

# Beleggingsplan 2021

## Stichting Will Niemeijer Pensioenfonds

---

<b>Versie</b>	Finaal
<b>Datum</b>	December 2020

# 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>7</b>
<b>4</b>	<b>Macro-economische omgeving en vooruitzichten 2021.....</b>	<b>9</b>
4.1	Terugblik macro en markten	9
4.2	Vooruitzichten 2021	10
<b>5</b>	<b>Allocaties portefeuille 2020 .....</b>	<b>11</b>
5.1	Samenstelling matching portefeuille	11
5.2	Return Portefeuille	12
5.3	Benchmarks	14
5.4	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>
<b>9</b>	<b>Bijlagen.....</b>	<b>28</b>
9.1	Beleid Managerselectie, - monitoring en -evaluatie	28
9.2	Beleid Kosten	33
9.3	Beleid Actief beheer	35

# 1 Inleiding

Dit document beschrijft het beleggingsbeleid van Stichting Will Niemeijer Pensioenfonds (SNP) zoals dit met ingang van 1 februari 2021 zal worden gevoerd. Het document is besproken en vastgesteld in de bestuursvergadering van 11 december 2020.

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 2020 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 de verhouding tussen rendement, risico's en kosten en het beleid van SNP inzake maatschappelijk verantwoord beleggen.

Hoofdstuk 8 beschrijft de beleggingsbeginselen van het pensioenfonds en in de bijlagen (hoofdstuk 9) staan de gerelateerde beleidsdocumenten.

## 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 wijze waarop ESG-factoren zijn geïntegreerd in het beleggingsproces.
- De kosten, in relatie tot het te verwachten extra rendement.

In 2020 is het beleid managerselectie, -monitoring en -evaluatie geëvalueerd en opnieuw vastgesteld. 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.

Het bestuur besluit over het aanstellen of ontslaan van een specifieke vermogensbeheerder. Het bestuur wordt hierbij geadviseerd door de BCV. Periodiek worden alle managers besproken aan de hand van de rapportages. Daarnaast vindt een uitgebreide evaluatie van alle managers in een specifieke beleggingscategorie plaats conform een driejaarlijkse cyclus.

## 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 Actuariaal. AZL Actuariaal 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 2021. Binnen de kaders van de strategische ALM allocatie (de hoofdblokken) wordt jaarlijks een optimalisatie uitgevoerd, op basis waarvan de allocatie naar de onderliggende beleggingscategorieën wordt bepaald. De achtergronden bij deze normportefeuille evenals de genoemde verschillen worden in de komende hoofdstukken toegelicht.

Beleggingscategorie	Strategische ALM Allocatie 2018	Normportefeuille Beleggingsplan 2021
<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 en vooruitzichten 2021

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 Terugblik macro en markten

De wereldeconomie en financiële markten kregen in 2020 te maken met de dramatische gevolgen van een besmettelijk virus. COVID-19 ontstond in China en verspreidde zich vervolgens razendsnel over de wereld. Stringente lockdowns bleken noodzakelijk, waardoor in vele landen het productieproces deels tot stilstand kwam. Naast deze aanbodschok resulteerde de noodzaak om veelal thuis te blijven ook in een vraagschok. Bedrijven werden gedwongen om in te grijpen in de kosten met een forse stijging van de werkloosheid als gevolg. Een forse stijging van het aantal faillissementen kon echter nog worden voorkomen doordat overheden wereldwijd steunpakketten optuigden, en daarmee hun uitgaven fors lieten stijgen. Een wereldwijde recessie bleek echter onvermijdelijk.

Om te voorkomen dat de financiering van de toenemende overheidsschuld snel een probleem werd, kochten centrale banken in de ontwikkelde landen massaal staatsobligaties op om rentestijgingen te voorkomen. Nadat landen de eerste COVID-19 golf succesvol wisten in te dammen en economieën langzaam weer werden geopend, trad een herstel in. Dit herstel werd in het najaar weer afgeremd nadat lockdowns in vele landen weer nodig bleken vanwege de opkomst van de tweede virusgolf. In enkele landen in Azië, waaronder China, bleef het virus echter onder controle en bleef een tweede golf voorspeld uit. Elders in de opkomende landen maakten institutionele zwakheden en grote begrotingsonevenwichtigheden het voor overheden moeilijk om het virus onder controle te krijgen en de uitval van de vraag te beperken. In een paar opkomende landen moest ter ondersteuning van de eigen munt de rente zelfs alweer worden verhoogd.

Op risicovolle beleggingen werden in 2020 aanvankelijk fors negatieve rendementen behaald. De rente op staatsobligaties daalde daarnaast richting eerdere dieptepunten. Naast de wereldwijde recessie werd dit ook gedreven door de Fed die de rente in maart in één keer naar nul procent verlaagde en duidelijk maakte voorlopig geen renteverhogingen door te voeren. Op financiële markten ontstond echter al snel daarna weer enig optimisme naar aanleiding van het economische herstel in het tweede kwartaal, vanwege de ogenschijnlijke voortgang in de zoektocht naar een vaccin, maar ook vanwege de snelle en omvangrijke steun vanuit overheden en centrale banken. In de Eurozone werd zelfs overeenstemming bereikt over de inzet van een gezamenlijk via de Europese begroting te financieren herstelfonds. Het optimisme vertaalde zich in een daling van de creditspreads op investment-grade en hoogrentende obligaties en een stijging van aandelenkoersen. De beursindex Nasdaq, de graadmeter van aandelen van IT-bedrijven, kwam zelfs al snel weer boven het niveau uit van eind 2019. Opkoopprogramma's van centrale banken voorkwamen dat rentes vanwege de toenemende schulden sterk stegen.

Na de zomer stakte het koersherstel door de opkomst van de tweede golf en het afvlakken van het economisch herstel. Ook het risico van een harde Brexit en de onzekere timing en omvang van verdere steunmaatregelen van de Amerikaanse overheid drukten het sentiment. Een forse stap van de Fed naar een meer gematigde aanpak, droeg daarnaast bij aan een verzwakking van de dollar ten opzichte van de Euro.

## **4.2 Vooruitzichten 2021**

Zolang de ontwikkeling van het virus de economische vooruitzichten bepaalt, en mogelijk nog enige tijd daarna, heeft de economie flinke beleidsondersteuning nodig. Die steun zal moeten worden gegeven totdat de private sector zelf weer kan en wil bijdragen aan het herstel. Dit vergt een behoorlijke groei van het gezinsinkomen en een groei van de bedrijfswinsten, en het vertrouwen dat deze trends zich zullen voortzetten. Renteverhogingen in de ontwikkelde landen zijn voorlopig uit beeld en centrale banken blijven voorlopig doorgaan met het opkopen van obligaties. Vanwege de deels onbenutte productiecapaciteit is er daarnaast vooral een neerwaartse druk op de inflatie. Deze omgeving vertaalt zich in voorlopig laag blijvende rentes. Spaarquotes van huishoudens zijn in 2020 sterk gestegen en hierdoor kunnen consumenten op korte termijn meer besteden. Of ze dit ook zullen doen, hangt echter sterk af van hun vertrouwen in een behoorlijke verdere inkomensgroei. Een verder economisch herstel ligt voor de hand, maar het pad ernaartoe is onzeker. Het pad wordt vooral bepaald door moeilijk te voorspellen factoren zoals de ontwikkeling van het virus en de mogelijke gevolgen ervan voor lockdown-maatregelen en/of het vertrouwen van de consument en het bedrijfsleven.

## 5 Allocaties portefeuille 2021

De allocaties van de portefeuille voor 2021 is de conclusie van de jaarlijkse Strategische Asset Allocatie (SAA) studie. Het uitgangspunt hiervoor, wordt gevormd door de toegestane beleggingscategorieën. Het fonds heeft investment cases opgesteld voor de verschillende categorieën waarin per categorie de doelstellingen en randvoorwaarden staan benoemd. Per subonderdeel is een score van 1 (zeer ongunstig) tot 5 (gunstig) gegeven. Voor ieder van de onderstaande categorieën heeft het fonds een investment case met een positieve conclusie en daarmee zijn dit toegestane categorieën.

	Matching portefeuille		Return portefeuille			
	LDI	IG bedrijfsobligaties	High yield	EMD	Aandelen ontwikkelde markten	Aandelen opkomende markten
<b>Doelstelling</b>						
Behaald en verwacht rendement	2	3	4	4	5	5
Vermindering totaal risico / diversificatie	5	4	3	3	2	2
Bescherming tegen inflatie	5	3	3	3	2	4
<b>Randvoorwaarden</b>						
Kosten	4	4	2	3	3	2
VEV beslag	5	4	3	2	2	1
ESG toepassingsmogelijkheden	3	4	3	2	5	4
Liquiditeit	4	4	3	3	5	4
Transparantie	5	5	5	4	5	4
Complexiteit	4	5	4	4	5	4
Specifieke risico's	5	4	3	3	3	3
Implementatiemogelijkheden	5	4	5	4	5	4

Verder beschrijft dit hoofdstuk de conclusie van de SAA studie: de allocaties van de portefeuille in 2021, waarbij de portefeuille is ingedeeld in twee deelportefeuilles:

- De matching portefeuille;
- De return portefeuille.

### 5.1 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 2021	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%

### **5.1.1 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. Eind oktober 2020 bedroeg de rentegevoeligheid (duratie) van de drie fondsen respectievelijk circa 5, 20 en 40. Door te beleggen in een combinatie van de drie DMR-fondsen wordt de beoogde rentegevoeligheid op een effectieve en efficiënte manier afgedekt.

### **5.1.2 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.

## **5.2 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 2021	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%	0.0%-4.2%
Staatsobligaties van opkomende landen genoteerd in lokale valuta	2.8%	2.8%	0.0%-4.8%
Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield)	5%	5%	3.0%-7.0%
Aandelen	28%	28%	
Ontwikkelde landen	24%	24%	19.0%-29.0%
Opkomende landen	4%	4%	2.0%-6.0%
<b>Return portefeuille illiquide</b>			
Vastgoed	0%	0%	0.0% - 1.0%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>		

### 5.2.1 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.

### 5.2.2 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.

### 5.2.3 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.

### 5.2.4 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.

### 5.3 Benchmarks

Onderstaande 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.

Beleggingscategorie	Actief / passief	TE*	Benchmark
<b>DMR fondsen</b>			Benchmark Matching Portefeuille
<i>NNIP</i>	<i>Passief</i>	<i>n.v.t.</i>	
<b>Bedrijfsobligaties</b>			iBOXX Euro Corporate TR
<i>Standard Life</i>	<i>Actief</i>	<i>0.8%</i>	
<b>Emerging markets debt HC</b>			JPMorgan EMBI EM Bond Index (Global diversified, hedged)
<i>Blackrock</i>	<i>Passief</i>		
<b>Emerging markets debt LC</b>			JPMorgan GBI-EM Global Diversified (unhedged)
<i>Investec</i>	<i>Actief</i>	<i>1.6%</i>	
<b>High Yield</b>			Merrill Lynch High Yield Master II Index Constrained (hedged)
<i>Columbia Threadneedle</i>	<i>Actief</i>	<i>2.2%</i>	
<b>Aandelen - Ontwikkelde landen</b>			
<i>Northern Trust hedged</i>	<i>Passief</i>	<i>0.5%**</i>	MSCI World 100% Hedged to Euro Net TR
<i>Northern Trust unhedged</i>	<i>Passief</i>	<i>0.5%**</i>	MSCI World Net TR
<b>Aandelen - Opkomende landen</b>			MSCI Emerging Markets Index (Net)
<i>UBS</i>	<i>Actief</i>	<i>5.0%</i>	
<i>Robeco</i>	<i>Actief</i>	<i>5.1%</i>	

Vastgoed	Portefeuillerendement	
CBRE Eurosiris	Actief	n.v.t.

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

\*\*) De tracking error ten opzichte van de "custom" benchmark bedraagt 0.1%.

#### 5.4 Update asset allocatie

Gegeven de kaders vanuit de ALM-studie uit 2018 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%	50%	52%
Bedrijfsobligaties	10%	12%	10%
<b>Return portefeuille</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield)	5%	6%	5%
Staatsobligaties van opkomende landen	5%	5%	6%
Aandelen	24%	22%	22%
Aandelen opkomende landen	4%	5%	5%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Kenmerken rendement en risico lange termijn</b>			
Exces rendement	2,33%	2,36%	2,35%
Risico (tracking error)	6,37%	6,34%	6,35%
Efficiëntie (rendement t.o.v risico)	36,59%	37,27%	37,03%
<b>Indicatie VEV</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</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 op basis van huidige beleggingscategorieën geen materiële verbetering kan worden bereikt. Op basis daarvan is besloten geen veranderingen aan te brengen. Verder geldt dat binnen staatsobligaties van opkomende landen (in totaal 5%) op basis van de optimalisatie is voorgesteld om de allocatie te verschuiven van EMD LC naar EMD HC. Echter, rekening houdend met meer kwalitatieve argumenten zoals de bredere spreiding (diversificatie) als in zowel EMD LC als EMD HC wordt geïnvesteerd, is besloten om deze verhouding niet te wijzigen. De normportefeuille voor het Beleggingsplan 2021 is daarmee gelijk aan de huidige normportefeuille 2020.

# 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. Voor alle beleggingscategorieën waar in het fonds investeert, is een investment case opgesteld. Hierin staan de randvoorwaarden op basis waarvan het fonds in een categorie investeert en dit geldt als eerste stap in het mitigeren van de balansrisico's. Verder wordt op kwartaalbasis gemonitord of het fonds voldoet 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 5.4). Ultimo Q3 2020 viel de tracking error uit het korte termijn model met 9,4% buiten deze bandbreedte. Dit was het gevolg van de toegenomen volatiliteit door de Covid-crisis. Het pensioenfonds heeft hierover gesproken en gegeven het extreme karakter (de crisis situatie) van de gestegen tracking error en het feit dat het VEV nog binnen de toegestane bandbreedte lag, is besloten om het risicoprofiel niet aan te passen.

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 overschreden, 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 geven 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 de rating 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 en ook in 2020 is stilgestaan bij de risico's van een eventuele harde Brexit. Hierbij zijn mitigerende maatregelen genomen om te zorgen dat er geen probleem optreedt wanneer bijvoorbeeld het centrale clearing huis LCH haar vergunning verliest. Om het risico te beperken is 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, is 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 afdeckingsbeleid 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 2021 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 afdeckingspercentages binnen 5 werkdagen voor maandeinde worden gemonitord. Is een actueel valuta afdeckingspercentage op dat moment hoger of lager dan het toegestane maximale of minimale afdeckingspercentage, zoals opgenomen in de beleggingsrichtlijnen, dan zal het desbetreffende afdeckingspercentage aangepast worden tot de strategische norm. Ook bij aanpassingen in de portefeuille zullen de valuta afdeckingspercentages 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 'ontwikkelde aandelen 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).

#### **6.10.1.1**

##### **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 herbalancering 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 bandbreedten. 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 2021.

## 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.

De 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 waarderingniveaus, 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.

# 9 Bijlagen

## 9.1 Beleid Managerselectie, - monitoring en -evaluatie

### 9.1.1 Inleiding

Voor de uitvoering van het vermogensbeheer stelt het fonds gespecialiseerde vermogensbeheerders aan. Dit beleid beschrijft op welke wijze deze partijen worden geselecteerd, gemonitord en geëvalueerd. Dit beleid is van toepassing op de externe vermogensbeheerders voor zowel mandaten als beleggingsfondsen. Bij de selectie van vermogensbeheerders staat een gedegen afweging tussen kwaliteit, kosten, risico's en duurzaamheid centraal. De criteria voor de selectie van de vermogensbeheerder zijn hierop afgestemd.

### 9.1.2 Beleidsbeschrijving

#### 9.1.2.1 Selectie van managers

##### 9.1.2.1.1 Startpunt: Selectiecriteria

Als startpunt voor de selectie stelt het bestuur selectiecriteria vast waarin in ieder geval de volgende onderdelen zijn opgenomen:

- Randvoorwaarden voor de implementatie zoals beschreven in de Investment Case van de betreffende categorie
- Benchmark
- Rendementsdoelstelling en mate van actief risico
- Jurisdictie van het beleggingsfonds
- Valuta-afdekking door de beheerder
- Randvoorwaarden voor het gebruik van derivaten
- Randvoorwaarden voor Securities lending
- Minimaal track record (bij voorkeur 3 jaar of langer)
- Minimale omvang van de strategie (het fonds wil na toetreding maximaal 20% van het vermogen onder beheer uitmaken)
- Aantal te selecteren managers voor de beleggingscategorie
- Kosten en vergoedingenstructuur (zie beleid Kosten)
- Operationeel risk management: minimaal ISAE3402 verklaring of gelijkwaardig
- Stabiliteit en expertise organisatie en team
- ESG: ondertekening UN PRI
- Look-through rapportage in lijn met de tijdslijnen van de toezichthouder
- Risk management en compliance conform actuele marktstandaarden en regelgeving

#### 9.1.2.2 Stappen in het selectieproces

Uit alle vermogensbeheerders wordt een lijst gemaakt van partijen die de gewenste beleggingsstrategie aanbieden – dit is het universum waarmee het selectieproces start. Er wordt in het selectieproces geen onderscheid gemaakt tussen beleggingsproducten van de fiduciair manager versus andere vermogensbeheerders, zodat consistentie en objectiviteit van het beoordelingsproces is gewaarborgd.

Het selectieproces omvat op hoofdlijnen drie stappen:

- 1 Een kwantitatieve analyse, waarbij met behulp van systemen en externe databases, uitgebreide performance - en stijlanalyses worden uitgevoerd. Daarbij wordt onder andere gekeken naar consistentie van performance en minimalisatie van neerwaarts risico. Dit levert een longlist van kandidaten op waarbij een onderscheid wordt gemaakt naar gevestigde organisaties, boutiques

en nieuwkomers. Deze longlist wordt middels een longlistrapport met de BCV gedeeld. De BCV beoordeelt deze longlist en stelt vast welke partijen doorgaan naar de volgende ronde.

- 2 Een kwalitatieve due diligence van de sterkste en meest interessante longlistkandidaten. Hierbij wordt gebruik gemaakt van openbaar beschikbare informatie, site visits, interviews, RFP's en externe databases. Deze due diligence richt zich op drie onderdelen:
  - Investment due diligence: De belangrijkste criteria zijn stabiliteit en kwaliteit van organisatie, proces, team, duurzaamheid en kosten. In het bijzonder wordt de kwaliteit van het track record en het key management beoordeeld.
  - ESG due diligence: hierbij wordt zowel de ESG integratie in het beleggingsproces van de betreffende strategie onder de loep genomen als het ESG profiel van de manager.
  - Operational due diligence: hierbij wordt de manager beoordeeld op onder andere de kwaliteit van de operationele organisatie, het risicomanagement en IT-kwaliteit.De in deze fase gebruikte informatie wordt middels een due diligence-rapport met de BCV gedeeld. Eveneens worden de afwegingen van de Fiduciair Manager om tot de peer group, alternatieve kandidaat en voorkeurskandidaat te komen middels dit rapport met de BCV gedeeld.
- 3 De uiteindelijke selectie (keuze) wordt door het bestuur vastgesteld, op basis van de gepresenteerde due diligence rapportage en het advies van de BCV.

### 9.1.3 Periodieke monitoring

Ten behoeve van de monitoring worden elk kwartaal (illiquide beleggingen: elk halfjaar) rapportages opgesteld door de fiduciair manager met een kwalitatieve en kwantitatieve toelichting over het gevoerde beleid en relevante ontwikkelingen bij de beheerder. Deze worden besproken in de vergaderingen van de BCV.

In het monitoringsproces leggen we de nadruk op de volgende aspecten:

- Stabiliteit van de organisatie en het team;
- Performance attributie en oordeel over de aard van de performance en actief risico, waarbij wordt beoordeeld of de performance in lijn is met hetgeen mocht worden verwacht van de strategie;
- Portefeuille positionering

### 9.1.4 Deselectie en watchlistprocedure

De criteria die van belang zijn bij de selectie en monitoring spelen ook een belangrijke rol bij de deselectie van managers. Indien zich gedurende het kwartaal urgente zaken voordoen of tijdens de kwartaal review blijkt dat de score van de betreffende manager aanzienlijk negatief bijgesteld dient te worden, dan wordt de betreffende managers door de fiduciair beheerder op de zogenaamde 'watch list' geplaatst. Managers op deze watch list worden frequenter en intensiever onder de loep genomen gedurende een periode van zes maanden. De uitkomst van dit intensieve review proces kan leiden tot de-selectie of tot terugplaatsen op de short list door de fiduciair beheerder. In geval van de-selectie beslist het bestuur of er daadwerkelijk afscheid wordt genomen van de beheerder door het fonds.

Naast mogelijke de-selectie als gevolg van watch list classificatie kan het bestuur ook besluiten om afscheid te nemen van beheerders indien op basis van een gedegen marktonderzoek aanzienlijk betere alternatieven beschikbaar zijn, waarbij wij rekening houden met de te maken transactiekosten.

### **9.1.5 Evaluatie**

De BCV stelt een agenda op voor de evaluatie van beheerders, zodanig dat elke beheerder minimaal eenmaal per drie jaar gedegen geëvalueerd wordt. De fiduciair beheerder bereidt een evaluatiedocument voor waarbij de in de appendix benoemde criteria worden gehanteerd. Aanvullend controleert de fiduciair beheerder of aan de randvoorwaarden voor implementatie (zoals beschreven in de investment case) is voldaan. De BCV brengt verslag uit van de evaluatie aan het bestuur.

### **9.1.6 Governance**

De governance rond dit proces is als volgt ingericht:

- Bestuur: initiëren en besluitvorming. Het bestuur geeft opdracht tot het zoeken naar een nieuwe manager, bepaalt de criteria die daarbij worden gehanteerd, en besluit over de aanstelling dan wel het ontslag van een manager. Het bestuur besluit tevens in het selectieproces welke partijen voor de tweede stap in aanmerking komen.
- BCV: adviseren, monitoren en evalueren. De beleggingsadviescommissie adviseert het bestuur tijdens het selectieproces. De BCV monitort de managers op basis van de rapportages van de fiduciair beheerder. Tevens voert de BCV de periodieke evaluaties uit en rapporteert hierover aan het bestuur.
- Fiduciair beheerder: monitoren, voorbereiden en uitvoeren. De fiduciair manager verzorgt de operationele uitvoering van het selectietraject en adviseert BCV en bestuur over de te nemen besluiten. Na goedkeuring door het bestuur zal de fiduciair beheerder de manager aanstellen dan wel ontslaan. De fiduciair beheerder monitort de managers op continue basis. Verder wordt voor de evaluaties van de vermogensbeheerders de input van de fiduciair beheerder gevraagd.

Het selectie en monitoring beleid wordt aangepast, indien dit noodzakelijk is, door de BCV.

### 9.1.7 Appendix: Evaluatiecriteria Externe Beheerders

Beheerders worden driejaarlijks geëvalueerd. Hierbij komen de volgende aspecten aan de orde:

#### 1. *Toets op de doelstelling en richtlijnen van de portefeuille*

Cliënt stelt vóór het aangaan van een belegging de doelstelling en de richtlijnen vast.

**Kernvraag evaluatie:** voldoet deze belegging aan het vooraf gestelde doel en aan de richtlijnen.

#### 2. *Stabiliteit van de beleggingsmaatschappij*

Recente veranderingen of plannen daartoe zijn niet wenselijk. De infrastructuur rondom het beleggingsteam van de beheerder van de Beleggingsinstelling kent 'operational excellence'.

**Kernvraag evaluatie:** is de firma stabiel en wordt het team naar behoren ondersteund.

#### 3. *Samenstelling, skill en motivatie van het beleggingsteam*

Investeren is mensenwerk, dus kwaliteit en motivatie van het team is cruciaal. Altis selecteert beheerders van Beleggingsinstellingen met een duidelijke filosofie en voldoende ervaring, die bij voorkeur een aantal marktcycli samen hebben meegemaakt.

**Kernvraag evaluatie:** is het team stabiel en functioneert het naar verwachting.

#### 4. *Kwaliteit en consistentie van beleggingsfilosofie, -stijl en -proces*

Altis zoekt een sterke onderbouwing waarom de benadering van de beheerder van de Beleggingsinstelling de markt kan gaan verslaan. Belangrijk is dat het beleggingsproces consistent en gedisciplineerd wordt toegepast.

**Kernvraag evaluatie:** is de uitvoering door de beheerder in lijn met wat verwacht kon worden toen de Beleggingsinstelling werd geselecteerd.

#### 5. *ESG*

Cliënt heeft een duidelijk ESG beleid opgesteld en de manager geïnstrueerd dit te volgen.

**Kernvraag evaluatie:** heeft de manager het ESG beleid goed uitgevoerd, heeft de manager zijn eigen ESG beleid en uitvoering verder aangescherpt.

#### 6. *Performance*

Altis monitort doorlopend de behaalde beleggingsresultaten en legt deze periodiek vast (voor de meeste managers op kwartaalbasis).

**Kernvraag evaluatie:** hoe presteert de beheerder van de Beleggingsinstelling ten opzichte van de benchmark na aftrek van kosten en met inachtneming van het risicoprofiel, hoe presteert de beheerder ten opzichte van zijn peer group, is de performance in lijn met het beleggingsproces.

#### 7. *Risk management*

Op portefeuilleniveau betekent dat bijvoorbeeld: liquiditeit, concentratie, waardering, leverage, distance to default, tracking error. Op firmaniveau: operationeel, (niet-)financieel en compliance risico.

**Kernvraag evaluatie:** is de kwaliteit van het risk management stabiel en houdt risk management en compliance actuele ontwikkelingen (mede op gebied van wet- en regelgeving) bij?

#### 8. *Kosten*

Altis houdt de verhouding tussen hogere kosten van actief management tot de verwachte (out)performance en het risicoprofiel scherp in de gaten. We hebben een kritisch oog voor kosten op portefeuilleniveau: hoge turnover en veel transactiekosten bemoeilijken consistente outperformance.

**Kernvraag evaluatie:** is de management fee nog competitief in relatie tot de geleverde performance en zijn de kosten op portefeuilleniveau reëel.

### 9. *Compliance*

Altis vraagt periodiek een 'mandate compliance check' op bij de beheerder van de Beleggingsinstelling. Hiermee wordt reeds controle uitgeoefend op handhaving van de beleggingsrichtlijnen.

**Kernvraag evaluatie:** hebben zich (meermaals) breaches voorgedaan en houdt de beheerder van de Beleggingsinstelling zich over een langere periode aan de richtlijnen van de Beleggingsinstelling.

### 10. *Securities lending*

Cliënt staat het uitlenen van vermogenstitels tot op zekere hoogte toe.

**Kernvraag evaluatie:** maximaal uitleenniveau binnen de bandbreedte, kwaliteit van het onderpand, is er sprake van een faire revenue sharing met de klant.

### 11. *Operationele aspecten*

Bij aanstelling van een Beleggingsinstelling maken operationele aspecten deel uit van de due diligence.

**Kernvraag evaluatie:** is er een ISAE-rapportage beschikbaar en wat zijn de eventuele bevindingen daarin. Bij Beleggingsinstellingen kan daarnaast getoetst worden op het beschikbaar zijn van een look-through en de vraag of de look-through binnen een gecontroleerd proces (ISAE) valt.

### 12. *Juridische aspecten*

Altis controleert in hoeverre er onderzoeken vanuit de toezichthouder hebben plaatsgevonden. Verder wordt – in geval van een beleggingsmandaat – beoordeeld of het contract in lijn is met vergelijkbare contracten van andere vermogensbeheerders.

**Kernvraag evaluatie:** is het contract marktconform? Nagaan of er toezichthouderonderzoeken hebben plaatsgevonden bij de manager.



## 9.2 Beleid Kosten

### 9.2.1 Inleiding

Het Beleid Kosten beschrijft hoe het fonds omgaat met kostenbeheersing en kosten transparantie inzake de beleggingen. Het beleid wordt vastgesteld door het bestuur. Het Beleid Kosten richt zich op alle kosten die direct gerelateerd zijn aan het vermogensbeheer. Dit omvat daarmee:

- Kosten voor het operationeel vermogensbeheer
- Kosten als gevolg van behaalde rendementen/prestaties (performance fees)
- Transactiekosten
- Kosten voor fiduciair beheer en vermogensbeheer-gerelateerde diensten (custody, adviseurs, central clearing)

Dit kostenbeleid wordt elke drie jaar door de BCV geëvalueerd.

### 9.2.2 Leidende principes

Het fonds heeft een aantal beleggingsbeginselen vastgesteld waar kosten expliciet in naar voren komen:

- 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.
- 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.

Kosten vormen een belangrijk onderdeel van het netto beleggingsresultaat van het pensioenfonds. Kostenbewustzijn kan tot een hoger beleggingsrendement leiden. Om deze reden is de hoogte van de kosten een belangrijk criterium de selectie van beleggingscategorieën en managers.

Kosten moeten worden beoordeeld in de context van opbrengsten (zoals extra rendement, verlaging van risico). Bij strategische beleggingsvoorstellen dient altijd inzicht gegeven te worden in alle kostenconsequenties, zodat het bestuur een gedegen afweging kan maken tussen de kosten en baten.

### 9.2.3 Beleidsbeschrijving

#### 9.2.3.1 Kosten voor het operationeel vermogensbeheer

Bij het besluit om in een beleggingscategorie te beleggen wordt rekening gehouden met de kosten die met het operationeel vermogensbeheer gemoeid zijn. Dit gebeurt op de volgende wijze:

- In de investment case voor een categorie zijn kosten onderdeel van de integrale beoordeling van de categorie. Hierbij wordt zowel het kostenniveau als de voor de categorie gangbare kostenstructuren beoordeeld;
- Bij de strategische asset allocatie worden in de gebruikte rendementsverwachtingen de beleggingskosten meegenomen in de berekeningen;
- Bij de implementatie wordt expliciet afgewogen of gebruik wordt gemaakt van actief of passief beheer. Hierbij zijn de verwachte meerkosten in verhouding tot de verwachte meeropbrengsten van actief beheer een belangrijke input;
- Bij de selectie van beheerders worden de kosten betrokken in de afweging voor de keuze van de beheerder, als een van de beoordelingscriteria.

Bij beleggingen in fondsen is een Ongoing Charges Figure (OCF, lopende kosten) van toepassing. Het fonds beoordeelt of de hoogte van de beheervergoeding en die van de overige kosten marktconform zijn. De te betalen beheervergoedingen worden eenduidig vastgelegd in de contracten met de diverse vermogensbeheerders. De fiduciair manager verzorgt een controle op de daadwerkelijke betalingen van beheer- en eventuele performance-gerelateerde vergoedingen. In de periodieke evaluatie van beleggingscategorieën en beheerders worden kosten expliciet betrokken.

#### *9.2.3.2 Kosten als gevolg van behaalde rendementen/prestaties (performance fees)*

Het fonds kiest bij voorkeur niet voor performance related fees. Hierbij wordt het 'comply-or-explain' principe toegepast. In voorkomende gevallen kan er daarom, mits onderbouwd, sprake zijn van een performance-gerelateerde vergoeding aan een vermogensbeheerder. Indien er sprake is van performance fees kiest het fonds voor een horizon die aansluit bij het lange-termijn karakter van het pensioenfonds.

#### *9.2.3.3 Transactiekosten*

Transactiekosten kunnen ontstaan uit besluiten door het pensioenfonds (bijvoorbeeld over allocaties in de portefeuille) en uit besluiten in het reguliere beheer door de vermogensbeheerders. Bij besluiten van het pensioenfonds die significante transactiekosten met zich meebrengen, wordt vooraf een inschatting gegeven van de totale transactiekosten die volgen uit het besluit en wordt de realisatie achteraf gerapporteerd. De transactiekosten die de managers maken als gevolg van het reguliere beheer van de aan hun verstrekte mandaten, worden enkel achteraf gerapporteerd en vormen een onderdeel van de beoordeling van de uitvoering door de vermogensbeheerder.

#### *9.2.3.4 Kosten voor fiduciair beheer en vermogensbeheer-gerelateerde diensten*

Het fonds maakt een weloverwogen keuze voor het gebruik van dienstverleners ten behoeve van het vermogensbeheer. Hier worden de kosten in betrokken. Tevens worden deze dienstverleners periodiek geëvalueerd. Om de marktconformiteit van de tarieven in verhouding tot de geleverde dienstverlening te waarborgen wordt periodiek marktorientatie uitgevoerd.

### **9.2.4 Uitvoering**

Het bestuur is verantwoordelijk voor de vaststelling van het beleggingsbeleid, de keuze van beleggingscategorieën, de strategische asset allocatie, de gekozen beheerstijl en de selectie van beheerders. Het bestuur wordt hierbij geadviseerd door de BCV. De fiduciair manager adviseert het fonds over de investment case, de strategische asset allocatie en de implementatie en managerselectie. In deze advisering spelen de kosten een belangrijke rol. De fiduciair manager controleert tevens de facturen van de managers en rapporteert over de kosten van het vermogensbeheer.

Voor de kostenbeheersing van het fiduciair beheer adviseert de BCV het bestuur, eventueel aangevuld met onafhankelijke adviseurs.

### **9.2.5 Monitoring en rapportage**

De kosten worden jaarlijks binnen drie maanden na afloop van het kalenderjaar berekend. Hierbij worden de hiervoor genoemde kostensoorten onderscheiden, per beheerder/dienstverlener. De jaarlijkse kostenrapportages worden eenmaal per jaar in de BCV en het bestuur besproken. Het fonds legt in het jaarverslag verantwoording af over het kostenniveau en de kostenontwikkeling.

In de evaluatie van beleggingscategorieën, managers en dienstverleners worden de kosten integraal betrokken.

## 9.3 Beleid Actief beheer

### 9.3.1 Introductie

Dit beleid beschrijft de afwegingen die het pensioenfonds maakt in de keuze tussen actief en passief beheer van beleggingsportefeuilles. Actief beheer betreft alle beheerstijlen die in de implementatie van de portefeuille bewust afwijken van de door het fonds gekozen benchmark. Daarmee richt dit beleid zich op de liquide beleggingen waarvoor een investeerbare benchmark beschikbaar is. Een bijzondere vorm van actief beheer is tactische asset allocatie over de verschillende deelportefeuilles van het fonds. Het beleid is om hier geen ruimte voor te bieden.

In de beleggingsbeginselen is over actief beheer het volgende opgenomen:

- 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.

Het bestuur heeft dus als investment belief 'passief, tenzij'. Het uitgangspunt is daarmee dat alle (deel)portefeuilles passief worden beheerd. Enkel in het geval dat het beheer van portefeuilles voor bepaalde beleggingscategorieën in de praktijk niet passief te realiseren is of naar overtuiging van het bestuur tot slechtere resultaten voor de deelnemer leidt, kunnen portefeuilles actief beheerd worden.

Dit Beleid Actief Beheer heeft als doelstelling om het fonds in staat te stellen een afgewogen besluit te nemen over de keuze tussen actief en passief beheer, en hier de juiste beheersingsmaatregelen bij te nemen die volgen uit het besluit.

### 9.3.2 Actief versus passief beheer

In de afweging tussen actief en passief beheer spelen meerdere factoren een rol:

- **Verwacht rendement.**  
Een belangrijke motivatie om passief beheer in te zetten is dat het in de praktijk moeilijk blijkt om de benchmark te verslaan met actief beheer. De gemiddelde actieve beheerder zal (per definitie indien we ervan uit gaan dat ze gezamenlijk de volledige markt vormen) geabstraheerd van kosten een indexrendement behalen. De hogere kosten van actief beheer maken dat het verwacht rendement van actief beheer lager is dan van een passieve implementatie, tenzij de manager in staat blijkt structureel een beter rendement dan de markt te behalen. Voor de inzet van actief beheer is het dus cruciaal om de goede managers te selecteren. Dat betekent dus dat er ook een vorm van actief beheer in de keuzes van managers wordt toegepast. Zowel de manager moet "skill" hebben om de markt te verslaan als de managerselecteur die "skill" moet hebben om de toekomstige goede managers te identificeren. Hierbij is het van belang om managers te evalueren over een langere periode met waarin zich zowel opgaande als neergaande markten hebben voorgedaan.
- **Kosten.**  
Actief beheer is duurder dan het passief volgen van een index. Dit betreft zowel de beheerkosten als in veel gevallen de transactiekosten. Deze kosten vloeien voort uit de extra inzet die nodig is om goed actief beheer te kunnen voeren op de portefeuille. De meerkosten van actief beheer verschillen sterk per categorie. Voor obligaties geldt daarbij dat deze indices een vrij grote mate van mutaties kennen omdat obligaties op een gegeven moment aflopen en zo uit de index verdwijnen. Dit leidt tot hogere transactiekosten in passieve strategieën. Voor

aandelen is dit veel minder het geval. Het kostenniveau kan voor de beheervergoedingen worden verlaagd door collectieve inkoop van beleggingen via de fiduciair manager.

- **Risico**

Actief beheer kan door bewuste keuzes te maken risico's in de portefeuille reduceren of versterken. In de praktijk blijken veel actieve beheerders een licht hoger risicoprofiel te hanteren dan de benchmark, om zo te profiteren van de additionele marktrisicopremie. Het adagium *defensive is expensive* wordt door veel managers gehanteerd. Daar staat tegenover dat door het niet rigide hoeven te volgen van een index grote negatieve uitschieters kunnen worden vermeden. Dit speelt met name een rol in obligatiemarkten. Daarnaast kan door de selectie van de manager ook risicoreductie worden bewerkstelligd, door een stijl te kiezen die het juist in neergaande markten beter doet. Het risicoprofiel van actief kan worden beheerst door een maximale tracking error af te spreken en limieten op de samenstelling van de portefeuille versus de benchmark.

Overigens draagt actief beheer beperkt bij aan het totale risicoprofiel doordat enerzijds het actieve risico kleiner is dan het marktrisico en anderzijds het actieve risico niet volledig gecorreleerd is met het marktrisico waardoor de som van beide risico's slechts beperkt afwijkt van het marktrisico.

- **Governance**

De eisen aan monitoring van actieve versus passieve beleggingen verschillen op hoofdlijnen niet, zij het dat bij actieve beleggingen de beheerder eerder geneigd zal zijn de grenzen van een mandaat op te zoeken. Deze grenzen moeten dus goed bewaakt worden.

- **Duurzaamheid**

Indien een specifiek duurzaamheidsbeleid wordt gevolgd waarin (categorieën van) beleggingen worden uitgesloten, kan het volgen van een index waaruit deze aandelen zijn verwijderd leiden tot een ongewenst risicoprofiel. Actief beheer kan eraan bijdragen om binnen het duurzaamheidsbeleid een portefeuille te construeren die past bij het lange termijn rendement/risicoprofiel dat met de beleggingscategorie wordt nagestreefd.

- **Bijdrage aan marktwerking**

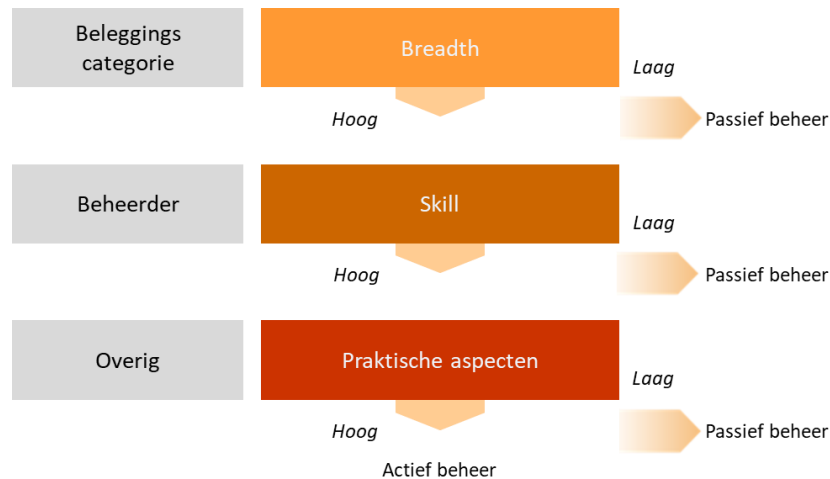
Marktprijzen komen tot stand door vraag en aanbod. Op basis van de resulterende marktprijzen wordt de index samengesteld. Door actief te beheren draagt het pensioenfonds bij aan de tot stand koming van marktprijzen. Het gebruik van passief beheer impliceert de overtuiging dat de marktprijzen die tot stand komen de juiste waarde op dat moment weerspiegelen. Hiermee wordt indirect gebruik gemaakt van de research en inzet van actieve beheerders om een juiste waardering te bepalen en daarvoor transacties uit te voeren. Door (een deel van) de portefeuille actief te beheren draagt het fonds bij aan een goede werking van financiële markten.

### 9.3.3 Beleid actief beheer

Op basis van bovenstaande overwegingen heeft het fonds het volgende beleid geformuleerd:

- Beleggingen worden in beginsel passief beheerd.
- Actief beheer wordt enkel ingezet wanneer dit goed onderbouwd kan worden. Bij de onderbouwing van de keuze tussen actief en passief beheer worden in ieder geval de volgende aspecten betrokken:
  - De breedte van de markt waarin belegd wordt. Breedte wordt gedefinieerd als het aantal onderscheidende beleggingsmogelijkheden en de mate waarin de markt als efficiënt kan worden beschouwd.
  - De aanwezige *skill* bij beheerders. Een markt kan op papier geschikt zijn voor actief beheer, de vervolgvraag is of er ook partijen zijn die deze mogelijkheden daadwerkelijk kunnen omzetten in extra rendement ten opzichte van een passief alternatief. Bijvoorbeeld sterk inefficiënte markten kunnen bij hoge transactiekosten alsnog beter passief beheerd worden.

- Overige aspecten. Hierbij spelen factoren mee als de meerkosten van actief beheer, de mogelijkheid van het voeren van een eigen ESG beleid



- De onderbouwing van de beslissing wordt zorgvuldig gedocumenteerd, en er worden meetbare evaluatiecriteria vastgesteld.
- Als meetbare evaluatiecriteria worden de volgende maatstaven betrokken: de netto outperformance over een 5-jaars periode en de informatie ratio over deze periode. Voor beiden wordt een doelstelling vastgesteld.
- Er worden limieten gesteld aan het actieve risico in de portefeuille, via de implementatierichtlijnen in de investment case.
- Het managerselectieproces en de monitoring van de manager worden afgestemd op een actieve beheerstijl.
- Bij de driejaarlijkse evaluatie van de investment case voor de categorie komt ook de afweging actief versus passief beheer expliciet aan de orde.
- Het fonds heeft een fiduciair manager aangesteld die in staat wordt geacht bij een keuze voor actief beheer uit de beschikbare managers een geschikte manager te selecteren. Het hiervoor gevolgde proces is onderdeel van het *Beleid manager selectie en monitoring*.

### 9.3.4 Governance

Het bestuur besluit, op advies van de BCV, voor het inzetten van actief beheer. De fiduciair manager verzorgt hiervoor op verzoek van de BCV de inhoudelijke onderbouwing. De governance van de selectie-, monitoring- en evaluatie-activiteiten zijn opgenomen in het Beleid manager selectie en monitoring. De monitoring van het actieve risico en rendement van de portefeuilles wordt uitgevoerd door de BCV op basis van rapportages van de fiduciair manager.

### 9.3.5 Monitoring en rapportage

De monitoringrapportages van externe managers bevatten de karakteristieken van het actieve beleid. Op kwartaalbasis wordt door de fiduciair manager het behaalde extra rendement en het actieve risico van de portefeuille gerapporteerd, dit laatste op basis van een ex-post tracking error. Tevens worden de beleggingsrichtlijnen gemonitord en overschrijding hiervan gerapporteerd.

### 9.3.6 Evaluatie

De evaluatie van het actieve beheer vindt eens in de drie jaar plaats. Hierin wordt betrokken of dit beleid bijdraagt aan een goede afweging tussen actief en passief beheer en of de beheersingsmaatregelen voldoende effectief zijn. Het resultaat van het actief beheer zelf wordt geëvalueerd bij de evaluatie van de managers.