel risico
Voor de generieke sturing van het mismatchrisico zijn de 'exposures' naar de strategische assets in de beleggingsportefeuille van groot belang. Specifieke sturing op marktrisico's vindt plaats met behulp van onder andere standaarddeviatie, tracking error en 'value at risk' (VAR) methodieken. Voor kredietrisico's wordt gewerkt met exposurelimieten en credit ratings. Voor de beheersing van operationele risico's is een aantal maatregelen geïmplementeerd. Dit zijn onder meer de bevoegdhedenregeling, uitwijkbeleid en incidentenmanagement.

Kwalitatieve risicohouding
Het bestuur heeft een risicobewuste houding. Het fonds streeft ernaar om de nominale aanspraken waardevast na te komen in overeenstemming met de ambitie van sociale partners, zoals door het bestuur als opdracht is geaccepteerd. Hierop is het beleid gebaseerd. Het nemen van beleggingsrisico is hierbij acceptabel.

De mate van risicoacceptatie van het bestuur is onder andere gebaseerd op de volgende kwalitatieve overwegingen:

- De uit de uitvoeringsovereenkomst voortvloeiende premieomvang is klein in relatie tot de pensioenverplichtingen, waardoor de sturingskracht van premie-aanpassingen beperkt is. Er bestaan geen bijstortverplichtingen bij lage dekkingsgraden.
- Het fonds streeft naar een waardevast pensioen De doelstelling van het fonds is te zorgen voor een zo goed mogelijk pensioen tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen. Toeslagverlening is echter altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van PWRI.
- Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen een optimaal rendement te behalen
- Een afgewogen balans tussen te nemen risico's en het naar verwachting te realiseren beleggingsrendement is noodzakelijk om op langere termijn invulling te kunnen geven aan de pensioenambitie.

– Bij slechte economische omstandigheden acht het bestuur het uitlegbaar dat geen toeslagen worden verleend. Kortingen op de pensioenaanspraken en –uitkeringen dienen zoveel mogelijk voorkomen te worden.
– Als de financiële situatie van het fonds verbetert, wordt naar het nemen van minder risico gekeken omdat de ambitie dan in evenveel of meer gevallen haalbaar is met minder risico.

De risicobereidheid van het bestuur kan worden beïnvloed door de actuele financiële positie van het fonds. Periodiek wordt beoordeeld of de ambitie van het fonds nog haalbaar is. Bij de keuze voor een bepaald beleggingsbeleid wordt niet alleen een verwachte ontwikkeling beoordeeld maar ook scenario's die gunstiger of minder gunstig zijn dan de verwachte ontwikkeling. De ambitie dient in de meeste scenario's te kunnen worden behaald.

Kwantitatieve risicohouding
De risicohouding wordt geconcretiseerd door de vaststelling van risicogrenzen (het vereist eigen vermogen en de grenzen van de haalbaarheidstoets). Bij een overschrijding vindt er een beleidsdiscussie plaats. Risicogrenzen maken het mogelijk om op een vooraf vastgelegde en objectieve manier te beoordelen of het risico hoger of lager is dan vooraf is toegestaan. Echter, bij overschrijding van risicogrenzen zal geen automatische aanpassing van beleid plaatsvinden, maar een kwalitatieve discussie, rekening houdend met de situatie en inzichten van dat moment.

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (lange termijn) vastgesteld met betrekking tot het pensioenresultaat:

Ondergrens 1: Vanuit de situatie waarbij dekkingsgraad gelijk is aan vereist eigen vermogen dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 100%.

Ondergrens 2: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 95%.

Ondergrens 3: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de maximale afwijking ten opzichte van de mediaan in het geval van een "slechtweer scenario" (lees: 5e percentiel) 45% te bedragen

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (korte termijn) vastgesteld met betrekking tot het vereist eigen vermogen: het vereist eigen vermogen van het fonds mag niet lager zijn dan 22% en niet hoger dan 28%.

4. Uitvoering

'Prudent person'
Bij de uitvoering van het beleggingsbeleid staat de 'prudent person'-regel centraal.
De 'prudent person'-regel rust op de volgende pijlers:
- deskundig vermogensbeheer;
- er wordt belegd in het belang van de (gewezen) deelnemers;
- erwordt zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Dit betekent onder andere dat het risico- en rendementsprofiel van de totale portefeuille afgestemd moet zijn op de verplichtingenstructuur van het fonds en dat de beleggingen voldoende moeten zijn gespreid (diversificatie).

Beleggingsvrijheid
Het fonds beoordeelt elke belegging comform de beleggingsovertuigingen op grond van risico-, rendements-, kosten- en ESG- overwegingen. Volgens de 'prudent person'-regel is daarbij op

voorhand geen enkele afzonderlijke beleggingscategorie, beleggingsinstrument of beleggingstechniek uit te sluiten.

Uitbesteding
De beleggingen komen tot stand via uitbesteding aan derden die het fonds daartoe heeft gecontracteerd. Zo wordt optimaal gebruikgemaakt van de beschikbare deskundigheid, schaalvoordelen en flexibiliteit. De selectie van vermogensbeheerders en de beoordeling van hun prestaties vinden plaats op basis van objectieve criteria. De gemaakte afwegingen en de daarbij gehanteerde argumenten blijken uit een systematisch opgebouwd selectie- en evaluatiedossier. Ook beschikt het fonds over afdoende controlemechanismen om uitbestedingsrisico's te beheersen.

Kosten
Bij de uitvoering van het beleggingsplan maakt het fonds alleen kosten die redelijk en proportioneel zijn in relatie tot de omvang en de samenstelling van het belegd vermogen en de doelstellingen van het fonds.

Waardering
De beleggingen worden in principe gewaardeerd tegen actuele waarde, aangepast met de daaraan toewijsbare vorderingen, schulden, transitoria en liquide middelen. Indien mogelijk wordt de beurswaarde als actuele waarde gehanteerd. De gehanteerde waarderingsmethodiek is gedetailleerd vastgelegd in het "Valuation and pricing policy"-document van Columbia Threadneedle. Voor vastgoedbeleggingen geldt dat er wordt gewerkt met taxaties per kwartaal, waarbij geldt dat in enig boekjaar het gehele vastgoed in dat boekjaar tenminste eenmaal is getaxeerd.

Maatschappelijk verantwoord beleggen
Het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) is gebaseerd op de volgende drie uitgangspunten:

1. Beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen
2. Voldoen aan wet- en regelgeving en aan maatschappelijk geaccepteerde uitgangspunten
   Dit betreft (Inter)nationale verdragen en gedragscodes zoals de Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties (VN Principles), Global Compact van de Verenigde Naties, "best practice"-bepalingen van Eumedion[14].
3. Risico-identificatie en fondsspecifieke speerpunten te weten:
   - Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking;
   - Klimaatverbetering.

Aan het MVB-beleid wordt invulling gegeven door middel van:
- Stemmen
- Engagement
- Uitsluiting
- Impact investing
- Integratie van ESG-criteria

Het fonds monitort periodiek de effecten van zijn MVB-beleid door middel van diverse rapportages:
- Reo-rapportage
- Insluitingsbeleid
- Resultaten integreren ESG-criteria in de aandelenportefeuilles

[14] PWRI is ondertekenaar van de PRI, het IMVB-convenant, de tobacco-free finance pledge, het Investor Statement on Disability Inclusion en het Klimaatakkoord en aangesloten bij Eumedion.

Het uitgewerkte MVB-beleid is opgenomen in het Strategisch beleggingsbeleidsplan 2022-2024.

Nevenactiviteiten

Het fonds ontwikkelt activiteiten waardoor het zijn maatschappelijke functie – de verzorging van (gewezen) deelnemers voor de financiële gevolgen van overlijden of pensionering op basis van solidariteit en collectiviteit – zo goed mogelijk kan uitvoeren. Voor zover die activiteiten niet behoren tot de kerntaken van een pensioenfonds, voert het fonds deze niet uit.

Verantwoording

Het fonds is zich bewust van de maatschappelijke rol die het als belegger vervult. Die rol dwingt het fonds tot grote zorgvuldigheid in zijn handelen. Het fonds is altijd bereid verantwoording af te leggen over zijn beleggingsgedrag.

Het fonds voert een samenhangend premie-, beleggings- en toeslagenbeleid met een relatie tussen dekkingsgraad en mogelijke toeslagen. De toeslagen zijn hierbij voorwaardelijk.

Dit is de tekst die het fonds in alle uitingen (brochures, brieven, etc.) gebruikt:
Het fonds streeft ernaar dat de opgebouwde pensioenaanspraken van de deelnemers de lonen in de bedrijfstak volgen. Daarnaast streeft het fonds ernaar dat de opgebouwde aanspraken van de gewezen deelnemers en de ingegane pensioenen de prijsontwikkeling in Nederland volgen.

De aanpassing van pensioenaanspraken wordt toeslagenbeleid genoemd. Het fonds betaalt de kosten van de aanpassingen uit de groei van het vermogen ten opzichte van de verplichtingen. De verhogingen zijn voorwaardelijk, dus geen automatisme. Per jaar beoordeelt het bestuur of de pensioenaanspraken de ontwikkelingen van de lonen of prijzen kunnen volgen.

Pensioenfonds Werk en (re)Integratie

Strategisch beleggingsbeleidsplan PWRI 2022-2024

versie februari 2023



Inhoud

1. Inleiding 66
2. Doelstelling beleggingsbeleid 67
3. Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten 68

3.1 Inleiding 68
3.2 Beleggingsovertuigingen 69
3.3 Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen 69
3.3.1 Beleid 70
3.3.2 Uitvoering 71
3.3.3 Monitoring 75
3.3.4 Verantwoording van het MVB-beleid 76

3.4 Risicohouding 76
3.4.1 Kwalitatieve risicohouding 77
3.4.2 Kwantitatieve risicohouding 77

4. Governance en organisatie vermogensbeheer 79

4.1 Inleiding 79
4.2 Taken en verantwoordelijkheden 79
4.2.1 Het bestuur 79
4.2.2 Beleggingscommissie 79
4.2.3 Commissie Interne Beheersing 80
4.2.4 Bestuursbureau 80
4.2.6 Fiduciair manager 80
4.2.7 Vermogensbeheerders 81
4.2.8 Custodian 81
4.2.9 Externe deskundigen 81
4.2.10 RACI-tabel 81

4.3 Inrichting risicomanagement 81

5. Strategisch beleggingsbeleid 83

5.1 Inleiding 83
5.2 Evaluatie beleggingscategorieën 83
5.3 Investment cases 84
5.4 ALM-studie 2021 85
5.4.1 Doelstelling en onderzoeksvragen ALM-studie 2021 85
5.4.2 Uitgangspunten ALM-studie 2021 85
5.4.3 Resultaten ALM-studie 2021 86

5.5 Strategische portefeuille en overlaymanagement inclusief exposurelimieten 87
5.5.1 Strategische portefeuille 87
5.5.2 Match/returnverdeling 87
5.5.3 Rentebeleid 87
5.5.4 Valutabeleid 91

6. Risicobeheersing 93

6.1 Algemeen 93
6.2 Risico-identificatie 93
6.3 Risicomonitoring 94

Bijlage A: Investment Cases 95
Bijlage B: Actieplan Klimaatakkoord PWRI 159
Bijlage C: Normportefeuille 162
Bijlage D: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer 163
Bijlage E: Ondertekening 168

1. Inleiding

Dit document beschrijft het strategisch beleggingsbeleid van PWRI voor de jaren 2022 tot en met 2024, waaronder de strategische beleggingsportefeuille op hoofdlijnen, het renteafdekkingsbeleid en het valuta-afdekkingsbeleid. Het beoogt een bijdrage te leveren aan de stabiliteit van de beleggingsbeslissingen van het bestuur.

In lijn met de prudent-personregel sluit het strategisch beleggingsbeleid van het fonds aan bij de doelstelling, beleidsuitgangspunten en de risicohouding van het fonds. De invulling is tot stand gekomen op basis van kwantitatieve inzichten, primair resulterend uit de in het voorjaar van 2021 uitgevoerde ALM-studie, en kwalitatieve inzichten zoals de evaluatie van beleggingscategorieën en de beleggingsovertuigingen van het fonds. Daarnaast hebben bij de vaststelling van dit strategisch beleid randvoorwaarden als governance, liquiditeit, regelgeving en kosten een rol gespeeld.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt in principe elke drie jaar vastgesteld en gedocumenteerd. Het beleggingsplan betreft de jaarlijkse vertaling hiervan voor de kortere termijn met concrete en gedetailleerde normgewichten en bandbreedtes per beleggingscategorie.

Hieronder wordt allereerst in hoofdstukken 2 en 3 de doelstelling en de beleidsuitgangspunten van het fonds behandeld. Daarna wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op de governance en de organisatie met betrekking tot vermogensbeheer, inclusief de inrichting van het risicomanagement. Hoofdstuk 5 behandelt het strategisch beleid van het fonds en hoofdstuk 6, ten slotte, de risicobeheersing.

In de bijlagen zijn de investment cases, de gedetailleerde invulling van de normportefeuille die als startpunt is gebruikt bij de uitvoering van de ALM-studie, de opzet van de evaluatiecyclus voor vermogensbeheer en de ondertekening door het DB opgenomen.

2. Doelstelling beleggingsbeleid

De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen.

Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen en een aanvaardbare premie, een optimaal rendement te behalen ten behoeve van de (gewezen) deelnemers in het fonds.

Het fonds wil de toevertrouwde middelen op een verantwoorde en solide manier beleggen. Daarbij houdt het rekening met de opbouw van het deelnemersbestand, de vereiste solvabiliteit en de wenselijkheid van stabiele premies en spelen risicodiversificatie, kwaliteit en veiligheid een belangrijke rol.

Het bestuur houdt bij het beleggingsbeleid rekening met de belangen van de verschillende belanghebbenden. Hoewel het rendement op de portefeuille een hoge prioriteit heeft, staan een risicobewust karakter van het beleggingsbeleid en een weloverwogen afweging van risico en rendement voorop.

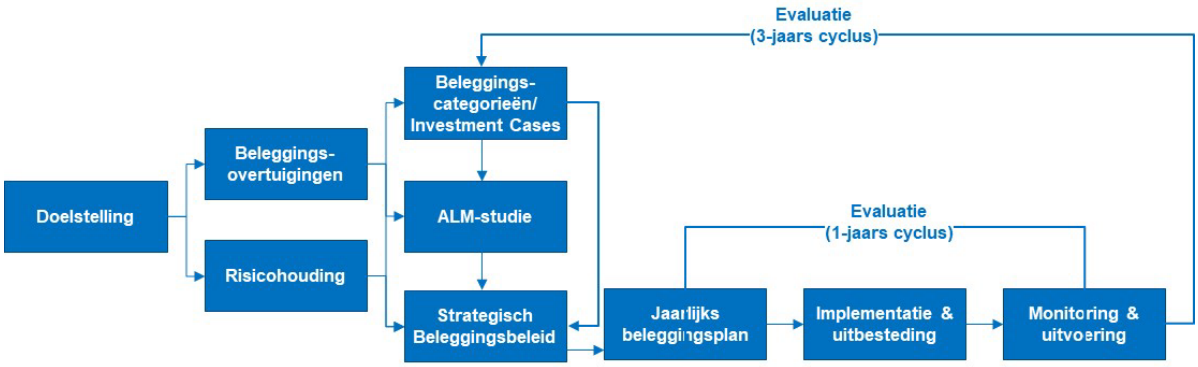
Bij het vaststellen van het beleggingsbeleid baseert het fonds zich op de beleggingsovertuigingen (zie paragraaf 3.2).

3. Beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten

3.1 Inleiding

De basis van het beleggingsbeleid wordt gevormd door de beleggingsovertuigingen en risicohouding die beide volgen uit de eerder vastgestelde doelstelling van het fonds. Figuur 3.1 geeft de gehele beleggingscyclus van het fonds schematisch weer.

Figuur 3.1: De beleggingscyclus



Het fonds is zich bewust van zijn verantwoordelijkheid om een beleggingsbeleid te voeren in overeenstemming met het prudent-personbeginsel en heeft dit verankerd in het gehele beleggingsbeleid.

Het strategisch beleggingsbeleid wordt elke drie jaar herijkt door middel van een ALM-studie. Met behulp van een dergelijke studie wordt vormgegeven aan het lange termijn premie-toeslagverlening- en beleggingsbeleid, waarbij het kader wordt gevormd door de risicohouding, de beleidsuitgangspunten, de beleggingsovertuigingen en de toegestane beleggingscategorieën. De studie kent een 15-jaarshorizon, is kwantitatief van aard en behelst zowel stochastische analyses als deterministische economische (stress) scenario's. Het resulteert in een beleggingsbeleid op hoofdlijnen, vertaald in een strategische assetallocatie en strategische renteafdekking.

De ALM-studie op zijn beurt vormt de basis voor het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds. Met behulp van een portefeuilleconstructiestudie worden, op basis van actuele economische verwachtingen en vasthoudend aan het uit de ALM-studie verkregen risicoprofiel, de vastrentendewaarden- en zakelijkewaardenportefeuille geoptimaliseerd.

Hieronder volgt allereerst een beschrijving van de beleidsuitgangspunten van het fonds: de beleggingsovertuigingen, het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen en de risicohouding.

3.2 Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen vormen de wezenlijke uitgangspunten en toetsstenen voor het beleggingsbeleid. Het fonds toetst het beleggingsbeleid en de beleggingsportefeuille voortdurend aan de beleggingsovertuigingen. Deze beleggingsovertuigingen worden periodiek herijkt. Dit is in december 2022 voor het laatst gedaan.

De beleggingsovertuigingen van het fonds luiden:

- **Wij nemen bewust beleggingsrisico.**
  Door het nemen van beloonde beleggingsrisico's realiseren wij het noodzakelijke rendement dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.

- **Langetermijnbeleggen loont.**
  Als pensioenfonds met langjarige verplichtingen leggen wij de focus op de lange termijn. Dit geeft ons de mogelijkheid om te profiteren van bijvoorbeeld een illiquiditeitspremie of te beleggen in volatielere beleggingscategorieën met een hoog reëel groeipotentieel.

- **Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen.**
  Wij beleggen alleen in vermogenscategorieën waarvan we de fundamenten zelf begrijpen en kunnen uitleggen en waarover de informatie transparant beschikbaar is.

- **Maatschappelijk verantwoord beleggen loont.**
  Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.

- **Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen.**
  Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.

3.3 Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen

Het fonds is zich bewust van zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid. Daarom houdt het fonds in zijn beleggingsbeleid bewust rekening met de invloed van milieu-, sociale en governancefactoren (ESG). Het fonds houdt verder rekening met het specifieke karakter van de bedrijfstak. Het fonds is ervan overtuigd dat verantwoord beleggen bijdraagt aan het realiseren van een goed en betaalbaar pensioen.

Figuur 3.2: United Nations Sustainable Development Goals



3.3.1 Beleid

Lange termijn waardecreatie is een van de leidende principes voor het beleid ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) van het fonds. Aan dit principe geeft het fonds invulling door via de beleggingen een positieve bijdrage te leveren aan lange termijn duurzame ontwikkeling en evenwichtige sociale verhoudingen. Dit doet het fonds om de belangen van de deelnemers te behartigen maar ook in het belang van de gehele samenleving.

Het MVB-beleid van het fonds is gebaseerd op de volgende drie uitgangspunten:

4. *Beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen*

   De beleggingsovertuigingen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen luiden als volgt:

   “Maatschappelijk verantwoord beleggen loont”

   Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.

   “Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG-factoren de optimale beleggingsbeslissingen te nemen”

   Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.
5. *Voldoen aan wet- en regelgeving en aan maatschappelijk geaccepteerde standaarden en uitgangspunten*

   Het fonds vindt het belangrijk om niet alleen te voldoen aan wet- en regelgeving maar ook aan diverse maatschappelijk geaccepteerde standaarden en uitgangspunten ten aanzien van duurzaamheid in brede zin. Dit betreft (inter-)nationale verdragen en gedragscodes zoals de Principles for Responsible Investment (PRI), Global Compact van de Verenigde Naties, de Nederlandse Stewardship Code en “best practice”-bepalingen

van Eumedion[15]. Het fonds onderschrijft ook de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Het fonds gebruikt het OESO-richtsnoer voor institutionele beleggers als leidraad en we verwachten van onze dienstverleners dat zij ook conform deze internationale standaarden handelen.

6. *Risico-identificatie en fondsspecifieke speerpunten*

Het bestuur is verantwoordelijk voor het MVB-beleid en het toezicht op de uitvoering ervan. Hiertoe stelt de fiduciair jaarlijks, op basis van de wensen van het fonds en andere klanten, een lijst met prioriteitsbedrijven, bedrijven waar de grootste risico's worden gezien, op. Het vaststellen van de risico's gebeurt met name op basis van:

- ESG-rating;
- ESG-ranking binnen de sector;
- Specifieke gebieden waar een onderneming slecht op scoort;
- Controverses en schandalen (mede op basis van de UN Global Compact).

Verder heeft het fonds twee fondsspecifieke speerpunten gedefinieerd die gedragen worden door de diverse stakeholders van het fonds[16]:

- Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking;
- Klimaatverbetering[17].

Met de keuze voor deze speerpunten wil het fonds gericht een bijdrage leveren aan het mitigeren van het risico van niet-evenwichtige sociale verhoudingen en klimaatrisico. Ze komen op hoofdlijnen overeen met SDG's 1, 8 en 13 (zie figuur 3.2). Met name het eerste speerpunt is echter meer specifiek en sluit nauw aan bij de behoeften van de deelnemerspopulatie van het fonds.

3.3.2 Uitvoering

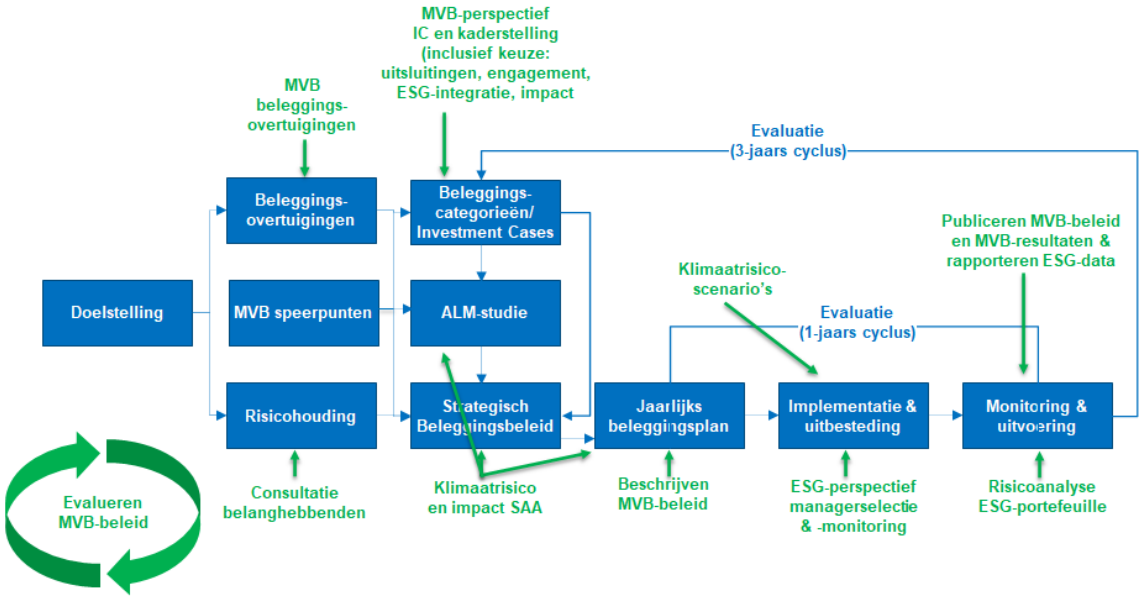
Het fonds betrekt de gehele portefeuille bij de MVB-doelstellingen en speerpunten zoals hiervoor geformuleerd. Daarbij kent nagenoeg elk onderdeel van het strategisch beleggingsbeleidsproces een MVB-invalshoek, zoals weergegeven in figuur 3.3.

Concreet wordt aan het MVB-beleid invulling gegeven door middel van:

a) Stemmen
Het fonds voert wereldwijd zijn stemrecht uit. Hierbij wordt gekeken naar de context waarin een onderneming opereert en wordt ondernemingen gevraagd hun beleid toe te lichten. Indien wordt afgeweken van de zogenaamde "best practice", wordt om een gedetailleerde uitleg gevraagd.

Figuur 3.3: De rol van Maatschappelijk verantwoord beleggen in het beleggingsproces

[15] *Het fonds is ondertekenaar van de PRI, het IMVB-convenant, de tabacco-free finance pledge, het Investor Statement on Disability Inclusion en het Klimaatakkoord en aangesloten bij Eumedion.*
[16] *Dit is meest recent getoetst in 2021 door middel van een uitvraag bij de diverse stakeholders.*
[17] *Het Actieplan Klimaatakkoord van PWRI is opgenomen in bijlage B.*



Proactief worden de minimale standaarden die het fonds hanteert aan de ondernemingen waarin wordt belegd, gecommuniceerd:

- Verbeteren van de bestuursstructuur en –samenstelling;
- Optimaliseren van het remuneratiebeleid om te waarborgen dat het (uitvoerend) management beloond wordt voor het creëren en waarborgen van aandeelhouderswaarde;
- Ontwikkelen van interne controles en risicomanagementsystemen;
- Beschermen van rechten van minderheidsaandeelhouders.

Ook als er een tegenstem wordt uitgebracht, wordt aan de onderneming een uitgebreide toelichting gestuurd over de reden van deze tegenstem.

Bij het uitoefenen van het stembeleid zijn er grofweg twee manieren te onderscheiden:

1. Stemmen tegen het management/managementbenoemingen;
2. Stemmen voor specifieke voorstellen van aandeelhouders.

Dit vertaalt zich bijvoorbeeld voor de speerpunten van het fonds als volgt:
Op het gebied van klimaatverbetering stemt het fonds tegen managementvoorstellen van de grotere bedrijven in sectoren met een grote klimaatimpact of die betrokken zijn bij de ontbossing van het tropisch regenwoud en die geen relevante klimaatinformatie rapporteren of die geen strategie hebben over hoe hier mee om te gaan.

Op het gebied van sociale verhoudingen constateert het fonds dat ernstige mensenrechtenkwesties en arbeidsrechtenkwesties, die worden genoemd in diverse internationale normen en verdragen vaak de meest kwetsbare groepen treffen. De kwesties zijn gekoppeld aan bestaande of zich ontwikkelende regelgeving die van invloed kan zijn op de bedrijfsprestaties. Het fonds is van mening dat het beperken van deze problemen zal bijdragen aan duurzame waardecreatie op lange termijn door de ondernemingen waarin het wil beleggen. In het bijzonder verwachten wij van ondernemingen die geen gedragscode hebben voor hun toeleveranciers of geen verwijzing maken naar het verbod op dwangarbeid en/of kinderarbeid, dat zij een overzicht geven van hun inspanningen om deze problemen te verhelpen. Bij

ondernemingen zonder gedragscode en met ontoereikende mitigatiestrategieën stemt het fonds tegen managementvoorstellen en verleent geen steun aan bestuursbesluiten, waaronder het verslag en de jaarrekening of de verkiezing van bestuurders. Ook worden voorstellen van aandeelhouders waarin wordt gevraagd om beter beleid op dit gebied gesteund.

Daarnaast hanteert het fonds de paragraaf “Diversiteit en gelijke kansen op werk” in het hoofdstuk Sociale en milieufactoren van de Global-Corporate-Governancerichtlijn als leidend voor het stembeleid en wordt er tegen gestemd als er sprake is van serieuze zorgen over dit beleid of als de voorgestelde verbeteringen niet passend zijn bij de bijbehorende risico’s.

b) Engagement

Het fonds spoort ondernemingen waarin wordt belegd (via zakelijke waarden en bedrijfsobligaties) aan om een beter MVB-beleid toe te passen door op een actieve, structurele en constructieve wijze de dialoog aan te gaan. Ondernemingen met oog voor het milieu, de maatschappij en goed ondernemingsbestuur verbeteren daarmee hun bedrijfsprestaties en stellen zo de vermogenswaarde op de lange termijn veilig.

Het engagementprogramma dat wordt uitgevoerd door onze fiduciair, aan wie het fonds de uitvoering van het stem- en engagementbeleid heeft uitbesteed, speelt een belangrijke rol in de identificatie, beoordeling en beheersing van ESG-risico’s van de beursgenoteerde aandelen- en bedrijfsobligatieportefeuilles op maatschappij en milieu en van ESG-risico’s die mogelijk een materiële impact hebben op de portefeuille. De identificatie en beoordeling van daadwerkelijke en potentiële negatieve impacts gebeurt aan de hand van gespecialiseerde dataleveranciers en is het startpunt van de ontwikkeling van het engagementprogramma.

De voortgang en de resultaten bij engagement worden gemeten via de zogenoemde mijlpalen. Een mijlpaal geeft een positief engagementresultaat weer, ofwel een verbetering van het MVB-beleid van de betreffende onderneming. Engagement is een continu proces, met geleidelijke stappen van verbetering op weg naar een mijlpaal. Hierbij wordt uitgegaan van twee tot drie jaar als een typisch tijdpad voor engagement om die mijlpaal te bereiken. De voortgang in de richting van de doelstellingen wordt gevolgd door middel van een permanente dialoog. Zodra mijlpalen zijn bereikt, blijft de fiduciair de relaties met de betrokken ondernemingen monitoren en onderhouden om ervoor te zorgen dat de verandering langdurig en fundamenteel is en wordt voortgezet.
Ieder kwartaal worden schendingen van de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen door ondernemingen in portefeuille beoordeeld door de fiduciair op basis van eigen inzichten en onderzoek door gespecialiseerde dataleveranciers. Daarbij wordt gekeken naar ernst, schaal en onomkeerbaarheid van de negatieve impact en de reactie van de onderneming daarop. Engagement met geselecteerde ondernemingen richt zich op het beëindigen van de schending, aanpak van de negatieve effecten door herstel en/of verhaal en het voorkomen van schade in de toekomst.

c) Uitsluiting

Het fonds meent dat engagement hèt instrument bij uitstek is om noodzakelijke veranderingen bij ondernemingen te bewerkstelligen en is daarom geen voorstander van uitsluiten. Dit middel wordt alleen ingezet:

- In lijn met wet- en regelgeving[18].

[18] Zie beheersafspraken PWRI voor de regels die gehanteerd worden om te komen tot wat PWRI exact uitsluit ten aanzien van tabak en de Russische of Wit-Russische staat.

    - Het fonds sluit die ondernemingen uit die rechtstreeks betrokken zijn bij de productie van clustermunitie dan wel meer dan 50% eigenaar zijn van een bedrijf dat clustermunitie produceert. Ondernemingen die zelf geen betrokkenheid hebben bij clustermunitie, maar waarvan de eigenaar (vanwege aandelenconstructie) wel betrokken is, komen niet op de uitsluitingslijst voor.
    - In lijn met EU-sanctiewetgeving sluit het fonds Russische en Wit-Russische staatsobligaties en staatsgerelateerde obligaties uit alsook bedrijven waarin de Russische en/of Wit-Russische staat een significant belang heeft.
- Als de desbetreffende sector haar bestaansrecht haalt uit het schenden van E-, S- of G-factoren en engagement daarom nooit tot het gewenste resultaat kan leiden. Het fonds kiest er daarom voor tabaksproducenten en daaraan gerelateerde sectoren uit te sluiten.
- In het geval van bedrijven met zeer ernstige ESG-controverses specifiek op de indicatoren ‘labour management’ en ‘human capital development’, volgens de MSCI controverses-methodologie, waarbij engagement over ten minste drie jaar geen significante verbetering heeft opgeleverd.
- Indien langdurig engagement niet de gewenste resultaten oplevert.

De uitsluitingen gelden voor alle beleggingscategorieën waar in bedrijfstitels wordt belegd, dus aandelen, bedrijfsobligaties, high yield, green bonds en,social bonds.

d) Impact investing

De omvang van specifieke beleggingen uit hoofde van impact investing is als richtlijn op 5% van de portefeuille gesteld. Daarnaast heeft het fonds een aantal criteria gedefinieerd op basis waarvan het beleggingsvoorstellen in dit kader wil evalueren (impact, governance, risico-rendement, kosten, liquiditeit, transparantie en implementatie). Als uitgangspunt hanteert het fonds dat er geen concessie zal worden gedaan aan het te verwachten rendement van impact investing ten opzichte van andere beleggingen maar dat wel het daarbij behorende risico hoger mag zijn.

Uit hoofde van impact investing is nu via een apart mandaat geïnvesteerd in beursgenoteerde bedrijven die bijdragen aan de werkgelegenheid van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland. Het fonds is daarvoor met ruim honderd bedrijven in gesprek. Doelstelling is om de portefeuille te bouwen rondom bedrijven die aantoonbaar stappen hebben gezet in het bijdragen aan de werkgelegenheid voor mensen met een arbeidsbeperking in Nederland. Voor dit mandaat geldt een langetermijnallocatiedoel van 1,2% met een bandbreedte van 0,95-1,45%.

Daarnaast heeft het fonds een specifieke investering in social bonds opgenomen. Dit zijn beursgenoteerde obligaties van ondernemingen of organisaties die de opbrengst van de obligatielening inzetten voor sociale doeleinden. Doestelling van deze portefeuille is het bijdragen aan het realiseren van het speerpunt ten aanzien van evenwichtige sociale verhoudingen.

Ten slotte is een specifieke investering in WSW-leningen opgenomen. Dit zijn onderhandse leningen aan woningcorporaties met een borgstelling door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). De leningen zijn bestemd voor nieuwbouw, onderhoud, renovatie en verduurzaming van sociale woningbouw. Doelstelling van deze portefeuille is daarmee eveneens het bijdragen aan het realiseren van het speerpunt ten aanzien van evenwichtige sociale verhoudingen.

e) Integratie van ESG-criteria

Het fonds maakt voor het fiduciair beheer van zijn beleggingsportefeuille gebruik van externe portefeuillebeheerders. Bij de selectie en evaluatie van portefeuillebeheerders worden duurzaamheidcriteria nadrukkelijk meegenomen. Ook is het fonds van mening dat portefeuillebeheerders ESG-criteria in hun beleggingsbeslissingen moeten meenemen. Verder wordt van portefeuillebeheerders verwacht dat zij het MVB-beleid van het fonds handhaven en naleven.

Naast de hiervoor genoemde specifieke investering in beursgenoteerde bedrijven die bijdragen aan de werkgelegenheid van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland bestaat de aandelenportefeuille uit één portefeuille voor ontwikkelde markten en één voor opkomende markten. Deze discretionaire portefeuilles worden in principe passief beheerd, met dien verstande dat een aantal doelstellingen op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen wordt gerealiseerd. Deze doelstellingen zijn alle ten opzichte van de benchmark en gebaseerd op de MSCI ESG-methodiek.

De doelstellingen[19] ten opzichte van de benchmark[20] zijn als volgt:
- het verbeteren van de algehele score op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen;
- reductie van de carbon footprint;
- verbetering van de score op de sociale factoren Labor Management en Health and Safety met 20% voor aandelen ontwikkelde markten;
- verbetering van de algemene Sociale score met 10% voor aandelen opkomende markten.

Daarnaast zijn ook voor de (reguliere) global-credits- en de EMD-HC-portefeuille vergelijkbare doelstellingen ten opzichte van de respectievelijke benchmarks[21] gedefinieerd.

Voor global credits:
- een hogere ESG-totaalscore;
- een lagere carbon footprint;
- een hogere score op zowel de Sociale als de Governance-score.

Voor EMD HC:
- een hogere ESG-totaalscore;
- een lagere carbon footprint;
- een hogere Freedom-Housescore.

en heeft het fonds een separate allocatie naar green bonds opgenomen.

3.3.3 Monitoring

Het fonds monitort periodiek de effecten van zijn MVB-beleid door middel van diverse rapportages:

a) **Reo-rapportage**
Het fonds ontvangt elk kwartaal een uitgebreid rapport met gedetailleerde informatie over de ontwikkelingen en resultaten van het engagementbeleid dat namens het fonds wordt uitgevoerd.

[19] *De verdere uitwerking is opgenomen in bijlage B van dit document en de Beheerafspraken PWRI.*
[20] *De corresponderende reguliere MSCI standaard index.*
[21] *Een gelijkgewogen combinatie van de Bloomberg US en Euro Aggregate Credit Index voor global credits en de JP Morgan EMBI Global Diversified Total Return Index voor EMD HC.*

b) Insluitingsbeleid
De resultaten van het insluitingsbeleid worden elk kwartaal met het fonds gedeeld.

c) Resultaten integreren ESG-criteria in de aandelenportefeuilles
In het kwartaalrapport wordt een overzicht gegeven van het bereiken van de geformuleerde doelstellingen ten opzichte van de benchmark. Daarnaast rapporteert het fonds over de carbon footprint van de aandelenportefeuille. Dit gebeurt in lijn met de Montreal Pledge die het fonds heeft onderschreven.

3.3.4 Verantwoording van het MVB-beleid

Inherent aan een MVB-beleid is het afleggen van verantwoording aan onze deelnemers en aan andere belanghebbenden. Om een volledig beeld te geven van de activiteiten en resultaten op het vlak van maatschappelijk verantwoord beleggen, publiceert het fonds:

- managementsamenvattingen op kwartaalbasis over engagementactiviteiten;
- stemrapportages op kwartaalbasis;
- MVB-jaarverslag: samenvatting van de belangrijkste activiteiten op het gebied van stemmen en engagement;
- uitsluitingenlijst: ondernemingen die niet voor belegging in aanmerking komen;
- de holdings inclusief omvang per holding op de website op kwartaalbasis.

3.4 Risicohouding

In het Besluit Financieel Toetsingskader (artikel 1a) is vastgelegd dat het bestuur van het fonds zorg draagt voor de vastlegging van de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding van het fonds. De organen van het fonds gebruiken deze doelstellingen en beleidsuitgangspunten bij de toetsing van de opdrachtaanvaarding voor het fonds ten aanzien van de uitvoering van de pensioenregelingen en bij de besluitvorming, de verantwoording, de advisering en het toezicht binnen het fonds. Het bestuur dient hierbij ernaar te streven om zo veel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de doelstellingen, het ambitieniveau van de toeslagverlening en de risicohouding, die ten grondslag liggen aan de pensioenregeling.

De risicohouding vormt de basis voor:

- De aanvaarding van de opdracht door het fonds
- Het vaststellen van het beleid door het bestuur
- De verantwoording achteraf van het bestuur over het gevoerde beleid

Het bestuur heeft overleg gevoerd met het verantwoordingsorgaan, de raad van toezicht en de sociale partners over de risicohouding en de uitkomsten van de aanvangshaalbaarheidstoets. Het resultaat van deze overleggen vormt het uitgangspunt voor de risicohouding van het fonds, zoals beschreven in de volgende paragrafen.

De belangrijkste overweging van de sociale partners is een consistent beleid: er zijn geen nieuwe risico's gepresenteerd; de gepresenteerde risico's bestonden al en de impact van het eventueel voordoen van deze risico's is nu weergegeven.

De (aanvangs-)haalbaarheidstoets heeft een signaalfunctie. Het bestuur gaat tijdig in gesprek met de sociale partners als de situatie daarom vraagt.

De risicohouding zal ten minste eenmaal per vijf jaar door het bestuur worden geëvalueerd.

Voor de ALM-studies ten behoeve van het vaststellen van het strategisch beleggingsbeleid voor zowel de jaren 2019-2021 als de jaren 2022-2024, heeft het bestuur besloten dat de risicohouding niet opnieuw behoefde te worden vastgesteld. De in 2015, na overleg met de

sociale partners en in overleg met het verantwoordingsorgaan, door het bestuur vastgestelde, risicohouding is als gegeven beschouwd. Dit op basis van de resultaten van de beperkte ALM-studie die in 2017 is gehouden[22], waaruit naar voren kwam dat het risicoprofiel de komende vijf jaar niet zou hoeven te worden aangepast. De resultaten van de ALM-studie van 2021 hebben deze uitkomst herbevestigd.

3.4.1 Kwalitatieve risicohouding

Het bestuur heeft een risicobewuste houding. Het fonds streeft ernaar om de nominale aanspraken waardevast na te komen in overeenstemming met de ambitie van sociale partners, zoals door het bestuur als opdracht is geaccepteerd. Hierop is het beleid gebaseerd. Het nemen van beleggingsrisico kan hierbij acceptabel zijn.

De mate van risicoacceptatie van het bestuur is onder andere gebaseerd op de volgende kwalitatieve overwegingen:

- De uit de uitvoeringsovereenkomst voortvloeiende premieomvang is klein in relatie tot de pensioenverplichtingen, waardoor de sturingskracht van premie-aanpassingen beperkt is. Er bestaan geen bijstortverplichtingen bij lage dekkingsgraden.
- Het fonds streeft naar een waardevast pensioen. De doelstelling van het fonds is een zo goed mogelijk pensioen te bieden tegen zo verantwoord mogelijke kosten. Het fonds heeft de ambitie om jaarlijks een toeslag te verlenen op de pensioenen. Toeslagverlening is echter altijd voorwaardelijk en afhankelijk van de financiële positie van het fonds.
- Doel van het beleggingsbeleid van het fonds is om binnen vooraf bepaalde risicogrenzen en een aanvaardbare premie, een optimaal rendement te behalen.
- Een afgewogen balans tussen te nemen risico's en het naar verwachting te realiseren beleggingsrendement is noodzakelijk om op langere termijn invulling te kunnen geven aan de pensioenambitie.
- Bij slechte economische omstandigheden acht het bestuur het uitlegbaar dat geen toeslagen worden verleend. Kortingen op de pensioenaanspraken en –uitkeringen dienen zoveel mogelijk voorkomen te worden.

De risicobereidheid van het bestuur kan worden beïnvloed door de actuele financiële positie van het fonds. Periodiek, minimaal eens per vijf jaar, wordt beoordeeld of de ambitie van het fonds nog haalbaar is. Het vasthouden aan een onmogelijke ambitie is immers niet zinvol. Bij de keuze voor een bepaald beleid wordt niet alleen een verwachte ontwikkeling beoordeeld maar ook scenario's die gunstiger of minder gunstig zijn dan de verwachte ontwikkeling. De ambitie dient in de meeste scenario's te kunnen worden behaald.

Als de financiële situatie van het fonds verbetert, wordt bij voorkeur minder risico genomen omdat de ambitie dan in evenveel of meer gevallen haalbaar is met minder risico.

3.4.2 Kwantitatieve risicohouding

De risicohouding wordt geconcretiseerd door de vaststelling van risicogrenzen (het vereist eigen vermogen en de grenzen van de haalbaarheidstoets). Bij een overschrijding vindt er een beleidsdiscussie plaats. Risicogrenzen maken het mogelijk om op een vooraf vastgelegde en objectieve manier te beoordelen of het risico hoger of lager is dan vooraf is toegestaan. Echter, bij overschrijding van risicogrenzen zal geen automatische aanpassing van beleid plaatsvinden, maar een kwalitatieve discussie, rekening houdend met de situatie en inzichten van dat moment.

---

[22] *Het primaire doel van deze ALM-studie was het onderzoeken van het beleggingsbeleid in relatie tot de indexatie-ambitie. Het betrof een vereenvoudigde ALM-studie, waarin (in eerste instantie) een aantal deterministische "wat-als" analyses (specifieke toekomstscenario's) werden uitgevoerd. Hierbij is onderzocht wat de effecten zouden zijn van een mogelijke geleidelijke afbouw van het risico in verband met de toekomst van het (krimpende) fonds.*

Het bestuur heeft de volgende risicohouding (lange termijn) vastgesteld met betrekking tot het pensioenresultaat:

Ondergrens 1: Vanuit de situatie waarbij dekkingsgraad gelijk is aan vereist eigen vermogen dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 100%.

Ondergrens 2: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de mediaan van het pensioenresultaat tenminste gelijk te zijn aan 95%.

Ondergrens 3: Vanuit de feitelijke dekkingsgraad dient de maximale afwijking ten opzichte van de mediaan in het geval van een “slechtweer scenario” (lees: 5e percentiel) 45% te bedragen.

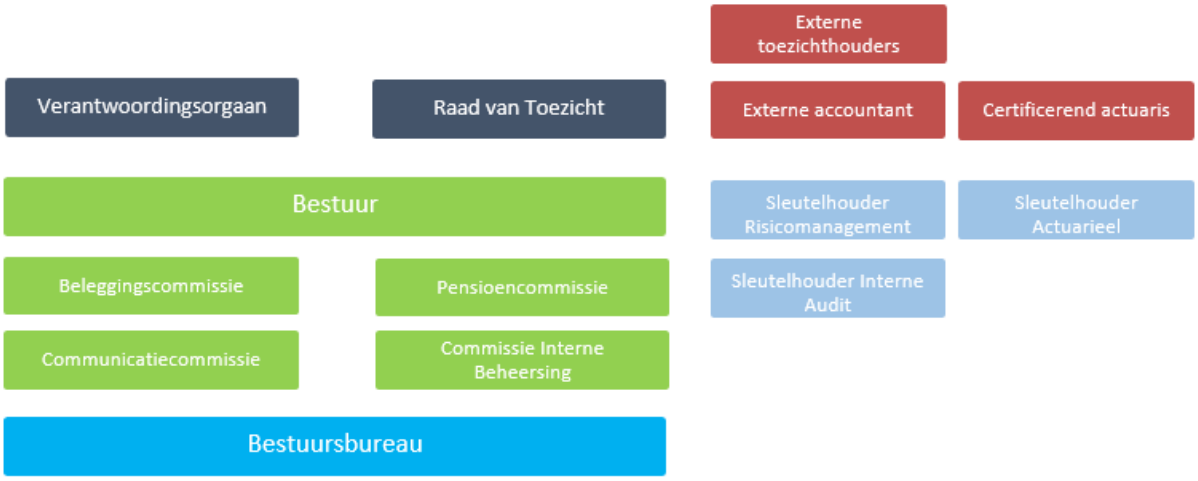
Het bestuur heeft de volgende risicohouding (korte termijn) vastgesteld met betrekking tot het vereist eigen vermogen: het vereist eigen vermogen van het fonds mag niet lager zijn dan 22% en niet hoger dan 28%. Hierbij wordt het VEV vastgesteld op basis van de lange termijn strategische gewichten zoals opgenomen in dit Strategisch Beleggingsbeleidsplan.

4. Governance en organisatie vermogensbeheer

4.1 Inleiding

Figuur 4.1 geeft de organisatiestructuur van het fonds weer naar de situatie medio 2021. De beschrijving van taken en verantwoordelijkheden die hieronder volgt, is beperkt tot hetgeen relevant is voor het vermogensbeheer.

Figuur 4.1: Organisatie PWRI



4.2 Taken en verantwoordelijkheden

4.2.1 Het bestuur

Het bestuur van het fonds is eindverantwoordelijk voor de beheerste en integere bedrijfsvoering over de gehele vermogensbeheerketen. Het stelt de kaders (beleid), monitort de uitvoering en draagt zorg voor een periodieke evaluatie van de bij de uitvoering betrokken partijen. Het vermogensbeheer is een van de activiteiten waarbij het bestuur ervoor kiest de werkzaamheden uit te besteden omdat daarmee de kwaliteit van de uitvoering voor deelnemers, werkgevers en bestuur het beste is gediend. Dit gebeurt volgens het uitbestedingsbeleid van het fonds.

Het bestuur beoordeelt op kwartaalbasis de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de risicopositie. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering van het beleggingsbeleid en stelt dit beleggingsbeleid vast. Het bestuur legt aan alle belanghebbenden verantwoording af over het gevoerde beleggingsbeleid en het risicobeheer door middel van het jaarverslag.

Het bestuur stelt de fiduciair manager aan, na advies van de beleggingscommissie.

4.2.2 Beleggingscommissie

De beleggingscommissie draagt zorg voor een adequaat strategisch beleggingsbeleid en jaarlijks beleggingsplan en legt dit ter advies voor aan het bestuur. Gezien het belang hiervan wordt het gehele bestuur bij de voorbereiding betrokken. De beleggingscommissie adviseert het bestuur over alle onderdelen van het beleggingsproces, waaronder de taken gerelateerd aan de uitvoering, monitoring en evaluatie inclusief de eerstelijns risicobeheersing. Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de beleggingscommissie het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) het beleggingsbeleid.
Extern deskundigen kunnen deel uitmaken van de beleggingscommissie.

4.2.3 Commissie Interne Beheersing

De commissie interne beheersing adviseert het bestuur over het intern beleid van het fonds, waaronder uitbestedingsbeleid, IT-beleid, integriteitsbeleid, geschiktheidsbeleid, gedragscode, screeningbeleid, regeling misstanden en het beloningsbeleid. De commissie interne beheersing is aanspreekpunt voor de sleutelfunctiehouders.

Desgevraagd dan wel op eigen initiatief adviseert de commissie interne beheersing het bestuur met betrekking tot (onderdelen van) integere en beheerste bedrijfsvoering en de andere beleidsgebieden die behoren tot de taken van de commissie interne beheersing. De taken gerelateerd aan de ondersteuning van de integere en beheerste bedrijfsvoering en de tweede/derdelijns risicobeheersing zijn belegd bij de commissie interne beheersing.

4.2.4 Bestuursbureau

Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie door het voorbereiden van vergaderingen en vergaderstukken (secretariaat) en het verzorgen van de operationele afstemming met de fiduciair en toezichthouders. Het bestuursbureau ondersteunt de beleggingscommissie verder door het geven van adviezen en bij het ‘in control’ zijn en blijven van het vermogensbeheer, onder meer door het toepassen van integraal risicomanagement. Het bestuursbureau kan gebruikmaken van de externe deskundigen of andere adviseurs.

4.2.5 Sleutelfunctiehouders

Sleutelfunctiehouder RMF
De sleutelfunctiehouder van de Risicomanagementfunctie (RMF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste lijn de opzet en werking van het risicobeheersingsraamwerk van het fonds inclusief de uitbestede werkzaamheden te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

Sleutelfunctiehouder AF
De actuariële functie is belast met de actuariële activiteiten zoals omschreven in artikel 22b lid 2 van het besluit implementatie herziene IORPII-richtlijn. De AF ondersteunt het bestuur met een oordeel over de berekening van de technische voorzieningen (TV).

Sleutelfunctiehouder IAF
De sleutelfunctiehouder van de Interne-auditfunctie (IAF) heeft als functiedoel om onafhankelijk van de eerste en tweede lijn de risicobeheersing en interne controle van de externe partijen en van de interne organisatie van het fonds te beoordelen, te monitoren en hierover te rapporteren aan het bestuur.

4.2.6 Fiduciair manager

In lijn met het uitbestedingsbeleid van het fonds is het beheer van de beleggingsportefeuille uitbesteed aan de fiduciair manager Columbia Threadneedle, die zorg draagt voor de rapportage, monitoring en compliance. De afspraken zijn vastgelegd in een dienstverleningsovereenkomst.

De fiduciair manager adviseert en ondersteunt het bestuur bij het ontwikkelen en opstellen van het strategisch beleggingsbeleid van het fonds, inclusief ALM-studie. De fiduciair manager voert bovendien dit strategisch beleid uit, inclusief het risicomanagement-, rente- en valuta-afdekkingsbeleid alsook het beleid op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen, conform het strategisch beleidsplan en het daaruit volgende jaarlijkse door het bestuur vastgestelde beleggingsplan.

De fiduciair manager heeft, binnen de overeengekomen grenzen zoals opgenomen in het jaarlijkse beleggingsplan en de beheerafspraken van het fonds, beperkte vrijheid om te beslissen over de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

Het bestuur verleent een mandaat aan de fiduciair manager om vermogensbeheerders te selecteren[23]. De fiduciair manager bereidt binnen de door het bestuur vastgestelde managerselectiecriteria de managerselectie voor en draagt zorg voor de adequate monitoring van fondsmanagers. De fiduciair manager legt verantwoording af over de managerselectie aan de beleggingscommissie.

De fiduciair manager volgt de vermogensbeheerders en de beleggingsinstellingen nauwlettend. Hij meet de resultaten en bewaakt of deze binnen de beleggingsrichtlijnen blijven en voldoen aan de prestatiemaatstaven. De fiduciair manager legt verantwoording af aan de beleggingscommissie door middel van maandelijkse- en kwartaalrapportages. De beleggingscommissie beoordeelt de dienstverlening van de fiduciair manager onder andere aan de hand van vooraf overeengekomen kritische succesfactoren en de monitoring rapportage (het risicodashboard) van Sprenkels &Verschuren (S&V).

4.2.7 Vermogensbeheerders

De vermogensbeheerders zijn verantwoordelijk voor het beheer van de verschillende beleggingsportefeuilles. Daarbij dienen zij de doelstellingen en randvoorwaarden in acht te nemen die zijn vastgelegd in de door het bestuur aan hen verleende mandaten.

4.2.8 Custodian

De custodian is verantwoordelijk voor de bewaarneming en het settelen van transacties en voor de rapportages.

4.2.9 Externe deskundigen

De externe deskundigen van de beleggingscommissie zijn integraal onderdeel van de beleggingscommissie. De externe deskundigen hebben een bancaire of beleggingsachtergrond en zijn nauw betrokken bij het opstellen van het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan. De externe deskundigen beschikken over een ruime beleggingsexpertise en kennis op het gebied van assetallocatie en vermogensbeheer en de daarmee verband houdende risico's.

4.2.10 RACI-tabel

Het fonds heeft een RACI-tabel opgesteld waarin inzicht wordt gegeven in de verantwoordelijkheden binnen de gehele vermogensbeheerketen. Dit gaat verder dan de juridische verantwoordelijkheden die zijn vastgelegd in de dienstverleningsovereenkomsten.

4.3 Inrichting risicomanagement

De taken en verantwoordelijkheden van de risicomanagementfunctie binnen het beleggingsproces zijn uitgewerkt in een RACI-tabel. De risicomanagementactiviteiten zijn gebaseerd op het risicomanagementproces zoals vastgelegd in het integraal risicomanagement(IRM)beleid.

De organisatie van het risicomanagement is gebaseerd op het 'three-lines-of-defence' (3LoD)-model waarin drie onafhankelijke 'verdedigingslinies' worden onderscheiden.

- De eerste lijn, de risico-eigenaar, is eigenaar van risico's en beheersmaatregelen en zorgt ervoor dat risico's gemitigeerd worden binnen de gedefinieerde risicotoleranties en limieten.

[23] *Hiervoor kan daarnaast, indien de expertise van de fiduciair manager op onderdelen niet toereikend is, een derde partij worden ingeschakeld.*

- De tweedelijns risicomanagementfunctie ondersteunt het bestuur in de beheersing van financiële en niet-financiële risico's met onafhankelijk advies en het uitvoeren van eigen deelwaarnemingen binnen de beleggingscyclus leidend tot een risk opinion.
- De derde lijn, de auditfunctie, geeft een onafhankelijke beoordeling van de risicobeheersing en het interne controlesysteem richting het bestuur.

5. Strategisch beleggingsbeleid

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het strategisch beleggingsbeleid van het fonds voor de jaren 2022 tot en met 2024 vastgelegd. De basis van dit beleid is de ALM-studie die in het voorjaar van 2021 is uitgevoerd.

5.2 Evaluatie beleggingscategorieën

Het fonds heeft voor aanvang van de ALM-studie van 2021 allereerst een evaluatie van de beleggingscategorieën uitgevoerd om vast te stellen welke categorieën in aanmerking komen voor opname in de beleggingsportefeuille van het fonds. Dit gebeurde aan de hand van de specifieke beleggingsovertuigingen[24] van het fonds, een reeks generieke criteria (rendement, risico, kosten, liquiditeit, complexiteit, diversificatie, inflatieafdekking en MVB) alsook een viertal fondsspecifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille en het beleid van de beheerder moet consistent zijn met het eigen MVB-beleid). Op basis hiervan is besloten of een beleggingscategorie 'passend' is voor het fonds en dus mee wordt genomen in de ALM- en portefeuille-constructiestudie voor mogelijke opname in de beleggingsportefeuille. Passend betekent derhalve niet per se dat een categorie wordt opgenomen. Zo kan een categorie op zichzelf aantrekkelijk zijn, maar op totaal portefeuilleniveau te weinig toegevoegde waarde bieden. Tevens wordt de governancebelasting van de totale portefeuille in ogenschouw genomen bij de vraag of een categorie onderdeel van de portefeuille dient uit te maken.

Tabellen 5.1, 5.2 en 5.3 geven beknopt de conclusies van de evaluatie uit 2020 weer. De beleggingscategorie converteerbare obligaties is in 2022 geherevalueerd, waarop de beoordeling is aangepast. Deze werd eerder als passend beoordeeld. De categorie wordt in 2023 als gevolg van deze aangepaste beoordeling uit de portefeuille verwijderd.

Tabel 5.1: Evaluatie beleggingscategorieën – zakelijke waarden

							Vastgoed		
		Aandelen	Convertibles	Private Equity	Hedge Funds	Infrastructuur	Beursgenoteerd vastgoed	Niet-beurs gen. vastgoed	Commodities
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger								
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities								
	3.Premie voor minder liquide beleggingen								
	4. Houd het simpel!								
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement								
	6. MVB loont								
Algemene criteria	1. Rendement								
	2. Risico (financieel)								
	3. Kosten								
	4. Liquiditeit								
	5. Eenvoud								
	6. Diversificatie								
	7. Inflatieafdekking								
	8. Specifieke criteria								
Oordeel		Passend		Niet passend	Niet passend		Passend	Passend	Niet passend

[24] *De beleggingsovertuigingen worden jaarlijks bezien. Voor de evaluatie van de beleggings-categorieën is de set gebruikt die in juni 2020 door het bestuur is vastgesteld. Deze wijkt weliswaar af van de meest recent geaccordeerde set die is opgenomen in paragraaf 3.2 in van dit document, maar dit leidt uiteindelijk niet tot een andere beoordeling van de passendheid van de beleggingscatgorieën*

Tabel 5.2: Evaluatie beleggingscategorieën – vastrentende waarden

		Staatsobligaties			Bedrijfsobligaties				
		Staatsobligaties Euro kernlanden	Staatsobligaties Euro niet-kernlanden	Staatsobligaties niet euro	Hoogwaardige bedrijfsobligaties (credits)	Green en Social Bonds	Laagwaardige bedrijfsobligaties (high yield)	LDI pools en discretionaire swaps	Nederlandse hypotheken (particulier)
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger								
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities								
	3.Premie voor minder liquide beleggingen								
	4. Houd het simpel!								
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement								
	6. MVB loont								
Algemene criteria	1.Rendement								
	2. Risico (financieel)								
	3. Kosten								
	4. Liquiditeit								
	5. Eenvoud								
	6. Diversificatie								
	7. Inflatieafdekking								
	8. Specifieke criteria								
Oordeel		Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend	Passend

Tabel 5.3: Evaluatie beleggingscategorieën – vastrentende waarden (vervolg)

		EMD						
		Obligaties opkomende landen Harde valuta	Obligaties opkomende landen Lokale valuta	Private debt	Onderhandse leningen	WSW-leningen	ABS	Micro- financiering
Beleggings-overtuigingen	1. Langetermijnbelegger							
	2. Aansluiting verplichtingen en reële ambities							
	3.Premie voor minder liquide beleggingen							
	4. Houd het simpel!							
	5. Hoge reële groei levert hoger rendement							
	6. MVB loont							
Algemene criteria	1.Rendement							
	2. Risico (financieel)							
	3. Kosten							
	4. Liquiditeit							
	5. Eenvoud							
	6. Diversificatie							
	7. Inflatieafdekking							
	8. Specifieke criteria							
Oordeel		Passend	Passend			Passend	Passend*	Niet passend

* Niet als aparte beleggingscategorie wel in fondsen

5.3 Investment cases

Voor de categorieën die als passend zijn bestempeld zijn investment cases opgesteld. Deze bestaan uit de volgende onderdelen:

1. Vaststelling of de categorie potentieel investeerbaar is voor het fonds.

2. Vastlegging van de wijze waarop het bestuur de categorie zou willen invullen (dit vormt input voor het managerselectieteam van de fiducair beheerder).

De uitgewerkte investment cases van alle, door het fonds als passend geclassificeerde, beleggingscategorieën zijn opgenomen in bijlage A. Voor de als niet-passend geclassificeerde beleggingscategorieën is in dezelfde bijlage alleen de argumentatie van die conclusie openomen. Deze categorieën zijn niet meegenomen in de ALM- en daaropvolgende portefeuilleconstructiestudie. Ook is voor deze categorieën geen investment case uitgewerkt.

5.4 ALM-studie 2021

5.4.1 Doelstelling en onderzoeksvragen ALM-studie 2021

Het primaire doel van de ALM-studie was om het strategisch beleggingsbeleid (inclusief de renteafdekking) vast te stellen dat aansluit op de doelstellingen en de risicohouding van het fonds. Daartoe is vooraf de volgende hoofdvraag geformuleerd:

- Is het huidige strategische beleggingsbeleid nog passend bij de risicohouding en ambitie van het fonds?

Er is zowel stilgestaan bij de resultaten bij het huidig FTK als het transitie-FTK[25].
De volgende onderliggende vragen werden behandeld:

- Is de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend bij het risicoprofiel van het fonds?
- Moet het bestaande dynamische rentebeleid aangepast worden als gevolg van de veranderde renteomgeving en/of de verwachte ontwikkeling van het deelnemersbestand van het fonds?
- Welke portefeuille is het best bestand tegen negatieve gevolgen van klimaatverandering?
- Wat is het maximum aan illiquide beleggingen dat het fonds zich kan permitteren?

Vooruitkijkend naar het veranderende deelnemersbestand wilde het bestuur bovendien graag een gevoeligheidsanalyse met betrekking tot de omvang en samenstelling van het deelnemersbestand laten uitvoeren. De onderliggende vraag die hier met name speelt is of het fonds al op relatief korte termijn risico moet gaan afbouwen vanwege (sterk) afnemende premie-instroom en, als gevolg daarvan, verminderde liquiditeit.

Ten slotte is getoetst of voorgenomen wijzigingen of het juist ongewijzigd laten van de strategische allocatie op hoofdlijnen op basis van de resultaten van de ALM-studie verstandig is om te implementeren gegeven de toekomst onder het nieuwe stelsel.

5.4.2 Uitgangspunten ALM-studie 2021

Voor de ALM-studie 2021 is uitgegaan van de financiële positie op 31 december 2020, het bestaande pensioen-, premie- en toeslagenbeleid en de beleggingsportefeuille volgens beleggingsplan 2021. Tevens is een robuustheidstoets uitgevoerd met een 10% hogere en lagere dekkingsgraad dan de stand van ultimo 2020.

Het fonds heeft ervoor gekozen om bij de studie met twee stochastische scenariosets te werken: een scenario waarbij de renteontwikkeling op basis van forwards is verondersteld en een scenario waarbij de renteontwikkeling op basis van mean-reversion[26] is verondersteld. Dit weerspiegelt het feit dat het fonds geen rentevisie heeft.

---

[25] Hierbij is het transitie-FTK zoals primo 2021 werd aangenomen dat het er uit zou gaan zien gehanteerd.
[26] In het mean-reversionscenario is verondersteld dat de 20-jaarsrente in tien jaar naar 2,0% groeit.

Verder is gekozen voor doorrekening met een zestal deterministische stress-scenario's: een Lockdown-, een stagflatie-, een voorspoed en een Goldilocksscenario en twee klimaatscenario's. Details ten aanzien van de uitgangspunten zijn opgenomen in bijlage B.

5.4.3 Resultaten ALM-studie 2021

Het bestuur heeft de resultaten van de ALM-studie in verschillende sessies uitgebreid besproken en is op grond daarvan tot de conclusie gekomen dat het huidig beleggingsbeleid nog passend is bij de risicohouding en ambitie van het fonds. Het bestuur kiest er daarbij voor om het langetermijnbeleid te blijven voeren en niet vooruit te lopen op een overgang naar het nieuwe pensioenstelsel en de dekkingsgraad voor de komende vijf jaar te stabiliseren.

De onderliggende vragen zijn als volgt beantwoord:

Is de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend bij het risicoprofiel van het fonds?
Op grond van de ambitie van het fonds om een koopkrachtbestendig pensioen na te streven en indexatieachterstanden in te halen is vastgesteld dat een 50/50-verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden nog passend is bij het risicoprofiel van het fonds en voor de komende drie jaar de optimale verhouding is.
Het offensiever insteken van de portefeuille (meer zakelijke waarden) leidt tot een verhoging van het risicoprofiel hetgeen gegeven de financiële situatie van het fonds (het fonds bevindt zich in een situatie van reservetekort) niet passend en mogelijk is.

Het defensiever insteken van de portefeuille (meer vastrentende waarden) leidt over een periode van vijf jaar tot eenzelfde pensioenresultaat, een grotere kans op rechtenkorting en (licht) lager toeslagresultaat. Over een periode van vijftien jaar zijn zowel het pensioen- als het toeslagresultaat lager en neemt de kans op rechtenkorting toe in het forwardsscenario en af in het mean-reversionscenario. Een defensievere portefeuille, dus met een grotere allocatie vastrentende waarden, leidt daarom niet tot een beter resultaat.

Moet het bestaande dynamische rentebeleid aangepast worden als gevolg van de veranderde renteomgeving en/of de verwachte ontwikkeling van het deelnemersbestand van het fonds?
Het bestuur heeft op basis van eerdere ALM-studies reeds geconcludeerd dat het voeren van een dynamisch rentebeleid waarde toevoegt. De veranderde renteomgeving leidt niet tot aanpassing van deze conclusie. Daarnaast is in 2020 de matchportefeuille, inclusief de renteafdekking in zijn geheel geëvalueerd en ge-optimaliseerd. In deze ALM-studie, ten slotte, is onderzocht of het renterisico voldoende wordt gemitigeerd of dat er meer of minder zou moeten worden afgedekt. De resultaten hebben niet geleid tot andere inzichten. Daarnaast is uit de analyses niet gebleken dat het fonds op korte of middellange termijn het totale risico moet gaan afbouwen. Het bestuur concludeert dat het dynamische rentebeleid geen aanpassing behoeft.

Welke portefeuille is het best bestand tegen negatieve gevolgen van klimaatverandering?
De resultaten van het onderzochte 4°-scenario verschillen nauwelijks van die van beide basisscenario's. De resultaten van het onderzochte 1,5°-scenario vertonen geen significant andere uitkomsten wanneer de verhouding zakelijk/vastrentend of de hoogte van de renteafdekking wijzigt. Het bestuur concludeert dat geen van de onderzochte portefeuilles significant beter bestand is tegen de negatieve gevolgen van klimaatverandering.

Wat is het maximum aan illiquide beleggingen dat het fonds zich kan permitteren?
Het bestuur concludeert aan de hand van de uitkomsten van de ALM-studie dat het huidige percentage illiquide beleggingen van 14,2% (na gehele opbouw niet-beursgenoteerd

vastgoed en afbouw private equity) een acceptabel risico behelst. Dit strategische percentage kan maximaal worden opgehoogd tot 20% van de totale beleggingsportefeuille.

5.5 Strategische portefeuille en overlaymanagement inclusief exposurelimieten

5.5.1 Strategische portefeuille

De resultaten van de ALM-studie 2021 hebben tot de volgende strategische portefeuille geleid voor de jaren 2022-2024:

g.	Vastrentende waarden	->	50%
h.	Zakelijke waarden	->	50%
i.	Afdekking renterisico	->	30-100% afhankelijk van het renteniveau[27]
j.	Afdekking valutarisico	->	0% aandelen opkomende markten[28] en EMD LC 50% aandelen ontwikkelde markten[29] 100% beursgenoteerd vastgoed in opkomende markten en alle overige obligaties

De onderliggende invulling van de beide subportefeuilles wordt jaarlijks aan de hand van actuele economische verwachtingen in het najaar door middel van een portefeuilleconstructiestudie vastgesteld. Uitgangspunt hierbij is de invulling zoals gebruikt in de ALM-studie. Eventuele wijzigingen leiden netto tot een vergelijkbaar of eventueel marginaal lager VEV zodat het uit de ALM-studie resulterende risicoprofiel behouden blijft. De precieze invulling van de subportefeuilles is terug te vinden in de beleggingsplannen van het fonds.

De lange termijn strategische gewichten van de illiquide beleggingscategorieën binnen zakelijke waarden, te weten private equity en niet-beursgenoteerd vastgoed, zijn vastgesteld op respectievelijk 0,0 en 7,0% van de totale beleggingsportefeuille.

5.5.2 Match/returnverdeling

Door middel van de ALM-studie wordt de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden vastgesteld. Daarnaast heeft het fonds een keuze gemaakt welke beleggingscategorieën onderdeel vormen van de match- en welke van de returnportefeuille. De verhouding matchportefeuille/returnportefeuille is derhalve een gecombineerd resultaat van de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden, de keuze of een categorie onderdeel vormt van de match- of de returnportefeuille en de uitkomsten van de portefeuilleconstructiestudie. Deze verhouding ligt voor het fonds rond de 40/60. De precieze strategische verhouding is terug te vinden in het beleggingsplan.

5.5.3 Rentebeleid

Renterisico

Het renterisico, het risico dat het fonds loopt door renteontwikkelingen, is potentieel één van de belangrijkste risico's voor het fonds vanwege de veel langere looptijd van de verplichtingen ten opzichte van de bezittingen. Het fonds heeft daarnaast de wens de beleggingen te laten aansluiten bij de pensioenverplichtingen. Deze zijn in het huidig pensioencontract nominaal en een zekere mate van zekerstelling wordt daarom relevant

---

[27] De details van het strategisch rentebeleid van het fonds zijn opgenomen in paragraaf 5.5.3 van dit document.
[28] Inclusief de insluitingsportefeuille en beursgenoteerd vastgoed.
[29] De exposure naar Britse ponden ten aanzien van de resterende beleggingen in private equity wordt 100% afgedekt.

geacht. In combinatie met de reële ambitie van het fonds heeft dit ertoe geleid dat het fonds ex ante ten minste 30% van het renterisico van de voorzieningen op basis van de marktrente (euroswapcurve) af wil dekken.

Het fonds waakt ervoor om het renterisico in isolement te beoordelen. Vanwege de ambitie om de pensioenen te indexeren loopt het fonds tevens inflatierisico. Bij de vaststelling van het rentebeleid kijkt het fonds daarom niet alleen naar de ontwikkeling van de nominale balanspositie, maar ook naar bijvoorbeeld de koopkrachtontwikkeling voor haar deelnemers. Voorts wenst het fonds zich niet blind te staren op één rentevisie, maar toetst het de robuustheid van zijn (rente-)beleid onder verscheidene economische scenario's.

Dynamisch rentebeleid en rentestaffel

Het fonds is de mening toegedaan dat het renterisico (de kans op een daling van de rente) groter is bij een hoge rente dan bij een lage rente, wat aansluit bij de solvabiliteitseisen van pensioenfondsen (de VEV-systematiek).

Uit ALM-resultaten is bovendien naar voren gekomen dat implementatie van een rentestaffel voor het fonds beter kan uitpakken dan een vaste afdekking. De kansen op een dekkingstekort en een reservetekort over vijftien jaar pakken lager uit in een staffelvariant omdat daar winst wordt genomen bij een hogere rente. Het fonds hanteert daarom een dynamisch rentebeleid, waarbij het fonds het renterisico meer afdekt naarmate de rente hoger is.

Tabel 5.4: Rentestaffel PWRI[30]

30-jaars euro swaprente		**Afdekking renterisico**
Ondergrens	**Bovengrens**	
<<	1,5499%	30,0%
1,3500%	1,7499%	32,5%
1,5500%	1,9499%	35,0%
1,7500%	2,1499%	38,0%
.....	.....	.....
3,7500%	4,1499%	66,0%
.....	.....	.....
5,7500%	6,1499%	92,5%
5,9500%	6,3499%	95,0%
6,1500%	6,5499%	97,5%
6,3500%	>>	100,0%

De gehanteerde economische scenario's en de daaruit voortvloeiende resultaten uit de ALM-studies hebben geleid tot de rentestaffel zoals weergegeven in tabel 5.4. De in de tabel weergegeven percentages voor de afdekking van het renterisico zijn op ex ante basis. Ultimo elk kwartaal wordt bepaald wat het strategisch afdekpercentage voor het fonds is en of het werkelijke percentage hier nog in voldoende mate mee overeenkomt. Om al te grote stappen, en daarmee hoge transactiekosten, te vermijden is de strategische staffel verfijnd tot rentestappen van 0,2%. De bandbreedte rondom het afdekkingspercentage zoals opgenomen in tabel 5.4 is +/-2,5%. Hiermee wordt enerzijds geborgd dat er niet te vaak hoeft te worden gehandeld, maar dat anderzijds een eventuele transactie niet als relatief groot in de markt wordt gekenmerkt.

[30] *De volledige staffel wordt elk jaar opgenomen in een bijlage van het Beleggingsplan: het document Beheerafspraken PWRI.*

De bijdrage van de vastrentendewaardeportefeuille aan de renteafdekking, die bij de huidige strategische assetmix rond de 20% ligt, vormt de absolute ondergrens voor de renteafdekking. De beleidsondergrens is hoger gelegd: op 30,0%. Dit betekent dat de vastrentendewaardenportefeuille de basis vormt voor de renteafdekking en dat deze, waar nodig, wordt aangevuld met derivaten.

De maximale renteafdekking is 100%. Dit wordt bereikt als de rente 6,35% of hoger is. Het fonds ziet geen toegevoegde waarde in een overafdekking.

Componenten renterisico en beheersing daarvan

Het niveau van de renteafdekking levert de hoogste bijdrage aan het renterisico. Het renterisico verklaart ongeveer de helft van de tracking error[31] versus de verplichtingen die circa 10% bedraagt. De bijdrage van het renterisico (S1) aan het VEV, wat meer een indicatie van de staartrisico's geeft, is bij de huidige rentestand rond de 10%-punt. Binnen het door het fonds afgegeven mandaat zijn de volgende basisrisico's te onderscheiden:

- **Spreadrisico:** Onderdeel uitmakend van de matchportefeuille, en dus meetellend voor de renteafdekking, zijn die instrumenten die een correlatie van 0,5 of hoger hebben met de euroswaprente. Dit zijn behalve swaps (via LDI-pools of discretionair) en de diverse typen eurostaatsleningen ook euro en euro-afgedekte investment grade bedrijfsobligaties, green bonds, social bonds, hypotheken en WSW-leningen.

  De waarde van de matchportefeuille kan daarmee ook beïnvloed worden door andere effecten dan rentewijzigingen zoals veranderingen in de kredietwaardigheid en daarmee de spread. Het spreadrisico bepaalt het grootste deel (ongeveer 80%) van de tracking-errorcontributie van de matchingportefeuille. Met name in tijden van lage rente en dus lagere renteafdekking, kan het spreadrisico ervoor zorgen dat de ex post renteafdekking relatief veel afwijkt van de ex ante afdekking. Over langere termijn zal dit zich in het algemeen meer uitmiddelen. Daarnaast treft het fonds maatregelen om dit risico te mitigeren en gaat het in absolute zin om geringe bedragen. Het fonds vindt het resulterende risico daarmee acceptabel en loopt het uiteindelijk ook bewust omdat het verwacht dat hiermee extra rendement kan worden behaald.

- **Curverisico:** Curverisico is een gevolg van niet-parallelle verschuivingen van de rentecurve. Dit risico treedt onder andere op doordat bij het afdekken van het renterisico, zoals aangegeven, grotendeels gebruik wordt gemaakt van andere instrumenten dan renteswaps en speelt een grotere rol naarmate het renterisico meer wordt afgedekt.

  Voor de verdeling van de renteafdekking over de curve wordt gewerkt met tien looptijdbuckets en een bandbreedte per looptijdbucket van +/-5% (ten opzichte van het totale renterisico, DV01, van de totale verplichtingen). Voor overschrijdingen van de bandbreedte is in de beheerafspraken aangegeven hoe en binnen welke termijn de rentegevoeligheid weer in lijn wordt gebracht met de strategische norm. In de twee buckets met de langste looptijden worden geen extra instrumenten (bovenop de al aanwezige instrumenten binnen de vastrentendewaardenportefeuille) aangekocht. De rente is in dit ultralange segment minder liquide dan voor korte looptijden, en de rente ligt in dit ultralange segment ook vaak lager dan voor het lange segment.

  Het curverisico is kleiner dan afwijkingen van het renterisico zelf, waardoor er een grotere bandbreedte dan de 2,5% die geldt voor de totale renteafdekking acceptabel

[31] *Maat voor het verschil in rendement tussen beleggingen en verplichtingen.*

is. Curvemismatch heeft bij lage rentes betrekkelijk weinig invloed op de tracking error en het VEV.

Omdat curverisico vooral ontstaat wanneer aangrenzende buckets onder- of overwogen zijn geraakt, geldt in aanvulling op de bandbreedte per bucket een additionele bandbreedte van +/-5% voor de vier buckets met de kortste looptijden en de vier buckets met de langste looptijden.

Het fonds monitort het curverisico elk kwartaal. Analyse van de mismatch en de bijdrage van de verschillende risico's heeft uitgewezen dat het fonds het curverisico afdoende heeft ingeperkt.

- **Hedge-levelrisico:** De afdekking kan binnen de bandbreedte van +/-2,5% afwijken van het doelniveau. De bijdrage van dit risico aan de mismatch kan op korte termijn relatief groot zijn, maar is over langere termijn beperkt.

- **Tegenpartijrisico:** Dit risico ontstaat vooral bij bilateraal afgesloten swaps. De swaps in de LDI-fondsen zijn echter louter geclearde renteswaps met door de toezichthouder goedgekeurde centrale tegenpartijen. Daardoor is ook dit risico voldoende ingeperkt.

- **Liquiditeitsrisico:** In de context van de matchportefeuille ontstaat liquiditeitsrisico wanneer, als gevolg van rentestijging, onvoldoende cash aanwezig is of beschikbaar gemaakt kan worden. Dit risico is bij lage renteafdekking zeer beperkt.

- **Operationele risico's:** De hoogte van de renteafdekking is in werkelijkheid veelal anders dan het strategische beleid aangeeft. Dit risico wordt gemitigeerd door de vele checks bij de beheerder en een onafhankelijke check[32] die daarnaast wordt uitgevoerd op de (ex ante en ex post) gegevens.

De bijdragen van de spreadontwikkeling, het curverisico en het hedge-levelrisico worden in de ex post effectiviteitsrapportage afzonderlijk gemeten.

Om het risico op grote afwijkingen te beperken heeft het fonds in de beheerafspraken opgenomen dat het fonds wanneer het verschil tussen de gerealiseerde renteafdekking en de beoogde renteafdekking gemiddeld over vier kwartalen groter wordt dan 1%[33] zal bepalen of maatregelen noodzakelijk zijn. De 1%, die gedefinieerd is als de mismatch in euro gedeeld door de totale verplichtingen van het fonds, vormt daarmee geen harde grens maar een signaleringsgrens waarboven nogmaals beoordeeld moet worden of de restricties wel streng genoeg zijn en of aanvullende acties noodzakelijk zijn.

Inrichting matchingmandaat

De invulling van de renteafdekking vindt plaats middels de matchportefeuille. In de matchportefeuille bevinden zich LDI-pools, met daarin swaps en allocaties naar veilige staatsobligaties (discretionair, Nederland, Duitsland, Frankrijk, 10+ looptijden), staatsleningen van de euro kernlanden, staatsleningen van de euro-periferie, global credits, green bonds, social bonds, hypotheken en WSW-leningen.

---

[32] Uitgevoerd door Sprenkels&Verschuren.

[33] De signaleringsgrens van 1% is als volgt vastgesteld: Uit een analyse met het ABC-model blijkt dat de inrichting van de matchportefeuille voor ongeveer 1%-punt bijdraagt aan de totale tracking error van de portefeuille ten opzichte van de verplichtingen. Om deze 1% naar een effect op kwartaalbasis te herrekenen, wordt 1% gedeeld door $\sqrt{4} \rightarrow 1\%/2 = 0{,}5\%$. Wanneer 1% wordt overschreden, heeft er dus een 2x standaarddeviatie-event plaatsgevonden.

Het matchingmandaat van het fonds is een beheermandaat, wat betekent dat de beheerder de afdekking en curveposities binnen de bandbreedtes zoals hiervoor beschreven beheert. Het is een passief mandaat, wat betekent dat er niet actief door de beheerder afwijkende posities kunnen worden ingenomen. Afwijkingen van afdekkingsposities zullen derhalve door marktbewegingen tot stand komen en zijn geen resultaat van actieve beslissingen van de beheerder.
Er wordt alleen tot herbalancering overgegaan op het moment dat de afdekking of de curveposities buiten de bandbreedtes zijn geraakt op kwartaaleinde. Er is voor deze frequentie gekozen om te voorkomen dat te vaak moet worden geherbalanceerd.

De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken die onderdeel zijn van het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds.

5.5.4 Valutabeleid

Het fonds hanteert als uitgangspunt dat valutarisico op lange termijn onbeloond is. Dat wil zeggen dat het nemen van valutarisico geen positief of negatief rendement oplevert. Vanuit dat oogpunt, en gezien de langetermijnhorizon van het fonds, zou het valutarisico niet afgedekt hoeven worden. Valutarisico levert echter wel extra volatiliteit op, wat via de solvabiliteitstoets tot hogere solvabiliteitseisen leidt. Voor nominale beleggingscategorieën zoals obligaties is het valutarisico veelal dezelfde orde van grote als het rente- en/of kredietrisico en weegt het kortetetermijnrisico daarom zwaarder. Hierdoor valt afdekken van het valutarisico te prefereren. Voor de meer reële beleggingscategorieën zoals aandelen heeft het niet volledig afdekken de voorkeur.

Ongeveer de helft van de beleggingsportefeuille is belegd in valuta's anders dan de euro. Indien het valutarisico helemaal niet wordt afgedekt zou dit tot een ca. 3% hoger vereist eigen vermogen leiden dan wanneer het valutarisico volledig wordt afgedekt. Gehele of gedeeltelijke afdekking van het valutarisico speelt dus risicobudget vrij dat rendabel ingezet kan worden, bijvoorbeeld door te beleggen in aandelen. Daar staat tegenover dat afdekking van valutarisico kosten met zich brengt, in het bijzonder de kosten van het aangaan en doorrollen van valutatermijntransacties. De meeropbrengsten van het vrijspelen van risicobudget door het afdekken van valutarisico dienen derhalve afgezet te worden tegen de kosten daarvan.

Door de methodiek die bij de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV) wordt gehanteerd, neemt het VEV steeds minder af, naarmate er meer van het valutarisico wordt afgedekt. Tegelijkertijd nemen de kosten voor verdere afdekking toe. Met name voor de valuta's van opkomende markten zijn deze kosten relatief hoog. Bovendien spelen diverse andere praktische overwegingen een rol ten aanzien van valuta's van opkomende landen, zoals:

- de controles die diverse landen van tijd tot tijd op hun valuta's uitoefenen;
- diverse valutatermijncontracten, waaronder die van enkele grotere opkomende landen zoals Korea en Taiwan, kunnen off-shore alleen verhandeld worden door middel van non-deliverable forwards (NDFs) die hun eigen vraag-aanboddynamiek kennen;
- soms is alleen afdekking via de Amerikaanse dollar mogelijk, waardoor er twee transacties aangegaan moeten worden, hetgeen tot een stapeling van kosten leidt.

Van de beleggingen in vreemde valuta's is circa 75% in valuta's van ontwikkelde landen belegd en circa 25% in valuta's van opkomende landen. Door de vreemde valuta's van de obligaties ontwikkelde landen geheel en aandelen ontwikkelde landen gedeeltelijk af te dekken, wordt de grootste reductie in het VEV behaald tegen beperkte kosten. Additionele afdekking van het valutarisico van opkomende landen zou slechts tot een marginale verdere vermindering van het VEV leiden. Daarentegen zijn de kosten voor deze additionele afdekking aanzienlijk. Bovendien is er sprake van spreiding over meerdere vreemde valuta's.

Alles afwegende heeft het fonds ervoor gekozen om het valutarisico als volgt af te dekken:

Tabel 5.5: Strategische doelstelling valuta-afdekking

	Ontwikkelde markten	Opkomende markten
Aandelen[34]	50%	0%
Beursgenoteerd vastgoed[35]	100%	0%
EMD local currency	0%	0%
Overige obligaties	100%	100%
Private equity	100%[36]	0%

Inrichting valuta-afdekking

Het afdekken van het valutarisico gebeurt op passieve wijze binnen een bandbreedte van +/- 2% van het doelafdekkingspercentage. Voor het bepalen van het af te dekken bedrag wordt gebruik gemaakt van de feitelijke exposure, behalve bij beursgenoteerd vastgoed waar dit wordt gedaan op basis van de benchmarkexposure.

Voor het afdekken van het valutarisico kan gebruik gemaakt worden van FX-spots, FX-forwards, FX-swaps en NDF's met looptijden van 1 tot 3 maanden.

Er wordt naar de norm geherbalanceerd indien de valuta-afdekking op maandeinde buiten de bandbreedte is geraakt.

De gedetailleerde mandaatafspraken zijn opgenomen in de meest recente versie van de beheerafspraken die onderdeel zijn van het jaarlijkse beleggingsplan van het fonds.

[34] Voor de insluitingsportefeuille wordt alleen de positie in Amerikaanse dollars voor 50% afgedekt.
[35] Bij beursgenoteerde vastgoedaandelen gelden dezelfde afwegen tussen korte en lange termijn als voor reguliere ontwikkeldemarktenaandelen maar heeft de korte termijn, in de vorm van de VEV-restrictie, geresulteerd in de keuze voor volledige afdekking van het valutarisico.
[36] De GBP-exposure ten aanzien van de resterende allocatie naar private equity wordt afgedekt.

6. Risicobeheersing

6.1 Algemeen

Het bestuur heeft beleid geformuleerd ten aanzien van de beheersing van de risico's waaraan het pensioenfonds wordt blootgesteld. Binnen het integraal risicomanagementraamwerk wordt aandacht geschonken aan de financiële en niet financiële risico's. De door het bestuur vastgestelde risicohouding vormt het uitgangspunt voor de opzet en inrichting van het strategisch beleggingsbeleid. Op basis van de risicohouding stelt het bestuur het acceptabele risicobudget vast, waarbij tevens een kader wordt geformuleerd op welke wijze omgegaan wordt met positieve of negatieve uitkomsten. De beleggingsrisico's komen terug in het vereist eigen vermogen (VEV), zijnde de omvang van het eigen vermogen waarover het pensioenfonds minimaal zou moeten beschikken. Het VEV mag maximaal drie punten afwijken van de vastgestelde strategische norm. Bij de maximale overschrijding vindt herallocatie plaats, zodanig dat de VEV wordt teruggebracht naar de norm. De vaststelling van het VEV, en daarmee van de weging van de afzonderlijke financiële risico's, is voorgeschreven in de pensioenwet (art 132 PW en art.138 PW). Het pensioenfonds heeft deze financiële risico's geïdentificeerd. Conform wet- en regelgeving wordt hier in de uitvoering van het beleggingsbeleid rekening mee gehouden middels het deels afdekken van deze risico's en het zorgdragen voor een grote mate van spreiding over de verschillende beleggingscategorieën, hetgeen risicomitigerend werkt.

Het risico- en rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille wordt afgestemd op het deelnemersbestand en de pensioenaanspraken. Dit gebeurt in de ALM-studie. Het totale risiconiveau van het vermogen dient gegeven de rendementsdoelstelling van het fonds zo laag mogelijk te zijn. Het strategisch beleggingsbeleid en het jaarlijks beleggingsplan geven hier invulling aan. In de uitvoering van het beleggingsbeleid loopt het fonds een aantal risico's waarvan de belangrijkste onderstaand zijn benoemd.

6.2 Risico-identificatie

Matchingrisico en renterisico

Het matchingrisico en het renterisico hebben betrekking op het niet gematcht zijn van de bezittingen (zoals de rente op obligaties en leningen op schuldbekentenis) met de verplichtingen dan wel de inkomsten en uitgaven binnen een bepaalde looptijd.

Marktrisico

Het marktrisico heeft betrekking op het blootstaan aan wijzigingen in marktprijzen van verhandelbare financiële instrumenten binnen een (handels-)portefeuille.
Door portefeuillediversificatie en het afgeven van concrete risicobudgetten aan vermogensbeheerders wordt het marktrisico beheerst.

Inflatierisico

Het inflatierisico is het risico op grote prijsstijgingen waardoor geld feitelijk minder waard wordt. Het fonds heeft een reële ambitie en wil de toegezegde pensioenen derhalve mee laten stijgen met de inflatie. Door het nominale renterisico maar gedeeltelijk af te dekken beperkt het fonds de impact van oplopende nominale rentes als gevolg van oplopende inflatie op de reële ambitie. Daarbij bestaat ongeveer de helft van de beleggingsportefeuille uit reële beleggingen wat het inflatierisico verder beperkt.

Kredietrisico

Het kredietrisico is het risico dat een tegenpartij op het overeengekomen moment niet kan voldoen aan zijn verplichtingen. De fiduciair manager monitort dit. De fiduciair manager voert het collateral management uit. Voordat er transacties worden gedaan met de tegenpartij wordt er eerst een contract overeen gekomen. In het contract worden wederzijdse rechten en plichten vastgelegd. Hierbij valt te denken aan de omvang en aard van het onderpand alsmede de uitwisselfrequentie. Alleen onderpand van de hoogste kwaliteit is acceptabel.

Valutarisico

Het valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingen verandert door veranderingen in valutakoersen.

Liquiditeitsrisico

Het liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het fonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Waar de overige risicocomponenten vooral de langere termijn betreffen (solvabiliteit), gaat het hierbij om de kortere termijn. Dit risico kan worden beheerst door in het strategisch beleggingsbeleid voldoende ruimte aan te houden voor de liquiditeitsposities.

Concentratierisico

Het concentratierisico kan optreden als een adequate spreiding van bezittingen ontbreekt. Concentratierisico's kunnen optreden bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen. Een portefeuille van leningen die sterk sectorgebonden is, kan door deze sectorconcentratie een verhoogd risico lopen. Indien aandelen in dezelfde sector worden aangehouden is sprake van een cumulatief concentratierisico.

Operationeel risico

Het operationeel risico is het risico van een onjuiste afwikkeling van transacties, fouten in de verwerking van gegevens, het verloren gaan van informatie, fraude en dergelijke. Het fonds beheerst dergelijke risico's door hoge kwaliteitseisen te stellen aan de organisaties die bij de uitvoering betrokken zijn. Deze kwaliteitseisen betreffen onder meer de interne organisatie, procedures, processen, controles en de kwaliteit van geautomatiseerde systemen.

6.3 Risicomonitoring

Het fonds monitort de uitvoering van haar beleid binnen de vastgestelde risicogrenzen onder meer aan de hand van de ontwikkeling van:

- de (beleids)dekkingsgraad
- het VEV
- de tracking error ten opzicht van de verplichtingen
- de premies ten opzichte van de uitkeringen
- het verloop en ontwikkeling van de beleggingen
- de renteafdekking
- de valuta-afdekking
- tegenpartijrisico's
- liquiditeitsrisico's
- concentratierisico's
- operationele risico's.

Bijlage A: Investment Cases

In deze bijlage volgt per categorie de doelstelling om er in te beleggen en de rendementsverwachting, de risico's die daarmee gepaard gaan, een korte beschrijving van de mate van transparantie en de te verwachte kosten die gepaard gaan met het beleggen in de desbetreffende categorie. Dit staat dus nog los van de huidige aantrekkelijkheid (onderdeel 3), welke bij de voorbereiding van het beleggingsplan aan de orde zal komen.

Daarna is een uitwerking van de toets op de passendheid opgenomen. Dit is op basis van de beleggingsovertuigingen[37] van het fonds en een aantal algemene criteria.

Ten slotte volgt een beschrijving van de manier waarop de beleggingsmandaten volgens het fonds bij voorkeur ingericht moeten worden. Dit geeft invulling aan het vraagstuk hoe het fonds in een categorie wenst te beleggen. Tegelijkertijd vormt dit kader het uitgangspunt voor de managerselectie en de feitelijke opdrachtformulering richting de geselecteerde manager.

De inrichting van de beleggingsmandaten wordt periodiek (elke drie jaar) geëvalueerd. Hiervoor vormen de investment cases de basis.

Algemene vereisten voor alle mandaten van het fonds

Naast de vereisten zoals hierna beschreven in de individuele investment cases is er nog een aantal criteria dat voor alle mandaten geldt. Ten eerste heeft het fonds een viertal specifieke criteria gedefinieerd waaraan alle mandaten moeten voldoen:

- Geen outperformance fee (tenzij er zwaarwegende argumenten zijn om dit wel toe te staan);
- Geen securities lending[38];
- Volledige doorkijk in de portefeuille;
- Het beleid van de beheerder moet consistent zijn met het eigen MVB-beleid.

Daarnaast mogen derivaten niet ingezet worden voor performancedoeleinden. Deze instrumenten kunnen alleen gebruikt worden voor efficiënt portefeuillebeheer en/of risicobeheersing.

Uitgangspunt voor de keuze tussen een actief of passief mandaat is dat er door het fonds een pragmatische keuze wordt gemaakt gegeven de afwegingen binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG. Hierbij geldt voor kosten het uitgangspunt dat deze marktconform moeten zijn.

---

[37] De beleggingsovertuigingen zijn nadat deze toets meest recent is uitgevoerd, in aanloop naar de ALM-studie van 2021, herzien. Het bestuur heeft vastgesteld dat deze herziene set beleggings-overtuigingen hier niet tot andere uitkomsten leidt.

[38] Het fonds heeft als beleid dat het in principe geen security lending toestaat. In die gevallen waarin het niet toestaan van security lending zou leiden tot onevenredig hoge extra kosten, doordat er bijvoorbeeld vanuit een gepoolde belegging een overgang zal moeten plaatsvinden naar een discretionaire belegging, zal het fonds een zorgvuldige afweging maken tussen deze extra kosten en de principiële bezwaren tegen security lending.

Aandelen

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Aandelen hebben een plek in de returnportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn op aandelen wordt behaald, komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities.

Rendement

Het rendement op aandelen is een vergoeding voor het risico dat de verschaffer van het eigen vermogen van een onderneming loopt. Tegenover dat risico staat een aandeel in de winst. Theoretisch is het rendement op aandelen gelijk aan het dividendrendement plus de winstgroei. Het rendement op aandelen varieert enorm over de tijd, afhankelijk van economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. Gemiddeld kan worden uitgegaan van een risicopremie op de lange termijn van 3% voor de ontwikkelde markten. Voor opkomende markten is, in lijn met de hogere groei en het hogere risico, een risicopremie van 4% een goede aanname.[39]

Beschrijving risico's

De risico's voor aandelen worden binnen het FTK vooral gevat in S2, daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico (S3) dat voor ontwikkelde markten goed afgedekt kan worden; voor opkomende markten is dat lastiger.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Gegeven het grote aantal aandelen in de benchmark (bijna tweeduizend voor ontwikkelde markten, ruim duizend voor opkomende markten) is het concentratierisico goed beheersbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van vastrentende waarden.

De liquiditeit van de beleggingscategorie aandelen is zeer goed.

Tabel A1: Impact aandelen op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Hoog voor ontwikkelde landen, zeer hoog voor opkomende landen.
S3: Valutarisico	Voor ontwikkelde markten op lange termijn naar verwachting beperkt. Daarbij komt dat afdekken kosten met zich meebrengt. Op korte termijn is dit risico groter, maar het kan goed, tegen beperkte kosten, worden afgedekt. Voor opkomende markten is dit risico veel groter, maar wordt juist veelal verwacht dat de valuta zich gunstig zal ontwikkelen en het risico dus beloond wordt. Het afdekken is daarnaast vaak moeilijk en kostbaar.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error.

[39] *Om het hieruit volgende verwachte rendement te bepalen dat het fonds als doelstelling hanteert, wordt de hier vermelde lange termijn risicopremie opgeteld bij de 10-jaarsrente.*

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in aandelen worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van aandelen laag, waarbij beheerfees van 0,1% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, waarbij beheerfees afhankelijk van de subcategorie waarin wordt belegd op kunnen lopen richting 1,0%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden maakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A2: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Weliswaar is de volatiliteit van aandelen hoog, op de lange termijn staat hier ook een hoog rendement tegenover.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Het hoge rendement dat op de lange termijn op aandelen wordt behaald komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities. Bij aandelen is voorts sprake van een kasstroom in de vorm van een dividendrendement, hetgeen aansluit bij de verplichtingen die immers ook uit kasstromen bestaan. De samenhang van aandelenkoersen met de rente is afhankelijk van de economische omgeving.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Aandelen behoren tot de meest liquide beleggingscategorieën.
	4. Houd het simpel!	De fundamenten van aandelen zijn eenvoudig uitlegbaar en leiden niet tot bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	In de categorie aandelen is het eenvoudig mogelijk om meer te alloceren naar markten met een hoge reële groei, zoals opkomende markten, alsook aan ondernemingen die op groei gericht zijn
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Er kan gemakkelijk invulling gegeven worden aan het MVB-beleid van het fonds door toepassing van een uitsluitingenlijst, engagement en integratie van ESG-criteria.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	Er bestaat in de academische literatuur weliswaar geen eenduidigheid over de hoogte van de risicopremie op aandelen, dat deze bestaat is goed onderbouwd.
	2. Risico	Tegenover het hoge verwachte rendement staat ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van aandelen laag, waarbij beheerfees van 0,1% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt. Actief beheer is duurder, waarbij beheerfees op kunnen lopen richting 1%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.
	4. Liquiditeit	Aandelen hebben keer op keer bewezen een bijzonder liquide categorie te zijn, hoewel dit in tijden van stress wel een prijs kan hebben.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Op alle subcriteria scoren aandelen goed. Het is een transparante beleggingscategorie. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico's en de vereiste monitoringcapaciteit zijn beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark respectievelijk om gebruik te maken van derivaten.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van vastrentende waarden, hoewel de mate waarin dit het geval is sterk varieert in de tijd, afhankelijk van de economische omgeving.
	7. Inflatiehedge	Over kortere tot middellange perioden (één maand tot vijf jaar) is er vrijwel geen verband tussen aandelen en inflatie, op de lange termijn (tien jaar) is er wel sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.

	Eindoordeel	Aandelen scoren goed op vrijwel alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar hoog, maar met name de risicopremie is interessant voor de beleggingsportefeuille. Het hoge rendement dat op de lange termijn wordt behaald komt bij uitstek tegemoet aan onze toeslagambities. Het is geen complexe categorie, er kan tegen lage kosten in aandelen belegd worden en er kan makkelijk invulling gegeven worden aan het eigen beleid op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Het fonds maakt de keuze voor een wereldwijd gespreide aandelenportefeuille om zo ook binnen de aandelenportefeuille optimale diversificatie te bereiken. Bovendien wordt voor de gehele aandelenportefeuille invulling gegeven aan de doelstellingen op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.

Om concreet invulling te kunnen geven aan het tweede deel van het speerpunt “Bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen en specifiek daarbinnen het vergroten van de kansen van mensen met een arbeidsbeperking in Nederland” binnen het MVB-beleid van het fonds, wordt een beperkt deel van de aandelenportefeuille belegd via een insluitingsportefeuille.

In het reguliere stuk van de aandelenportefeuille wordt maatschappelijk verantwoord beleggen en realisatie van de twee speerpunten van het fonds geïntegreerd door het nastreven van specifieke doelstellingen (zie richtlijnen) ten aanzien van ESG-factoren.

Er wordt binnen de reguliere aandelenportefeuille verder een opsplitsing gemaakt tussen ontwikkelde en opkomende markten vanwege de duidelijke verschillen tussen beide markten en de mogelijkheden om daar verschillend mee om te gaan. Vanwege de beleggingsovertuiging dat markten met een verwachte hoge reële groei uiteindelijk een hoger rendement opleveren wordt gekozen voor een overweging van opkomende ten opzichte van ontwikkelde markten. De hogere volatiliteit die daarmee gepaard gaat, kan het fonds als langetermijnbelegger dragen. Op basis van marktkapitalisatie zou de weging naar opkomende markten 10 tot 15% bedragen. Op basis van BBP (Bruto Nationaal Product) is dit echter veel meer: ruim 40%. Het fonds meent vanwege de verwachte hogere reële groei en het beduidend grotere belang van opkomende markten in de wereldeconomie dan op grond van marktkapitalisatie dat een allocatie van 1/3 naar opkomende en 2/3 naar ontwikkelde markten te rechtvaardigen is.

De categorie aandelen wordt binnen de beleggingsportefeuille van het fonds dus onderverdeeld in drie subportefeuilles:

1. ESG-portefeuille aandelen ontwikkelde markten
2. ESG-portefeuille aandelen opkomende markten
3. Insluitingsportefeuille

Keuze benchmark

De meest gangbare indices voor aandelenmandaten zijn de MSCI indices. Daar waar wordt gekozen voor het afdekken van het valutarisico ligt het voor de hand om de naar euro afgedekte indices te gebruiken. Afhankelijk van de mate waarin dividendbelasting naar verwachting terug kan worden gekregen wordt gekozen voor een netto index of bruto index.

Ook binnen de ontwikkelde markten kiest het fonds voor een van de marktkapitalisatie afwijkende regionale verdeling. Bij deze keuze speelt met name concentratierisico een belangrijke rol. Vanuit het oogpunt van risicospreiding is het onderwegen van de regio Amerika, dat naar marktkapitalisatie ruim 60% uitmaakt van de wereldindex, te prefereren. Het fonds meent dat de weging naar Amerika binnen de ontwikkeldemarktenportefeuille maximaal 50% moet zijn.

Het fonds kiest er voor om niet in small-capaandelen te beleggen. Dit vanwege de zeer hoge correlatie met large- en mid-capaandelen. Het verwacht rendement ligt weliswaar hoger, maar ook het risico is navenant hoger, waardoor de rendementsrisicoverhouding hetzelfde blijft als voor large- en mid-capaandelen. Daarmee levert het geen toegevoegde waarde maar wel extra governance indien extra regel(s) aan de portefeuille zouden worden toegevoegd.

Het fonds hanteert voor de aandelenmandaten een reguliere index als benchmark en geen ESG-index. Door een reguliere index te kiezen heeft het fonds de meeste grip op het voeren van een eigen beleid, zowel ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen als ten aanzien van regiowegingen binnen het wereldwijde mandaat ontwikkelde markten. De meeste ESG-indices hebben een uitgebreidere principiële uitsluitingenlijst dan het pensioenfonds. Het eigen beleid kan echter eenvoudig worden vormgegeven door middel van een ESG-tilts-benadering versus de reguliere index. Enerzijds brengt dit licht hogere kosten voor het vermogensbeheer met zich mee, anderzijds worden kosten bespaard ten opzichte van het afnemen van een ESG-index. Dit laatste kost namelijk enkele basispunten over het belegd vermogen. Per saldo pakt dit kostenneutraal uit, terwijl het fonds wel een eigen beleid kan voeren en dit eenvoudig in de toekomst kan aanpassen. Het bestuur is zich ervan bewust dat een ESG-tilts-benadering versus een reguliere index een beperkte tracking error met zich meebrengt en acht dit acceptabel.

De resulterende samengestelde strategische benchmark voor ontwikkelde markten ziet er als volgt uit:

x% MSCI Europe Net Return Standaard Index + y% MSCI USA Total Return Standaard Index) + z% MSCI Pacific Net Return Standaard Index [40]

Bij het opstellen van het beleggingsplan zal elk jaar de definitieve verdeling worden vastgesteld, waarbij de dan geldende economische verwachtingen en het vermijden van onnodige transactiekosten een belangrijke rol zullen spelen.

Voor opkomende markten wordt de MSCI Emerging Markets Net Return Large Cap Index gebruikt.

Vanwege het specifieke karakter van de insluitingsportefeuille is er geen representatieve strategische benchmark voorhanden. Het portefeuillerendement geldt daarom als benchmarkrendement.

---

[40] Hierbij zijn x, y en z in beginsel gelijk aan de weging van de regio's in de MSCI World Standaard Index onder de voorwaarde dat y niet groter is dan 50%. Als dit wel het geval is wordt x gelijk aan de weging van Europa in de MSCI World Standaard Index + (y-50%).

Vreemde valuta worden afgedekt volgens het geldende valutabeleid van het fonds zoals opgenomen in het jaarlijkse beleggingsplan.

Actief/passief

Voor een naar marktwaarde gewogen aandelenportefeuille is de keuze voor een passief mandaat het meest passend. Dit brengt geringe kosten met zich mee, zowel wat betreft management fee als transactiekosten. De verwachting dat actief beleid waarde zou kunnen toevoegen wordt voor de aandelenportefeuille door het fonds als niet heel waarschijnlijk gezien. Additionele restricties ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen dienen te worden opgenomen in de mandaten, waardoor een actieve component wordt geïntroduceerd in de zin dat actief wordt afgeweken van de benchmark.

De inrichting van het insluitingsmandaat is primair actief, door de keuze volgend uit de vooraf opgestelde richtlijnen voor de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd (zie restricties hieronder). Het gaat hier verder om een buy-and-hold-portefeuille, die éénmaal per jaar wordt herzien.

Beleggingsvehikel

Vanwege de gewenste specifieke eigenschappen ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen zijn discretionaire mandaten voor de verschillende aandelencategorieën het meest passend. Dit geldt ook voor de insluitingsportefeuille.

Gewenste restricties

Voor de aandelenportefeuilles gelden als uitgangspunt de restricties zoals weergegeven in tabel A3.

Tabel A3: Gewenste restricties aandelenportefeuille

	Reguliere aandelenportefeuille	Insluitingsportefeuille
Universum	Beursgenoteerde large- en midcapaandelen van ontwikkelde markten en largecapaandelen van opkomende markten	Large- mid- en smallcapaandelen van beursgenoteerde bedrijven uit Europa, de Verenigde Staten en Azië met voldoende werknemers in Nederland
Regioverdeling	Opkomend:Ontwikkeld - 1:2 Pacific binnen ontwikkelde markten gelijk aan de allocatie in MSCI World Standaard Index. Europa en Verenigde Staten 50/50	Er wordt gestreefd naar een regioverdeling van 50% Nederland 50% Europa, de Verenigde Staten en Azië
Strategie	- Het verbeteren van de algehele score op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen[41]	- De 50 bedrijven met de hoogste positie op de PSO[43]-ladder, zo nodig aangevuld met bedrijven waarvan de verwachting is

[41] Deze verbetering geldt ten opzichte van de benchmark en is afhankelijk van de absolute hoogte daarvan. Zie het document Beheerafspraken PWRI voor de details.

[43] De Prestatieladder Sociaal Ondernemen (PSO) bestaat uit twee componenten: een vrij toegankelijk meetinstrument dat objectief bepaald in welke mate een organisatie socialer onderneemt en een keurmerk dat bedrijven ontvangen na hun certificering. Organisaties groeien op de PSO-prestatieladder als zij werkgelegenheid bieden aan mensen met een afstand tot de arbeidsmarkt en/of aantoonbaar sociaal inkopen.

	- Reductie van de carbon footprint[42] - Verbetering van de score op de sociale factoren Labor Management en Health and Safety met 20% binnen ontwikkelde markten - Verbetering van de algemene Social score met 10% binnen opkomende markten - Uitsluiten volgens algemene uitsluitingenbeleid van het fonds	dat deze op korte termijn het PSO-keurmerk verwerven, worden in de portefeuille opgenomen. De weging is op basis van marktwaarde - Niet opnemen van ondernemingen met een totale ESG-score lager dan 25, met een very severe controverse op Labour of Human capital development en volgend uit het algemene uitsluitingenbeleid van het fonds
Limiet (land/ industrie/aandeel)	Respectievelijk +/-2,5%, 2,5%, 1,5%	Maximaal 10% per bedrijf per regio op moment van herbalanceren
Herbalancering	Verhouding EM/DM: Jaarlijks Verhouding regio's binnen DM: per kwartaal	Jaarlijks met ingang van het nieuwe beleggingsplan
Dividend	Niet van toepassing	Zo veel mogelijk in stock laten uitkeren. In geval alleen cashdividend wordt uitgekeerd, wordt de opbrengst herbelegd in de liquide returnportefeuille
Toegestane tracking error	1,5%	Niet van toepassing
Omzetlimiet	25% (eenzijdig)	Niet van toepassing

[42] Volgens het klimaatplan van PWRI welke is opgenomen in de bijlagen van dit document en de daarin opgenomen net-zerorichtlijnen. Zie ook het document Beheerafspraken PWRI.

Converteerbare obligaties

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Converteerbare obligaties hebben een plek in de returnportefeuille. Een tussencategorie als converteerbare obligaties, die de neerwaartse protectie van vastrentende waarden combineert met het opwaarts potentieel van aandelen, sluit bij uitstek aan bij de dubbele doelstelling van het pensioenfonds van nominale zekerheid en reële ambitie. Converteerbare obligaties leveren een kasstroom op in de vorm van een coupon, hetgeen aansluit bij de verplichtingen die immers ook uit kasstromen bestaan. De samenhang van converteerbare obligaties met de rente is afhankelijk van de economische omgeving. Bij aantrekkende economische groei kunnen zowel de rente als de koersen van converteerbare obligaties stijgen, door stijgende aandelenkoersen en door dalende spreads. Het returnkarakter van converteerbare obligaties is daarmee overheersend.

Rendement

In lijn met het hybride karakter van converteerbare obligaties, bestaat het rendement deels uit een vergoeding voor kredietrisico (parallel met global credits en high yield) en deels uit een vergoeding voor het aandelenrisico (parallel met aandelen). De verwachte risicopremie ligt daar met 2,3% dan ook tussenin.[44]

Beschrijving risico's

De risico's voor converteerbare obligaties binnen het FTK weerspiegelen het hybride karakter. Zo is er naast rente- en kredietrisico (S1 en S5) ook sprake van aandelenrisico (S2). Daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico (S3) dat voor ontwikkelde markten goed afgedekt kan worden.

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Het aantal converteerbare obligaties in de benchmark (150 à 400 afhankelijk van de gekozen benchmark) is voldoende groot om het concentratierisico goed te kunnen beheersen, waarbij er wel goed op de weging naar de grotere emittenten gelet moet worden. Voorts is er sprake van diversificatie met andere beleggingscategorieën met name door het optie-element.

De liquiditeit van de beleggingscategorie converteerbare obligaties is goed.

Tabel A4: Impact converteerbare obligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	**Impact**
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege rentecomponent.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Gematigd door optiekarakter.
S3: Valutarisico	Geen, voor zover afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Redelijk hoog.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error.

[44] *Om het hieruit volgende verwachte rendement te bepalen dat het fonds als doelstelling hanteert, wordt de hier vermelde lange termijn risicopremie opgeteld bij de 10-jaarsrente.*

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in convertibles worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Passief beheer is voor convertibles nog niet serieus van de grond gekomen. De mogelijkheden zijn zeer beperkt, pas van relatief recente datum en niet goedkoop. Actief beheer voor een mandaat van de omvang van het pensioenfonds kan plaatsvinden tegen een fee van minder dan 0,4%. Voorts zullen afhankelijk van de mate van actief beheer transactiekosten worden gemaakt, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het verwachte extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A5: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Om optimaal te profiteren van de aandelengevoeligheid van de categorie, is een lange horizon vereist.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Een tussencategorie als converteerbare obligaties, die de neerwaartse protectie van vastrentende waarden combineert met het opwaarts potentieel van aandelen, sluit bij uitstek aan bij de dubbele doelstelling van nominale zekerheid en reële ambitie van het pensioenfonds.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	De meeste converteerbare obligaties zijn liquide. Van een extra rendement voor minder liquiditeit is dan ook geen sprake.
	4. Houd het simpel!	Het hybride karakter van converteerbare obligaties, en in het bijzonder het optie-element, maakt deze categorie lastiger te begrijpen.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Zowel opkomende markten als ondernemingen die op groei gericht zijn, zijn terug te vinden in deze categorie.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Bij deze beleggingscategorie is het minder gemakkelijk geworden om invulling te geven aan het eigen MVB-beleid.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	De verwachte risicopremie ligt tussen die op aandelen en op obligaties met kredietrisico in. Converteerbare obligaties behoren daarmee tot de beter renderende beleggingscategorieën.
	2. Risico	De volatiliteit is circa ¾ van die van aandelen. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen nog altijd fors zijn. Prettige eigenschap is dat in slechte jaren neerwaartse uitslagen veelal minder groot zijn dan op aandelen, terwijl in goede jaren de uitschieters naar boven wel even hoog of zelfs hoger kunnen zijn.
	3. Kosten	Hoewel niet ontkomen kan worden aan actief beheer, is de gevraagde fee te overzien. Afhankelijk van de mate van actief beheer worden transactiekosten gemaakt waarbij de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het verwachte extra rendement. Bovendien dragen deze bij aan een lager risicoprofiel. In de praktijk zijn de opbrengsten echter te laag gebleken.
	4. Liquiditeit	De bid-ask spread is in lijn met die van bedrijfsobligaties. De looptijd bij uitgifte is veelal vijf jaar of korter. De liquiditeit van kleinere emissies kan echter wat geringer zijn.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft de subcriteria scoren converteerbare obligaties gemengd. Het is een transparante categorie en er is directe toegang tot de risicopremie die bovendien begrijpelijk is. Daarnaast zijn de operationele risico's beperkt. Ten aanzien van monitoring wordt echter wel vereist dat er begrip is voor het optie-element. Voorts moet men oog hebben voor de mate van vrijheid die de beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark en om gebruik te maken van derivaten.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en ondernemingen. Voorts diversifieert de categorie ten opzichte van een naïeve allocatie naar bedrijfsobligaties en aandelen vanwege het optie-element. Zo zal bij onrust in de financiële markten de (aandelen)volatiliteit stijgen hetgeen (ceteris paribus) een positief effect heeft op de waarde van converteerbare obligaties. In de praktijk zijn de diversifiërende eigenschappen tegen gevallen.
	7. Inflatiehedge	Op basis van de gecombineerde karakteristieken van bedrijfsobligaties en aandelen kan geconcludeerd worden dat over kortere tot middellange perioden (één maand tot vijf jaar) er een licht negatief tot neutraal verband is tussen converteerbare obligaties en inflatie. Op de lange termijn (tien jaar) is er wel

		sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Het hybride karakter van convertibles als gevolg van het optie-element maakt het een unieke categorie. De categorie gedraagt zich echter niet zoals verwacht. De resultaten die de specifieke defensieve eigenschappen als “mengcategorie” tussen aandelen en obligaties zouden moeten opleveren, vallen tegen. MVB-richtlijnen zijn heel moeilijk te implementeren, zeker als dat op een vergelijkbare manier zou moeten gebeuren als voor de andere onderdelen van de beleggingsportefeuille van PWRI. Ten slotte blijkt de risico/rendements-verhouding te zijn gewijzigd: de categorie is risicovoller geworden. Het fonds kan deze beleggingscategorie op dit moment niet als passend beoordelen.

3. Implementatiekeuzes

Niet van toepassing

Vastgoed

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Vastgoed heeft een plek in de returnportefeuille. Vastgoed levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten, hetgeen aansluit bij de verplichtingen die immers ook uit kasstromen bestaan. De huuropbrengsten zijn veelal gekoppeld aan de inflatie, waardoor ook aan de reële ambitie tegemoet kan worden gekomen. Voorts is er sprake van indirect rendement in de vorm van de waardeontwikkeling van het vastgoed. Het returnkarakter overheerst.

Rendement

Het rendement op vastgoed bestaat uit twee componenten: Enerzijds is er sprake van huuropbrengsten (direct rendement), die veelal gekoppeld zijn aan de inflatie. Anderzijds is er sprake van waardeontwikkeling (indirect rendement). De waardeontwikkeling is afhankelijk van de economische en demografische ontwikkeling, regelgeving, schaarste, tempo van afschrijving en inflatie. Voorts is de mate van financiering met vreemd vermogen (leverage) van belang: hoe hoger de leverage, hoe hoger het risicoprofiel en hoe hoger het verwacht rendement. Als wordt afgezien van het effect van leverage, kan een rendements/risicoprofiel verwacht worden dat tussen vastrentende waarden en aandelen in ligt. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is sprake van een illiquiditeitspremie. Bij afwezigheid van leverage kan daarmee voor niet-beursgenoteerd vastgoed een risicopremie van 1,5% worden verondersteld. Bij beursgenoteerd vastgoed is er geen sprake van een illiquiditeitspremie, maar is de gemiddelde leverage zodanig hoog dat het risicoprofiel in de buurt komt van dat van aandelen. Daarom kan voor beursgenoteerd vastgoed een risicopremie van 2,5% worden aangenomen.

Beschrijving risico's

De risico's voor vastgoed worden binnen het FTK vooral gevat in S2, daarnaast is er bij beleggingen in andere valuta's dan de euro sprake van valutarisico (S3) dat voor ontwikkelde markten goed afgedekt kan worden.

Diversificatie binnen de subcategorie beursgenoteerd vastgoed is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en vastgoedondernemingen. Een reguliere wereldwijde benchmark bevat bijna vijfhonderd vastgoedondernemingen, waardoor het concentratierisico goed beheersbaar is. Bovendien is bij elke vastgoedonderneming onderliggend sprake van een grote spreiding over verschillende vastgoedbeleggingen. Voorts diversifieert beursgenoteerd vastgoed goed ten opzichte van vastrentende waarden. De correlatie met aandelen is echter zeer hoog.

De liquiditeit van de beleggingscategorie beursgenoteerd vastgoed is zeer goed.
Voor niet-beursgenoteerd vastgoed geldt eigenlijk het omgekeerde: Diversificatie binnen de categorie over landen, sectoren en vastgoedbeheerders resp. -objecten is lastiger te bereiken, omdat niet-beursgenoteerde fondsen veelal gespecialiseerd zijn in een bepaalde sector, land of regio. Bovendien is het aantal objecten binnen een fonds vaak ook nog beperkt. Een alternatief is gebruik te maken van fund-of-funds, maar dat brengt een extra kostenlaag met zich mee en gaat ten koste van transparantie en grip op de uiteindelijke beleggingen. Niet-beursgenoteerd vastgoed diversifieert echter goed in de context van de totale portefeuille, vooral doordat herwaardering van vastgoed via taxaties een geleidelijk proces is.
De liquiditeit van de beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed is beperkt.

Tabel A6: Impact vastgoed op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Gematigd voor niet-beursgenoteerd vastgoed met lage leverage, hoog voor beursgenoteerd vastgoed.
S3: Valutarisico	Geen op ontwikkelde landen, voor zover afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan voor beursgenoteerd vastgoed doorgaans op 0% blijven. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed is er wel sprake van liquiditeitsrisico.
S8: Concentratierisico	Kan voor beursgenoteerd vastgoed doorgaans op 0% blijven, voor niet-beursgenoteerd vastgoed afhankelijk van de mate van spreiding die bereikt wordt.
S10: Actief beheer risico	Voor beursgenoteerd vastgoed afhankelijk van de tracking error. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in vastgoed worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren. Uitzondering vormen fund-of-funds, waarbij volledige transparantie lastiger te realiseren is.

Kosten

Beursgenoteerd vastgoed: met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van beursgenoteerd vastgoed laag, met beheerfees van 0,1% of zelfs lager. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, met beheerfees in de orde van grootte van 0,4% à 0,6%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het verwachte extra rendement.

Niet-beursgenoteerd vastgoed: de kosten voor het beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed variëren sterk. Aan de onderkant is 0,35% à 0,40% voor Nederlands vastgoed zeer wel mogelijk[45], maar vooral internationaal gaan de fees eerder richting de 1%, met in sommige gevallen bovendien een performance gerelateerde component. Wanneer belegd wordt in fund-of-funds is er sprake van een dubbele feelaag, waardoor de totale kosten hoger uitkomen.
Daarnaast is sprake van toe- en uittredingskosten van enkele procentpunten indien posities worden op- of afgebouwd. Overige kosten die zich kunnen voordoen bij "closed-end"fondsen zijn de kosten (discount) in het geval van een eventueel gedwongen liquidatie bij het einde van de looptijd. Bij "open-end"fondsen kunnen zich kosten (discount) voordoen in het geval participanten tijdens de crisis tegelijkertijd uit een fonds willen stappen.

[45] Dit geldt voor woningen en winkels, voor de sectoren kantoren en zorg liggen de fees zo'n 10 bps hoger.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A7: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Van beursgenoteerde vastgoedaandelen is de volatiliteit weliswaar hoog, op de lange termijn staat hier een hoog rendement tegenover. Van niet-beursgenoteerd vastgoed wordt met de illiquiditeit pas optimaal geprofiteerd op de langere termijn.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Vastgoed levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten. Deze zijn veelal gekoppeld aan de inflatie, waardoor ook aan de reële ambitie tegemoet kan worden gekomen. Voorts is er sprake van indirect rendement in de vorm van de waardeontwikkeling van het vastgoed, waarvan omvang en teken afhankelijk is van de economische en demografische ontwikkeling, regelgeving, schaarste, tempo van afschrijving en inflatie, maar die op termijn veelal positief zal zijn.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Beursgenoteerd vastgoed behoort tot de liquide beleggingscategorieën.
		Niet-beursgenoteerd vastgoed is een illiquide beleggingscategorie.
	4. Houd het simpel!	De fundamenten van vastgoed zijn eenvoudig uitlegbaar. Wanneer toegang wordt gezocht tot deze categorie via vastgoedaandelen worden geen bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid gesteld.
		Vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de waardering en het risicomanagement van niet-beursgenoteerd vastgoed worden hogere eisen gesteld aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het is eenvoudig om in deze categorie meer te alloceren naar markten met een hoge reële groei zoals opkomende markten.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Er kan weliswaar niet zozeer invulling aan MVB-beleid worden gegeven via toepassing van een uitsluitingenlijst, dit is echter goed mogelijk door middel van engagement en het inzetten op duurzaam vastgoed.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	Als afgezien wordt van leverage, kan een rendements-risicoprofiel verwacht worden data tussen aandelen en vastrentende waarden in ligt. Bij beursgenoteerd vastgoed is echter sprake van een zodanige leverage dat dit resulteert in een risicoprofiel en een risicopremie vergelijkbaar met aandelen. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is er ook sprake van een illiquiditeitspremie.
	2. Risico	Tegenover het hoge verwachte rendement staat bij beursgenoteerd vastgoed ook een hoog risico. De uitslagen in het gerealiseerde rendement kunnen fors zijn, forser zelfs dan op “gewone” aandelen.
		Het risico op niet-beursgenoteerd vastgoed is lager dan op beursgenoteerd vastgoed. De relatief lage volatiliteit is voornamelijk terug te voeren op het feit dat herwaardering via taxaties een geleidelijk proces is en dit is dus deels kosmetisch. Het risico is hoger in bepaalde sectoren alsook in het geval van projectontwikkeling en bij gebruik van een hoge mate van leverage. Tenslotte speelt de mate van spreiding van de portefeuille een rol.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten laag. Dit komt door een combinatie van lage beheerfees en beperkte transactiekosten. Bij actief beheer zijn beide hoger, maar mag verwacht worden dat dit goed gemaakt zal worden door het hogere verwachte rendement.
		Kosten voor beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed variëren sterk. Vooral voor internationaal vastgoed kunnen beheerfees oplopen, met in sommige gevallen bovendien een performancegerelateerde component. Wanneer belegd wordt in fund-of-funds is er sprake van een dubbele feelaag.
	4. Liquiditeit	Beursgenoteerd vastgoed is een bijzonder liquide categorie.
		De liquiditeit van niet-beursgenoteerd vastgoed is beperkt. Wanneer een belegger uit een fonds wenst te treden, kan er sprake zijn van wachttijden die oplopen tot langer dan een jaar en/of kan het zo zijn dat bij de verkoop een forse afslag geaccepteerd moet worden.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico’s en vereiste monitoringcapaciteit)	Op alle subcriteria scoort beursgenoteerd vastgoed goed. Het is een transparante beleggingscategorie, er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is. De operationele risico’s en de vereiste monitoringcapaciteit zijn beperkt, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark, met name bij actief beheer.

		Bij niet-beursgenoteerd vastgoed gelden wat aandachtspunten. Toegang tot de risicopremie is veelal indirect, namelijk via fondsen of zelfs fund-of-funds met niet altijd de meest eenvoudige juridische en fiscale structuren. Met dat laatste liggen ook de operationele risico's en de vereiste monitoringscapaciteit hoger. Ook speelt het vraagstuk van (onafhankelijke) waardering, hoewel het taxatiebeleid van de fondsbeheerder hier aan tegemoet kan komen.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen beursgenoteerd vastgoed is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en/of ondernemingen. Echter de sector woningen komt nauwelijks voor bij beursgenoteerd vastgoed. Verder is het concentratierisico naar individuele vastgoedondernemingen bij de diverse vastgoedindices aan de hoge kant. Bij elk van de toptienfondsen is onderliggend echter wel sprake van een grote spreiding over verschillende vastgoedbeleggingen. Voorts diversifieert de categorie slecht ten opzichte van aandelen. Daarnaast is er sprake van enige overlap omdat sommige ondernemingen deel uitmaken van vastgoed- en aandelenindices.
		Diversificatie binnen niet-beursgenoteerd vastgoed is lastiger te bereiken omdat deze veelal gespecialiseerd zijn in een bepaalde sector of regio. Bovendien is het aantal objecten binnen een fonds vaakt beperkt. De categorie diversifieert goed in de context van de totale beleggingsportefeuille.
	7. Inflatiehedge	Over kortere tot middellange perioden (één maand tot vijf jaar) is er vrijwel geen verband tussen vastgoedaandelen en inflatie, op de lange termijn (tien jaar) is er wel sprake van een duidelijk positief verband. Bovendien is het rendement op de langere termijn zodanig hoog, dat de inflatie ook meer dan goed wordt gemaakt.
		Voor niet-beursgenoteerd vastgoed waarbij sprake is van beperkte leverage en lange termijn huurcontracten, met huren die contractueel verhoogd mogen worden met de inflatie, kan voor wat betreft het directe rendement een goede inflatiehedge verwacht worden. Bij een breed gespreide portefeuille zal dit minder het geval zijn. Bovendien ligt de relatie tussen de waardeontwikkeling van vastgoed en inflatie gecompliceerder. Stijgende inflatie leidt op korte termijn eerder tot waardedaling en pas op langere termijn tot nominale waardestijging.

	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Niet-beursgenoteerd vastgoed is passend bij de beleggingsovertuigingen. Het levert een redelijk stabiele kasstroom op in de vorm van (netto) huuropbrengsten, hetgeen aansluit bij de verplichtingen. Doordat huren veelal gekoppeld zijn aan inflatie kan ook aan de reële ambitie tegemoet worden gekomen. Het is bovendien een illiquide categorie waar een extra rendement van wordt verwacht. Het diversifieert goed ten opzichte van aandelen en obligaties. Beursgenoteerd vastgoed gedraagt zich erg als aandelen. De onderliggende risicopremie vinden wij interessant. De fund-of-fundsstructuur die veelal bij internationaal niet-beursgenoteerd vastgoed voorkomt is niet passend bij onze criteria, met name door gebrekkige transparantie en hoge kosten. Beursgenoteerd vastgoed kan dan een welkome aanvulling zijn om exposure te bereiken.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Beleggen in vastgoed biedt de meeste toegevoegde waarde wanneer dit gebeurt via directe investeringen, dus in niet-beursgenoteerd vastgoed. Waar vastgoedaandelen hoog gecorreleerd zijn met de “gewone” aandelenportefeuille, vertoont een allocatie naar niet-beursgenoteerd vastgoed, vooral in tijden van stress, veelal ander gedrag en biedt daarmee dus meer diversificatievoordelen. Daarnaast meent het fonds dat er een illiquiditeitspremie bestaat voor niet-beursgenoteerd vastgoed. Om de liquiditeit te kunnen blijven waarborgen, zowel binnen de vastgoedportefeuille als binnen de totale beleggingsportefeuille wil het fonds de portefeuille daarnaast wel aanvullen met beursgenoteerd vastgoed.

Het fonds meent dat voldoende spreiding van belang is. Dit geldt niet alleen voor de totale beleggingsportefeuille maar ook binnen de verschillende beleggingscategorieën. Uitgangspunt voor de vastgoedportefeuille is daarom om deze wereldwijd te beleggen. De governance van een niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille vergt echter veel meer van het bestuur dan van meer liquide onderdelen van de beleggingsportefeuille. Het fonds voelt zich comfortabel bij het opnemen van Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed als basis voor de vastgoedportefeuille. Verdere diversificatie kan worden verkregen door de beursgenoteerde vastgoedportefeuille wereldwijd te spreiden.

Behalve de regionale spreiding is ook de spreiding naar sectoren van belang. Het fonds meent dat de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille gespreid moet worden naar een viertal sectoren:

- Woningen
- Winkels
- Kantoren
- Zorgvastgoed

In beginsel volgt het fonds voor de sectorallocatie de Nederlandse vastgoedmarkt. Woningen hebben het grootste aanbod in beleggingsfondsen, betreft de grootste beschikbare vastgoedsector en is een stabiele corebelegging. Winkels betreft een uitdagende sector. Gezien de (zeer) beperkte beschikbaarheid van goed winkelvastgoed en dus het risico om in minder rendabel winkelvastgoed terecht te komen is een allocatie in lijn of iets lager dan volgens de markt voldoende. Omdat Nederlands logistiek niet beschikbaar is in een institutioneel fonds, ziet het fonds af van een allocatie naar deze sector. Ook in industrieel vastgoed zal het fonds geen aparte allocatie opnemen. Kantoren zijn bij uitstek een cyclische sector waarbij een beperkt aanbod van institutionele beleggingsfondsen beschikbaar is. Gezien de hogere volatiliteit van deze sector wordt geen al te grote allocatie opgenomen. Demografische trends en MVB-overwegingen maken de zorgsector een aantrekkelijke sector. Door de beperkte beschikbaarheid van zorgvastgoed houdt het fonds de beoogde allocatie relatief laag.

Alles samennemende stelt het fonds zich ten doel 65% van de vastgoedportefeuille in te richten met investeringen in Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% in wereldwijd beursgenoteerd vastgoed, om zo optimaal te kunnen profiteren van de specifieke eigenschappen van investeringen in vastgoed in het algemeen en niet-beursgenoteerd vastgoed in het bijzonder. Op die manier kan het fonds voldoende liquiditeit, spreiding en controle en overzicht houden. De doelallocatie binnen de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille is 60% naar woningen, 15% naar zowel winkels als kantoren en 10% naar zorgvastgoed.

Keuze benchmark

Voor de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille geldt dat de eigenschappen van een dergelijke illiquide portefeuille dermate specifiek zijn, dat het lastig, zo niet onmogelijk, is een representatieve strategische benchmark te identificeren. Voor dit deel van de portefeuille zal daarom strategisch het benchmarkrendement gelijk zijn aan het portefeuillerendement. Dat wordt dan tevens gebruikt voor de z-score. De manager(s) van de onderliggende subportefeuilles worden beoordeeld versus de corresponderende MSCI (voorheen ROZ IPD) sectorindices. Dit zijn de meest gehanteerde benchmarks voor Nederlands vastgoed.

Voor de beursgenoteerde vastgoedportefeuille zijn meerdere wereldwijd gespreide indices voorhanden die kunnen dienen als strategische benchmark. De meest gehanteerde index voor wereldwijd internationaal vastgoed is de FTSE EPRA/NAREIT. Dit is een zeer liquide en goed investeerbare index waarvan verschillende varianten voorhanden zijn.

Het fonds kiest voor de FTSE EPRA/NAREIT Developed NR Index als benchmark. In tegenstelling tot de, ook beschikbare, Global variant bevat de Developed variant geen allocaties naar opkomende markten. Hoewel daarmee de spreiding dus iets minder groot is, verschillen de resultaten van beide indices nauwelijks ten aanzien van rendement en risico. Groot nadeel van allocaties naar vastgoedaandelen uit opkomende markten is dat de valuta-afdekking lastig en vooral duur is. Ook de kosten voor het beheer worden hoger wanneer niet alleen in ontwikkelde maar ook in opkomende markten wordt belegd. Daarmee is de keuze voor de Developed variant goed te rechtvaardigen.

Het beleid dat alle beleggingen in andere ontwikkeldemarktenvaluta's dan de euro voor 50% afgedekt worden, geldt ook voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille van het fonds.

De resulterende index die gehanteerd wordt als benchmark is daarmee de FTSE EPRA/NAREIT Custom Developed NR Index (EUR hedged).

Actief/passief

Het beheer van niet-beursgenoteerd vastgoed wordt per definitie uitgevoerd door middel van actief beheer.

Voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille is de keuze voor een passief mandaat het meest passend. Dit brengt (aanzienlijk) lagere kosten met zich mee, zowel wat betreft management fee als transactiekosten. De verwachting dat actief beleid waarde zou kunnen toevoegen wordt voor deze portefeuille door het fonds als niet heel waarschijnlijk gezien. Indien integratie van maatschappelijk verantwoord beleggen echter eenvoudiger en/of eerder mogelijk wordt voor deze portefeuille, tegen acceptabele kosten, kan actief beheer worden overwogen.

Beleggingsvehikel

Het verdient de voorkeur om te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed via een fonds om zo voldoende diversificatie en liquiditeit te kunnen waarborgen. De allocatie is van onvoldoende omvang om dit via een discretionair mandaat uit te laten voeren. Het fonds kiest daarbij voor open-endfondsen.

Ook voor de beursgenoteerd-vastgoedportefeuille heeft een fonds de voorkeur. Vanwege de keuze voor een passief mandaat moet dit zeer goed mogelijk zijn. Zo kan bespaard worden op beheerkosten en kan bovendien geprofiteerd worden van vrijstelling van 21% BTW over de beheerkosten.

Een verregaand en bij het fonds passend duurzaamheidsbeleid geldt als vereiste voor investeringen in nieuwe fondsen.

Gewenste restricties

De volgende restricties gelden als uitgangspunt voor beleggingen in vastgoed:

Tabel A8: Gewenste restricties voor de vastgoed subportefeuilles

	Niet-beursgenoteerd vastgoed	Beursgenoteerd vastgoed
Universum	Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed	Beursgenoteerde vastgoedaandelen uit ontwikkelde markten
Sectorverdeling	- Woningen (50-70%) - Winkels (10-20%) - Kantoren (10-20%) - Zorgvastgoed (5-15%)	Volgens de FTSE EPRA/NAREIT Custom Developed NR Index (EUR hedged)
Subsectorverdeling	Ten aanzien van woningen moet het fonds zich focussen op woningen in het middeldure huursegment (vanaf de	

	liberalisatiegrens tot ongeveer €1000)	
Beoogd aantal beleggingsregels	- Portefeuille 5-7 - Woningen 2-4 - Winkels 1-2 - Kantoren 2 - Zorgvastgoed 1	Niet van toepassing
Regioverdeling	Niet van toepassing	Volgens benchmark
Risicoprofiel	- Core (80-100%) - Value add (0-20%) - Opportunistic (0%)	Volgens benchmark
Maximale leverage op portefeuilleniveau	30% (doel <20%) (alleen toegestaan voor voorfinanciering)	Geen restricties
Maximale leverage op fondsniveau	40% (doel <30%) (alleen toegestaan voor voorfinanciering)	Geen restricties
Kosten	Marktconform en in voldoende mate in verhouding tot het verwachte rendement	Marktconform
Duurzaamheid	Deelname aan GRESB vereist	Deelname aan GRESB vereist

Euro staatsobligaties

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Euro staatsobligaties hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers uitermate goed aan bij de verplichtingen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Dit geldt in het bijzonder voor Euro staatsobligaties van landen met een hoge kredietwaardigheid (kernlanden zoals Duitsland en Nederland). Bij Euro staatsobligaties van landen met een lagere kredietwaardigheid (niet-kernlanden zoals Italië en Spanje) is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op Euro staatsobligaties is voor de landen met een hoge kredietwaardigheid (kernlanden) min of meer gelijk aan het risicovrije rendement, vanwege het vrijwel risicoloze karakter van de staatsobligaties van deze landen. Bij Euro staatsobligaties van landen met een lagere kredietwaardigheid (niet-kernlanden) is er sprake van een risicopremie voor het kredietrisico dat op deze landen wordt gelopen.
Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Gemiddeld kan worden uitgegaan van een risicopremie op de lange termijn[46] van 0,5% voor Euro staatsobligaties, dat wil zeggen 0,0% voor de meer kredietwaardige Euro staatsobligaties en 1,0% voor Euro staatsobligaties in de periferie, en 0,4% voor langlopende Euro staatsobligaties.

Beschrijving risico's

De risico's voor Euro staatsobligaties zijn zeer beperkt. De waardering zal hoofdzakelijk fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).
Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen en looptijden. Voor landen met een hogere kredietwaardigheid is een grotere exposure naar die landen acceptabel. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Met name bij onrust in de financiële markten worden staatsobligaties van landen met een zeer hoge kredietwaardigheid als veilige haven gezien. Dit laatste geldt in mindere mate voor Euro staatsobligaties van niet-kernlanden, waarvan spreads juist op zullen lopen in tijden van crisis.

De liquiditeit van de beleggingscategorie Euro staatsobligaties is bijzonder hoog.

Tabel A9: Impact Euro staatsobligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.

[46] *Ten opzichte van de tienjaarsrente.*

S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Euro staatsobligaties worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Euro staatsobligaties laag, waarbij beheerfees van 0,05% en lager zeer wel mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is iets duurder, met beheerfees tussen 0,1% en 0,3%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A10: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk. Er worden ook staatsobligaties met langere looptijd uitgegeven.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Er is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Naast nominale staatsobligaties zijn er ook inflatiegeïndexeerde staatsobligaties, wat zou aansluiten bij de reële ambities. Voor staatsobligaties met een wat lagere kredietwaardigheid geldt dat er sprake is van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risico-premie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Tot slot spelen staats-obligaties een rol als onderpand voor OTC-derivaten die ingezet worden om het renterisico op de verplichtingen te beperken.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Europese staatsobligaties behoren tot de meest liquide beleggingscategorieën.
	4. Houd het simpel!	Staatsobligaties zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met in het algemeen zeer beperkt kredietrisico.

	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Verschillen in reële groei tussen de landen in de Eurozone leiden niet tot rendements-verschillen. De rendementsverschillen die er zijn, zijn veelal terug te voeren op verschillen in kredietwaardigheid en liquiditeit.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	De onderdelen van het MVB-beleid van het fonds betreffen voornamelijk ondernemingen. Beleg-gingen in staatsobligaties zijn daarmee niet in tegenspraak met het beleid. Mogelijkheden om actief ESG-criteria op overheden toe te passen zijn beperkt. Eventueel kan een ESG-gewogen benchmark worden gehanteerd.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement op Euro staatsobligaties van kernlanden is in het algemeen, in lijn met het vrijwel risicoloze karakter van deze categorie, bijzonder laag.
		Het rendement op Euro staatsobligaties van niet-kernlanden ligt vanwege de risicopremie voor het kredietrisico hoger dat op kernlanden.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement van kernlanden is laag.
		De volatiliteit van het rendement van niet-kernlanden is wat hoger dan van kernlanden.
	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van staatsobligaties laag. Ook zijn dan de transactiekosten beperkt. Actief beheer is iets duurder. Dit geldt ook voor de transactiekosten hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het verwachte extra rendement.
	4. Liquiditeit	Staatsobligaties niet-kernlanden zijn een liquide beleggingscategorie. Alleen in tijden van zeer grote marktonrust (zoals in maart 2020) wordt het moeilijk(er) om transacties uit te voeren.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren Euro staatsobligaties goed.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen en looptijden. Voorts diversifieert de categorie

		goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Met name bij onrust in de financiële markten worden staatsobligaties van kernlanden met een zeer hoge kredietwaardigheid als veilige haven gezien.
	7. Inflatiehedge	Nominale staatsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Inflatiegeïndexeerde obligaties bieden wel bescherming tegen inflatie, daar staat echter een (nog) lager reëel rendement tegenover.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Euro staatsobligaties scoren goed op bijna alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het rendement is weliswaar laag, maar daar staat veel zekerheid tegenover. Staatsobligaties sluiten uitermate goed aan bij de verplichtingen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

De categorie Europese staatsobligaties wordt binnen de beleggingsportefeuille van het fonds onderverdeeld in twee subportefeuilles:

1. Europa Euro (long)
2. Europa Euro

De eerste is belegd via een discretionaire portefeuille en is bedoeld voor matching van de langetermijnverplichtingen en wordt ook gebruikt om de onderpandverplichtingen van het fonds na te komen. De tweede is een fondsbelegging waarin korter lopende obligaties worden opgenomen van zowel kern- als periferielanden.

Keuze benchmark

Voor de weging van de diverse landen binnen de portefeuille is het voor staatsobligaties niet logisch om voor weging naar marktwaarde te kiezen, zoals bij aandelen als meest neutraal wordt gezien. Immers hoe meer staatsobligaties een land uitgeeft, dus hoe meer schuld het

heeft uitstaan, hoe hoger de weging in de portefeuille dan zou zijn. Het fonds geeft daarom voor de Europa Europortefeuille de voorkeur aan een onderverdeling naar BBP (bruto binnenlandsproduct). Daarnaast is gekozen voor een vaste verhouding van de meest kredietwaardige eurolanden (met een rating van AA of hoger) ten opzichte van eurolanden met een lagere rating dan AA, maar hoger dan BB, van 80/20.

De resulterende index die als benchmark wordt gehanteerd is een combinatie van de Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury index (Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk) en de Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury index (België, Ierland, Italië, Letland, Litouwen, Malta, Portugal, Slowakije, Slovenië en Spanje[47]).

In de Europa Euro (long)portefeuille wil het fonds alleen staatsobligaties opnemen uit Nederland, Duitsland en Frankrijk. Deze bieden ruim voldoende liquiditeit en kennen een hoge kredietwaardigheid. Daardoor kan deze portefeuille goed als onderpand worden ingezet. Vanwege concentratierisico is gekozen voor een gelijke verdeling. De gehanteerde benchmark is derhalve als volgt samengesteld:

1/3 Bloomberg Euro Treasury Duitsland 10+jr + 1/3 Bloomberg Euro Treasury Frankrijk 10+jr + 1/3 Bloomberg Euro Treasury Nederland 10+jr

Actief/passief

Gegeven de doelstelling en aard van de Europese staatsobligatieportefeuilles is het uitgangspunt dat deze mandaten passief moeten worden beheerd. Een allocatie naar een actief beheerd mandaat kan worden geaccepteerd indien aannemelijk kan worden gemaakt dat binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG de voordelen duidelijk opwegen tegen de nadelen.

Beleggingsvehikel

Voor de Europa Europortefeuille is het goed mogelijk een passend fonds te selecteren zodat geprofiteerd kan worden van schaal- en belastingvoordelen. De Europa Euro (long)portefeuille heeft wat meer specifieke vereisten waardoor een discretionair mandaat passender is.

Gewenste restricties

Tabel A11 geeft een overzicht van de limieten waaraan de twee subportefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel A11: Gewenste restricties voor de euro staatsobligatieportefeuilles

	Euro Core	Euro (long)
Universum[48]	In euro genoteerde staatsobligaties van landen in	In euro genoteerde staatsobligaties van

[47] *Estland heeft wel de euro, maar heeft geen staatsobligaties uitstaan.*
[48] *Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:*

- *Inflatiegerelateerde staatsobligaties*
- *Obligaties van overheidsgerelateerde instellingen/supranationale instellingen*
- *Covered bonds*
- *Liquiditeiten/liquiditeitsfondsen/floating rate notes/geldmarktfondsen*
- *Staatsobligaties van zeer kredietwaardige niet-eurolanden (VK, VS, Canada, Australië)*
- *Rentederivaten, credit default swaps*

	de eurozone met een kredietwaardigheid van BB of hoger en beperkte off-benchmarkposities	Nederland, Duitsland en Frankrijk en beperkte off-benchmarkposities
Minimale allocatie naar staatsobligaties	95%	90%
Duratie (maximaal toegestande afwijking tov de benchmark)	+/- 1 jaar	+/- 1 jaar
Minimale kredietwaardigheid	Binnen benchmark BB Buiten benchmark BBB	AA-
Maximum landengewicht vs benchmark	AAA en AA +/- 15% per land A en BB +/- 10% per land	NL/FR/DLD +/- 15% per land Overig +/-5% per land
Maximum gewicht EU-leningen	5%	5%
Maximum gewicht per niet-staatsleingen emittent (niet zijnde EU leningen)	3%	1% (3% voor SSA-leningen)
Toegestane tracking error	1,75%	1,0%

Global Credits

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Global Credits hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorie sluit immers goed aan bij de verplichtingen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een kredietwaardigheid die zich in het investment grade gebied bevindt (BBB- en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Ten aanzien van credits in andere valuta's dan de euro, geldt dat het valutarisico afgedekt dient te worden om te zorgen voor aansluiting met de verplichtingen die immers in euro's luiden.

Rendement

Het rendement op Global Credits is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch onzekerdere tijden zal de opslag hoger zijn. Gemiddeld kan nu uitgegaan worden van een risicopremie van iets onder de 1,0%.
Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Voor credits in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor Global Credits zijn beperkt. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en emittenten. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark (ca. 9.000) is het concentratierisico verwaarloosbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Ten tijde van onrust op de financiële markten echter kunnen spreads stijgen, waardoor deze categorie tijdelijk minder diversificatie biedt.

De liquiditeit van de beleggingscategorie Global Credits is hoog.

Tabel A12: Impact Global Credits op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Global Credits worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Global Credits laag, waarbij beheerfees van 0,1% en lager mogelijk zijn. Bij passief beheer zijn voorts de transactiekosten beperkt, omdat de te volgen index gedurende het jaar maar beperkt van samenstelling wijzigt. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,3-0,4%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A13: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Er zijn bedrijfsobligaties beschikbaar met looptijden van 20, 30, 30 en soms zelf 100 jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Met een gemiddelde kredietwaardigheid van A is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Hoogwaardige bedrijfsobligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties is wel sprake van een beperkte risicopremie.
	4. Houd het simpel!	Het zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. Ze worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een beperkte premie voor liquiditeit.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het MVB-beleid van het fonds kan worden toegepast op hoogwaardige bedrijfsobligaties. Naast engagement en uitsluitingen bestaat er de mogelijkheid om bedrijven die beter presteren op de specifieke ESG-speerpunten een hoger gewicht te geven en bedrijven die slecht scoren een lager gewicht of niet in portefeuille op te nemen.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement is bijzonder laag, hoewel er nog wel sprake is van een redelijke risicopremie. Voor Amerikaanse bedrijfsobligaties ligt het rendement hoger, vanwege de hogere risicovrije rente en de veelal langere gemiddelde looptijd. Bij afdekken van het valutarisico verdwijnt dit verschil.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is laag. Voor Amerikaanse bedrijfsobligaties waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt ligt dit beduidend hoger.
	3. Kosten	Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer laag en de transactiekosten beperkt. Bij actief beheer is de verwachting dat de hogere kosten goed worden gemaakt door het extra rendement.
	4. Liquiditeit	Dit is een liquide beleggingscategorie.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren hoogwaardige bedrijfsobligaties goed.
	6. Diversificatie	Binnen de categorie kan eenvoudig worden gespreid over subcategorieën, rating-categorieën, sectoren en uitgevende bedrijven. Doordat de risicovrije component doorgaans het karakter van bedrijfsobligaties overheerst is sprake van een hoge correlatie met staats-obligaties en een lage correlatie met aandelen.
	7. Inflatiehedge	Nominale hoogwaardige bedrijfsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zie bieden echter geen bescherming tegen onverwachte inflatie. Daarom bevatten nominale rentes tevens een inflatie-onzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is de correlatie met inflatie daardoor negatief en pas op de lange termijn positief wanneer coupons van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatiepeil.
	8. Specifieke criteria (geen out-performance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Hoogwaardige bedrijfsobligaties scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalu-eerde criteria. Het risico is iets hoger dan dat op staatsobligaties, maar daar staat een wat hoger rendement tegenover. Er is een goede aansluiting op de verplichtingen, terwijl de risicopremie bijdraagt aan de (reële) ambities. Liquiditeit is hoog, er kan tegen lage kosten in belegd worden, en een brede spreiding kan eenvoudig bereikt worden.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

De beleggingscategorie Global Credits kan zeer goed ingericht worden in een enkele portefeuille, het is niet nodig een onderverdeling naar bijvoorbeeld regio's te maken. Wel maakt het fonds een eigen keuze in de onderverdeling van de regio's binnen de portefeuille (zie keuze benchmark). Maatschappelijk verantwoord beleggen wordt geïntegreerd door het nastreven van specifieke doelstellingen (zie richtlijnen) ten aanzien van ESG-factoren.

Keuze benchmark

Voor deze beleggingscategorie is de naar marktwaarde gewogen Bloomberg Aggregate Credit Index de meest gebruikelijke keuze als benchmark. De wereldwijde variant hiervan bestaat (per 30 september 2020) voor 67,7% uit USD credits, 23,7% uit eurocredits en 8,6% uit credits in dertien overige valuta's. Omdat credits onderdeel uitmaken van de matchportefeuille is het logisch om een significante exposure naar credits genoteerd in euro aan te houden. Tegelijkertijd is vanuit het oogpunt van diversificatie een brede spreiding van de creditportefeuille wenselijk. Door ook USD credits op te nemen wordt een veel groter deel van het credituniversum aangeboord dan wanneer alleen in eurocredits zou worden belegd. Door het valutarisico daarvan af te dekken, wordt een adequate correlatie met de verplichtingen behouden. Het vervolgens ook opnemen van credits in overige valuta's zou tot weinig additionele spreiding leiden, terwijl het afdekken van het valutarisico van de dertien additionele valuta's extra complexiteit en kosten met zich zou brengen. Heet fonds heeft daarom een afweging gemaakt tussen enerzijds de rol van credits als matchingcategorie en anderzijds de wens tot brede spreiding wat resulteert in de keuze voor de volgende samengestelde index:

Bloomberg 50% US Aggregate Credit Index + 50% Euro Aggregate Credit Index (100% afgedekt naar euro)

Hiermee wordt bijna 90% van het universum van de wereldwijde index gecovered. De rest bestaat uit obligaties in andere valuta's. Met ongeveer 9000 uitgaven in deze index is spreiding in voldoende mate gegarandeerd.

Actief/passief

Het fonds vindt het acceptabel dat de Global-Creditsportefeuille beperkt actief wordt beheerd. Dit heeft de voorkeur omdat bij passief beheer stukken moeten verkocht wanneer deze door economische ontwikkelingen buiten de benchmark vallen. Dit geldt echter op dat moment voor veel fondsen waardoor dit zeer ongunstig kan uitpakken. Bij actief beheer kan veel beter op een dergelijke situatie worden ingespeeld.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdient een beleggingsfonds de voorkeur boven een discretionair mandaat, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven. Een discretionair mandaat biedt echter meer vrijheid in het implementeren van eigen restricties op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen.

Gewenste restricties

Tabel A14 geeft een overzicht van de limieten waaraan de Global-Creditsportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A14: Gewenste restricties voor de Global-Creditsportefeuille

	Global Credits
Universum[49]	Investment-grade-obligaties in euro en Amerikaanse dollar en beperkte posities in niet-investment-grade-obligaties en effecten in andere valuta
Regioverdeling	50% Europa 50% Verenigde Staten
Strategie	- Een hogere ESG totaalscore dan de benchmark - Een lagere carbon footprint dan de benchmark - Een hogere score op zowel de Sociale als de Governance-score dan de benchmark
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 1 jaar
Minimale kredietwaardigheid	B-
Maximum regiogewicht vs benchmark	+/- 15%
Maximale sectorafwijking vs benchmark	Corporates[50] +10% (geen minimum) Financiële instellingen 10% Non-corporates: 15%
Minimum gewicht	Niet van toepassing
Maximum gewicht	Niet van toepassing
Toegestane valuta	Niet van toepassing
Minimum omvang uitstaande lening	Niet van toepassing
Toegestane tracking error	3,0%

[49] Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:
- *Beperkte posities in niet-investment grade bedrijfsobligaties en in andere valuta's;*
- *Staatsobligaties, covered bonds, floating rate notes en commercial paper;*
- *Beperkte posities in cash, geldmarktfondsen en overnightdeposito's.*

[50] De categorie corporates bestaat uit de sectoren industrials, utilities en financial institutions.

Green en Social Bonds

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Green en Social Bonds zijn obligaties waarvoor geldt dat met de gelden aantoonbaar en meetbaar respectievelijk milieuwinst moet worden gemaakt (in geval van Green Bonds), of een specifiek sociaal doel moet worden behaald (in geval van Social Bonds). Ze hebben een plek in de matchportefeuille. Deze categorieën sluiten goed aan bij de verplichtingen: er is immers sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een kredietwaardigheid die zich in het investment grade gebied bevindt (Baa3 en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Ten aanzien van Green en Social Bonds in andere valuta's dan de euro, geldt dat het valutarisico afgedekt dient te worden om te zorgen voor aansluiting met de verplichtingen die immers in euro's luiden.

Rendement

Het rendement op Green en Social Bonds is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch onzekerdere tijden zal de opslag hoger zijn. Een relatief groot deel van het universum bestaat uit de staats gerelateerde bonds, de zogenaamde SSA's: Supranationals, overheidsgegarandeerde instellingen, lokale overheden en/of agencies. Het risico op de SSA's is nagenoeg gelijk aan dat van staatsobligaties.

Door het beperktere aanbod en de gemiddeld hogere kredietwaardigheid van Green en Social Bonds door o.a. het relatief grote aandeel SSA's is de risicopremie lager dan die van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties en ligt medio 2021 rond de 0,6%. De risicopremie voor Green Bonds en Social Bonds is echter nagenoeg gelijk aan die van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, wanneer gecorrigeerd wordt voor rating en looptijd.

Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Voor obligaties in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor Green en Social Bonds zijn beperkt. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

Diversificatie binnen Green en Social Bonds is door het beperktere universum minder goed dan voor hoogwaardige bedrijfsobligaties waar je beter kunt spreiden over landen, sectoren en emittenten. De categorieën diversifiëren goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen, maar er is veel overlap met reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, zowel qua emittenten als qua emissies. Ten tijde van onrust op de financiële markten kunnen spreads stijgen, waardoor Green en Social Bonds tijdelijk minder diversificatie bieden.

De liquiditeit van Green en Social Bonds is hoog.

Tabel A15: Impact Green en Social Bonds op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Beperkt.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in Green en Social Bonds worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Green en Social Bonds zijn relatief nieuwe beleggingscategorieën. Voor Green Bonds zijn er passieve oplossingen beschikbaar, maar het aanbod is minder groot dan voor bijvoorbeeld reguliere bedrijfsobligaties en indices voor Green Bonds zijn minder gediversifieerd dan voor reguliere bedrijfsobligaties. De markt voor Social Bonds groeit weliswaar hard maar is nog minder goed ontwikkeld in vergelijking met Green Bonds. Passieve oplossingen voor Social Bonds zijn dan ook nog niet beschikbaar.

Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van Green Bonds laag, waarbij beheerfees van 0,2% mogelijk zijn. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,4-0,5%. Ook zullen de transactiekosten bij actief beheer hoger liggen dan bij passief beheer, hoewel de doelstelling is dat deze meer dan goed worden gemaakt door het extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A16: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Er zijn Green en Social Bonds beschikbaar met looptijden van 20, 30, 40 en soms zelf 100 jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Met een gemiddelde kredietwaardigheid van Aa3/A1 is sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Deze obligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties is wel sprake van een beperkte risicopremie.
	4. Houd het simpel!	Het zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. Ze worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Een extra aspect is dat de 'groene' of 'sociale' aanwending van de gelden objectief herleidbaar en toetsbaar moet zijn. Emittenten geven namelijk naast Green of Social Bonds veelal ook gewone bedrijfsobligaties uit.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een beperkte premie voor liquiditeit.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	De toegevoegde waarde van Green en Social Bonds zit in de mogelijkheid om invulling te geven aan de specifieke MVB speerpunten van het fonds.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
Algemene criteria	1. Rendement	Zowel het beperkte aanbod als de gemiddeld hogere kredietwaardigheid van Green en Social Bonds leiden tot een wat lager gemiddeld verwacht rendement op deze categorieën ten opzichte van reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, waarvoor geldt dat het rendement, hoewel er nog wel sprakeis van een redelijke risicopremie, momenteel bijzonder laag is.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is laag. Voor Amerikaanse obligaties waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt ligt dit beduidend hoger. Het kredietrisico is, door het relatief grote aandeel van supranationale instellingen, lager dan voor reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties.

	3. Kosten	Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer laag en de transactiekosten beperkt. Bij actief beheer is de verwachting dat de hogere kosten goed worden gemaakt door het extra rendement.
	4. Liquiditeit	Dit is een liquide beleggingscategorie.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren Green en Social Bonds goed. Er geldt dat de 'groene' of sociale aanwending van de gelden objectief herleidbaar en toetsbaar moet zijn. Via het 'Green Bond Initiative' zijn twee sets handvatten en richtlijnen tot stand gekomen: de Green Bond Principles en de Social Bond Principles.
	6. Diversificatie	De diversificatie binnen Green en vooral Social Bonds is minder groot dan voor reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties. Voorts is er sprake van overlap met de beleggingen in reguliere hoogwaardige bedrijfsobligaties, zowel qua emittenten als emissies.
	7. Inflatiehedge	Nominale obligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Ze bieden echter geen bescherming tegen onverwachte inflatie. Daarom bevatten nominale rentes tevens een inflatie-onzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is de correlatie met inflatie daardoor negatief en pas op de lange termijn positief wanneer coupons van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatiepeil.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Green en Social Bonds scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar iets hoger dan dat op staatsobligaties, maar daar staat een wat hoger rendement tegenover. Er is een goede aansluiting op de verplichtingen, terwijl de risicopremie bijdraagt aan de (reële) ambities. Liquiditeit is hoog, er kan tegen lage kosten in belegd worden, en een brede spreiding kan eenvoudig bereikt worden. Doordat een koppeling wordt gelegd met groene of sociale investeringen en projecten, kan een aantoonbare winst worden behaald op de E- en S-factor. Dit biedt een mogelijkheid om invulling te geven aan onze fondsspecifieke speerpunten.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Om in het kader van het MVB-beleid gericht invulling te geven aan het realiseren van de klimaatdoelstelling en, in lijn met het speerpunt 'bijdragen aan evenwichtige sociale verhoudingen', de nadruk nog meer te kunnen leggen op de sociale component wordt een deel van de portefeuille gealloceerd naar Green en Social Bonds. Het fonds kiest er voor dit vorm te geven in twee aparte mandaten.

Keuze benchmark

Voor de Green-Bondsportefeuille acht het fonds de Euro Green Bonds Index van ICE BofA het meest passend vanwege lagere kosten ten opzichte van de tevens gangbare Bloomberg MSCI Index. Met een global Green-Bondsindex zou het risicoprofiel van de portefeuille toenemen. Daarnaast heeft de Euro Green Bonds Index een verhouding tussen staats/staatsgerelateerde obligaties en bedrijfsobligaties van 1:1. Een index die alleen bedrijfsobligaties omvat is momenteel nog te beperkend.

Voor de Social-Bondsportefeuille, waarvoor een geschikte index die gebruikt kan worden als benchmark vooralsnog ontbreekt, wordt geen strategische benchmark gekozen. Het portefeuille-rendement geldt daar als benchmarkrendement. De belangrijkste redenen voor deze keuze ten opzichte van een customized benchmark zijn kosten en het minimaliseren van het z-scorerisico.

Actief/passief

De Green-Bondsportfeuille wordt semi-passief beheerd. Een volledig passieve strategie zou leiden tot te veel leningen in portefeuille die over onvoldoende groene karakteristieken beschikken.

De Social-Bondsportefeuille wordt ingericht volgens een buy&maintainprincipe. Daarmee is het mogelijk de eigen MVB-richtlijnen te volgen terwijl tegelijkertijd de kosten worden beperkt.

Beleggingsvehikel

Om de voor het fonds belangrijkste eisen ten aanzien van het MVB-beleid zo goed mogelijk te kunnen integreren is voor beide portefeuilles een discretionair mandaat het meest wenselijk.

Gewenste restricties

Tabel A17 geeft een overzicht van de limieten waaraan beide portefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel A17: Gewenste restricties voor de Green- en Social-Bondsportefeuilles

	Green Bonds	Social Bonds

Universum[51]	- Wereldwijde Green Bonds uitgegeven door SSA's[52] of ondernemingen - Staatsobligaties (VS, VK, Duitsland, Frankrijk, Nederland) - ETD bond futures in EUR, USD, GBP, AUD, CAD - FX- en Forward FX-instrumenten (voor afdekkingsdoeleinden - Cash (+/-2%)	- Wereldwijde Social Bonds uitgegeven door SSA's of ondernemingen - Staatsobligaties (VS, VK, Duitsland, Frankrijk, Nederland) - ETD bond futures in EUR, USD, GBP, AUD, CAD - FX- en Forward FX-instrumenten (voor afdekkingsdoeleinden - Cash (+/-5%)
Strategie	Semi-passief	Buy & maintain
Beoogde ex-ante tracking error	1%	Niet van toepassing
Minimum gewicht	SSA Green Bonds 40%	SSA Social Bonds 40%
Maximum gewicht	Per emmitent van SSA 20% Per onderneming 5%	Per emmittent van SSA 35% Per onderneming 5%
Maximaal toegestane afwijking gewicht tov de benchmark	SSA Green Bonds +/- 20% Corporate Green Bonds +/- 20%	
Minimale kredietwaardigheid[53] (ratingdefinitie volgens Bloomberg Index-ratingmethodologie)	Baa3	Baa3
Toegestane valuta	USD, EUR, GBP, AUD, CAD, SEK, NOK, DKK	USD, EUR, GBP, AUD, CAD, SEK, NOK, DKK
Minimum omvang uitstaande lening	USD 250m EUR 250m GBP 100m AUD 100m CAD 100m SEK 1000m NOK 1000m DKK 1000m	USD 250m EUR 250m GBP 100m AUD 100m CAD 100m SEK 1000m NOK 1000m DKK 1000m
Minimale risicopremie	0,4%	0,4%

[51] Beperkte off-benchmarkposities kunnen worden ingezet voor actief beheer en/of liquiditeitenbeheer. Toegestaan zijn:

- *Beperkte posities in niet-investment grade bedrijfsobligaties en in andere valuta's;*
- *Staatsobligaties, covered bonds, floating rate notes en commercial paper;*
- *Beperkte posities in cash, geldmarktfondsen en overnightdeposito's.*

[52] Supranationals, overheden, overheidsgegarandeerde instellingen, lokale overheden en/of agencies.

[53] In geval van downgrade onder Baa3 verkoop binnen drie maanden of contact met het fonds.

High Yield

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

High Yield heeft een plek in de returnportefeuille. Er is weliswaar sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, waardoor deze categorie aansluit bij de verplichtingen, maar met een kredietwaardigheid die zich beneden het investment grade gebied bevindt (BB+ en lager) is de mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen, zodanig hoog dat dit aspect overheerst. Het gaat bij High Yield primair om de risicopremie (spread) die tegenover die onzekerheid staat en die bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op High Yield is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch slechtere onzekerder tijden zal de opslag hoger zijn. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van ca. 2%.

Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Voor High Yield in andere valuta's zal als basis de risicovrije rente van de betreffende valuta gelden. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt echter in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor High Yield zijn voornamelijk gerelateerd aan de kredietwaardigheid (S5). Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1). Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sectoren en emittenten. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark (twee- à drieduizend) is het concentratierisico goed beheersbaar. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van de minder risicovolle beleggingen zoals staatsobligaties.

De liquiditeit van de beleggingscategorie High Yield is goed.

Tabel A18: Impact High-Yieldobligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege rentecomponent.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen, mits afgedekt.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Hoog.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in High Yield worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Met name wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van High Yield laag, waarbij beheerfees van 0,2% en lager mogelijk zijn. Actief beheer is duurder, met beheerfees rond 0,5%. De transactiekosten bij actief beheer hoeven niet noodzakelijkerwijs hoger te liggen dan bij passief beheer. Door de hoogte van de spreads voor High Yield (bid-ask spread gemiddeld ca. 0,8%) kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen tot hogere transactiekosten leiden dan een stabiele actief beheerde portefeuille. Bovendien is de verwachting dat actief beheer de transactiekosten meer dan goed maakt door het hogere verwachte rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A19: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Hoewel de meeste obligaties niet langer lopen dan tien jaar, zijn looptijden beschikbaar tot vijfentwintig jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Laagwaardige bedrijfsobligaties sluiten goed aan bij de verplichtingen, aangezien – behoudens kredietrisico - sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een gemiddelde kredietwaardigheid van B is wel sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Ten aanzien van USD-obligaties geldt nog dat valutarisico wordt gelopen. Wanneer dit valutarisico niet wordt afgedekt, sluiten USD bedrijfsobligaties minder goed aan bij de verplichtingen dan EURO bedrijfsobligaties.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Laagwaardige bedrijfsobligaties behoren tot de liquide beleggingscategorieën, maar zijn binnen deze categorie relatief illiquide, waardoor wel sprake is van een beperkte liquiditeitspremie.

	4. Houd het simpel!	Laagwaardige bedrijfsobligaties zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement op laagwaardige bedrijfsobligaties is een optelsom van de risicovrije rente, een opslag voor kredietrisico en een premie voor illiquiditeit. Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt, verdwijnt dit verschil echter.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Het beleid van het fonds op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen betreft engagement, het uitvoeren van stemrecht, uitsluitingen, impact investing en integratie van ESG-criteria. Veel van dit beleid (engagement, uitsluitingen en integratie) kan toegepast worden op laagwaardige bedrijfsobligaties.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
Algemene criteria	1. Rendement	Het gemiddelde rendement (yield) op (wereldwijde) laagwaardige bedrijfsobligaties ligt momenteel rond 7% (de optelsom van een gemiddelde spread van 6,5% en een risicovrije rente van 0,5%). Dit ligt net onder het langetermijngemiddelde van 8,5%. Op de lange termijn (vijftien jaar) hanteert CTI Global Asset Management een verwacht rendement van 2,9% voor deze categorie. Deze aanname is gebaseerd op een gemiddelde spread van 5,5% minus een verwacht verlies wegens faillissementen van ruim 3% op bedrijfsobligaties met een investment-gradebeoordeling.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement is gemiddeld te noemen: aanzienlijk lager dan dat van aandelen, maar hoger dan van staatsobligaties en hoogwaardige bedrijfsobligaties. De verklaring voor het relatief stabiele rendement in verhouding tot aandelen is, dat de spreadcomponent en de risicovrijerente-component vaak in tegengestelde richting bewegen wat elkaar compenseert.

	3. Kosten	Wanneer voor passief beheer wordt gekozen zijn de kosten voor het beheer van laagwaardige bedrijfsobligaties veelal laag. Door de hoogte van de spreads kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen echter tot hoge transactiekosten leiden.
	4. Liquiditeit	Laagwaardige bedrijfsobligaties worden publiek verhandeld, zijn vanuit een pensioenfonds-perspectief een liquide categorie en vallen binnen de liquide returnportefeuille. Binnen het universum van de liquide returnportefeuille echter behoren laagwaardige bedrijfsobligaties tot de minder liquide instrumenten. De liquiditeit is de laatste jaren afgenomen als gevolg van regelgeving, waardoor banken minder voor eigen rekening zijn gaan handelen.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren laagwaardige bedrijfsobligaties goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. Voorts bevatten de nominale couponnen van deze categorie –net als bij staatsobligaties- een inflatieonzekerheids-premie. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark (bijvoorbeeld ten aanzien van de verdeling over rating-categorieën) resp. om gebruik te maken van derivaten.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen, sub-categorieën, sectoren, ratings en over uitgevende bedrijven. Gegeven het grote aantal obligaties in de benchmark is het concentratie-risico beperkt. In tegenstelling tot hoogwaardige bedrijfsobligaties, overheerst bij laagwaardige obligaties het spreadkarakter ten opzichte van de risicovrijerentecomponent. Zo vertoont deze categorie een correlatie van +0,75% versus aandelen, terwijl de correlatie met staatsobligaties growfweg nul is. Al met al, zorgt deze categorie binnen de beleggings-portefeuille nog wel voor diversificatie.

	7. Inflatiehedge	Nominale laagwaardige bedrijfsobligaties bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief wanneer de couponnen van nieuw uitgegeven obligaties worden aangepast aan het inflatienpeil. Doordat de gemiddelde looptijd van deze categorie korter is dan die van hoogwaardige bedrijfsobligaties alsook staatsleningen, passen de couponnen zich wel sneller aan bij wijzigingen in het inflatieniveau.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Laagwaardige bedrijfs- of High-Yieldobligaties scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risico is weliswaar weer iets hoger dan dat op hoogwaardige bedrijfsobligaties (credits), maar daar staat dan ook een weer wat hoger rendement tegenover. Door het hogere rendements-risicoprofiel ten opzichte van hoogwaardige bedrijfsobligaties ligt de nadruk bij deze categorie meer op de bijdrage aan de (reële) ambities en minder op de nauwkeurige aansluiting van de kasstromen met die van de verplichtingen.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie High Yield

De beleggingscategorie High Yield kan zeer goed ingericht worden in een enkele portefeuille, het is niet nodig een onderverdeling naar bijvoorbeeld regio's te maken.

Keuze benchmark

De twee belangrijkste aanbieders van indices voor Global High Yield, die gebruikt kunnen worden als benchmark, zijn Bloomberg en Bank of America Merrill Lynch. Er is geen groot verschil tussen beide indices. Voor deze beleggingscategorie heeft het pensioenfonds uiteindelijk gekozen voor Bloomberg, dat vrij conservatief is wat aantrekkelijk is voor een dergelijke risicovolle categorie. Het gaat dan om een aangepaste versie van gecombineerde regionale indices:

Bloomberg Capital Customized High Yield Index 60% US High Yield en 40% Pan European High Yield, BB-B non-financials (100% afgedekt naar euro)
De issuerexposure wordt gecapped op 3% per issuer om concentratierisico te beperken.

De afwijkende regionale weging (60% Amerika, 40% Europa) beperkt enerzijds het concentratierisico naar Amerika (veelal 70-80% in de naar marktkapitalisatie gewogen globale index), maar onderkent dat de meeste High-Yieldobligaties in die regio uitgegeven worden.

Achtergesteld papier van financials zijn geen typische high-yieldinstrumenten. Ze zijn veelal vervroegd aflosbaar, maar hebben lange looptijden (denk aan perpetuals). De combinatie van achtergesteldheid en lange looptijden betekent dat in perioden van stress, zoals gedurende de financiële crisis, deze instrumenten extreem volatiel worden. Gezien het atypische karakter van achtergesteld papier van financiële instellingen kiest het fonds ervoor deze buiten de benchmark te houden.

Een beperking tot BB en B betekent dat de laagste kredietwaardigheidsklassen, CCC en lager, niet wordt opgenomen wat resulteert in een kredietwaardiger portefeuille met bovendien een betere risico/rendementsverhouding. De maximale weging per emittent van 3% tenslotte, beperkt het concentratierisico naar individuele emittenten.

De omvang van hetgeen door de keuze voor deze index als benchmark wordt uitgesloten varieert over de tijd. Bijvoorbeeld obligaties met een creditrating van CCC en obligaties uit de regio Azië maken momenteel (medio 2018) respectievelijk ongeveer 10% en minder dan 10% van de benchmark uit.

Actief/passief

Voor deze beleggingscategorie zijn geen goede passieve trackers voorhanden. Dit is een gevolg van het grote universum met de nodige turnover en de beperkte liquiditeit van een deel van de markt. Passief beleid zou daarom tot gegarandeerde underperformance leiden. Het fonds vindt het daarom acceptabel dat de high-yieldportefeuille actief wordt beheerd. Binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG, meent het fonds dat het mogelijk is om minimaal de beheerkosten te kunnen compenseren en zelfs waarde toe te voegen. Daarnaast kan met actief beheer beter worden ingespeeld op economische veranderingen die nadelig zouden kunnen uitpakken voor de portefeuille.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdient een beleggingsfonds de voorkeur boven een discretionair mandaat, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven.

Gewenste restricties

Tabel A20 geeft een overzicht van de limieten waaraan de High-Yieldportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A20: Gewenste restricties voor de High-Yieldportefeuille

	High Yield
Universum	Europese (in euro of Britse ponden) en Amerikaanse High-Yieldobligaties en beperkte posities in High-Yieldpapier uitgegeven door ondernemingen met valuta in OECD-landen (anders dan EUR, USD en GBP)
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 2 jaar
Minimale kredietwaardigheid	Maximaal 15% van NAV in High-Yieldpapier met rating onder B- Maximaal 15% van NAV in unrated bonds
Minimaal aantal issuers	75 (maximum gewicht per issuer 5%)
Maximale allocatie naar off-benchmarkcategorieën	30%
Maximale sectorafwijking vs bm	20%
Toegestane tracking error	6,0%

Emerging Market Debt

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Emerging market debt (EMD) heeft een plek in de returnportefeuille. Er is weliswaar sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, waardoor deze categorie aansluit bij de verplichtingen, maar met een kredietwaardigheid die zich deels binnen, deels beneden het investment-gradegebied bevindt is de mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen, zodanig hoog dat dit aspect overheerst. Het gaat bij EMD primair om de risicopremie (spread) die tegenover die onzekerheid staat en die bijdraagt aan de (reële) ambities. Bovendien is er sprake van valutarisico, hetzij op de Amerikaanse dollar in het geval van EMD hard currency, hetzij op de lokale valuta's van opkomende landen in het geval van EMD local currency. Voor zover dit valutarisico niet wordt afgedekt, is er nog minder aansluiting met de beweging van de verplichtingen.

Rendement

Het rendement op EMD is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. In economisch slechtere onzekerder tijden zal de opslag hoger zijn. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van ca. 1,8%.

Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Voor EMD zal als basis de risicovrije rente van de valuta gelden waarin deze is uitgegeven. In de praktijk zijn dit de Amerikaanse dollar en de lokale valuta's van de betreffende opkomende landen. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt verdwijnt in principe het verschil met de risicovrije rente die voor de euro geldt.

Beschrijving risico's

De risico's voor EMD zijn voornamelijk gerelateerd aan de kredietwaardigheid (S5). Daarnaast zal de waardering fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1). Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Voor EMD hard currency bevat de benchmark zo'n 60 landen (dit varieert over de tijd), voor EMD local currency bevat de benchmark ca. 16 landen (ook dit varieert over de tijd), wat het concentratierisico op zich goed beheersbaar maakt, mits er gelet wordt op de maximale weging van individuele landen. Voorts diversifieert de categorie goed ten opzichte van andere beleggingen.

De liquiditeit van de beleggingscategorie EMD is goed.

Tabel A21: Impact EMD op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege rentecomponent.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen op harde valuta, mits afgedekt. Wel op lokale valuta.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Redelijk hoog.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als via discretionaire mandaten in EMD worden belegd. Het beleggen via een discretionair mandaat is echter wel operationeel zeer bewerkelijk gezien de rekeningen die in vele opkomende landen geopend en onderhouden moeten worden. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Passieve oplossingen voor EMD zijn de laatste jaren in opkomst, met name voor EMD local currency. Daarbij zijn beheerfees van 0,2% en lager zeer wel mogelijk. Actief beheer is duurder, met beheerfees van 0,4% - 0,6%. Door de hoogte van de spreads voor EMD (bid-ask spread gemiddeld ca. 0,8%) kan een passieve oplossing die de benchmark nauwkeurig probeert te volgen (en zeker een benchmark waarbij regelmatig geherbalanceerd wordt in verband met een maximale weging per emittent) tot hogere transactiekosten leiden dan een stabiele actief beheerde portefeuille. Bovendien is de verwachting dat actief beheer de transactiekosten meer dan goed maakt door extra rendement.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A22: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Looptijden tot dertig jaar zijn gebruikelijk, zowel in lokale als harde valuta.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Obligaties opkomende landen sluiten goed aan bij de verplichtingen, aangezien – behoudens kredietrisico – sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen. Met een gemiddelde kredietwaardigheid van BB+ voor harde valuta en BBB voor lokale valuta is wel sprake van enige mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. Op obligaties opkomende landen wordt valutarisico gelopen, hetzij op de USD (in geval van harde valuta), hetzij op een aantal lokale valuta's. Wanneer dit valutarisico niet wordt afgedekt, sluiten obligaties opkomende landen minder goed aan bij de verplichtingen dan wanneer het valutarisico wel wordt afgedekt.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Obligaties opkomende landen behoren tot de liquide beleggingscategorieën. Versus staatsobligaties van westerse landen is wel sprake van een beperkte liquiditeitspremie.
	4. Houd het simpel!	Obligaties opkomende landen zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden publiek verhandeld en kennen een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van de risicovrije rente (de optelsom van de reële rente en inflatieverwachtingen plus een premie voor inflatieonzekerheid), een opslag voor kredietrisico en een premie voor illiquiditeit. Voor een obligatie die in USD luidt (harde valuta) is de risicovrije rente van de VS de basis. Voor een obligatie die in een lokale valuta luidt, is (in theorie) de risicovrije rente van dat land de basis (in de praktijk is er voor opkomende landen echter geen direct waarneembare risicovrije rente, omdat bij elke belegging in een dergelijk land sprake is van kredietrisico). Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta. Wanneer het valutarisico wordt afgedekt, verdwijnt dit verschil echter.

	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Ons MVB-beleid betreft engagement, het uitvoeren van stemrecht, uitsluitingen, impact investing en integratie van ESG-criteria. Veel van dit beleid betreft ondernemingen en strekt zich niet uit tot overheden. Beleggingen in (staats)obligaties opkomende landen zijn daarmee consistent met het huidige MVB-beleid. Er is een trend gaande om ook (opkomende) landen op ESG-criteria te scoren en deze scores mee te wegen in de selectie van EMD-obligaties.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	
Algemene criteria	1. Rendement	Het rendement (yield) bedraagt momenteel 2,8% op harde valuta en 3,1% op lokale valuta. Dit is vóór afdekking van het valutarisico en zonder rekening te houden met eventuele verliezen als gevolg van wanbetaling. De gemiddelde looptijd voor lokale valuta ligt lager dan voor harde valuta (duratie van circa vijf jaar en respectievelijk zeven jaar) terwijl de gemiddelde kredietwaardigheid iets hoger is (BBB respectievelijk BB+). Dit impliceert dat de risicovrije rente in de opkomende landen duidelijk hoger ligt dan in de VS, in lijn met de hogere reële groei in deze landen. Indien het valutarisico wordt afgedekt naar euro's, dan verdwijnen de verschillen in risicovrije rentes. Wat dan resteert is de risicopremie voor het kredietrisico, welke zich tussen die voor hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties in bevindt. Op de lange termijn hanteert CTI Global Asset Management een verwacht rendement van 6,5% voor harde valuta (hedged) en 3,6% voor lokale valuta. Gezien de kortere duratie en hogere kredietwaardigheid ligt het verwacht rendment voor lokale valuta onder dat van harde valuta.
	2. Risico	De volatiliteit van het rendement bedraagt, afhankelijk van de gekozen historische periode, zo'n 11% op jaarbasis voor harde valuta (hedged) en 8% voor lokale valuta (unhedged).
	3. Kosten	Bij passief beheer zijn fees van 0,2% en lager zeer wel mogelijk. Actief beheer is duurder, met beheerfees van 0,4% à 0,6%.
	4. Liquiditeit	Obligaties van opkomende landen zijn een liquide categorie, zij het minder liquide dan bijvoorbeeld euro staatsobligaties.

	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft alle subcriteria scoren obligaties opkomende markten goed. Het is een transparante categorie, het is eenvoudig te weten in welke obligaties men belegt. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor kredietrisico. De operationele risico's zijn beperkt, de vereiste monitoringcapaciteit eveneens, waarbij men wel oog moet hebben voor de mate van vrijheid die de (actieve) beheerders krijgen om af te wijken van de benchmark resp. om gebruik te maken van derivaten.
	6. Diversificatie	Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over landen. Bij harde valuta bevat de index ruim zeventig landen, bij lokale valuta negentien. Bij lokale valuta is bovendien sprake van spreiding over meerdere valuta's. Voorts diversifieert de categorie ten opzichte van andere vastrentende beleggingen met een vergelijkbaar kredietrisico zoals hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties. Voor harde valuta (hedged) liggen deze correlaties op circa 0,6-0,7, voor lokale valuta (unhedged) op circa 0,4-0,6.
	7. Inflatiehedge	Nominale obligaties opkomende markten bieden naast een reële vergoeding ook een vergoeding voor verwachte inflatie. Zij bieden echter geen bescherming voor onverwachte inflatie. Wegens dit risico, bevatten nominale rentes tevens een inflatieonzekerheidspremie. Op korte tot middellange termijn is daardoor de correlatie met inflatie negatief, pas op de lange termijn licht positief. Het betreft hier overigens niet de Nederlandse of de euro-inflatie, maar de Amerikaanse inflatie (in het geval van harde valuta) respectievelijk de inflatie van de opkomende landen (in het geval van lokale valuta).
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.

	Eindoordeel	(Staats)obligaties van opkomende landen scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Het risicoprofiel ligt tussen dat van hoog- en laagwaardige bedrijfsobligaties in, met een bijpassend rendement, dat ook het politieke risico naar verwachting adequaat compenseert. Voor obligaties opkomende markten luidende in lokale valuta's geldt bovendien dat wordt aangesloten bij het investment belief dat markten met een hogere reële groei uiteindelijk ook een hoger rendement bieden (via een hogere rente).

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie Emerging Market Debt

Binnen de beleggingscategorie staatsobligaties opkomende markten maakt het fonds onderscheid tussen obligaties uitgegeven in "harde valuta" (meestal in Amerikaanse dollars, maar ook in euro, Britse ponden of Japanse yen is mogelijk), EMD HC en obligaties uitgegeven in lokale valuta, EMD LC.

Keuze benchmark

Voor de EMD-HC-portefeuille kiest het fonds de JP Morgan EMBI Global Diversified Index als benchmark. De JP Morgan EMBI Global Index is de dominante benchmark voor EMD HC, die twee varianten kent: diversified en niet-diversified. De index bestaat uit staatsleningen uit opkomende landen over de gehele wereld uitgegeven in zogenaamde harde valuta's (voornamelijk de Amerikaanse dollar). De diversified variant beperkt de wegingen van landen met grote uitstaande schulden en reduceert zodoende het concentratierisico. Dit maakt de diversified variant vanuit het oogpunt van risicomanagement en diversificatie te prefereren boven de gewone JP Morgan EMBI Global Index. Meer dan zestig landen maken onderdeel uit van de JP Morgan EMBI Global diversified Index, waarbij er een maximum geldt van 5% per land.

Voor de EMD-LC-portefeuille kiest het fonds de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index als benchmark. De JP Morgan GBI-EM Global Index is de dominante benchmark voor EMD LC, die twee varianten kent: diversified en niet-diversified.. De index bestaat uit staatsleningen uit opkomende landen over de gehele wereld uitgegeven in de eigen, lokale valuta's van de betreffende landen. De diversified variant beperkt de wegingen van landen met grote uitstaande schulden en reduceert zodoende het concentratierisico. Dit maakt de diversified variant vanuit het oogpunt van risicomanagement en diversificatie te prefereren boven de gewone JP Morgan GBI-EM Global Index. Zestien landen maken onderdeel uit van de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index, waarbij er een maximum geldt van 10% per land.

Er is voor EMD gekozen voor een beperking van concentratierisico door middel van een maximum weging per land van 5% resp. 10% in de benchmark en niet door te kiezen voor weging op basis van GDP zoals voor Euro staatsobligaties. Dit sluit aan bij wat gebruikelijk is in de markt voor deze categorie. GDP is bovendien notoir onbetrouwbaar voor EM.

Alle voor buitenlandse beleggers toegankelijke (en niet door sancties uitgesloten) landen worden nu in principe opgenomen in de gekozen benchmark, waarmee het hele beschikbare universum wordt bestreken

Actief/passief

Het fonds vindt het verstandig en acceptabel om de emerging-market-debt-portefeuilles actief te laten beheren. Met name voor het LC-mandaat zijn er geen goede passieve mogelijkheden voorhanden. Binnen de vierhoek, rendement, risico, kosten en ESG, meent Het fonds dat het mogelijk is om minimaal de beheerkosten te kunnen compenseren en zelfs waarde toe te voegen. Daarnaast kan met actief beheer veel beter worden ingespeeld op economische veranderingen die nadelig zouden kunnen uitpakken voor de portefeuille.

Beleggingsvehikel

Vanwege schaal- en belastingvoordelen verdienen beleggingsfondsen de voorkeur boven een discretionaire mandaten voor deze beleggingscategorie, mits dat fonds voldoet aan de door het fonds gestelde vereisten zoals in dit document weergegeven.

Gewenste restricties

Tabel A23 geeft een overzicht van de limieten waaraan de EMD subportefeuilles bij voorkeur minimaal moeten voldoen.

Tabel A23: Gewenste restricties voor de EMD subportefeuilles

	EMD HC	EMD LC
Universum	Publieke sector overheidspapier en overheid gegarandeerd en ondernemingspapier van opkomende landen dat voor 100% in overheidshanden is gedenomineerd in USD, EUR, GBP of JPY.	Effecten van issuers die economisch verbonden zijn met opkomende markten of waarvan de performance is verbonden aan die markten, economieën of betalingssysteem uitgegeven in lokale valuta.
MVB-doelstellingen	- Hogere ESG-score dan de benchmark - Er wordt niet belegd in landen met de laagste ESG-scores - Lagere CO_2-uitstoot dan de benchmark - Uitsluiten quasi-sovereigns - Focus op beleggen in duurzame obligaties - Hogere score op de 'Freedom House Index' dan de benchmark	Niet van toepassing
Duratie (maximaal toegestane afwijking tov de benchmark)	+/- 2 jaar	+/- 2 jaar

Maximale afwijking kredietwaardigheid vs benchmark	Investment grade: +/- 35% BB: +/- 20% <BB: +/- 10% Zonder rating: +/- 10%	Zowel beleggingen in investment grade als non-investment grade zijn toegestaan.
Maximale allocatie naar off-benchmarkcategorieën	10% in structured notes of credit linked notes	Totaal: 25% Corporates: 20% EUR/USD: 20% Overig: 10%
Toegestane derivaten	Rentefutures, credit default swaps en valutaforwards	Instrumenten voor efficiënt portefeuillebeheer, afdekken en beleggingsdoelstellingen
Toegestane tracking error	6,0%	6,0%

Particuliere hypotheken

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Matching/return

Particuliere Nederlandse hypotheken hebben een plek in de matchportefeuille. Deze beleggingscategorie sluit immers goed aan bij de verplichtingen. In beide gevallen is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen die in euro's luiden. Met hypotheken zijn looptijden tot dertig jaar mogelijk waardoor ook aansluiting met langer lopende verplichtingen mogelijk is. Met een kredietwaardigheid die zich in principe in het investment grade gebied bevindt (BBB- en hoger) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities.

Rendement

Het rendement op hypotheken is gelijk aan het risicovrije rendement plus een opslag (spread) in verband met het kredietrisico dat wordt gelopen. Die opslag is hoger naarmate de kredietwaardigheid lager is. Ook varieert de opslag over de tijd, afhankelijk van de economische omstandigheden en de situatie op de vastgoedmarkt. Voorts is er sprake van een bepaalde mate van illiquiditeit wat tot een illiquiditeitspremie. Gemiddeld kan uitgegaan worden van een risicopremie van 1,3%.

Normaliter is er sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

Beschrijving risico's

De risico's voor hypotheken kunnen worden gemitigeerd. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1), daarnaast is er afhankelijk van de mate van kredietwaardigheid sprake van kredietrisico (S5).

Diversificatie binnen de categorie is eenvoudig te bereiken door te spreiden over debiteuren, looptijden, regio's, onderliggende objecten. Tegelijkertijd is de categorie als zodanig geheel geconcentreerd in Nederland. De categorie diversifieert goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen.

De beleggingscategorie hypotheken is relatief illiquide.

Tabel A24: Impact hypotheken op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Veelal beperkt, maar hoogste schok van toepassing indien geen rating beschikbaar is.
S7: Liquiditeitsrisico	Aanwezig.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Er kan zowel via fondsen als (bij voldoende omvang) via discretionaire mandaten in hypotheken worden belegd. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is eenvoudig te realiseren.

Kosten

Door de aard van de belegging is er alleen sprake van actief beheer. De kosten voor hypothekenfondsen bedragen maximaal 0,4%.

2. Toets aan beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A25: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. Het fonds is een langetermijnbelegger	Beleggingen in hypotheken kennen looptijden tot en met dertig jaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Hypotheken sluiten goed aan bij de verplichtingen aangezien – behoudens kredietrisico – sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen. Daar staat een hogere risicopremie tegenover die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities net zoals een illiquiditeitspremie.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Er is sprake van een illiquiditeitspremie.
	4. Houd het simpel!	De fundamenten van hypotheken zijn eenvoudig uitlegbaar. Als beleggingscategorie stellen hypotheken wel hogere eisen aan de organisatie en de bijbehorende deskundigheid vanwege het illiquide karakter, de specifieke juridische en fiscale structuren die gehanteerd worden, de waardering en het risicomanagement.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het betreft hier slechts Nederlandse hypotheken. Voor deze regio is geen sprake van hoge groei.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	Hoewel bij deze categorie geen invulling kan worden gegeven aan MVB op reguliere wijze is het beleggen niet strijdig met het MVB-beleid van het fonds. Het is bijvoorbeeld mogelijk te investeren in groene hypotheken en gegeven de huidige woningmarkt kan het investeren in hypotheken maatschappelijk bijdragen.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	In lijn met het lage kredietrisico is het rendement op lange termijn beperkt. Ten opzichte van hoogwaardige bedrijfsobligaties is sprake van illiquiditeitspremie.
	2. Risico	De volatiliteit is beperkt.
	3. Kosten	De management fees zijn relatief hoog.
	4. Liquiditeit	De onderliggende hypotheken worden voor langere tijd verstrekt en zijn relatief illiquide. Wel is het zo dat de fondsen waarin beleggers deelnemen veelal een maandelijkse liquiditeit kennen. In de praktijk kan dit weer tegenvallen.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	De fundamenten van hypotheken zijn eenvoudig uitlegbaar. Als beleggingscategorie stellen hypotheken wel hogere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.
	6. Diversificatie	Enerzijds is er sprake van enorme spreiding binnen de categorie, aangezien de fondsen duizenden individuele leningen bevatten. Anderzijds zijn de verstrekte hypotheken allemaal geconcentreerd in Nederland.
	7. Inflatiehedge	Hypotheken worden verstrekt tegen zowel vaste als variabele rentetarieven. Gemiddeld kennen hypotheken een vaste nominale rentevergoeding. Hierdoor biedt deze categorie geen bescherming tegen (onverwachte) inflatie. Pas op langere termijn mag enige correlatie verwacht worden, indien rentetarieven van nieuw verstrekte hypotheken zich aanpassen aan het inflatiepeil.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van het fonds)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	Nederlandse hypotheken scoren goed op alle beleggingsovertuigingen en geëvalueerde criteria. Er is aansluiting bij de verplichtingen gezien de over de tijd voorspelbare kasstromen. Het is geen ingewikkelde categorie. Ten opzichte van de andere vastrentende categorieën wordt extra rendement verwacht door de illiquiditeit van de categorie. Dit past uitstekend bij onze beleggingsovertuigingen. Tegelijkertijd zijn de kosten niet hoog. Spreiding over debiteuren is eenvoudig te bereiken door middel van een fondsbelegging.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Het fonds kiest ervoor om alleen in Nederlandse particuliere hypotheken te beleggen. Voorwaarde voor behoud in de portefeuille is een voldoende hoge spread ten opzichte van de risicovrije rente. Wanneer de brutospread kleiner wordt dan 1,0% vindt heroverweging plaats.

Keuze benchmark

Voor de hypothekenportefeuille geldt dat de eigenschappen van een dergelijke illiquide portefeuille dermate specifiek zijn, dat het lastig, zo niet onmogelijk, is een representatieve strategische benchmark te identificeren. Voor dit deel van de portefeuille zal daarom het benchmarkrendement gelijk zijn aan het portefeuillerendement.

Doelstelling voor beoordeling van de manager is een hoger rendement, na aftrek van kosten en na correctie voor de prijs van de risico's die worden gelopen door te beleggen in hypoheken, boven een swapindex met een duratie die vergelijkbaar is met die van de respectievelijke deelportefeuilles:

100 basispunten op jaarbasis over de laatste vijf kalenderjaren op de Bloomberg Customized Swap Index 4-7 jaar

Actief/passief

Het beheer van een hypothekenportefeuille wordt per definitie uitgevoerd door middel van actief beheer.

Beleggingsvehikel

Het verdient de voorkeur om te beleggen in hypotheken via een fonds om zo voldoende diversificatie en liquiditeit te kunnen waarborgen. Het pensioenfonds is niet toegerust om dit via een discretionair mandaat uit te laten voeren en bovendien is de omvang van de allocatie hiervoor te beperkt.

Gewenste restricties

Tabel A26 geeft een overzicht van de limieten waaraan de hypothekenportefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A26: Gewenste restricties voor de hypothekenportefeuille

	Particuliere hypotheken
Universum	Nederlandse woninghypotheken
Maximale allocatie	Woningen in krimpregio 20% Aflossingsvrije hypotheken 50%
NHG	Minimaal 30%
LTV	Gemiddeld <90% LTV>110% kleiner dan 5%
Duratie	Het streven is de modified duration zo min mogelijk af te laten wijken van de benchmark. Het duratie-profiel sluit bij voorkeur aan bij de verplichtingen.
Spreiding	Spreiding over looptijdsegmenten/momenten van verstrekking is gewenst. De verschillende managers zijn complementair.
Minimale rating	A
Spread boven staatsobligaties met vergelijkbare rating en duratie	>1%
Gebruik derivaten	Alleen toegestaan om duratie te sturen.
Maximale lening aan één debiteur	Niet van toepassing
Maximale lening met betrekking tot één registergoed	Niet van toepassing
Target levarage	0%
Maximale leverage op subportefeuilleniveau	10% van de netto vermogenswaarde
Dividend	Uitkering in cash
Minimale omvang fonds	€500 miljoen
Waardering	Minimaal conform eisen wet- en regelgeving voor pensioenfondsen. Voorkeur voor waardering op basis van discounted cash flow (rekening houdend met prepaymentrisico) met een disconteringsvoet die aansluit bij de hypotheekrente en die niet direct door de manager te beïnvloeden is.
Minimale GRESB-score	Green star

WSW-leningen

1. Karakteristieken beleggingscategorie

Algemeen

WSW-leningen zijn onderhandse leningen die worden verstrekt aan woningcorporaties in Nederland. Deze onderhandse leningen aan woningcorporaties hebben een borgstelling door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Dit betekent dat via een garantiestructuur via WSW het tegenpartijrisico van deze lening uiteindelijk wordt opgevangen door de Nederlandse overheid. De leningen zijn bestemd voor nieuwbouw, onderhoud, renovatie en verduurzaming van sociale woningbouw.

WSW-leningen zijn een illiquide beleggingscategorie en in principe dient een WSW-lening in portefeuille tot einde looptijd te worden aangehouden. Er is echter een beperkte secundaire markt ontstaan, waardoor de liquiditeit wel is toegenomen, maar de verhandelbaarheid is beduidend minder groot dan voor bijvoorbeeld bedrijfsobligaties.

Aan het WSW nemen bijna 300 Nederlandse woningcorporaties deel, hetgeen 98% van alle woningcorporaties in Nederland vertegenwoordigt. Er staan (2019) ruim 12.000 leningen met een waarborg uit met een totaalvermogen van 80 miljard euro. Dit is in institutionele termen een kleine beleggingscategorie.

Matching/return

WSW-leningen hebben een plek in de matchportefeuille. De categorie biedt leningen met looptijden van 2 t/m 50 jaar en met name de langere looptijden zijn interessant voor de afdekking van de verplichtingen. Tevens sluiten de WSW-leningen goed aan bij de verplichtingen aangezien er sprake is van over de tijd voorspelbare kasstromen.

Met een hoge kredietwaardigheid (AAA voor het WSW garantiefonds) is er sprake van een beperkte mate van onzekerheid of de rente- en aflossingsverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daar staat een risicopremie tegenover (spread) die juist weer bijdraagt aan de (reële) ambities. WSW-leningen noteren in euro en hebben dus geen valutarisico ten opzichte van de verplichtingen.

WSW-leningen zijn echter geen geaccepteerd onderpand voor derivaten (bilateraal of cleared).

Rendement

Het rendement op WSW-leningen is gelijk aan het risicovrije rendement (Nederlandse staatsleningen) plus een opslag (spread) met name in verband met de illiquiditeit. Deze opslag varieert door de tijd, afhankelijk van met name de economische omstandigheden en het sentiment op de financiële markten. Er is - normaliter - sprake van een termijnpremie, wat betekent dat langere looptijden een hoger rendement bieden dan kortere looptijden.

De spread voor 10-jaars WSW-leningen ten opzichte van een Nederlandse staatslening met gelijke looptijd is ca. 30 basispunten (historisch gemiddelde) en varieert tussen 15 en 50 basispunten. Voor 30-jaars WSW-leningen ligt de gemiddelde historische spread op ca. 45 basispunten met variaties tussen 35 en 70 basispunten.

Gezien de hoge rating van AAA bieden de WSW-leningen een aantrekkelijke spread ten opzichte van Nederlandse staatsleningen (en euro renteswaps).

Het verwacht bruto rendement komt daarmee uit op het rendement op Nederlandse Staatsobligaties van vergelijkbare looptijd + 30 bps en het verwacht netto rendement op het rendement op Nederlandse Staatsobligaties van vergelijkbare looptijd.

Beschrijving risico's

De risico's voor WSW-leningen zijn beperkt. Uiteindelijk is er een garantie op de leningen vanuit de Nederlandse Rijksoverheid.

De leningen worden uitgegeven door Nederlandse woningcorporaties. WSW borgt vervolgens de leningen van corporaties die een risicoscore hebben van minimaal BB-, tenminste aan de financiële ratio's van WSW voldoen en waarvan de omvang van borg kleiner of gelijk is aan €3,5 miljard.

De WSW borgstelling kent een viertrapsvangnet:

1. De solvabiliteitsbuffer en toezichtseisen van de woningcorporaties;
2. Het aanwezige risicokapitaal bij WSW (ca. €500 miljoen);
3. Obligo: opvraagbaar risicokapitaal bij woningcorporaties ter grootte van ca. €3 miljard;
4. Garantie van 50% Nederlandse gemeenten en 50% Nederland\\se overheid. Via renteloze achtergestelde leningen zolang WSW niet aan de minimum kapitaalgrens voldoet. Uiteindelijk staat de Nederlandse overheid garant voor de gemeenten.

Deze borgstellingsconstructie heeft een AAA-rating.
De waardering van WSW-leningen vindt periodiek plaats tegen een WSW-rentecurve. De waardering zal met name fluctueren als gevolg van veranderingen in de rente (S1) c.q. spread. Er geldt een vrijstelling voor het risicobeslag uit hoogde van de kredietwaardigheid (S5).

Diversificatie binnen WSW-leningen is beperkt. Aanbieders beperken zich tot Nederlandse woningcorporaties en derhalve is er alleen sprake van spreiding naar emittenten en niet over landen en sectoren. De categorie diversifieert goed ten opzichte van de meer risicovolle beleggingen. Ten tijde van onrust op de financiële markten kunnen spreads stijgen, waardoor WSW-leningen tijdelijk minder diversificatie bieden.

Tabel A27: Impact WSW-leningen op marktrisico's vereist eigen vermogen (VEV)

Risico	Impact
S1: Renterisico	Verlagend effect vanwege matchingfunctie.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen.
S3: Valutarisico	Geen.
S4: Grondstoffenrisico	Geen.
S5: Kredietrisico	Geen.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven.
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing.

Transparantie

Aanbod via institutionele beleggingsfondsen alleen gericht op WSW-leningen is nog niet aanwezig. Wel bestaan er bredere fondsen die zich richten op minder liquide door de overheid gegarandeerde leningen in EU en OECD-landen. De voorkeur gaat daarom uit naar beheer via een discretionair mandaat. Transparantie over de beleggingen en het beleggingsproces is dan eenvoudig te realiseren.

Kosten

De kosten voor het beheer van WSW-leningen liggen tussen 0,20 en 0,40%, waarbij het iets goedkoper is om een eigen mandaat te laten beheer dan te kiezen voor een oplossing via een fonds. De transactiekosten zijn beperkt, te vergelijken met passief beheer.

2. Toets aan de beleggingsovertuigingen en algemene criteria

Tabel A28: Uitkomsten toets op passendheid beleggingscategorie

Beleggingsovertuigingen	1. PWRI is een langetermijnbelegger	Looptijden tot 50 jaar zijn beschikbaar.
	2. De beleggingen sluiten aan bij de pensioenverplichtingen en onze (reële) ambitie	Er is sprake van over de tijd voorspelbare kasstromen, met name vanwege de hoge kredietwaardigheid door de impliciete overheidsgarantie. Daar komt bij dat er een een risicopremie (spread) verdiend wordt, die bijdraagt aan de (reële) ambities.
	3. Er bestaat een extra rendement voor minder liquide beleggingen	Er is sprake van een beperkte secundaire markt. Daar staat een premie voor illiquiditeit tegenover, die afhankelijk van looptijd gemiddeld 30 - 50 basispunten boven Nederlandse staatsleningen bedraagt.
	4. Houd het simpel!	WSW-leningen zijn eenvoudige instrumenten bestaande uit een hoofdsom en een coupon, met enige mate van kredietrisico. De obligaties worden zeer beperkt publiek verhandeld en de garantiesteller kent een onafhankelijke kredietbeoordeling. Dat maakt deze categorie makkelijk te begrijpen, met bijgevolg beperkte eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid. De specifieke garantiestructuur en het complexere beheer van een portefeuille WSW-leningen vergt weer enige deskundigheid en verdiepingsslagen.
	5. Markten met een verwachte hoge reële groei leveren uiteindelijk een hoger rendement	Het rendement is een optelsom van risicovrije rente en een opslag voor kredietrisico en illiquiditeit. Een markt met een hoge reële groei kent (ceteris paribus) een hogere risicovrije rente in de eigen valuta.
	6. Maatschappelijk verantwoord beleggen loont	WSW-leningen passen goed bij het MVB-beleid van PWRI. Ze dragen bij aan de verduurzaming van de woningbouwsector en passen dus goed bij de klimaatdoelstelling. Daarnaast betreft het leningen specifiek voor de sociale woningbouwsector en dat sluit aan bij de ‘social’ doelstelling. Daar staat wel tegenover dat er geen publiek beschikbare ESG-scores voor woningcorporaties voorhanden zijn.
	7. Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen	

Algemene criteria	1. Rendement	In relatie tot de impliciete overheidsgarantie is er een aantrekkelijk extra rendement in vergelijking met Nederlandse staatsleningen. De spread ligt tussen de 15 en 70 bps.
	2. Risico	Het risico is laag en te vergelijken met een Nederlandse staatslening. Er bestaat wel risico dat spreads gaan uitlopen (lager rendement) dan wel inkomen (herbeleggingsrisico). Het lage risico wordt ondermeer weergegeven doordat er binnen het FTK geen buffereisen zijn voor WSW-leningen.
	3. Kosten	Passief beheer is niet mogelijk. Wel is buy-and-hold een goede beheerstrategie. Door het onderhandse karakter is het beheer echter complex en arbeidsintensief. De kosten voor beheer zijn derhalve relatief (ten opzichte van staatsleningen) hoog (schatting: 0,2%-0,4%).
	4. Liquiditeit	Dit is een illiquide beleggingscategorie. Er is weliswaar een kleine secundaire markt, maar deze is qua liquiditeit niet te vergelijken met de markt voor staatsleningen.
	5. Eenvoud (Transparantie, directe toegang tot de risicopremie, begrijpelijke risicopremie, operationele risico's en vereiste monitoringcapaciteit)	Wat betreft de subcriteria scoren WSW-leningen gemengd. Het is eenvoudig te weten in welke WSW-leningen men belegt, anderzijds kan de documentatie en toepasselijke regelgeving van lening tot lening verschillen. De beperkte secundaire markt maakt het lastig om tot een goede waardering te komen gedurende de looptijd. Dit levert operationele risico's op en stelt eisen aan de monitoring-capaciteit. Er is directe toegang tot de risicopremie, die bovendien begrijpelijk is: de vergoeding voor het verstrekken van een lening met een bepaalde mate van kredietrisico en een vergoeding voor illiquiditeit. Omdat het onderhandse leningen zijn, dient er een leningenadministratie opgezet te worden. Vanuit deze specifieke administratie dienen informatiestromen opgezet te worden voor rapportagedoeleinden. Daarnaast moeten de diverse kasstromen beheerd worden en dienen er contracten opgezet, beoordeeld en vastgelegd te worden. Dit alles moet bij gespecialiseerde uitvoerders worden neergelegd, hetgeen kostenverhogend werkt en de complexiteit doet toenemen. De periodieke waardering betreft geen marktwaardering en dit vergt extra governance.

	6. Diversificatie	Er is weinig diversificatie binnen de categorie te bereiken; alle leningen worden uitgegeven door een woningcorporatie in Nederland. De enige spreiding is over corporaties en looptijden. Ten opzichte van bedrijfsobligaties zorgt de categorie voor enige spreiding omdat het een emittent betreft die op een andere wijze niet te bereiken is.
	7. Inflatiehedge	Wat betreft inflatiehedge scoren WSW-leningen vergelijkbaar met bedrijfsobligaties, zij het dat de score wat lager zal zijn bij langere looptijden.
	8. Specifieke criteria (geen outperformance fee, geen securities lending, volledige doorkijk in de portefeuille, een MVB-beleid consistent met dat van PWRI)	Het is mogelijk om aan alle vier de specifieke criteria te voldoen.
	Eindoordeel	WSW-leningen scoren goed op alle beleggingsovertuigingen. Aandachtspunten vormen met name de relatief hoge kosten, illiquiditeit, zeer beperkte diversificatie binnen de categorie en de mate van complexiteit.

3. Implementatiekeuzes

Onderverdeling beleggingscategorie

Niet van toepassing

Keuze benchmark

Voor deze beleggingscategorie is staatsobligaties plus een opslag van 0,3% de meest passende benchmark.

Actief/passief

Passief beheer is niet mogelijk voor deze beleggingscategorie. Het fonds kiest daarom voor buy&hold.

Beleggingsvehikel

Omdat het fonds zich wil beperken tot WSW-leningen is het alleen mogelijk om via een discretionair mandaat te beleggen in deze beleggingscategorie.

Gewenste restricties

Tabel A29 geeft een overzicht van de limieten waaraan de portefeuille bij voorkeur minimaal moet voldoen.

Tabel A29: Gewenste restricties voor de WSW-leningenportefeuille

	WSW-leningen
Universum	(Nederlandse) WSW-geborgde onderhandse leningen aan woningcorporaties (plain-vanilla-leningen conform WSW standaard leningovereenkomsten)
Strategie	Buy & hold
Type	Vastrentende leningen zonder renteherziening of mogelijkheid tot vervroegde aflossing
Minimale rating	AA-ratingequivalent of hoger (obv WSW-rating) Geen leningen aan woningbouwcorporaties met risicoscore 'hoog', die saneringssteun ontvangen of anderszins onder verscherpt toezicht staan AAA op moment van aankoop
Looptijdenverdeling	Doel: 10 tot 30 jaar bij aankoop
Minimale hoofdsom	€1 miljoen
Aantal tegenpartijen	Minimaal 10
Maximum gewicht	Maximaal 50% exposure naar één borgende gemeente of achtervang Maximaal 10% van de uitstaande schuld van een geldnemer

Bijlage B: Actieplan Klimaatakkoord PWRI

In dit kader staat informatie die je nodig hebt om ons actieplan Klimaatakkoord te begrijpen.

Er zijn verschillende categorieën uitstoot van broeikasgassen

- Scope 1: bedrijven stoten broeikasgassen uit als ze producten maken of vervoeren. Dit noemen we ‘directe uitstoot’.
- Scope 2: bedrijven hebben elektriciteit, verwarming en koeling nodig. Bij de opwekking hiervan komen broeikasgassen vrij. Dit noemen we ‘indirecte uitstoot’.
- Scope 3: bedrijven werken samen met andere bedrijven, zoals leveranciers. Die andere bedrijven stoten ook broeikasgassen uit. Dit noemen we ook ‘indirecte uitstoot’. Deze indirecte uitstoot is moeilijker te meten. Maar is vaak wel de grootste categorie.

Dit doen we al

Al sinds 2015 meten we hoeveel uitstoot van broeikasgassen we met onze beleggingen financieren. We meten de scope 1 en de scope 2-uitstoot. De cijfers vergelijken we met een benchmark. Dat is een objectieve ‘meetlat’. Zo kunnen we zien of we het goed of slecht doen. De scope 1 en scope 2-uitstoot die we met onze beleggingen financieren zijn allebei lager dan de benchmark. Dat is dus goed. Op onze website staat wat uitstoot van broeikasgassen van al onze aandelen bij elkaar is. Ook staat op de website per categorie aandelen hoe groot de uitstoot van broeikasgassen is. We actualiseren deze cijfers elk jaar.

Scope 1 en scope 2-uitstoot

Op dit moment rapporteren we alleen de scope 1 en de scope 2-uitstoot die we met onze beleggingen financieren. Want deze uitstoot is goed te meten. Bedrijven doen dat vaak zelf en publiceren die metingen ook. Steeds vaker zijn er internationale standaarden voor deze metingen. Dat is fijn. Want dat maakt de metingen betrouwbaarder. Het is alleen jammer dat de metingen nog niet zo vaak door bijvoorbeeld een accountant worden getoetst.

Wij gebruiken internationaal erkende methoden om bij te houden hoeveel scope 1 en scope 2-uitstoot we met onze beleggingen financieren. En uiteraard rapporteren we hierover volgens de wet- en regelgeving. Een goed voorbeeld is de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) uit 2021. Dit is Europese wetgeving. Het doel van de SFDR is betere informatie over duurzame beleggingen.

Scope 3-uitstoot

De scope 3-uitstoot is moeilijker te meten. Om de scope 3-uitstoot te meten moet je de hele productie- en handelsketen van een bedrijf bekijken. Dat is heel veel werk. Daarom baseren bedrijven hun scope 3-uitstoot vaak (deels) op schattingen. Dat maakt de cijfers minder betrouwbaar. Wij publiceren liever geen onbetrouwbare cijfers. Daarom staan deze cijfers (nog) niet op onze website. Maar we bekijken de scope 3-cijfers wel goed. Onze vermogensbeheerder analyseert de kwaliteit van de scope 3-cijfers. Daarna gaat de vermogensbeheerder namens PWRI met bedrijven in gesprek over hun scope 3-cijfers. De vermogensbeheerder bespreekt dan ook waarom het belangrijk is om de uitstoot van broeikasgassen te verlagen. De vermogensbeheerder laat ons regelmatig weten met hoeveel bedrijven hij praat. En wat de gesprekken opleveren. Praten met bedrijven waarin wij beleggen noemen we ‘actief aandeelhouderschap’. Dit is een standaard onderdeel van ons beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Onze vermogensbeheerder voert dit beleid uit.

Onze uitdagingen

- Er zijn verschillende meet- en publicatiemomenten
  De rapportages op onze website gaan altijd over de situatie van een tijdje geleden. Dat komt doordat er verschillende meet- en publicatiemomenten zijn. Bedrijven rapporteren hun metingen op verschillende vaste momenten in het jaar. En ook wij hebben vaste meetmomenten in een jaar. Dat betekent dat we altijd ‘terugkijken’ in onze rapportages.
- ‘Vooruitkijken’ – en dat ook openbaar maken - is nog moeilijk
  We proberen wel vooruit te kijken. Want we willen graag weten hoeveel uitstoot we in de toekomst met onze beleggingen financieren. Daarvoor gebruiken we bijvoorbeeld informatie uit de gesprekken die onze vermogensbeheerder met bedrijven voert. Ook krijgen we klimaatgegevens van leveranciers die gespecialiseerd zijn in dit soort informatie. Deze informatie kunnen we helaas niet delen omdat het bijna altijd vertrouwelijke informatie is.
- De scope 3-cijfers zijn nog onbetrouwbaar
  We noemden het hierboven al: we vinden de scope 3-cijfers nog niet betrouwbaar genoeg. Helaas geldt dit ook voor bedrijven die de meeste scope 3-uitstoot hebben. Zoals energie- en nutsbedrijven, producerende bedrijven, mobiliteitsbedrijven en mijnbouwbedrijven. De scope 3-uitstoot van deze bedrijven wordt wel regelmatig gemeten. Onze vermogensbeheerder vraagt de bedrijven namens PWRI om de meting van hun scope 3-uitstoot betrouwbaarder te maken.
- De kwaliteit van de meting van andere soorten beleggingen is nog onvoldoende
  We hebben goed zicht op de scope 1 en scope 2-uitstoot die we financieren met onze beleggingen in aandelen en obligaties. Maar we hebben nog niet zo goed zicht op de uitstoot die we financieren met onze beleggingen in onroerend goed, hypotheken en staatsobligaties. De uitstoot via deze andere soorten beleggingen wordt wel regelmatig gemeten. De cijfers krijgt het bestuur twee keer per jaar. Maar we publiceren die cijfers nog niet. Want het bestuur heeft nog niet genoeg vertrouwen in de kwaliteit van de meetmethoden.

Dit gaan we doen

Onze drie doelen zijn:

1. In 2050 financieren wij geen uitstoot van broeikasgassen meer met onze beleggingen.
2. In 2030 is de uitstoot van broeikasgassen die wij met onze beleggingen financieren de helft minder.
3. We gaan steeds meer beleggen in klimaatoplossingen.

Naast het korte actieplan hebben we ook een uitgebreid actieplan. Daarin staat hoe we per soort beleggingen in de periode 2021 tot 2025 onze doelstellingen gaan halen.

Eerst de aandelen en bedrijfsobligaties
We beginnen met de aandelen en bedrijfsobligaties. Want deze beleggingen vertegenwoordigen samen bijna 45% van ons totale belegde vermogen. In plaats van de benchmarks, of ‘meetlatten’, die beleggers meestal gebruiken, stappen wij over op speciale meetlatten: de ‘EU low carbon benchmarks’. Deze speciale meetlatten helpen ons om onze beleggingen sneller klimaatvriendelijk maken. Deze overstap maken we in de eerste helft van 2023. We leggen in onze overeenkomsten met de vermogensbeheerder vast dat de uitstoot van broeikasgassen die we met onze aandelen en bedrijfsobligaties financieren op elk moment 30% lager moet zijn dan die van de gewone benchmark. Ook leggen we vast dat de uitstoot van broeikasgassen in 2025 minimaal 25% lager moet zijn dan in 2020 en in 2030 minimaal 50% lager.

Daarna de andere soorten beleggingen
Daarna gaan we verder met de andere soorten beleggingen. Met welke soort belegging we dan beginnen hangt af van verschillende factoren:

- of er goede metingen van de uitstoot van broeikasgassen zijn
- of er goede methoden zijn om te volgen of we onze doelen bereiken
- hoe groot het belegd vermogen in de soort belegging is

Uiteindelijk willen wij dat minimaal twee derde van al onze beleggingen voldoet aan de afspraken in het Klimaatakkoord.

Ondersteunende doelen
In het uitgebreide actieplan hebben we onze drie doelen uitgewerkt in kleinere, ondersteunende doelen. Deze zijn voor intern gebruik en publiceren we dus niet. Het is een hulpmiddel voor het bestuur om te beoordelen of de uitvoering van ons actieplan goed gaat. We willen bijvoorbeeld een bepaald percentage beleggingen hebben in bedrijven en overheden en hypotheekverstrekkers die hard werken aan de vermindering van hun uitstoot van broeikasgassen. Het liefst verhogen we dat percentage dan. Als het nodig en zinvol is, vragen we onze vermogensbeheerder om met zo'n bedrijf in gesprek te gaan, als actief aandeelhouder. Want wij willen met onze beleggingen graag een positieve invloed op de 'echte wereld' hebben. We gaan dus liever in gesprek dan dat we stoppen met beleggen in bedrijven. Dit heet 'engagement'.

De focus van ons 'engagement' ligt op bedrijven die veel uitstoot van broeikasgassen hebben. We stimuleren deze bedrijven om hun uitstoot te verminderen. Zodat ze aan de eisen van het Klimaatakkoord voldoen. Daarbij vergeten we onze sociale doelen niet! Wij willen juist een sociaal rechtvaardige overgang naar een klimaatvriendelijkere economie.

Groene beleggingen
Sinds 2016 beleggen we in 'green bonds' en 'sustainability bonds'. Dat zijn obligaties van bedrijven of ontwikkelingsbanken of overheden die het geld dat ze lenen in groene, klimaat- of duurzaamheidsprojecten investeren. De afgelopen jaren zijn we meer gaan beleggen in deze 'bonds'.

Zo voeren we het uit

Onze vermogensbeheerder helpt ons bij onze klimaataanpak. De vermogensbeheerder geeft advies over onze plannen en voert de plannen uit. Ons bestuur neemt de besluiten over de plannen en over belangrijke onderdelen van de uitvoering. Het bestuur houdt toezicht op de uitvoering en is altijd eindverantwoordelijk.

Beleggingscommissie
De beleggingscommissie adviseert het bestuur. In de beleggingscommissie zitten ook een paar bestuursleden. In bijna elke vergadering praat de beleggingscommissie over het klimaat. De vermogensbeheerder rapporteert minstens twee keer per jaar aan de beleggingscommissie over alle onderdelen van ons beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen. Dus ook over het klimaat. De beleggingscommissie houdt toezicht op de uitvoering van ons actieplan Klimaatakkoord.

Bijlage C: Normportefeuille

Bij het uitvoeren van de ALM-studie is uitgegaan van de normportefeuille zoals weergegeven in tabel C1. Dit is de beleggingsportefeuille conform beleggingsplan 2021.

Tabel C1: Normportefeuille PWRI als startpunt ALM-studie (uit Eindrapportage ALM-studie 2021)

Belangrijkste uitgangspunten – economisch (2|2)

Verwacht rendement

- Onderstaande tabel toont de verwachte meetkundige rendementen per categorie en op totaalniveau voor de ALM-studie 2021.
- Het rendement op de staatsobligaties volgt uit de marktrente. Zoals vastgesteld op 12/02/2021 zal in de ALM echter zowel een forwards regime als mean-reversion regime worden doorgerekend. In de tabel hieronder worden de verwachte rendementen en de volatiliteit van Staatsobligaties en Bedrijfsobligaties berekend op basis van de mean-reversion methodiek in haakjes () geplaatst.
- Voor bedrijfsobligaties en hypotheken wordt er gerekend met een (credit)spread bovenop de swaprente voor de vaststelling van het rendement. Deze credit spreads zijn gelijk aan de niveaus per 31/12/2020.
- De meetkundige rendementen voor de returncategorieën zijn vaste rendementen en vastgesteld op basis van verwachte netto lange termijn risicopremies zoals opgenomen in het beleggingsplan 2021.
- De volatiliteiten en correlaties in de ALM-studie zijn geschat op basis van 10-jaars historie.

Verwachte rendementen (15 jaar, na kosten)

Categorie	Mix	Rekenkundig verwacht rendement	Volatiliteit	Meetkundig verwacht rendement
Vastrentende waarden				
Staatsobligaties	19,1%	0,0%/(-0,1%)	5,1%/(6,3%)	-0,2%/(-0,3%)
Bedrijfsobligaties	21,1%	1,0%/(1,5%)	4,3%/(4,7%)	1,0%/(1,4%)
EMD HC	1,7%	2,7%	9,7%	2,2%
EMD LC	2,4%	2,7%	9,9%	2,2%
High Yield	3,0%	2,8%	8,8%	2,4%
Converteerbare obligaties (40%)	2,6%	3,2%	10,4%	2,7%
Zakelijke waarden				
Aandelen ontwikkeld	29,6%	4,3%	14,0%	3,4%
Aandelen opkomend	11,5%	5,5%	15,7%	4,4%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	5,0%	3,6%	16,2%	2,4%
Converteerbare obligaties (60%)	3,9%	3,2%	10,4%	2,7%
Totaal	**100,0%**	**2,7%/(2,8%)**	**7,9%/(8,1%)**	**2,4%/(2,5%)**

1) De LDI-portefeuille bestaat uit renteswaps en een LDI-onderpandfonds. Dit is bij de allocatie naar staatsobligaties gevoegd.

2) Zowel de categorie Green bonds als de categorie Social bonds worden gerekend als onderdeel van de portefeuille credits. Dit is conform de ALM 2018. Hypotheken is ook samengevoegd bij bedrijfsobligaties, de karakteristieken in acht nemend.

3) Beursgenoteerd vastgoed wordt in het model geclassificeerd als aandelen ontwikkeld omdat de categorieën vergelijkbare risico-rendementskarakteristieken bevatten.

4) Het insluitingsmandaat wordt volledig toegevoegd aan de categorie aandelen ontwikkeld. Dit is conform de ALM 2018.

5) Private Equity wordt, gezien de kleine allocatie, bij aandelen ontwikkeld gevoegd.

SV-2021-0860 | MEuPZo 17

Bijlage D: Opzet evaluatiecyclus vermogensbeheer

Inleiding

Het strategisch beleggingsbeleidsplan beschrijft de doelstellingen van het beleggingsbeleid, de beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten, de governance en organisatie van het vermogensbeheer van het fonds, het strategisch beleggingsbeleid (in principe voor een periode van drie jaar volgend op een ALM-studie) en de risicobeheersing. Daarnaast zijn in de bijlagen van het document de investment cases[54] van de door het fonds als passend beoordeelde beleggingscategorieën opgenomen.

Het beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid voor het komend kalenderjaar, gebaseerd op het beleid zoals vastgelegd in het strategisch beleidsplan en een portefeuilleconstructie- of risicobudgetteringstudie, waarin de huidige en voor het komend jaar verwachte economische omstandigheden worden meegenomen. De beheerafspraken worden opgenomen in de bijlagen van het beleggingsplan en vormen integraal onderdeel hiervan. Ze bevatten naast normwegingen, bandbreedtes en benchmarks, het herbalanceringsbeleid en gedetailleerde afspraken ten aanzien van de beheersing van valuta- en renterisico. De beheerafspraken worden jaarlijks, bij de voorbereiding van het beleggingsplan, geëvalueerd en, zo nodig, herzien.

Het fiduciair vermogensbeheer is uitbesteed aan Columbia Threadneedle Investments Netherlands B.V.. De afspraken met betrekking tot de te leveren producten en diensten zijn vastgelegd in de SLA. Om te borgen dat Columbia Threadneedle het beleggingsbeleid uitvoert conform het door het fonds vastgestelde beleggingsbeleid, zoals vastgelegd in het strategisch beleggingsbeleidsplan en het beleggingsplan, inclusief beheerafspraken, wordt het beleid en de uitvoering daarvan op verschillende manieren gemonitord en geëvalueerd. In dit document wordt uiteengezet hoe de monitoring en evaluatie van het (fiduciair) vermogensbeheer en fiduciair vermogensbeheerder door het fonds wordt vormgegeven.

[54] Een investment case beschrijft waarom een beleggingscategorie potentieel investeerbaar is voor het fonds. Daarnaast wordt de wijze waarop het bestuur de categorie zou willen invullen erin vastgelegd. Dit vormt input voor het managerselectieteam, de fiduciair beheerder en de evaluatie van het mandaat. De investment cases worden ten minste elke drie jaar geëvalueerd.

Rapportages

Om vast te kunnen stellen of het vermogensbeheer naar behoren wordt uitgevoerd door de fiduciair en vermogensbeheerders en zij binnen het normenkader behorende bij het door het bestuur vastgestelde beleid blijven, en om daarnaast de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille nauwgezet te kunnen volgen, ontvangt het fonds periodiek de volgende rapportages:

- *Dekkingsgraadrapportages (aanlevering uiterlijk T+8)*
  Het gehele bestuur ontvangt maandelijks de door Columbia Threadneedle opgestelde dekkingsgraadrapportage per email. Dit is een one-pager met daarin de ontwikkeling van de verschillende dekkingsgraden in de afgelopen maand. Deze wordt niet geagendeerd voor bestuurs- of commissievergaderingen omdat de hierin opgenomen informatie ook wordt weergegeven in de, later te ontvangen, kwartaalrapportages die wel besproken worden (zie hieronder).

- *Maandelijkse en kwartaalbeleggingsrapportages (aanlevering uiterlijk resp. T+15, T+20)*
  Deze beleggingsrapportages worden opgesteld door de fiduciair vermogensbeheerder en geven een overzicht van de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille en de verschillende onderdelen daarvan in de afgelopen maand dan wel het afgelopen kwartaal Dit biedt inzicht in de resultaten van het beleggingsbeleid. Alle bestuursleden ontvangen deze rapportages. Daarnaast worden deze besproken in de beleggingscommissie en geagendeerd voor de informatieve agenda van het bestuur.

  Over de vastgoed- en hypothekenbeleggingen worden bovendien separaat elk kwartaal rapportages ontvangen van vermogensbeheerder SAREF (aanlevering T+25).

- *Risicorapportage (elk kwartaal, aanlevering uiterlijk T+20))*
  In de, eveneens door de fiduciair vermogensbeheerder opgestelde, risicorapportage wordt een overzicht gegeven van de financiële risico's waarmee het fonds te maken heeft en de resultaten van de beheersing daarvan. Met name het risicodashboard in dit document informeert het bestuur door middel van een stoplichtensystematiek in één oogopslag of er binnen de geformuleerde doelstellingen en het normenkader wordt geopereerd en of er aanleiding is om actie te ondernemen.

  Het risicorapport wordt elk kwartaal geagendeerd, besproken en gevalideerd in de vergadering van de beleggingscommissie. Dit rapport vormt daarmee belangrijke input voor het algehele beeld van de risicomanager ten aanzien van de risicobeheersing zoals opgenomen in het document Risicobeeld PWRI dat de risicomanager elk kwartaal oplevert en bespreekt met de commissie interne beheersing. Dit laatste rapport wordt vervolgens ter bespreking en vaststelling geagendeerd voor de bestuursvergadering.

- *Samenvatting kwartaalrapport en risicorapportage (aanlevering kort na aanlevering kwartaalrapport en risicorapportage, afhankelijk van datum behandeling in beleggingscommissie)*
  Naast de hiervoor genoemde kwartaal- en risicorapportages ontvangt het bestuur tevens een door de fiduciair opgestelde samenvatting van de hoofdpunten van beide rapporten. Deze samenvatting wordt zowel in de beleggingscommissievergaderingen als de bestuursvergadering geagendeerd ter bespreking.

- *Dashboard (elk kwartaal, aanlevering uiterlijk T+20)*
  Het dashboard geeft een onafhankelijke second opinion op de door Columbia Threadneedle geleverde rapportages en wordt opgesteld door Sprenkels&Verschuren. Naast het monitoren van het bereiken van de doelstellingen en opereren binnen het afgesproken normenkader biedt dit rapport ook peergroupvergelijkingen van de resultaten. Ook dit rapport wordt zowel in de vergaderingen van de beleggingscommissie als het bestuur geagendeerd ter bespreking.

- *Compliance statement (elk kwartaal, aanlevering rond dezelfde datum als de risicorapportage)*
  De risicomanager ontvangt elk kwartaal een compliance statement vanuit Columbia Threadneedle dat gehandeld is binnen de met het fonds overeengekomen mandaatafspraken. De onafhankelijke compliance-afdeling van Columbia Threadneedle voert hiertoe controles uit.

- *Niet-financiëlerisico'srapportage (elk kwartaal, aanlevering rond dezelfde datum als de risicorapportage)*
  De risicomanager ontvangt tevens elk kwartaal een rapportage met daarin risicoscores voor operationele, IT- en integriteitsrisico's van Columbia Threadneedle.

De gewenste inhoud van de verschillende rapportages is uitgebreid bediscussieerd door het bestuur, zodat de op te leveren documenten de voor het bestuur meest nuttige en relevante informatie bevatten, die op inzichtelijke wijze wordt weergegeven. Bovendien wordt regelmatig nagegaan of aanpassingen hierin ter optimalisatie van de monitoring gewenst zijn.

Managerselectieproces en -monitoring

Het managerselectieproces en de rolverdeling is beschreven in de notitie "Inrichting managerselectie PWRI" en de RACI van het fonds.

Ten behoeve van de monitoring van de manager zijn per manager, door het managerselectie- en monitoringteam van Columbia Threadneedle opgestelde, scorecards aan de kwartaalrapportages toegevoegd. Evaluatie van de individuele mandaten door het bestuur gebeurt daarnaast in een driejaarlijkse cyclus aan de hand van door het fonds opgestelde vragenlijsten ten behoeve van mandaatevaluaties. (Zie ook tabel 1, hieronder).

In aanvulling hierop bezoekt het bestuur bovendien jaarlijks één of meerdere van zijn vermogensbeheerders.

Evaluatiekalender

De evaluatie van de verschillende onderdelen van het vermogensbeheer gaat volgens de evaluatiekalender van het fonds. Tabel D1, hieronder, geeft het overzicht van de evaluaties die in 2021 waren gepland en zijn uitgevoerd, inclusief de eerder genoemde mandaatevaluaties.

De risicomanager is bij alle evaluaties betrokken geweest. Zijn oordeel wordt altijd meegenomen in de risicoafweging zoals opgenomen in de voorleggers behorende bij de diverse evaluaties.

Tabel D1: Evaluatiekalender 2021

Evaluatiekalender 2021		
Mandaatevaluatie	**Andere evaluaties**	**Planning evaluatie**
Bedrijfsobligaties	Evaluatie investment cases vastrentend liquide	22-jan-2021
Euro Staatsleningen		12-mrt-2021
Lange Euro Staatsleningen	Evaluatie uitvoering	16-apr-2021
		21-mei-2021
Green Bonds	Beleggingsovertuigingen en effectiviteit rente-afdekking	11-jun-2021
Emerging Markets Debt HC	Opmerkingen accountant en certificeerder	27-aug-2021
Emerging Markets Debt LC		5-nov-2021
	Zelfevaluatie commissie, evaluatie externen, BMO en State Street	10-dec-2021

Strategische thermometer

Naast de hiervoor genoemde evaluaties evalueert het fonds jaarlijks in hoeverre de vermogensbeheerresultaten passen binnen de verwachtingen zoals meegenomen in de meest recente ALM-studie. In aanloop naar het opstellen van het beleggingsplan wordt de zogenaamde strategische thermometer opgesteld door Sprenkels&Verschuren. Deze one-pager geeft weer waar het fonds staat met betrekking tot dekkingsgraden, rendementen en economische ontwikkeling in vergelijking met de in de ALM gehanteerde uitgangspunten. Aan de hand hiervan kan het bestuur vaststellen of er een nieuwe ALM-studie benodigd is, of dat de portefeuilleconstructiestudie, die input vormt voor het opstellen van het jaarlijkse beleggingsplan, op basis van de meest recente studie en het daaruit volgend driejarig strategisch beleggingsbeleidsplan kan worden uitgevoerd.

Evaluatie fiduciair vermogensbeheerder

Tabel D2: Vragenlijst evaluatie fiduciair vermogensbeheerder door beleggingscommissie PWRI

ANALYSE: **CTI**

	Hoofdvragen	**Selecteer mate van tevredenheid:** **GROEN, ORANJE, ROOD**	**Opmerkingen**
1	Kwaliteit van afgeleverde werk		
2	Tijdigheid van afgeleverde werk		
3	Professionaliteit, kennis en kunde		
4	Prijs van afgeleverde werk		
5	Klantvriendelijkheid		
6	Strategisch denken en meedenken met het fonds		
7	Pro-activiteit		
8	Flexibiliteit en Servicegerichtheid		
9	Samenwerking met bestuur en BB		
	Aantal Groen	**0**	**0**
	Aantal Oranje	**0**	**0**
	Aantal Rood	**0**	**0**

De beleggingscommissie evalueert bovendien jaarlijks, in de laatste vergadering van het jaar, de fiduciair vermogensbeheerder. Dit laatste gebeurt aan de hand van een voor dit doel opgezette vragenlijst (zie tabel D2). Deze lijst bevat naast vragen over de geleverde beleggingsperformance, vragen met betrekking tot het proces, risicomanagement en –rapportage en het partnership. Daarmee komen alle voor de beleggingscommissie relevante aspecten van de dienstverlening aan bod.

Daarnaast evalueert het bestuur jaarlijks, eveneens in de laatste vergadering van het jaar, alle uitbestedingspartijen, waaronder ook Columbia Threadneedle. Bovendien vindt eens in de drie jaar een uitgebreidere evaluatie door het bestuur plaats, waarbij benchmarking ten opzichte van de markt plaatsvindt.

Bijlage E: Ondertekening

Het bestuur heeft dit strategisch beleggingsbeleidsplan op 17 februari 2023 vastgesteld.

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie

R. van Ewijk
Voorzitter

X.J. den Uyl
Vicevoorzitter

Bijlage 4 Financieel Crisisplan

Financieel Crisisplan

Inhoudsopgave

Inleiding .....

1 Wanneer is er sprake van een crisis .....

2 besluitvorming bij een crisis.....

3 ondergrens (kritieke dekkingsgraad) waarbij fonds kan herstellen zonder korten .....

4 welke maatregelen heeft het fonds ter beschikking in geval van een crisis .....

5 hoe realistisch is de inzet van deze maatregelen.....

6 wat is het verwachte financiële effect van de inzet van deze maatregelen.....

7 hoe is bij deze maatregelen rekening gehouden met evenwichtige belangenafweging 11

8 hoe wordt het financieel crisisplan periodiek getoetst.....

Inleiding

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie (hierna: het fonds) heeft een financieel crisisplan opgesteld conform het bepaalde in artikel 145 PW en artikel 29b Besluit ftk. Het financieel crisisplan vormt een bijlage bij de ABTN.

De doelstelling van het fonds is te zorgen voor een goed (betrouwbaar) en betaalbaar pensioen (tegen een acceptabele premie) voor zijn (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden op de lange termijn. Wanneer het fonds op korte termijn niet meer aan de doelstelling kan voldoen, bevindt het fonds zich in een financiële crisis. Het fonds heeft geen sponsor in de zin van een overheid die aan het fonds garanties heeft afgegeven. Het financieel crisisplan is een richtlijn voor hoe te handelen in geval van een crisis. Het beschrijft de maatregelen die het fonds zou kunnen inzetten, wanneer het realiseren van de doelstelling van het fonds in gevaar komt.

Een crisis als geschetst in dit crisisplan kan op ieder moment ontstaan. Aantekening daarbij is dat de wettelijk vastgestelde meetmomenten (nFTK) bepalend zijn voor het daadwerkelijk nemen van maatregelen. (bijv. de beleidsdekkingsgraad per 1 november en per 31 december). Of het bestuur de in dit plan beschreven maatregelen toepast, hangt af van de omstandigheden van dat moment. Het bestuur zal in een situatie van crisis altijd het gezond verstand blijven gebruiken. Situationeel handelen moet altijd mogelijk blijven.

Het financieel crisisplan is daarom een routebeschrijving en geen vastomlijnd spoorboekje hoe het bestuur voornemens is te handelen. Het fonds laat zich vooral leiden door het lange termijn beleid en de lange termijn verwachtingen inzake premie- en beleggingsbeleid. Tegelijkertijd kan de ongunstige financiële positie van het fonds om maatregelen vragen die op de korte termijn effect sorteren. Het sturen op dekkingsgraden is derhalve een gegeven waar het fonds, door omstandigheden gedwongen, toe genoodzaakt is.

Het bestuur actualiseert het financieel crisisplan jaarlijks als onderdeel van de actualisatie van de ABTN.

Er zijn vele redenen denkbaar, met name ook buiten het financiële kader, waardoor het bestuur zou kunnen besluiten dat er sprake is van een crisis.

In dit financieel crisisplan wordt gesproken van een crisis indien:

- de actuele dekkingsgraad zich zeer snel beweegt richting kritische waarden, waardoor het realiseren van de doelstelling van het fonds in gevaar komt;
- een kritische waarde wordt doorbroken;
- een bestuurslid een crisissituatie inroept en het DB dat standpunt deelt.

In dit financieel crisisplan kiest het bestuur ervoor te werken met de actuele dekkingsgraad als bepaling van de ondergrens. Onder dit niveau kan het fonds niet meer binnen de hersteltermijn voldoen aan de vereiste dat de beleidsdekkingsgraad ten minste gelijk is aan de vereiste dekkingsgraad. Binnen het reguliere bestuursbeleid gelden de reguliere risicobeheersingsmaatregelen. Deze reguliere risicobeheersingsmaatregelen staan los van dit financieel crisisplan. Het financieel crisisplan voorziet in de crisissituatie waarin de reguliere risicobeheersing om een of andere reden niet heeft gewerkt.

In dit financieel crisisplan wordt op de volgende elementen ingegaan:

1. wanneer is er sprake van een crisis;
2. besluitvorming bij een crisis;
3. bij welke ondergrens (kritieke actuele dekkingsgraad) kan het fonds nog herstellen zonder korten;
4. welke maatregelen heeft het fonds ter beschikking in geval van een crisis;

5. hoe realistisch is de inzet van deze maatregelen;
6. wat is het verwachte financiële effect van de inzet van deze maatregelen;
7. hoe is bij deze maatregelen rekening gehouden met evenwichtige belangenafweging;
8. hoe en wanneer wordt met de belanghebbenden (doelgroepen) gecommuniceerd in een crisissituatie?
9. hoe wordt het financieel crisisplan periodiek getoetst en wanneer treedt het in werking.

1 Wanneer is er sprake van een crisis?

Het bestuur is van mening dat er sprake is van een crisissituatie indien:

- geen herstel (meer) mogelijk is binnen de hiervoor wettelijk gestelde termijn zonder aanspraken en rechten te korten. Hierdoor wordt de continuïteit van het fonds bedreigd. Deze grens (de kritieke grens) is bij het opstellen van het herstelplan in 2021 voor het laatst berekend en kwam destijd uit op een actuele dekkingsgraad van 89%[55].. Dit betekent dat bij een actuele dekkingsgraad van 89% het financieel crisisplan in werking treedt. De kritieke grens is een dynamische ondergrens en hangt onder meer af van de stand van de rente en het verwachte rendement op zakelijke waarden. Vanwege de toegenomen rente in 2022 zal de kritieke dekkingsgraad ultimo 2022 aanzienlijk hoger liggen dan 89%.
- er sprake is van een daling van de actuele dekkingsgraad van meer dan 10% in één maand (acute crisis). Uitzondering hierop is een daling van de actuele dekkingsgraad als gevolg van toeslagverlening. Bij een actuele dekkingsgraad van 100% of lager, is sprake van een crisis bij een daling van 5% of meer in één maand. Het bestuur bepaalt de actuele dekkingsgraad op basis van de door DNB voorgeschreven rentetermijnstructuur. Dit betekent dat de actuele dekkingsgraad zoals het bestuur die voor het financieel crisisplan hanteert, overeen komt met de actuele dekkingsgraad zoals die maandelijks aan DNB wordt gerapporteerd.
- een bestuurslid formeel aan het DB aangeeft dat zijns inziens sprake is van een crisissituatie, waarbij het DB deze opvatting deelt.

Indien het bestuur besluit dat er sprake is van een crisissituatie wordt het Financieel Crisisplan in werking gesteld en een crisisteam geformeerd.

Indien het bestuur besluit dat de crisis voorbij is wordt het Financieel Crisisplan buiten werking gesteld en het crisisteam van zijn taak ontheven.

2 Besluitvorming bij een crisis

In geval van een crisis wordt een crisisteam geformeerd uit de volgende leden. Tevens zijn de plaatsvervangers aangewezen:

Naam en functie lid crisisteam	**Vervanging door functie**
Bestuursvoorzitter	plv voorzitter
Vicevoorzitter	plv. vicevoorzitter
voorzitter beleggingscommissie	vicevoorzitter beleggingscommissie
directeur bestuursbureau	bestuurssecretaris bestuursbureau
riskmanager bestuursbureau	controller bestuursbureau

[55] Vanwege de financiële positie hoeft het fonds in 2022 en 2023 geen herstelplan op te stellen. Dit betekent dat in 2022 en 2023 ook geen kritieke dekkingsgraad wordt berekend. Vooralsnog wordt de bestaande ondergrens van 89% aangehouden. Bij de eerstvolgende situatie waarin er een herstelplan moet worden opgesteld, wordt de kritieke dekkingsgraad opnieuw berekend.

communicatie-adviseur bestuursbureau	adviseur vermogensbeheer bestuursbureau
bestuurssecretaris bestuursbureau	secretaris pensioencommissie

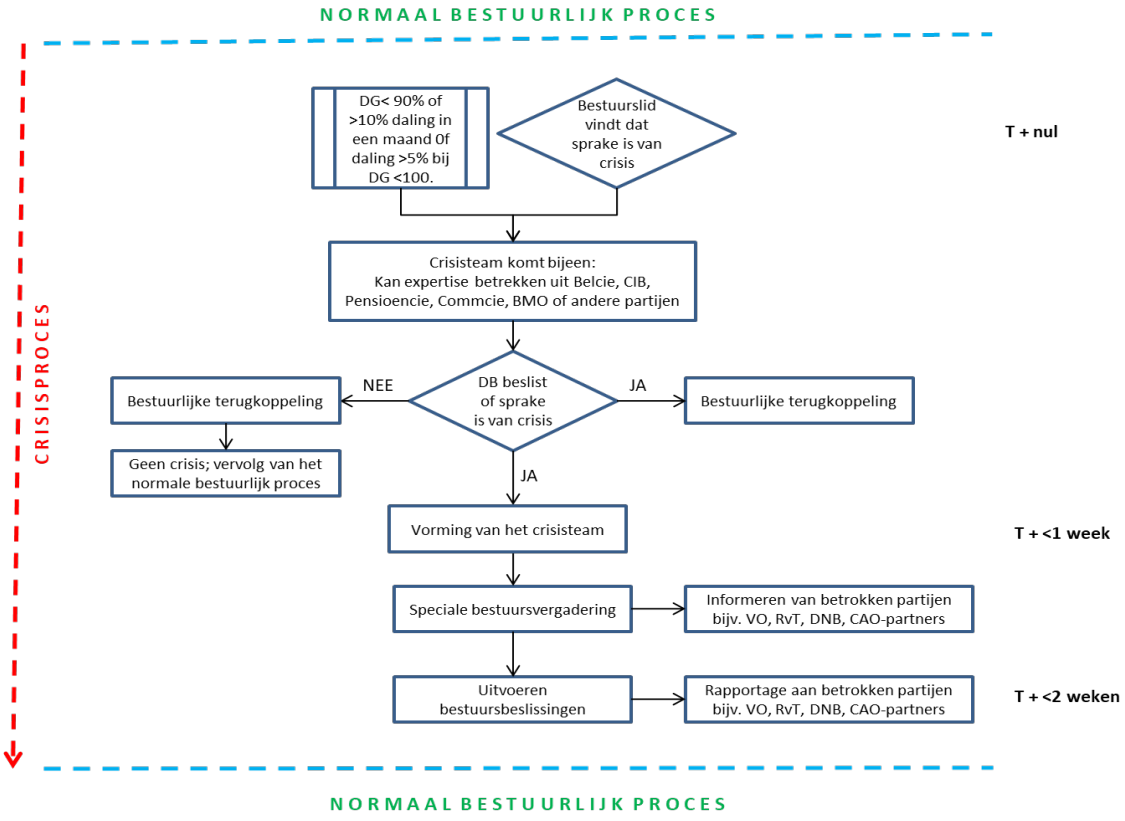
De bestuursleden hebben een beslissende rol, de overige leden hebben een ondersteunende/adviserende rol. Indien nodig wordt het crisisteam aangevuld met additionele leden. Het crisisteam kan advies inwinnen bij externe adviseurs.

Taak crisisteam

Ten aanzien van de crisis monitort het crisisteam in principe wekelijks de noodzakelijk informatie. De vergaderfrequentie is ter beoordeling aan het crisisteam.
Op basis van hiervan kan het crisisteam het bestuur tijdig informeren en het reguliere besluitvormingsproces versnellen, zodat het bestuur tijdig de noodzakelijke beslissingen kan nemen. Het crisisteam vraagt bij uitzondering een mandaat aan het bestuur.

Bij elk overleg staat het crisisteam stil bij welke organen en stakeholders geïnformeerd dienen te worden.
Dat betekent dat:

- het crisisteam de verslagen van zijn vergaderingen binnen twee dagen naar het gehele bestuur en bestuursbureau stuurt.
- het crisisteam in een nader te bepalen frequentie het VO en de RvT schriftelijk informeert over de stand van zaken.
- de voorzitter als de situatie significant wijzigt na afloop van de vergadering direct contact opneemt met de voorzitters van het VO en de RvT en eventueel ook van sociale partners en hen informeert hierover.
- het crisisteam per keer bekijkt of er voor de deelnemers en werkgevers een websitebericht moet komen.



3 Ondergrens (kritieke dekkingsgraad) waarbij fonds kan herstellen zonder korten

Het bestuur merkt op dat er een relatie is tussen het herstelplan en het crisisplan. Of het fonds naar verwachting tijdig kan herstellen wordt bepaald door de hoogte van de toekomstige rendementen, maar vooral ook door het niveau en de vorm van de rentecurve en de door DNB gehanteerde rekenmethode voor het vaststellen van de verplichtingen. Het is daarom niet in algemene zin vast te stellen bij welke dekkingsgraad het fonds niet meer kan herstellen zonder te korten. In feite is een mogelijke korting aan de orde bij alle dekkingsgraden onder het zogenaamde kritieke pad uit het herstelplan, dat ten dele wordt bepaald door marktomstandigheden. Het vaststellen van de kritieke dekkingsgraad is een 'iteratief' proces.

Het bestuur zal bij het uitvoeren van het financieel crisisplan het geldende herstelplan en de daarin vastgelegde volgorde van de maatregelen als leidraad hanteren. De volgorde in het herstelplan is als volgt:

1. het beperken of niet toekennen van toeslagen, conform het toeslagbeleid.
2. andere maatregelen: verhogen premie of korten aanspraken.

Als het fonds uit herstel is, dan blijft dit financieel crisisplan bestaan en zal het plan aan de nieuwe situatie worden aangepast.

Zolang er een herstelplan actief is monitort het bestuur ieder kwartaal de cijfers met betrekking tot de kritieke actuele dekkingsgraad. Indien de actuele dekkingsgraad lager is dan 100%, wordt de kritieke dekkingsgraad maandelijks aan het bestuur gerapporteerd. De kritieke dekkingsgraad is de dekkingsgraad waarbij herstel tot het VEV niet meer mogelijk is binnen 10 jaar, zonder te korten.

4. Welke maatregelen heeft het fonds ter beschikking in geval van een crisis?

Het is van groot belang om te voorkomen dat het fonds in een crisissituatie terecht komt. Daarom wordt periodiek via ALM-studies getoetst (laatste ALM september 2021) of het premiebeleid, het toeslagbeleid en het beleggingsbeleid nog voldoende robuust zijn vormgegeven. Hierbij wordt het beleid getoetst binnen verschillende economische hoofdscenario's en kunnen varianten worden onderzocht.
In een crisissituatie zal het bestuur bestaande sturingsmiddelen inzetten om de crisissituatie het hoofd te bieden. Daarnaast zal het bestuur andere sturingsmiddelen die de herstelkracht van het fonds bevorderen in overweging nemen.
Voor enkele van onderstaande sturingsmiddelen geldt dat het bestuur niet zelfstandig kan besluiten het sturingsmiddel in te zetten. Zo is het bestuur alleen zelfstandig bevoegd over te gaan tot aanpassing van het premie als advies van het verantwoordingsorgaan is ingewonnen. Voor het aanpassen van de pensioenregeling ligt de bevoegdheid bij sociale partners. Het bestuur zal hierin alleen een adviserende rol richting nemen naar sociale partners
Het bestuur is van mening dat het zich in geval van een crisis ten eerste moet richten op de sturingsmiddelen die het bestuur op basis van de uitvoeringsreglement zelfstandig kan inzetten, zonder overleg of medewerking van derden zoals de sociale partners. Zo wordt ook het meeste recht gedaan aan de onafhankelijke positie en de eigen verantwoordelijkheid van het bestuur. Aan de andere kant wordt de volgorde van de in te zetten sturingsmiddelen bepaald door de gewenste inzet van ieder van die sturingsmiddelen.
De sturingsmiddelen die het bestuur, rekening houdend met zijn fondsdocumenten,

zelfstandig tot zijn beschikking heeft, zijn de sturingsmiddelen 1, 2 en 5[56] uit onderstaande opsomming. Bij deze opsomming zet het bestuur de maatregelen – in principe - in de genoemde volgorde in.

1. het beperken of niet toekennen van toeslagen;
2. het herijken van het beleggingsbeleid;
3. het anderszins aanpassen van de pensioenregeling (versoberen zonder premie te verlagen);
4. het wijzigen van het premiebeleid;
5. het korten van pensioenrechten en –aanspraken.

Te treffen maatregelen bij diverse dekkingsgraden
Onderstaand schema geeft weer welke maatregelen worden overwogen bij specifieke standen van de actuele dekkingsgraad. De genoemde maatregelen zullen volgtijdelijk worden genomen.

Dg fase	Dekkingsgraad	Te treffen maatregelen
1	*<89*	*Alle maatregelen inzetten incl. 4 en 5*
2	*Tussen 89 en 90*	*1,2,3*
3	*Tussen 90 en 95*	*1,2,3*
4	*Tussen 95 en 100*	*1*
5	*Tussen 100 en 105*	*1*
6	*Tussen 105 en 110*	*1*
7	*Tussen 110 en 115*	*-*
8	*Tussen 115 en 120*	*-*
9	*> 120*	*-*
Daling van meer dan 10% in een maand of meer dan 5% bij dekkingsgraad <100%		*Afhankelijk van specifieke situatie (oorzaak) en dekkingsgraad.*

5 Hoe realistisch is de inzet van deze maatregelen?

1. Het beperken of niet toekennen van toeslagen
Binnen het bestaande toeslagbeleid van het fonds is rekening gehouden met de toekomstbestendigheid van de toeslagverlening. Bij een beleidsdekkingsgraad lager dan 110% zullen geen toeslagen worden verleend, en pas bij een beleidsdekkingsgraad van 128,6% kan de volledige toeslagambitie worden toegekend. Het beperken van toeslagen is in een crisissituatie dan ook geen sturingsmiddel, omdat het beleid al voorziet in het niet toekennen van toeslagen in een dergelijke situatie.
Een uitzondering zou optreden wanneer de actuele dekkingsgraad zich tussen het moment van vaststelling en het moment van toekenning zeer negatief heeft ontwikkeld. In dit hoogst onwaarschijnlijke geval kan het bestuur ertoe besluiten de eerder voorgenomen toeslagen te herroepen.

2. Het herijken van het beleggingsbeleid
In het herstelplan dat het fonds opstelt als er sprake is van een reservetekort is het beleggingsbeleid niet opgenomen als sturingsinstrument. Op het moment echter dat de actuele dekkingsgraad zich in de buurt van de kritieke grens begeeft, wordt het voor het fonds wellicht minder opportuun bestaande risico's te blijven lopen. Het beleggingsbeleid is er in eerste instantie op gericht om - op lange termijn gezien - optimale

[56] Het besluit tot korten is een beslissing die het bestuur autonoom kan nemen. Of dat in de praktijk ook wenselijk is, is iets anders maar in principe biedt het reglement (zowel WSW als WIW) deze bevoegdheid.

beleggingsopbrengsten te genereren. Daartoe is onder meer een strategische beleggingsmix (zie ook hoofdstuk 10 van de ABTN) vastgesteld, die ten minste driejaarlijks met een uitgebreide ALM-studie wordt getoetst. Jaarlijks worden de uitgangspunten uit de ALM studie getoetst. Hierbij wordt ook een koppeling gemaakt met de uitkomsten van de ALM studie. In de tweede helft van 2021 is een uitgebreide ALM uitgevoerd.
De beleggingsmix bepaalt mede de hoogte van het vereist vermogen en daarmee de verhouding tussen de technische voorziening en het gewenst vermogen. Om die reden kan - minstens in theorie – het bestuur een andere beleggingsmix vaststellen, om daarmee de bedoelde verhouding gunstig te beïnvloeden. Dit betekent dat wanneer het fonds in reservetekort raakt, het bestuur kan besluiten minder risicovol te beleggen, om het gewenste verplichte vermogen naar beneden bij te stellen.
Het bijstellen van het beleggingsbeleid kan ook leiden tot meer of minder herstelkracht door een verandering van het verwachte rendement.

3. Het aanpassen van de pensioenregeling
Als de actuele dekkingsgraad zich begeeft richting kritieke grenzen, zal het fonds de sociale partners adviseren de pensioenovereenkomst dusdanig aan te passen, dat de premie bijdraagt aan het herstel.
Behalve door verlaging van de opbouw kan dit ook door verhoging van de franchise of door wijziging van de regeling met betrekking tot het partnerpensioen. Het bestuur zal de sociale partners in deze situatie op de hoogte brengen van de noodzaak van de aanpassing van de pensioentoezegging en daarin een adviserende rol vervullen.

4 Het wijzigen van het premiebeleid
In het premiebeleid is vastgelegd dat het fonds een gedempte kostendekkende premie hanteert, waarbij als rekenrente het reële verwachte rendement wordt gehanteerd dat door het bestuur op prudente wijze wordt bepaald. Het bestuur is zelfstandig, na advies ingewonnen te hebben bij het VO, bevoegd deze kostendekkende premie vast te stellen. Het bestuur zal echter in contact moeten treden met sociale partners bij een vaststelling van de premie boven kostendekkend niveau. Door de premieverhoging neemt het vermogen toe, waardoor de financiële positie verbetert.

5 Het korten van pensioenrechten en –aanspraken
Het fonds ziet als uiterste middel het verminderen van de pensioenaanspraken en pensioenrechten, als alle overige beschikbare sturingsmiddelen zijn ingezet. Dit betekent dat ook een bestemmingsreserve of eventuele andere financieringsbron aangesproken moet worden alvorens tot korten mag worden overgegaan.
Een vermindering van de aanspraken zal voor iedere (gewezen) deelnemer of uitkeringsgerechtigde worden bepaald naar evenredigheid van de hoogte van hun pensioenaanspraken en/of pensioenrechten op het moment van de vermindering. Dit betekent dat er uniform zal worden gekort over pensioenaanspraken en pensioenrechten.

Dat pensioenaanspraken en -rechten in uiterste instantie kunnen worden gekort, is opgenomen in artikel 1.3.2 van het pensioenreglement van de Wsw (en artikel 2A van de WIW). Daarin staat ook dat het fonds (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden en de werkgevers schriftelijk informeert over een dergelijke korting. Daarbij is vermeld dat de korting op zijn vroegst een maand nadat de (gewezen) deelnemers , werkgevers en DNB hierover zijn geïnformeerd, wordt gerealiseerd. Voor uitkeringsgerechtigden geldt een termijn van drie maanden.
Bij een nieuwe crisissituatie, zal het fonds in het herstelplan een korting moeten opnemen, als de actuele dekkingsgraad op het evaluatiemoment lager is dan de kritieke ondergrens van 89% en de overige herstelmaatregelen onvoldoende effect hebben. De korting mag dan wel over de gehele herstelttermijn worden uitgesmeerd. Deze korting is alleen in het eerste jaar onvoorwaardelijk. Voor de volgende jaren wordt steeds bij de evaluatie van het herstelplan bezien of de korting nog steeds nodig is. In onderstaande tabel is, op basis van

de veronderstellingen in het herstelplan van 2021, opgenomen welke kortingspercentages bij verschillende fictieve begindekkingsgraden nodig zijn[57].

Actuele dekkingsgraad	Verwachte beleidsdekkingsgraad na 10 jaar	Kortingspercentage totaal bij maximale spreiding	Kortingspercentage jaar 1
85%	116,0%	5,2%	0,5%
80%	108,6%	12,8%	1,3%
75%	101,2%	20,6%	2,1%

Wanneer het fonds zich in een crisissituatie bevindt en de omstandigheden dat nodig maken, kan het bestuur ervoor kiezen een kortere uitsmeerperiode voor de korting te hanteren. Dat betekent dat meteen een groter deel van de benodigde korting onvoorwaardelijk wordt doorgevoerd.

6 Wat is het verwachte financiële effect van de inzet van deze maatregelen?

Bij onderstaande voorgenomen maatregelen is in de tweede kolom aangegeven of het bestuur deze maatregel zelfstandig kan nemen of dat sprake is van advies of instemming van andere belangengroepen, zoals de verantwoordingsorgaan of sociale partners. Als er ten tijde van crisis snel maatregelen moeten worden genomen en gezond verstand zegt dat er op basis van de gegeven crisis weinig tot geen tijd is om te overleggen, kan het bestuur besluiten de volgorde van de maatregelen aan te passen en eerder te kiezen voor maatregelen die zelfstandig kunnen worden genomen.

	Maatregel	Inzetbaar ja/nee	Effect op actuele dekkingsgraad	Belangengroep
1	*Het beperken of niet toekennen van toeslagen*	Ja	Geen direct effect, wel een sneller verwacht herstel. Per 1%-punt niet verleende toeslag aan alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden daalt de dekkingsgraad niet met 1%-punt x DG.	Alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden
2	*Het herijken van het beleggingsbeleid*	Ja, mits binnen het beleggingsplan. Buiten het beleggingsplan dan advies verantwoordingsorgaan.	Voorkomen verdere daling.	Alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden
3	*Het aanpassen van de pensioenregeling*	Ja, na besluitvorming sociale partners.	Hangt af van de aanpassing.	Alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden, afhankelijk van de aanpassing.

[57] Vanwege de financiële positie hoeft het fonds in 2022 en 2023 geen herstelplan op te stellen. De cijfers in de tabel zijn daarom gebaseerd op het herstelplan van 2021. Bij de eerstvolgende situatie waarin er een herstelplan moet worden opgesteld, worden de cijfers opnieuw bepaald.

4	*Het wijzigen van het premiebeleid*	Te bepalen door sociale partners in de situatie dat er premie bovenop het kostendekkend niveau wordt geheven. Het VO heeft tevens een adviesrol bij het vaststellen van de premie.	Hoe hoger de premie hoe krachtiger het herstel. Bij de huidige pensioengrondslagsom en technische voorzieningen komt 1%-punt meer premie (per jaar) overeen met een stijging van de actuele dekkingsgraad met 0,1%-punt.	Actieve deelnemers en werkgevers
5	*Het korten van pensioenrechten en –aanspraken*	Ja, zelfstandig besluit van bestuur.	1% korten van alle pensioenen betekent dat de dekkingsgraad met 1% x DG stijgt.	Alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden

7 Hoe is bij deze maatregelen rekening gehouden met evenwichtige belangenafweging?

Het bestuur zal in zijn afwegingen als uitgangspunt hanteren dat de belangen van de betrokken (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden en de werkgevers op evenwichtige wijze moeten worden behartigd.

1. *Het beperken of niet toekennen van toeslagen*

Aangezien voor alle (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden hetzelfde toeslagbeleid van toepassing is, heeft het niet toekennen van toeslagen voor beide groepen eenzelfde (relatieve) financiële impact. Op de werkgever heeft deze maatregel geen effect.

2. *Het herijken van het beleggingsbeleid*

Het herijken van het beleggingsbeleid kan voor verschillende (leeftijds-)groepen verschillend uitpakken. Het beleggingsbeleid heeft invloed op de verwachte toekomstige toeslagverlening en zal voor jongere (gewezen) deelnemers meer invloed hebben dan voor oudere (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden met een kortere horizon.

3. *Het anderszins aanpassen van de pensioenregeling*

De pensioenregeling kan door sociale partners worden aangepast voor wat betreft de in de toekomst te verwerven pensioenaanspraken. Bij het aanpassen van het pensioenreglement worden de voorschriften hiervoor gevolgd als vastgelegd in het uitvoeringsreglement van het fonds. Van aanpassing van het pensioenregeling kan met name sprake zijn als de premie voor de pensioenregeling hoger dreigt te worden dan acceptabel is voor de sociale partners in de bedrijfstak. Afhankelijk van de aanpassing heeft dit gevolgen voor (gewezen) deelnemers en uitkeringsgerechtigden

4. *Het wijzigen van het premiebeleid*

Effect voor actieve deelnemers en voor werkgevers. Geen effect voor gewezen deelnemers en uitkeringsgerechtigden.

5. *Het korten van pensioenrechten en –aanspraken*

Het bestuur ziet vooralsnog onvoldoende argumenten om af te wijken van het principe van evenredigheid. De pensioenreglementen bieden echter de ruimte om voor de al ingegane pensioenen van deze evenredigheid af te wijken.

8 Hoe en wanneer wordt met de belanghebbende gecommuniceerd in een crisissituatie?

Deze paragraaf beschrijft de communicatie in het geval van een financiële crisis. Deze communicatie is gericht op en relevant voor de belanghebbenden.

We onderscheiden diverse belanghebbenden (doelgroepen) binnen deze communicatie: actieve deelnemers, gewezen deelnemers, gepensioneerden, werkgevers, zaakbehartigers, verantwoordingsorgaan, raad van toezicht, sociale partners, toezichthouders en de pers. De volgorde van informeren wordt afgestemd op het belang van de verschillende doelgroepen.

De in de Pensioenwet opgenomen uitgangspunten duidelijkheid, begrijpelijkheid en tijdigheid vormen de basis voor deze communicatie. Uiteraard worden ook overige wettelijke vereisten in acht genomen.

In geval van een crisissituatie zal het dagelijks bestuur het verantwoordingsorgaan, de raad van toezicht, de sociale partners en de toezichthouders informeren en op de hoogte houden als de situatie hierom vraagt. De voorzitter van het fonds treedt als woordvoerder naar de pers op, tenzij het crisisteam hierover andere afspraken maakt.

De crisiscommunicatie bevat twee onderdelen:

1. *De communicatie over het crisisplan zelf*

PWRI informeert belanghebbenden via de website over het financieel crisisplan: www.pwri.nl. Het crisisplan is als download beschikbaar op de website, als bijlage bij de ABTN.
Als nodig (bij wijzigingen), kan aandacht besteed worden aan het crisisplan in de digitale nieuwsbrieven aan actieve deelnemers/gepensioneerden, zaakbehartigers en werkgevers.

2. *Hoe communiceert PWRI als zich een crisis voordoet*

Het is in geval van een crisis van belang dat het crisisteam proactief communiceert met alle relevante belanghebbenden over het probleem en de maatregelen die het fonds gaat nemen om dit op te lossen. Daarom wordt bij elke crisismaatregel vastgesteld met wie, hoe en wanneer gecommuniceerd wordt.
Een ander aspect is het tegengaan van negatieve beeldvorming door te reageren op onjuiste berichtgeving in de pers, op sociale media of anderszins online. Het is belangrijk dat deze beeldvorming voortdurend wordt gemonitord zodat het crisisteam daar snel op kan reageren en voortdurend de feiten worden weergegeven.

Er wordt onderscheid gemaakt tussen communicatie over besloten maatregelen waarvoor al een vast communicatieproces is ingericht (zoals bijvoorbeeld bij het beperken of niet toekennen van toeslagen) en waarvoor dit niet het geval is. Indien van dit laatste sprake is, wordt een apart communicatieplan opgesteld met een meer op maat gesneden aanpak.

Op de website van PWRI staan formele documenten van het fonds, zoals statuten, pensioenreglementen, jaarverslagen en de abtn. Deze formele documenten zijn voor iedere bezoeker van de website te vinden, te raadplegen en af te drukken.
Het pensioenfonds informeert de actieve deelnemers, gewezen deelnemers, pensioengerechtigden, zaakbehartigers en werkgevers regelmatig via haar website over actuele ontwikkelingen, waaronder die van de beleidsdekkingsgraad. Op de website van het fonds is bovendien informatie terug te vinden over de kans op en omvang van toeslagverlening en de kans op korten op middellange termijn.

9 Hoe wordt het crisisplan periodiek getoetst

Dit crisisplan zal telkens worden geactualiseerd wanneer de situatie hiertoe aanleiding geeft. Een crisisplan is geen statisch geheel, maar maakt onderdeel uit van het continue risicomanagement van het fonds. Het crisisplan van het fonds is dan ook onlosmakelijk

verbonden met het risicomanagement van het fonds en de hiermee verband houdende bepalingen in de ABTN. Ook worden premiebeleid, toeslagbeleid en beleggingsbeleid periodiek getoetst aan de hand van ALM studies. Het crisisplan wordt ten minste 1 maal per jaar op actualiteit beoordeeld als onderdeel van de actualisatie van de ABTN.

Ten slotte zal de effectiviteit van het crisisplan worden beoordeeld, nadat zich een crisis heeft voorgedaan en het crisisplan ten uitvoer is gebracht. Als gevolg van de ervaring die in een dergelijke situatie wordt opgedaan, kan het crisisplan verder worden geactualiseerd.

Inwerkingtreding
Op 22 juni 2012 is het financieel crisisplan definitief in werking getreden.
Dit document is laatst gewijzigd op 18 november 2022.

Bijlage 5 Correctiefactoren voor ervaringssterfte

Correctiefactoren hoofdverzekerde

Lft	Man	Vrouw	Lft	Man	Vrouw
t/m 18	2,153	1,236	60	1,739	2,371
19	2,153	1,236	61	1,758	2,388
20	2,153	1,236	62	1,788	2,351
21	2,153	1,236	63	1,758	2,282
22	2,153	1,236	64	1,724	2,262
23	2,153	1,236	65	1,687	2,281
24	2,153	1,236	66	1,638	2,222
25	2,153	1,236	67	1,639	2,191
26	2,153	1,236	68	1,603	2,143
27	2,153	1,236	69	1,591	2,279
28	2,153	1,236	70	1,600	2,303
29	2,153	1,236	71	1,597	2,336
30	2,153	1,236	72	1,596	2,238
31	1,895	2,020	73	1,575	2,232
32	1,776	2,553	74	1,521	2,168
33	1,703	1,951	75	1,510	2,095
34	1,660	2,332	76	1,485	2,092
35	1,640	2,673	77	1,489	2,053
36	1,853	2,634	78	1,475	1,991
37	2,270	2,912	79	1,469	2,052
38	2,512	3,274	80	1,465	1,934
39	3,034	3,495	81	1,513	1,923
40	3,081	3,458	82	1,533	1,911
41	2,948	3,567	83	1,495	1,982
42	2,812	3,635	84	1,479	1,876
43	2,616	3,478	85	1,492	1,893
44	2,418	3,592	86	1,478	1,939
45	2,451	3,238	87	1,448	1,996
46	2,510	2,879	88	1,482	1,827
47	2,514	2,956	89	1,502	1,619
48	2,393	2,854	90	1,580	1,494
49	2,440	2,896	91	1,522	1,445
50	2,256	2,559	92	1,464	1,395
51	2,214	2,536	93	1,406	1,346
52	2,171	2,412	94	1,348	1,297
53	2,091	2,434	95	1,290	1,247
54	2,010	2,339	96	1,232	1,198
55	1,937	2,339	97	1,174	1,148
56	1,855	2,281	98	1,116	1,099
57	1,835	2,234	99	1,058	1,049
58	1,776	2,231	100 e.v.	1,000	1,000
59	1,730	2,325			

Correctiefactoren medeverzekerde

Lft	Man	Vrouw	Lft	Man	Vrouw
t/m 18	2,153	1,126	60	1,739	1,624
19	2,153	1,126	61	1,758	1,631
20	2,153	1,126	62	1,788	1,617
21	2,153	1,126	63	1,758	1,590
22	2,153	1,126	64	1,724	1,582
23	2,153	1,126	65	1,687	1,590
24	2,153	1,126	66	1,638	1,566
25	2,153	1,126	67	1,639	1,554
26	2,153	1,126	68	1,603	1,535
27	2,153	1,126	69	1,591	1,589
28	2,153	1,126	70	1,600	1,598
29	2,153	1,126	71	1,597	1,611
30	2,153	1,126	72	1,596	1,573
31	1,895	1,485	73	1,575	1,570
32	1,776	1,693	74	1,521	1,545
33	1,703	1,456	75	1,510	1,515
34	1,660	1,609	76	1,485	1,514
35	1,640	1,738	77	1,489	1,498
36	1,853	1,723	78	1,475	1,473
37	2,270	1,823	79	1,469	1,498
38	2,512	1,947	80	1,465	1,449
39	3,034	2,020	81	1,513	1,444
40	3,081	2,008	82	1,533	1,439
41	2,948	2,044	83	1,495	1,469
42	2,812	2,065	84	1,479	1,424
43	2,616	2,015	85	1,492	1,431
44	2,418	2,052	86	1,478	1,451
45	2,451	1,935	87	1,448	1,475
46	2,510	1,812	88	1,482	1,403
47	2,514	1,839	89	1,502	1,311
48	2,393	1,803	90	1,580	1,253
49	2,440	1,818	91	1,522	1,230
50	2,256	1,696	92	1,464	1,206
51	2,214	1,687	93	1,406	1,182
52	2,171	1,640	94	1,348	1,157
53	2,091	1,649	95	1,290	1,132
54	2,010	1,612	96	1,232	1,107
55	1,937	1,612	97	1,174	1,081
56	1,855	1,590	98	1,116	1,054
57	1,835	1,571	99	1,058	1,027
58	1,776	1,570	100 e.v.	1,000	1,000
59	1,730	1,607			

Bijlage 6 Ondertekening

Het bestuur heeft deze ABTN op 24 november 2023 vastgesteld.

Stichting Pensioenfonds Werk en (re)Integratie

J. van der Geest
Voorzitter

R. Oomen-Ruijten
Vicevoorzitter