

# Beleggingsplan 2020

## Stichting Will Niemeijer Pensioenfonds

---

<b>Versie</b>	Finaal
<b>Datum</b>	December 2019

# Inhoudsopgave

<b>1.</b>	<b>Inleiding.....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Bestuurlijke inrichting.....</b>	<b>4</b>
2.1	Het bestuur	4
2.2	De bestuurscommissie vermogensbeheer (BCV)	4
2.3	Fiduciair manager	4
2.4	Selectie van externe vermogensbeheerders	5
2.5	Kasbank	5
2.6	AZL	5
<b>3.</b>	<b>ALM-studie .....</b>	<b>6</b>
<b>4.</b>	<b>Macro-economische omgeving, toekomstscenario's en rendementsvooruitzichten.....</b>	<b>8</b>
4.1	Huidige macro-economische omgeving	8
4.2	Financiële markten	8
4.3	Vooruitzichten 2020	8
<b>5.</b>	<b>Allocaties portefeuille 2020 .....</b>	<b>9</b>
5.1	Herinrichting Matching Portefeuille	9
5.2	Samenstelling matching portefeuille	11
5.3	Return Portefeuille	12
5.4	Benchmarks	15
5.5	Update asset allocatie	15
<b>6.</b>	<b>Risicobeheer .....</b>	<b>16</b>
6.1	Strategisch risicomanagement	16
6.2	Monitoren van bandbreedtes	16
6.3	Rapportages	17
6.4	Tegenpartijrisico	17
6.5	Valutarisico	18
6.6	Renterisico	18
6.7	Kredietrisico	19
6.8	Liquiditeitsrisico	19
6.9	Actief risico	19
6.10	Uitwerking prudent person	19
<b>7.</b>	<b>Overige aspecten .....</b>	<b>22</b>
7.1	Bandbreedtes en periodiek aanpassingsbeleid	22
7.2	De afweging tussen risico, rendement en kosten	22
7.3	Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)	23
7.4	Securities lending	24
7.5	Ingangsdatum	25
<b>8.</b>	<b>Beleggingsbeginselen.....</b>	<b>26</b>

# 1. Inleiding

Dit document beschrijft het beleggingsbeleid van Stichting Will Niemeijer Pensioenfonds (SNP) zoals dit met ingang van 1 februari 2020 zal worden gevoerd. Het document is besproken en vastgesteld in de bestuursvergadering van 12 december 2019.

Dit beleggingsplan beschrijft in hoofdstuk 2 de bestuurlijke inrichting rond het beleggingsbeleid van SNP en bouwt voort op de in hoofdstuk 3 beschreven ALM-studie van 2018. Het beleggingsplan gaat in hoofdstuk 4 in op de macro-economische omgeving en de rendementsverwachtingen van de verschillende beleggingen.

In 2019 is op basis van de aangepaste input in termen van verwachte rendementen en risico's een asset allocatie update gedaan. Hieruit kwamen geen noodzakelijke wijzigingen naar voren. De besproken varianten worden in hoofdstuk 5 toegelicht. Dit hoofdstuk geeft de samenstelling van de beleggingsportefeuille met betrekking tot de matching portefeuille en de return portefeuille.

Daarnaast beschrijft het beleggingsplan in hoofdstuk 6 hoe wordt omgegaan met de verschillende risico's, waaronder het renterisico.

In hoofdstuk 7 wordt onder meer kort stilgestaan bij overige aspecten van het beleggingsbeleid zoals het herbalanceringsbeleid, de verhouding tussen rendement, risico's en kosten en het beleid van SNP inzake maatschappelijk verantwoord beleggen.

Hoofdstuk 8 sluit af met de beleggingsbeginselen van het pensioenfonds.

## 2. Bestuurlijke inrichting

### 2.1 Het bestuur

De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer ligt bij het bestuur. Het bestuur is eindverantwoordelijk voor het gekozen beleggingsbeleid en het maken van de bijbehorende strategische keuzes. Het bestuur wordt in het beleggingsbeleid ondersteund door de BCV.

### 2.2 De bestuurscommissie vermogensbeheer (BCV)

De BCV is een bestuurscommissie en adviseert het bestuur omtrent beslissingen die betrekking hebben op beleggingen. Voorts houdt deze commissie toezicht op de uitbestede beleggingsactiviteiten. Het bestuur heeft voor de BCV een afzonderlijk reglement vastgesteld.

Om voldoende tegenwerkende krachten te waarborgen ten opzichte van de fiduciair manager is gekozen voor een onafhankelijke externe voorzitter. De BCV bestaat naast de voorzitter uit een aantal bestuursleden van SNP. De BCV is het beleidsvoorbereidende en controlerende orgaan en heeft de volgende taken:

- Het bestuur adviseren over het te voeren beleggingsbeleid.
- Voorstellen van de fiduciair manager ten aanzien van de strategische asset allocatie, managers en risicoafdekking beoordelen en hierover een advies uitbrengen aan het bestuur.
- Het door de fiduciair manager gevoerde beleggingsbeleid te evalueren en diens verantwoording te controleren.

Het beleggingsbeleid is een regulier agendapunt tijdens bestuursvergaderingen. Adviezen en/of voorstellen worden door de BCV, afhankelijk van het onderwerp, mondeling of op basis van een notitie toegelicht. Daarnaast wordt een samenvatting van de BCV-vergadering als aparte notitie op de bestuursvergadering ingebracht.

### 2.3 Fiduciair manager

Als fiduciair manager is NN Investment Partners Integrated Client Solutions aangewezen (NN IP ICS, hierna ICS). De fiduciair manager is primair verantwoordelijk voor:

- Het leveren van input en expertise bij het verrichten van de ALM-studie, zoals het valideren van de gebruikte aannames en het vaststellen van het strategisch beleid door het pensioenfonds.
- Het adviseren over de vaststelling/wijziging van de richtlijnen voor ICS.
- De selectie en monitoring van managers voor de uitvoering van het vermogensbeheer. ICS maakt hiervoor gebruik van de diensten van Altis Investment Management, een onafhankelijk manager-selectie specialist (onderdeel van NN Groep).
- Het verstrekken van adviezen en voorstellen omtrent het vermogensbeheer van het pensioenfonds op operationeel niveau.
- De dagelijkse uitvoering van het vermogensbeheer van het pensioenfonds binnen de kaders van de vastgestelde richtlijnen en de daaruit voortvloeiende beleggingsrestricties.
- Het periodiek monitoren van de balansrisico's en het uitbrengen van adviezen wanneer de balansrisico's niet meer aansluiten bij de strategische doelstellingen en randvoorwaarden.
- Opstellen van beleggings- en risicorapportages. ICS stelt op basis van de eigen administratie de waardering en de performancemeting vast.
- De uitvoering van en advisering over de rente- en valuta-afdekking.

- Analyseren van de specifieke risico's in de beleggingsportefeuille, zoals liquiditeitsrisico en tegenpartijrisico.
- Het geven van een aanzet voor het jaarlijkse beleggingsplan van SNP.

## 2.4 Selectie van externe vermogensbeheerders

Het daadwerkelijke beheer binnen de verschillende beleggingsfondsen is uitbesteed aan externe vermogensbeheerders. ICS adviseert het pensioenfonds over de selectie en monitoring van deze externe vermogensbeheerders. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de specialistische kennis van Altis Investment Management.

Bij de selectie van externe vermogensbeheerders wordt aandacht besteed aan meerdere aspecten, waaronder:

- Een uitgebreide analyse van het beleggingsproces: op welke wijze streeft de betreffende beheerder naar bovengemiddelde resultaten.
- De behaalde relatieve rendementen in het verleden en de wijze waarop deze rendementen tot stand zijn gekomen:
  - Zijn de resultaten in lijn met de verwachtingen op basis van het beleggingsproces?
  - Zijn de resultaten in lijn met het gelopen (extra) risico?
- Een analyse van het team dat verantwoordelijk is voor het dagelijkse beheer van de beleggingen. Hierbij wordt bijvoorbeeld gekeken naar de stabiliteit van het team en de beloningsstructuur.
- Een uitgebreide analyse van de organisatie van de betreffende vermogensbeheerder. Aspecten die hierbij een rol spelen zijn bijvoorbeeld risicobeheersing, compliance en operationele zaken.
- De kosten, in relatie tot het te verwachten extra rendement.

De BCV heeft in 2017 eigen criteria voor de selectie van managers opgesteld. Naast algemene kenmerken zoals de het type fonds, de benchmark en de gevolgde strategie, wenst de BCV een terugkoppeling over een aantal kenmerken op het gebied van kosten, rendement en risico. Op basis van de analyse en de terugkoppeling op deze factoren wordt een advies over een eventuele wijziging voorgelegd aan het bestuur. In 2017 is dit proces opgezet en met ingang van 2018 van kracht.

Het bestuur besluit over het aanstellen of ontslaan van een specifieke vermogensbeheerder. Het bestuur wordt hierbij geadviseerd door de BCV. Eén keer per jaar staat een uitgebreide review van de managers op de agenda van de BCV.

## 2.5 Kasbank

SNP maakt gebruik van een bankrekening bij Kasbank waarover geldstromen lopen die betrekking hebben op binnenkomende dividenden en coupons en op aan- en verkopen van beleggingen. Voor de beleggingscategorieën wordt gebruik gemaakt van beleggingsfondsen. Deze stukken worden niet door Kasbank, maar door de administrateur/bewaarder van het beleggingsfonds geregistreerd.

## 2.6 AZL

Ten behoeve van het beheer van de Matching portefeuille levert AZL Actuarieel op kwartaalbasis de kasstromen van de (Verplichtingen Pensioen Vermogen) VPV aan het fonds, deze worden tevens door ICS gehanteerd. Ook de dekkingsgraadgegevens en de samenstelling van de mutatie van de VPV, welke door ICS worden gerapporteerd en gebruikt voor de diverse analyses, worden aangeleverd door AZL Actuarieel. AZL Actuarieel maakt hierbij gebruik van de waarde van de portefeuille, zoals deze wordt bepaald door ICS.

## 3. ALM-studie

### 3.1.1 Algemeen

De basis van het beleggingsbeleid wordt gelegd in de ALM-studie. De ALM-studie beschrijft de beleidsuitgangspunten voor het pensioen-, beleggings-, premie- en toeslagenbeleid. Uitgangspunt van de ALM-studie is de relatie tussen de verplichtingen en de beleggingen van het pensioenfonds. Het bevat de belangrijkste beleggingskeuzes die SNP moet maken, waaronder de gewenste vermogenssamenstelling 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.

### 3.1.2 Bevindingen ALM-studie

In 2018 heeft het bestuur een ALM-studie uitgevoerd, waarin onder andere de effecten van het beleggingsbeleid op premie, indexatie- en kortingskansen is geanalyseerd. De ALM-studie is gebaseerd op het Financiële Toetsingskader, een startdekkingsgraad van 112,1% (beleidsdekkingsgraad 110,4%) en resulteerde in de volgende bevindingen:

- Na 15 jaar ligt de beleidsdekkingsgraad met 147% ruim boven het niveau voor toekomstbestendige indexatie.
- Herstel op eigen kracht is niet mogelijk (reële kans) bij een dekkingsgraad lager dan 95%.
- Op korte termijn kan niet volledig worden geïndexeerd. Gemiddeld ligt de cumulatieve toeslagverlening over een 15-jaars horizon boven het ambitieniveau van 60% van de prijsindex.
- Voor actieven en niet-actieven bedraagt de gemiddelde cumulatieve toeslagverlening over een 15-jaars horizon respectievelijk 73,9% en 77,1%.
- Het pensioenfonds is naar verwachting in staat om op de lange termijn de opgebouwde aanspraken voor de actieve deelnemers nagenoeg waardevast te houden (99% verwachte koopkracht). Daarentegen is de verwachte koopkracht voor de niet actieve deelnemers naar verwachting 93%.
- De jaarlijkse kans op bijstorting is gering. Indien een bijstorting plaatsvindt, zal deze gemiddeld ongeveer 8,5% zijn van de huidige technische voorziening.
- Naar verwachting zal de premie sterk stijgen naarmate de actieve deelnemers verouderen.

Om inzicht te bieden in alternatieve risico- en rendementsscenario's zijn varianten onderzocht voor het strategisch beleid. Hierbij is de verhouding tussen de matching en return portefeuille aangepast en zijn de onderliggende deelportefeuilles naar rato geschaald. In aanvulling hierop is tevens gekeken naar de toegevoegde waarde van de illiquide beleggingen vastgoed en hypotheek. Dit resulteerde in de volgende bevindingen:

- Een grotere allocatie naar de return portefeuille leidt gemiddeld tot hogere rendementen en daardoor een hogere verwachte beleidsdekkingsgraad na 15 jaar en een hogere koopkracht. Deze verschuiving gaat echter tevens gepaard met hogere neerwaartse risico's (en een hogere kans op bijstorting).
- Toevoeging van de illiquide belegging zorgt voor een iets lager verwacht rendement en een lagere dekkingsgraad na 15 jaar. Deze beleggingen dragen wel bij aan een betere diversificatie en een lagere kans op bijstorting.
- Verhoging van het risicoprofiel leidt gemiddeld tot betere resultaten, maar de kans op diepere tekorten neemt daardoor toe. Een verlaging van de renteafdekking kan worden beschouwd als een verhoging van het risicoprofiel en is enkel lonend op moment dat er een risicopremie te verdienen valt. Verlaging van de renteafdekking verhoogt het risicoprofiel en de beweeglijkheid

van de dekkingsgraad en is enkel opportuun indien men op middellange termijn een rentestijging onderschrijft.

Uit de ALM zijn uiteindelijk de volgende conclusies getrokken:

- Een verhoging van het risicoprofiel is gelet op de doelstellingen niet nodig. Binnen de toegestane bandbreedtes zorgt een verhoging van het risicoprofiel bovendien niet voor substantiële verbeteringen.
- Het bestuur heeft geen expliciete visie dat de rente sterk gaat stijgen. Vanuit de ambitie is een verlaging van de renteafdekking ook niet nodig. De toeslagambitie wordt naar verwachting zelfs bij 100% renteafdekking gehaald.
- Hypotheken en onroerend goed zijn een waardevolle toevoeging. Het fonds heeft echter een relatief korte horizon en deze beleggingen vragen daarnaast meer aandacht van het bestuur.

Uit de ALM-studie kwam naar voren dat het huidige strategisch beleid gehandhaafd kan blijven. In onderstaande tabel wordt de strategische ALM allocatie gegeven evenals de normverdeling van de beleggingsportefeuille voor het Beleggingsplan 2020. De achtergronden bij deze normportefeuille evenals de genoemde verschillen worden in de komende hoofdstukken toegelicht.

Beleggingscategorie	Strategische ALM Allocatie 2018	Normportefeuille Beleggingsplan 2020
<b>Matching Portefeuille</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>
<b>DMR fondsen</b>	<b>52%</b>	<b>52%</b>
Bedrijfsobligaties	10%	10%
<b>Return Portefeuille</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
<b>Return portefeuille liquide</b>		
Hoogrentende obligaties	10%	10%
Aandelen	28%	28%
<b>Return portefeuille illiquide</b>		
Vastgoed	0%	0%
<b>Liquiditeiten</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Rente	70% Marktwaaarde afdekking
Valuta	75% USD, GBP en JPY

### 3.1.3

#### Planning ALM

De laatste ALM studie dateert van 2018. In principe staat in 2021 een nieuwe ALM studie op de agenda van het bestuur.

## 4. Macro-economische omgeving, toekomstscenario's en rendementsvooruitzichten

Het bestuur laat zich adviseren door ICS inzake de visie op macro-economie en financiële markten. Het bestuur kan zich op hoofdlijnen vinden in onderstaande visie op het gebied van macro economie en financiële markten.

### 4.1 Huidige macro-economische omgeving

Het economisch herstel dat na de kredietcrisis van 2008 inzette loopt na ruim 10 jaar op zijn laatste benen. Deels staat de economische groei onder druk door een spaaroverschot vanwege structurele verschuivingen in investeringen en besparingen. De relatief toegenomen omvang van de dienstensector en de toegenomen rol van bedrijven met een monopolie positie drukken de investeringen, terwijl de vergrijzing, de toegenomen onzekerheid over pensioenen en de toegenomen inkomensongelijkheid tegelijkertijd resulteren in meer besparingen. Daarnaast dragen ook cyclische factoren bij aan de neerwaartse druk op de economische groei en inflatie. Zo staan vertrouwensindicatoren van vooral bedrijven onder druk, met name in de industrie, maar ook in de dienstensector. Een gunstige ontwikkeling op arbeidsmarkten zorgt via enige inkomensgroei dat consumentenvertrouwen en economische groei nog enigszins op peil blijven. Centrale banken doen daarbij verwoede pogingen op de economische groei te stimuleren, maar bij de al zeer lage rentes is het steeds meer de vraag of dit beleid nog wel effectief is, mede omdat in vele regio's een expansief fiscaal beleid uitblijft.

### 4.2 Financiële markten

De macro en monetaire situatie in 2019 stond vooral in het teken van politieke onzekerheden zoals de dreigende handelsoorlog tussen de VS en China en de Brexit en van renteverlagingen door de Fed en de ECB. Beide ontwikkelingen resulteerden in combinatie met wereldwijd verslechterende groeivoorzichten en een laag blijvende inflatie vooral in een daling van kapitaalmarktrentes tot extreem lage niveaus. In de tweede helft van het jaar daalden swap rates zelfs onder nul op contracten met een looptijd van 30 jaar of langer. Het ruime monetaire beleid in combinatie met een zoektocht naar rendement zorgde tegelijkertijd voor hoge rendementen op aandelen. De aandelenmarkten herstelden daarmee van de sterke koersdalingen in het vierde kwartaal van 2018. De politieke onzekerheden en de vrees voor een groei-afzwakking richting een recessie stonden veel hogere niveaus voor de aandelenindices echter in de weg.

### 4.3 Vooruitzichten 2020

De wereldeconomie staat ultimo 2019 op een tweesprong. Het is niet zozeer de vraag of de groei van de wereldeconomie afzwakt, maar in welke mate. In het gunstige geval blijft een escalatie van politieke problemen uit en leveren centrale banken een belangrijke bijdrage aan het voorkomen van een recessie. Sterk negatieve koersrendementen op risicovolle beleggingen blijven in dit scenario achterwege. In het alternatieve scenario belandt door een recessie in de VS ook de wereldeconomie in een recessie. De volatiliteit op financiële markten neemt dan sterk toe en rendementen op risicovolle beleggingen staan van tijd tot tijd sterk onder druk. In beide scenario's blijft de rente naar verwachting laag mede mogelijk gemaakt door een lage economische groei, een verdere kwantitatieve verruiming (QE) van centrale banken en een lage inflatie.



## 5. Allocaties portefeuille 2020

Dit hoofdstuk beschrijft de allocaties van de portefeuille in 2020, waarbij de portefeuille is ingedeeld in twee deelportefeuilles:

- De matching portefeuille;
- De return portefeuille.

Voordat wordt ingegaan bij de resultaten van de update van de strategische asset allocatie wordt eerst stilgestaan bij de herinrichting van de matching portefeuille.

### 5.1 Herinrichting Matching Portefeuille

In 2017 is een discussie gevoerd over de inrichting van de matching portefeuille. Een nieuwe inrichting is op termijn noodzakelijk vanwege aangescherpte regelgeving ten aanzien van gestandaardiseerde “over the counter (OTC) derivaten” als gevolg van een reactie op de in 2008 geëscaleerde kredietcrisis. Deze regelgeving is vormgegeven met de European Markets Infrastructure Regulation (EMIR). Naast onder meer nieuwe rapportageverplichtingen ten aanzien van derivatentransacties betekent EMIR voor pensioenfondsen dat rentederivaten binnen afzienbare tijd via een beurs verhandeld moeten gaan worden (central clearing). Dit heeft bij swap transacties consequenties voor de tegenpartijen waarmee SNP handelt en voor het uitwisselen van onderpand.

In de nieuwe omgeving wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- De uitwisseling van onderpand op dagbasis vanwege de waardeontwikkeling van de rentederivaten. Deze zogenaamde *variation margin* wordt in de nieuwe omgeving uitgewisseld in cash (*cash collateral*).
- De noodzakelijke omvang van een ijzeren voorraad aan onderpand (*initial margin*). Dit kan zowel in de vorm van cash als AAA Euro staatsobligaties en is het meest kostenefficiënt in de vorm van AAA Euro staatsobligaties.

De nieuwe regelgeving vertaalt zich in een noodzakelijke allocatie van cash en initial margin in de matching portefeuille. De omvang van deze allocaties is onder meer een functie van de rentegevoeligheid van de rentederivaten. Naarmate meer gebruik wordt gemaakt van swaps zal de noodzakelijke omvang van het onderpand in de portefeuille groter zijn. In de praktijk zal de allocatie naar cash worden belegd in geldmarktfondsen.

Centraal uitgangspunt bij de inrichting van de matching portefeuille betreft het door SNP gewenste niveau van de renteafdekking (gewenste hedge ratio). Deze renteafdekking kan vervolgens op verschillende manieren worden ingevuld. De invulling over staatsobligaties, swaps en cash kan worden geïmplementeerd via een discretionair mandaat of via een fondstoplossing met de DMR fondsen van NNIP. De afweging hierover is op basis van onderstaande invalshoeken tot stand gekomen.

Aandachtspunten	Discretionair	DMR fondsen
Transitie	Overgang naar cash collateral	Overgang naar cash collateral en noveren swap contracten
Transparantie en gemak		+
Flexibiliteit	+	
Precisie afdekking	+	+
Vereisten regelgeving	Neemt toe	Complexiteit binnen fonds
Cash voor FX afdekking	Binnen portefeuille	Aparte allocatie
Kosten (naast overige kosten)	Discretionair	DMR fondsen
Beheer	Overlay en collateral management	TER DMR
Kosten geldmarktfondsen	Ja	Inbegrepen
Kosten clearing	Ja	Inbegrepen

Bij een discretionaire oplossing kan er zonder verdere aanpassing aan de portefeuillesamenstelling een aanpassing aan de omvang van de renteafdekking worden doorgevoerd. De flexibiliteit is daarmee wat groter. Bij de DMR fondsen kan bij een aanpassing van de renteafdekking een verschuiving binnen de verschillende DMR fondsen nodig zijn of, bij een grote verhoging van de renteafdekking, een benodigde verhoging van de allocatie naar de matching portefeuille.

Tegenover de grotere flexibiliteit van een discretionaire oplossing staat het relatieve gemak van een fondsoplissing. De verantwoordelijkheden die gelden in het kader van EMIR zijn binnen een fondsoplissing de verantwoordelijkheden van het fonds. De complexiteit van de regelgeving (en de nog eventueel aankomende veranderingen) wordt binnen de DMR fondsen geregeld en het bestuur heeft geen bemoeienis met de operationele consequenties van central clearing. Bijkomend argument is dat met de overgang naar central clearing de kosten afnemen. De schattingen zijn hierbij gemaakt op basis van de op dat moment geldende marktomstandigheden en inschattingen van kosten.

Het bestuur heeft vervolgens besloten tot een aanpassing van de matching portefeuille waarbij de rentegevoeligheid naast bedrijfsobligaties wordt ingevuld met de DMR-fondsen van NNIP. Hieruit ontstond onderstaande normportefeuille die uiteindelijk in november 2017 werd geïmplementeerd. Deze normportefeuille geldt tevens voor 2020.

Beleggingscategorie	ALM 2018	Normportefeuille 2020
<b>Matching Portefeuille</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>
DMR fondsen	52%	52%
Bedrijfsobligaties	10%	10%
<b>Return portefeuille</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
Hoogrentende beleggingen	10%	10%
Hoogrentende bedrijfsobligaties	5%	5%
Staatsobligaties van opkomende landen	5%	5%
Aandelen	24%	24%
Aandelen opkomende landen	4%	4%
Vastgoed	0%	0%
<b>Totaal</b>		<b>100%</b>

## 5.2 Samenstelling matching portefeuille

De matching portefeuille beslaat 62% van de totale beleggingen. De portefeuille is belegd in:

- DMR fondsen
- Bedrijfsobligaties

In de tabel is weergegeven wat de normallocatie en de toegestane bandbreedte is. In de volgende paragrafen worden deze beleggingen kort toegelicht.

Beleggingscategorie	ALM 2018	Beleggingsplan 2020	Toegestane Bandbreedte
<b>Matching Portefeuille</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	
Duration Matching Fondsen + Liquiditeiten	52%	52%	47%-57%
Bedrijfsobligaties investment grade (Credits)	10%	10%	8%-12%

### **5.2.1 Duration matching fondsen**

De renteafdekking binnen deze fondsen is hoofdzakelijk ingericht met renteswaps. Hierdoor is een zeer effectieve afdekking haalbaar. Het geld wordt verder belegd in cash (geldmarktfondsen) en korte veilige Euro staatsobligaties.

DMR staat voor Duration Matching Range en de range bestaat uit drie fondsen M, L en XL elk met verschillende rentegevoeligheidsprofielen. Per ultimo oktober 2019 bedroeg de rentegevoeligheid (duratie) van de drie fondsen respectievelijk 4,8, 21,4 en 40,0. Door te beleggen in een combinatie van de drie DMR-fondsen wordt de beoogde rentegevoeligheid op een effectieve en efficiënte manier afgedekt.

### **5.2.2 Bedrijfsobligaties**

Bedrijfsobligaties leveren een bijdrage aan de matching portefeuille door een extra rendement boven staatsobligaties te bieden. Dit is van belang omdat de verplichtingen worden gewaardeerd met de UFR-curve, die een hoger gemiddeld rendement kent dan staatsobligaties. Het extra rendement van de bedrijfsobligaties is dus benodigd om dichterbij het rendement van de verplichtingen te blijven. Daarnaast kennen bedrijfsobligaties een licht lager risico in absolute zin. Dit komt voort uit het feit dat het rendement door twee componenten wordt bepaald: de ontwikkeling van de rente en de ontwikkeling van de kredietopslag. Deze twee componenten zijn in de praktijk negatief gecorreleerd: in tijden met grote onzekerheid gaat de rente omlaag en de kredietopslag omhoog, als de markt weer tot rust komt vindt vaak het tegenovergestelde plaats. Door dit effect is het matchingkarakter wel iets lager.

### **5.3 Return Portefeuille**

Het normgewicht voor de return portefeuille bedraagt 38% van de totale beleggingen. Dit gewicht is opgebouwd uit hoogrentende beleggingen (high yield bedrijfsobligaties en staatsobligaties van opkomende landen) en aandelen. Het normgewicht voor illiquide beleggingen bedraagt 0%. De illiquide beleggingen in portefeuille worden afgebouwd.

In de volgende paragrafen wordt elke belegging kort beschreven.

Beleggingscategorie	ALM Allocatie	Beleggingsplan 2020	Toegestane Bandbreedte
<b>Return Portefeuille</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	
<b>Return portefeuille liquide</b>			
Hoogrentende obligaties	10%	10%	
Staatsobligaties van opkomende landen genoteerd in Amerikaanse dollars	2.2%	2.2%	0%-4.2%
Staatsobligaties van opkomende landen genoteerd in lokale valuta	2.8%	2.8%	0%-4.8%
Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield)	5%	5%	3%-7.0%
Aandelen	28%	28%	
Wereldwijd	24%	24%	19%-29%
Europa	7.9%	7.9%	5.9%-9.9%
VS	13.6%	13.6%	9.6%-17.6%
Japan	2.5%	2.5%	0%-4.5%
Opkomende landen	4%	4%	2%-6%
<b>Return portefeuille illiquide</b>			
Vastgoed	0%	0%	0% - 1%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>		

### 5.3.1 Staatsobligaties van opkomende landen in Amerikaanse dollars en lokale valuta

Staatsobligaties van opkomende landen kennen een relatief hoge kredietwaardigheid in vergelijking tot bedrijven in het universum van hoogrentende obligaties. Hoewel verwachte rendementen aantrekkelijk zijn, zijn de risico's (met name in de obligaties die in lokale valuta zijn uitgegeven) ook aanzienlijk. De diversificatie maakt daarbij dat de verhouding tussen risico en rendement verbetert bij toevoeging van deze belegging aan de portefeuille. Binnen Emerging Markets Debt – staatsobligaties van opkomende landen - wordt een verhouding tussen obligaties in Amerikaanse dollars en obligaties in de eigen valuta aangehouden van circa 40/60.

Op basis van de aangescherpte beleggingsbeginselen is in 2017 besproken of er voor deze beleggingen ook passieve fondsen beschikbaar zijn. Op basis van een analyse van Altis kwam naar voren dat dit wel het geval is voor de staatsobligaties in Amerikaanse dollars. In november 2017 is vervolgens de huidige belegging in een fonds van beheerder Stone Harbor veranderd in een passieve fondsoptlossing van Blackrock. Voor de staatsobligaties in lokale valuta waren destijds (nog) geen goede passieve fondsen beschikbaar. Vanwege een tegenvallende performance is de manager Stone Harbor in 2017 na een uitgebreide vergelijkende analyse van Altis vervangen door een beleggingsfonds van manager Investec.

### 5.3.2 Hoogrentende Bedrijfsobligaties

Bij Hoogrentende Bedrijfsobligaties wordt via actieve managers belegd in obligaties van bedrijven die een lagere kredietwaardigheid hebben dan BBB-. Bedrijfsobligaties die een rating hebben van BB+ of lager vallen dus in deze categorie. Hoewel het verwachte rendement lager is dan bij aandelen, is het risico verhoudingsgewijs een stuk beperkter waardoor de rendement/risico

verhouding van deze categorie aantrekkelijk is. Ook voor deze categorie zijn geen goede passieve oplossingen. Vanwege een tegenvallende performance zijn de managers Neuberger en Nordea vervangen door een beleggingsfonds van manager Columbia Threadneedle. Ook dit is door het bestuur besloten na een uitgebreide vergelijkende analyse van Altis.

### 5.3.3 Aandelen

Binnen de aandelenportefeuille is de allocatie verdeeld over de regio's Europa, VS, Japan en Opkomende Landen. In lijn met de aangescherpte beleggingsbeginselen (passief tenzij) is hier in 2017 een wijziging richting passief beleggen doorgevoerd. De actieve multi manager fondsen van Altis zijn destijds verkocht. De opbrengsten zijn belegd in de bestaande passieve fondsen van Blackrock.

### 5.3.4 Vastgoed

Het bestuur heeft in 2016 besloten het bestaande normgewicht voor Vastgoed af te bouwen en niet aan te vullen met een nieuwe belegging naar vastgoed. Het normgewicht van 3% is binnen de return portefeuille verdeeld over aandelen (+2%) en hoogrentende beleggingen (+1%). De bestaande allocatie in de beleggingsportefeuille betreft een niet beursgenoteerd vastgoedfonds dat in liquidatie is. Dit fonds heeft inmiddels verschillende keren een uitkering gedaan, waardoor de feitelijke allocatie inmiddels dichtbij 0% is gekomen.

Beleggingscategorie	Actief / passief	TE*	Benchmark
<b>DMR fondsen</b>			<b>Benchmark Matching Portefeuille</b>
<i>NNIP</i>	<i>Passief</i>	<i>n.v.t.</i>	
<b>Bedrijfsobligaties</b>			<b>iBOXX Euro Corporate TR</b>
<i>Standard Life</i>	<i>Actief</i>	<i>0.8%</i>	
<b>Emerging markets debt HC</b>			<b>JPMorgan EMBI EM Bond Index (Global diversified, hedged)</b>
<i>Blackrock</i>	<i>Passief</i>		
<b>Emerging markets debt LC</b>			<b>JPMorgan GBI-EM Global Diversified (unhedged)</b>
<i>Investec</i>	<i>Actief</i>	<i>1.6%</i>	
<b>High Yield</b>			<b>Merrill Lynch High Yield Master II Index Constrained (hedged)</b>
<i>Columbia Threadneedle</i>	<i>Actief</i>	<i>2.2%</i>	
<b>Europa</b>			<b>MSCI Europe Index (Net)</b>
<i>Blackrock</i>	<i>Passief</i>	<i>0.3%</i>	
<b>VS</b>			<b>MSCI USA (Net)</b>
<i>Blackrock</i>	<i>Passief</i>	<i>0.1%</i>	
<b>Japan</b>			<b>MSCI Japan (Net)</b>
<i>Blackrock</i>	<i>Passief</i>	<i>0.2%</i>	
<b>Opkomende landen</b>			<b>MSCI Emerging Markets Index (Net)</b>
<i>Aberdeen</i>	<i>Actief</i>	<i>5.0%</i>	
<i>Robeco</i>	<i>Actief</i>	<i>5.1%</i>	
<b>Vastgoed</b>			<b>Portefeuillierendement</b>
<i>CBRE Eurosis</i>	<i>Actief</i>	<i>n.v.t.</i>	

\*) TE staat voor gemiddelde ex post tracking error over de laatste 3-jaar.

## 5.4 Benchmarks

Bovenstaande tabel bevat de gehanteerde benchmarks voor de verschillende beleggingen. Het betreft gangbare en breed gespreide indices die een goede beschrijving geven van de beleggingscategorie. De tabel geeft per manager tevens aan of er sprake is van actief of passief beleid en wat het risico is ten opzichte van de benchmark.

## 5.5 Update asset allocatie

Gegeven de uitkomsten van de recente ALM-studie is aan de hand van een update van de strategische beleggingsportefeuille door ICS bekeken of de verhouding tussen verwacht rendement en risico verbeterd kan worden. Hierbij zijn enkele varianten onderzocht met als randvoorwaarde dat het vereist eigen vermogen (VEV) niet mag toenemen. Dit laatste is een noodzakelijke restrictie omdat voor het fonds ten tijde van de analyse sprake was van een reservetekort.

Beleggingscategorie	Normportefeuille 2020	I	II
<b>Matching Portefeuille</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>	<b>62%</b>
DMR fondsen	52%	52%	52%
Bedrijfsobligaties	10%	10%	10%
<b>Return portefeuille</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield)	5%	0%	5%
Staatsobligaties van opkomende landen	5%	11%	7,5%
Aandelen	24%	20%	21,5%
Aandelen opkomende landen	4%	4%	4%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Kenmerken rendement en risico lange termijn</b>			
Exces rendement	2,14%	2,15%	2,14%
Risico (tracking error)	6,8%	6,55%	6,66%
Efficiëntie (rendement t.o.v risico)	31,5%	32,8%	32,2%
<b>Indicatie VEV</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,8%</b>

Een majeure verbetering van het verwachte rendement en / of het risico was één van de gestelde voorwaarden voor een eventuele verschuiving in de normportefeuille. Uit de analyse kwam vooral naar voren dat een toevoeging van illiquide beleggingen gunstige effecten heeft. Hiervoor gelden echter nog steeds dezelfde argumenten tegen deze toevoeging. Onderzocht zijn daarnaast verschuivingen binnen de return portefeuille van aandelen naar high yield en EMD. De effecten van deze verschuivingen zijn beperkt. Op basis daarvan is besloten geen veranderingen aan te brengen. De normportefeuille voor het Beleggingsplan 2020 is daarmee gelijk aan de huidige normportefeuille 2019.

## 6. Risicobeheer

### 6.1 Strategisch risicomanagement

Het pensioenfonds heeft ICS aangesteld als fiduciair manager. ICS geeft gevraagd en ongevraagd advies en monitort periodiek of de balansrisico's nog aansluiten bij de strategische doelstellingen en de verschillende balansrisico's.

Monitoring van de balansrisico's vindt op verschillende manieren plaats. Op kwartaalbasis monitort het fonds of wordt voldaan aan de overeengekomen risicohouding. Hierbij wordt onder andere gekeken of de vereiste dekkingsgraad binnen de vastgestelde bandbreedtes valt.

Tevens wordt op kwartaalbasis de tracking error ten opzichte van de verplichtingen vanuit het korte termijn risicomodel van ICS vergeleken met een bandbreedte van  $\pm 2\%$  rond de tracking error van 6,8% vanuit de strategische asset allocatie analyse op lange termijn (zie paragraaf 5.5). Ultimo Q3 2019 viel de tracking error uit het korte termijn model met 6,5% ruim binnen deze bandbreedte. Het pensioenfonds heeft de vrijheid om het risicoprofiel aan te passen, gegeven onder meer de hoogte van de dekkingsgraad. Een startpunt voor een nadere analyse ontstaat bijvoorbeeld wanneer de tracking error vanuit het korte termijn model ver buiten de genoemde bandbreedte is komen te liggen.

Een eventuele aanpassing van het risicoprofiel kan ook plaatsvinden op basis van inzichten vanuit de korte termijn risicoanalyse over de kans dat de dekkingsgraad op een 1-jaars horizon onder 80%, 90% en 100% komt, of op basis van een scenarioanalyse voor rente en aandelenrendementen. De resultaten van deze risicoanalyse worden op kwartaalbasis opgenomen in de Risicomonitor van ICS.

### 6.2 Monitoren van bandbreedtes

Om te voorkomen dat het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille teveel afwijkt van de strategische doelstelling, zijn bandbreedtes gedefinieerd voor de allocaties naar de verschillende beleggingsfondsen en voor de beleggingen binnen de beleggingsfondsen.

Vertrekpunt voor de onderbouwing van de breedte van de bandbreedte is de jaarlijkse volatiliteit van beleggingscategorieën zoals gebruikt in de analyses van de strategische asset allocatie. Berekend is, startend op de normweging, welke benchmarkweging een beleggingscategorie kan halen rekening houdend met tweemaal deze volatiliteit. De resulterende weging wordt vergeleken met de normweging en naar boven afgerond op 1%.

De beleggingsrichtlijnen worden door ICS op doorlopende basis gemonitord. Wanneer het gewicht van een beleggingsfonds door marktontwikkelingen de bandbreedte overschrijdt, zal ICS de belegging weer binnen de bandbreedte brengen.

Voor de beleggingsfondsen zijn met uitzondering van de DMR fondsen (beheerd door NNIP) externe vermogensbeheerders aangesteld. De formele monitoring van de afspraken die gemaakt zijn met deze externe vermogensbeheerders ligt bij de risicomanagement afdeling van deze externe beheerders. De fiduciair manager neemt in het selectietraject van een externe vermogensbeheerder de inrichting van risicomanagementprocessen als een belangrijk criterium mee.



Door ICS wordt op dagbasis de renteafdekking gemonitord. Mochten de bandbreedtes worden overgeschreden, dan zal ICS de renteafdekking binnen de bandbreedtes brengen. Wanneer dit niet mogelijk is, zal ICS in contact treden met het fonds.

### 6.3 Rapportages

Voor het Pensioenfonds SNP worden verschillende rapportages opgesteld met betrekking tot de beleggingsresultaten en specifieke risicorapportages.

#### *Beleggingsrapportage*

Op kwartaalbasis ontvangt het pensioenfonds vanuit ICS een rapportage die inzicht geeft in de huidige posities en beleggingsresultaten. Hierin wordt tevens een dekkingsgraadattributie en een attributie van de rendementen opgenomen.

#### *Risicorapportages*

Op kwartaalbasis wordt door ICS een Risicomonitor opgesteld. Middels deze rapportage kan een inzicht worden verkregen in verschillende balansrisico's waaronder renterisico, concentratierisico, tegenpartijrisico en valutarisico. Tevens zijn in deze rapportage analyses opgenomen met betrekking tot het korte termijn solvabiliteitsrisico.

Door ICS wordt op kwartaalbasis een risicorapportage specifiek over de rente- en valuta-afdekking opgesteld. Hierin wordt onder andere een toelichting gegeven op de (waarde)ontwikkeling van de afdekkingsstrategieën en inzicht gegeven in de effectiviteit van de afdekking.

AZL bepaalt maandelijks de Voorziening Pensioen Verplichtingen (VPV) en het Vereist Eigen Vermogen (VEV).

### 6.4 Tegenpartijrisico

#### *Niet geclearde derivaten*

Voor de niet geclearde derivaten (de valuta-termijncontracten) geldt dat derivaten uitsluitend mogen worden verhandeld met tegenpartijen waarmee SNP een ISDA/CSA is overeengekomen en welke zijn goedgekeurd door de afdeling Risk Management van NNIP en SNP. De minimale rating van de tegenpartijen bij aanvang van de transacties bedraagt BBB-. ICS zal bij een derating van een gebruikte tegenpartij naar een rating minder dan BBB- contact opnemen met SNP over de te ondernemen acties.

#### *Geclearde derivaten*

Voor geclearde derivaten (de binnen de DMR fondsen gebruikte rentederivaten) geldt dat derivaten uitsluitend mogen worden gecleared via clearing brokers waarmee een clearing broker agreement is overeengekomen welke is goedgekeurd door de afdeling Risk Management van NNIP. SNP volgt hierbij het beleid dat voor de DMR fondsen door NNIP is opgesteld.

In 2019 is stilgestaan bij de risico's van een eventuele harde Brexit. Hierbij zijn mitigerende maatregelen nodig wanneer bijvoorbeeld het centrale clearing huis LCH haar vergunning verliest. Dit lijkt voornog mogelijk, maar niet waarschijnlijk. Om het risico te beperken wordt door NNIP een alternatieve route via Eurex opgezet. Om er daarnaast voor te zorgen dat er altijd voldoende tegenpartijen beschikbaar zijn voor het afsluiten van renteswaps (bilateraal, mocht centraal clearen niet meer mogelijk zijn) en voor het afsluiten van valutaforwards, wordt gezorgd voor een uitbreiding van het aantal niet Britse tegenpartijen. Om dit mogelijk te maken zorgen vele huidige Britse partijen voor een uitbreiding naar een vestiging op het Europese vasteland.

## 6.5

### Valutarisico

Op de BCV vergadering van 1 november 2017 is het huidige valutabeleid geëvalueerd. Hierbij is gekeken naar balansrisico's, het risico ten tijde van een crisis, de kosten en de impact op het vereist eigen vermogen (VEV). De analyse maakt goed duidelijk dat het afdekkingsbeleid niet het resultaat is van één optimale uitkomst, maar van een afweging. Met meewegen van kosten en de impact op het balansrisico pleit daarbij voor een afdekking van het valutarisico tussen de 50-75%. Alleen indien de wens zou bestaan om de korte termijn volatiliteit volledig te mitigeren en de impact op het VEV te beperken zou een afdekking van 100% nodig zijn. De conclusie van de evaluatie is om het huidige beleid onveranderd te laten.

In 2020 wordt de valuta-afdekking gehandhaafd op 75% van de aandelenportefeuille. Afgedekt worden USD, GBP en JPY. Rondom deze percentages wordt een bandbreedte aangehouden van 5%. Het valutarisico van de beleggingen in EMD local currency wordt niet afgedekt.

Maandelijks zullen de valuta afdekkingspercentages binnen 5 werkdagen voor maandeinde worden gemonitord. Is een actueel valuta afdekkingspercentage op dat moment hoger of lager dan het toegestane maximale of minimale afdekkingspercentage, zoals opgenomen in de beleggingsrichtlijnen, dan zal het desbetreffende afdekkingspercentage aangepast worden tot de strategische norm. Ook bij aanpassingen in de portefeuille zullen de valuta afdekkingspercentages bij overschrijding van de bandbreedtes worden aangepast tot de strategische norm. De afloopdatum van de nieuwe valutaderivaten zal worden afgestemd op de afloopdatum van de huidige derivaten in de portefeuille.

Valutahedge-coëfficiënt voor:	Norm	Minimum	Maximum
US Dollar	75.0%	70.0%	80.0%
Japanse Yen	75.0%	70.0%	80.0%
Britse Pond	75.0%	70.0%	80.0%

Het tegenpartijrisico wordt gemitigeerd door de waardeontwikkeling van valutatermijncontracten als onderpand uit te wisselen conform het onderpand beleid van ICS.

## 6.6

### Renterisico

De rente-afdekking is vastgesteld op 70% van de marktwaarde-rentegevoeligheid van het fonds. Voor zowel de totale rente-afdekking van 70% als de rente-afdekking voor de verschillende looptijdsegmenten geldt een bandbreedte van +/- 5,0%.

Er worden zeven looptijdsegmenten onderscheiden (2,5,10,20,30,40 en 50). Daarnaast gelden dezelfde bandbreedtes voor de looptijdsegmenten tot en met 15 jaar, vanaf 20 jaar en het verschil daartussen.

De omvang van de rente-afdekking wordt vastgesteld op basis van de rentegevoeligheid van de verplichtingen indien deze op nominale marktwaarde worden gewaardeerd. De verdeling over looptijden sluit aan bij de rentegevoeligheid per looptijdsegment indien de verplichtingen op basis van de swap rentecurve worden gewaardeerd.

De feitelijke rente-afdekking wordt opnieuw vastgesteld na een tussentijdse aanpassing van de kasstromen. Indien na de aanpassing de feitelijke rente-afdekking buiten de toegestane bandbreedte valt, brengt ICS deze weer binnen de bandbreedte. Indien door ICS een aanpassing

niet in het belang van SNP of niet mogelijk wordt geacht, vindt binnen de BCV een discussie plaats over een aanpassing van de rente-afdekking richting de norm.

## **6.7 Kredietrisico**

Het kredietrisico is het risico dat de waarde van beleggingen dalen als gevolg van een verslechtering in de kredietwaardigheid van de beleggingen. Waardedalingen als gevolg van stijgende risico-opslag voor bedrijfsobligaties, afwaarderingen en faillissementen zijn hier onderdeel van. Het kredietrisico van Pensioenfonds SNP wordt beperkt door een goede spreiding over de verschillende debiteuren aan te brengen. Obligaties met een hoog kredietrisico worden alleen in de return portefeuille opgenomen.

## **6.8 Liquiditeitsrisico**

De portefeuille kent een hoge mate van liquiditeit aangezien vrijwel alleen in liquide beleggingen wordt belegd. Daarbij is de liquiditeitsbehoefte van het fonds beperkt. Eventuele afrekening van valuta-termijncontracten kan worden gecombineerd met een onttrekking uit de afgedekte beleggingscategorieën.

## **6.9 Actief risico**

De beleggingen in de aandelenregio's Europa en VS en in staatsobligaties van opkomende landen uitgegeven in dollars worden passief belegd. Binnen de beleggingsportefeuille wordt actief beleid toegestaan bij aandelen opkomende markten, bij bedrijfsobligaties, hoogrentende bedrijfsobligaties en staatsobligaties van opkomende landen in lokale valuta. De mate waarin actief beleid binnen de beleggingsfondsen is toegestaan, wordt begrensd, bijvoorbeeld met een zogenaamde tracking error.

SNP staat geen tactisch asset allocatiebeleid toe (TAA).

## **6.10 Uitwerking prudent person**

Binnen het beleggingsbeleid wordt rekening gehouden met de prudent-person regel in Artikel 135 van de Pensioenwet en Artikel 13 van het Besluit FTK Pensioenfondsen. Deze regel houdt in grote lijnen in dat:

- 1 De waarden worden belegd in het belang van de (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden;
- 2 De activa zodanig worden belegd dat de kwaliteit, veiligheid, liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd;
- 3 De activa die ter dekking van de voorziening worden aangehouden, worden belegd op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen;
- 4 De activa hoofdzakelijk worden belegd op gereguleerde markten;
- 5 Beleggingen in derivaten zijn toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Een bovenmatig risico m.b.t. een en dezelfde tegenpartij en andere derivatenverrichtingen wordt vermeden;
- 6 De activa naar behoren worden gediversifieerd over waarden en emittenten. Risicoaccumulatie in de portefeuille wordt vermeden en beleggingen in de bijdragende ondernemingen worden beperkt tot ten hoogste 5% van de portefeuille. Beleggingen in ondernemingen die tot dezelfde groep als de bijdragende ondernemingen behoren, worden beperkt tot ten hoogste 10% van de portefeuille;

7 De beleggingen gewaardeerd zijn op basis van marktwaardering (en waartegen ze kunnen worden verhandeld).

#### **1. Beleggingsbeleid in belang van aanspraak- en pensioengerechtigden**

Het beleggingsbeleid wordt onderbouwd middels een ALM-studie. Input hiervoor is de verplichtingenstructuur, ambitie en risicohouding van het fonds. De gevolgen van het beleggingsbeleid voor de verschillende belanghebbenden worden in de ALM-studie zorgvuldig afgewogen. Er wordt gebruik gemaakt van gevoeligheidsanalyses op de inputparameters. Er worden bandbreedtes vastgesteld waarbinnen het feitelijke beleggingsbeleid mag afwijken van het strategische beleggingsbeleid volgend uit de ALM-studie. Het risicoprofiel van het feitelijke beleggingsbeleid mag slechts beperkt afwijken van het risicoprofiel van de ALM-mix. De externe vermogensbeheerders worden periodiek geëvalueerd. De kosten van vermogensbeheer worden in detail inzichtelijk gemaakt.

#### **2. Veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van portefeuille als geheel**

Het risico van de portefeuille wordt gemeten ten opzichte van de verplichtingen. In het beleggingsplan is tevens het risicobeleid van deelrisico's zoals kredietrisico's, concentratierisico's, liquiditeitsrisico's en risico's van actief beheer concreet gemaakt. In het beleggingsplan is daarnaast tevens een beleid aangaande herbalancing vastgesteld.

#### **3. Belegging van waarden ter dekking van de technische voorzieningen**

De portefeuille is ingedeeld in een matching portefeuille en een return portefeuille. Binnen de matching portefeuille wordt alleen belegd in vastrentende waarden en rentederivaten met een laag risicoprofiel. In het mandaat van de matching portefeuille zijn richtlijnen vastgelegd over de toegestane instrumenten, verdeling over de looptijdblokken en mate van actief risico. Via rapportages wordt het bestuur geïnformeerd over de mate van afdekking en de effectiviteit van de afdekking. Het beleggingsbeleid wordt bijgestuurd op basis van veranderingen in de financiële positie van het fonds en de economische omgeving.

#### **4. Beleggingen hoofdzakelijk op gereguleerde markten**

De portefeuille is hoofdzakelijk op gereguleerde markten belegd. Uitzondering hierop vormt de vastgoed portefeuille, welke een beperkt deel van de totale portefeuille betreft.

#### **5. Derivatenbeleid**

In het beleggingsplan is het beleid ten aanzien van derivaten en tegenpartijrisico's vastgelegd. Het fonds maakt alleen gebruik van derivaten voor risicomanagement en efficiënt portefeuillebeheer. Dit betreft onder andere valuta termijn contracten en renteswaps. Via rapportages wordt het bestuur geïnformeerd over tegenpartijrisico's.

#### **6. Diversificatie**

De portefeuille is gespreid over beleggingscategorieën, regio's, landen, sectoren en individuele namen. Via rapportages wordt het bestuur geïnformeerd over concentratierisico's.

#### **7. Marktwaardering**

De beleggingen worden gewaardeerd op marktwaarde. Voor het grootste deel van de portefeuille zijn prijzen op basis van actieve markten beschikbaar. Uitzondering hierop vormt de vastgoed portefeuille, welke wordt gewaardeerd op basis van onafhankelijke taxaties.

## 7. Overige aspecten

### 7.1 Bandbreedtes en periodiek aanpassingsbeleid

De verhouding tussen de matching en return portefeuille ontwikkelt zich met de marktbeveging van de betreffende indices. Elk jaar wordt met de vaststelling van een nieuw beleggingsplan de verhouding tussen deze portefeuilles bepaald.

Binnen de return portefeuille en de matching portefeuille zijn bandbreedtes gedefinieerd voor de verschillende beleggingen. Deze bandbreedtes zijn ten opzichte van de normwegingen zoals weergegeven in dit Beleggingsplan. Tevens is een bandbreedte vastgesteld rondom de renteafdekking.

ICS controleert dagelijks op basis van de meest recent beschikbare informatie (posities en prijzen) of de beleggingen en de renteafdekking zich bevinden binnen de bandbreedtes. Indien de bandbreedtes op enig moment overschreden worden, zal ICS binnen 10 werkdagen nadat de overschrijding ter kennis is gekomen, de beleggingen weer terugbrengen naar de normwegingen. ICS zal SNP binnen 10 werkdagen nadat de overschrijding ter kennis is gekomen SNP hierover informeren. Ten aanzien van de af te dekken valuta's controleert ICS op maandbasis of de afdekking zich bevindt binnen de gestelde bandbreedte. Bij een geconstateerde overschrijding van de bandbreedte zal de afdekking terug worden gebracht naar de norm.

Wanneer het niet mogelijk is om een bepaalde belegging binnen de voorgeschreven bandbreedte te brengen of als ICS dit niet in het belang van SNP acht, zal ICS binnen 10 werkdagen nadat de overschrijding ter kennis is gekomen in overleg treden met SNP.

### 7.2 De afweging tussen risico, rendement en kosten

Voor een aantrekkelijk pensioen en een acceptabele premie is beleggingsrendement en daarmee beleggingsrisico noodzakelijk. Het beleggingsbeleid is daarmee een belangrijk onderdeel van het totale beleid van het pensioenfonds. Hetzelfde geldt voor kostenbeheersing. Beleggingskosten wegen mee in de keuzes die gemaakt worden bij de invulling van de beleggingsportefeuille. Om grip te krijgen en te houden op beleggingskosten dienen deze duidelijk en transparant te worden omschreven. Vergoedingen aan vermogensbeheerders dienen doelgericht te worden ingezet in die markten waar dat lonend wordt geacht.

Rendement, risico en kosten zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Daar waar de wenselijke combinatie hoog verwacht rendement, laag risico en lage kosten in de praktijk niet haalbaar is, wordt een afweging gemaakt. Zo wordt in aandelen opkomende landen belegd vanwege het aantrekkelijke rendement op lange termijn. Het relatief hoge risico van deze categorie wordt prudent geacht omdat het hier naar verwachting een beloond risico betreft en omdat de totale beleggingsrisico's door onder meer spreiding over meerdere beleggingen wordt beheerst. De relatief hoge kosten worden prudent geacht gelet op het hoge verwachte rendement. Na een afweging in 2019 tussen de toegevoegde waarde van actief en de mogelijkheden en kosten van passief beleggen binnen aandelen opkomende markten heeft het pensioenfonds het vertrouwen uitgesproken in de toegevoegde waarde van actief beleid voor deze beleggingscategorie. Voor deze belegging blijft daarmee een actieve invulling van kracht.

Kostenbeheersing is daarnaast een belangrijk aandachtspunt bij de uiteindelijke keuze voor de manager(s) voor deze belegging. Elke specifieke afweging van rendement, risico en kosten is een

functie van de beleggingsbeslissing. Bij elke afweging wordt uiteindelijk voor zowel rendement, risico als kosten een prudente keuze gemaakt.

### 7.3 **Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)**

SNP heeft in 2018 een discussie gevoerd over de plaats voor maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) in het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Het fonds is zich er hierbij van bewust dat een prominente invulling van MVB in het totale beleid niet past gelet op de sector waarin de werkzaamheden van de werkgever plaatsvinden. SNP heeft aangegeven MVB van belang te vinden, maar daarbij tevens te kijken naar de samenhang met risico's en kosten.

#### *Mogelijkheden MVB voor SNP*

MVB is de afgelopen jaren een steeds belangrijker thema geworden. Op basis van de overtuiging dat pensioenfondsen op dit gebied een maatschappelijke functie hebben en / of op basis van de overtuiging dat een MVB beleid op de lange termijn de risico rendementsverhouding van de beleggingsportefeuille ten goede komt, brengen steeds meer pensioenfondsen MVB accenten aan in hun beleggingsbeleid.

SNP laat zich door haar adviseurs regelmatig informeren over de laatste ontwikkelingen op MVB gebied en is daardoor op de hoogte van de mogelijkheden, de verplichtingen vanuit wetgeving, alsmede de beperkingen bij de implementatie.

De mogelijkheden voor een MVB beleid zijn zeer divers. Een eerste stap in MVB beleid wordt veelal gezet door het formuleren van een uitsluitingenbeleid voor de beleggingen. Hierbij worden op basis van vooraf vastgestelde criteria beleggingen uitgesloten die om uiteenlopende redenen voor het milieu, voor sociale verhoudingen en uit oogpunt van governance een negatieve bijdrage leveren aan de samenleving.

Het pensioenfondsen kan zich daarnaast opstellen als een actieve aandeelhouder door actief op aandeelhoudersvergaderingen te stemmen en / of met ondernemingen de dialoog aan te gaan, zelfstandig of in een samenwerkingsverband. Hiervoor is het noodzakelijk om vooraf zelf een stembeleid en / of een engagementsbeleid vast te stellen.

In plaats van of in aanvulling op een uitsluitingenbeleid kan ook een beleid worden geformuleerd waarbij ondernemingen als het ware worden "ingesloten". Dit is geen negatieve, maar een positieve screening waarbij bijvoorbeeld alleen in de op MVB gebied beste bedrijven wordt belegd. Dit laatste staat ook wel bekend als best in class beleggen en hiervoor zijn benchmarks ontwikkeld waartegen het rendement van managers kan worden vergeleken.

Een vergaande invulling van een MVB beleid betreft het impact beleggen. Dit kan bij obligaties door te beleggen in zogenaamde Green Bonds, waarbij bijvoorbeeld de opbrengsten van de obligaties in groene projecten wordt belegd, of bij aandelen door direct te beleggen in projecten (water, schone energie) of ondernemingen die op MVB gebied het verschil kunnen maken. In de uiterste vorm van MVB wordt op elke niveau van het beleggingsproces met MVB rekening gehouden. Hierbij worden bij elke beleggingsbeslissing milieu, sociale en bestuurlijke aspecten meegewogen.

#### *Wettelijke kaders*

Meer en meer wordt van SNP gevraagd om een eigen MVB beleid te formuleren en om dat beleid vervolgens op één of meerdere hierboven genoemde mogelijkheden te vertalen naar de

beleggingen. In de Pensioenwet, artikel 135 lid 4, is vastgelegd dat het fonds transparant moet zijn over de wijze waarop materiële MVB-factoren in beleggingsbeslissingen worden meegewogen. Ook de pensioensector (de Pensioenfederatie) is in samenwerking met overheid en vakbonden bezig om MVB beleid voor pensioenfondsen vorm te geven middels het IMVB Convenant. Ondertekening van het convenant betekent dat het pensioenfonds haar MVB-beleid in lijn dient te brengen met de OESO-richtlijnen voor multinationals en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights. Het is evenwel nog onduidelijkheid wat ondertekening van het IMVB convenant betekent in termen van verantwoordelijkheden en consequenties, bijvoorbeeld voor rapportage. SNP gaat daarom in dit stadium nog niet tot ondertekening over.

De herziene Europese pensioenrichtlijn IORP II (juni 2018), die aangeeft dat pensioenfondsen hun MVB-risico's expliciet dienen te betrekken in beleggingsbeleid en risicobeheer, zal in 2019 worden omgezet in Nederlandse wet- en regelgeving. Een andere richtlijn in Europa is de Aandeelhoudersrichtlijn ('shareholder rights directive'), waar het doel is om de betrokkenheid van aandeelhouders bij ondernemingen te vergroten onder meer inzake het stemrecht over beloningsbeleid.

#### *MVB beleid voor SNP*

Het bestuur van SNP is zich bewust van haar maatschappelijke verantwoordelijkheid en zal MVB-factoren in beleggingsbeslissingen blijven meewegen. Het bestuur wil de maatschappelijke verantwoordelijkheid van het pensioenfonds echter bovenal inzetten om voor haar deelnemers een goed en waardevast pensioen te waarborgen. Dit betekent dat bij de samenstelling en uitvoering van het beleggingsbeleid de nadruk vooral ligt op het zorgen voor een goede verhouding tussen verwachte rendementen, risico's en kosten. Het bestuur zoekt daarbij nog naar meer overtuigend wetenschappelijk bewijs dat deze verhouding met een MVB beleid kan verbeteren.

Het pensioenfonds ziet zich momenteel vooral ook nog geconfronteerd met beperkingen. Zo is bij het vormgeven van MVB beleid de invulling van een eigen MVB beleid vooral mogelijk wanneer gebruik kan worden gemaakt van mandaten. Dan kunnen immers de eigen voorwaarden aan managers worden meegegeven. Vooral vanwege de (beperkte) omvang van het fonds belegt het pensioenfonds vrijwel alleen in beleggingsfondsen.

In de discussie binnen het bestuur is de mogelijkheid besproken om in enkele aandelenfondsen te verschuiven naar beleggingsfondsen met een duidelijke MVB signatuur. Bij toekomstige veranderingen in de beleggingsportefeuille behoort een dergelijke verschuiving tot de mogelijkheden. Op dit moment staan tegenover de zekere transactiekosten echter onzekere opbrengsten.

Het MVB beleid van SNP zal jaarlijks onderwerp van gesprek blijven en het bestuur zal zich op de hoogte blijven houden van wettelijke en maatschappelijke ontwikkelingen op MVB gebied. Vooralsnog heeft het pensioenfonds besloten om op het gebied van MVB alleen datgene te doen wat vanuit de wetgever verplicht wordt gesteld.

## **7.4**

### **Securities lending**

Het uitlenen van financiële instrumenten ("securities lending") is niet toegestaan binnen het door ICS gevoerde beheer namens SNP. Echter, fondsbeheerders van Beleggingsinstellingen waarin SNP belegt of Operationele Vermogensbeheerders kunnen op grond van de desbetreffende fondsvoorwaarden of beleggingsrichtlijnen wel bevoegd zijn om gebruik te maken van securities lending. Het onderwerp securities lending is elk jaar een vast onderwerp op de agenda van de BCV.



De analyse vindt plaats aan de hand van een aantal criteria. Er worden vooraf geen normeringen opgelegd.

Op de BCV vergadering van mei 2017 is het securities lending beleid geëvalueerd. Van de beleggingsfondsen in portefeuille zijn er vijf waarbij er securities lending activiteiten plaatsvinden. Bij de evaluatie zijn verschillende activiteiten onderzocht aan de hand van de volgende criteria:

- Percentage van portefeuille dat wordt uitgeleend (vraag is afhankelijk van de asset class).
- Maximum percentage dat mag worden uitgeleend.
- Verdeling van de inkomsten, tussen het fonds, de beheerder en de agent.
- Onderpand: criteria, kwaliteit en de gehanteerde "haircut".
- Algeheel beleid van de manager (selectie tegenpartijen, track record, etc.).
- Is het programma in het belang van de investeerder of van de asset manager?

Enige aandachtspunt dat uit de analyse naar voren kwam is de verdeling van inkomsten bij de passieve Blackrock fondsen (50/50).

## 7.5

### **Ingangsdatum**

De normportefeuille in dit beleggingsplan gaat in op 1 februari 2020.

## 8. Beleggingsbeginselen

Ten aanzien van de gestelde doelen heeft het bestuur een aantal beleggingsbeginselen geformuleerd die het kader vormen waarbinnen het beleggingsbeleid wordt uitgevoerd. De geformuleerde beginselen worden periodiek, maar minimaal eens per jaar herijkt.

Op de themadag voor het Bestuur en het Verantwoordingsorgaan in februari 2017 is in het kader van de jaarlijkse herijking het voorstel van de BCV besproken om de huidige beleggingsbeginselen op onderdelen aan te scherpen. Dit voorstel is binnen de BCV behandeld aan de hand van een DNB vragenkaart waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen enkele beleidsonderwerpen. Het Bestuur is in februari akkoord gegaan met het voorstel van de BCV.

De aangepaste beginselen zijn als volgt:

Hoe stemmen we de beleggingsdoelen af op de verplichtingen?

- Het pensioenfonds belegt in het belang van de (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden.
- Het voorzichtigheidsbeginsel: er wordt zodanig belegd dat de kwaliteit, veiligheid en liquiditeit van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd.
- De gelden die ter dekking van de technische voorzieningen worden aangehouden, worden zoveel mogelijk belegd op een wijze die strookt met de aard en duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen.
- Gezien het lange termijn karakter van de verplichtingen richt het pensioenfonds zich bij het formuleren van haar beleggingsstrategie primair op de lange termijn. De beleggingsstrategie kan worden beïnvloed door korte termijn beperkingen en overwegingen (regelgeving, liquiditeit, etc.).

Hoe kijken we aan tegen het spreiden van beleggingen (diversificatie)?

- Diversificatie is belangrijk. Door een goede spreiding over de beleggingscategorieën, regio's, landen en beleggingsstijlen wordt een optimale verhouding tussen rendement en risico bepaald.
- Hoewel sommige beleggingen en/of strategieën in potentie interessant kunnen zijn, kunnen praktische beperkingen (omvang pensioenfonds, middelen, transactiekosten, andere kosten, etc.) een argument vormen om hierin niet te investeren.
- Voor elke beleggingscategorie wordt in principe een minimum gewicht aangehouden van 5%.

Hoe zien wij de gewenste verhouding tussen kosten, risico en rendement?

- Het pensioenfonds belegt kostenbewust.
- Risicospreiding is geen doel op zich. Omdat een breder gespreide beleggingsportefeuille een grotere wissel zal trekken op het bestuur, de BCV en de vermogensbeheerder, zal in de praktijk altijd een zorgvuldige afweging worden gemaakt van de kosten en baten van een dergelijke spreiding.

Welke mate van complexiteit accepteren we voor onze beleggingen?

- Het pensioenfonds belegt alleen in beleggingscategorieën- en producten die transparant en uitlegbaar zijn en waarvan de risico's duidelijk zijn.
- Het pensioenfonds belegt alleen in derivaten voor zover dit past binnen het beleggingsbeleid en voor zover de risicokarakteristieken van de betreffende derivaten voldoende bekend zijn.
- Derivaten worden alleen ingezet voor risico-reductie en/of efficiency.

Hoe gaan we om met risico's?

- Risico's die naar verwachting niet beloond worden, worden deels of geheel afgedekt.
- Risico's dienen altijd bewust genomen te worden en gebaseerd te zijn op de verwachting dat deze worden beloond. Dit vereist dat het te verwachten rendement realistisch is en voldoende compensatie biedt voor het aanvullende risico. Het bestuur is er zich van bewust dat risico's door de tijd heen variëren, net als de verwachte vergoedingen voor het nemen van bepaalde risico's. Hierbij wordt in ogenschouw genomen dat noch de onmiddellijke noch de verder in de toekomst gelegen omgeving met zekerheid vastgesteld kan worden.

Hoe kijken we aan tegen actief versus passief beleggen?

- Omdat de prijzen van beleggingen kunnen afwijken van de veronderstelde waarde van deze beleggingen, kan actief beheer bijdragen aan een hoger rendement. Actief beleggen loont in inefficiënte markten en in markten die niet met passief beheer zijn te benaderen.
- Het pensioenfonds hanteert een zogenaamde passief tenzij benadering: voor actief beheer wordt gekozen indien de kans op het realiseren van netto extra rendement (outperformance) na aftrek van directe en indirecte beheerkosten, groot is.

Hoe kijken we aan tegen snel veranderende markten en hoe gaan we hier mee om?

- De beleggingsstrategie dient flexibel te zijn en aangepast te kunnen worden aan:
  - Veranderende (markt)omstandigheden,
  - De solvabiliteit van het pensioenfonds en,
  - Veranderingen in regelgeving.
- Herijking van de beleggingsmix is onder andere van belang omdat rendement/ risicoprofielen veranderen. Daarbij spelen waarderingsniveaus, economische cycli, marktsentimenten en staartrisico's een rol. Staartrisico's zijn risico's waarvan de kans dat ze zich voordoen klein is maar waarvan de gevolgen erg groot kunnen zijn.