

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

RICHTLIJNEN VERMOGENSBEHEER PNB 2018

Datum: 15 november 2017

Behandeld door: John van Oudenhoven, NNIP ICS

In deze notitie doen wij u het advies van de beleggingscommissie toekomen met betrekking tot de Richtlijnen Vermogensbeheer PNB ingaande per 1 januari 2018. Deze richtlijnen zijn gebaseerd op de uitgangspunten zoals vastgelegd in het handboek vermogensbeheer.

NN Investment Partners ICS (ICS) heeft op basis van de dekkingsgraad per kwartaal 3 / 2017 geconcludeerd dat de beleggingsverdeling overeenkomstig de staffel 130% - 150% van toepassing is.

Uitgaande van deze staffel heeft ICS op basis van de samenstelling van de actuele portefeuille en de actuele situatie en visie op de financiële markten een advies voor de normportefeuille geformuleerd. Hierbij is tevens rekening gehouden met de conclusies naar aanleiding van de in 2015 uitgevoerde ALM studie.

De argumentatie met betrekking tot de geadviseerde normportefeuille is uitgewerkt in bijlage 1. In bijlage 2 zijn de Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018 opgenomen. Dit document dient te worden goedgekeurd door het Bestuur gehoord hebbende het advies van de Beleggingscommissie en het oordeel van het Verantwoordingsorgaan. Na goedkeuring zal PNB de Richtlijnen Vermogensbeheer ICS 2018 vaststellen. Dit document dient als uitgangspunt voor het beheer door ICS gedurende 2018.

BIJLAGE 1: VERTALING STRATEGIE NAAR RICHTLIJNEN 2018**Inleiding**

De Handleiding Vermogensbeheer bepaalt dat het bestuur jaarlijks de Richtlijnen Vermogensbeheer vaststelt. De richtlijnen fungeren als jaarplan met betrekking tot het risicobeleid en het vermogensbeheer. Het geeft het operationele kader waarbinnen het bestuur in het aankomende jaar haar bestuursverantwoordelijkheid invult. Onderdeel van dit plan zijn:

- de verdeling van middelen tussen de matching portefeuille (dit is de portefeuille gericht op het beheersen van het renterisico) en de rendementsportefeuille.
- de mate waarin het fonds de afdekking van het renterisico nastreeft.
- de allocatie van middelen over verschillende beleggingscategorieën (samenstelling rendementsportefeuille).
 - de bandbreedte waarin verschillende categorieën mogen bewegen.
 - de maatstaven voor de inrichting van de portefeuilles en het beoordelen van het beleggingsresultaat (de benchmark).
- de specifieke invulling van het valutabeleid.

De Richtlijnen Vermogensbeheer worden opgesteld door de Beleggingscommissie en ter besluitvorming voorgelegd aan het bestuur.

ICS heeft haar advies met betrekking tot de details van de Richtlijnen Vermogensbeheer 2017 gebaseerd op een aantal argumenten. Enerzijds zijn deze argumenten gestoeld op de aard van de huidige financiële markten en de mogelijke ontwikkeling hiervan in de toekomst. Anderzijds worden deze argumenten gedreven door het bestaande beleidskader van het pensioenfonds, waarin bij hoge dekkingsgraden het balans risico stapsgewijs wordt verlaagd. Na een aantal jaren van stijgende koersen op financiële markten lijkt dit een goed moment om, binnen de kaders van het beleidskader, een eerste stap te zetten om het balansrisico te verlagen.

Verdeling middelen tussen de matching portefeuille en de rendementsportefeuille

Het Handboek Vermogensbeheer definieert de onderstaande beleidsstaffel als uitgangspunt van de uitwerking van het jaarplan.

Dekkingsgraad	Beleggingsmix
170% of hoger	67,5% Matching*, 7,5% Europese Credits, 12,5% aandelen, 12,5% niet-beursgenoteerd
150% - 170%	52,5% Matching*, 7,5% Europese Credits, 25% aandelen, 15% niet-beursgenoteerd
130% - 150%	52,5% Matching*, 7,5% Europese Credits, 25% aandelen, 15% niet-beursgenoteerd
120% - 130%	42,5% Matching*, 7,5% Europese Credits, 35% aandelen, 15% niet-beursgenoteerd
Lager dan 120%	42,5% Matching*, 7,5% Europese Credits, 35% aandelen, 15% niet-beursgenoteerd

* Vanuit het streven te allen tijde uitkeringen te kunnen nakomen is als minimale omvang van de matching portefeuille aansluiting gezocht bij de omvang van de "voorziening pensioen verplichtingen toekomstend aan passieve deelnemers" (VPVP). De omvang van de VPVP kan hoger zijn dan de omvang van de matching portefeuille die volgt uit de beleid staffel.

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

De dekkingsgraad per ultimo september bedraagt 138,3%, berekend op basis van UFR curve (137,0%, berekend op basis van swap curve). De beleidsdekkingsgraad is 133,6%. ICS adviseert de bij een dekkingsgraad van 130% tot 150% behorende beleggingsmix als uitgangspunt bij de vaststelling van de normportefeuille voor 2018. De omvang van de matching portefeuille dient begin 2018 minimaal gelijk te zijn aan de omvang van de nominale VPV toekomend aan inactieve deelnemers (VPVP).

De VPVP is inmiddels door AZL Actuarium vastgesteld op € 227,7 miljoen en € 228,7 miljoen, dit op basis van respectievelijk de van toepassing zijnde DNB rentecurve (UFR methodiek) en op basis van de swap curve, beide per ultimo derde kwartaal 2017. Per ultimo derde kwartaal bedroeg het in de matching portefeuille in staatsleningen belegde bedrag € 229 mln, vrijwel gelijk aan de VPVP. ICS stelt derhalve voor om de omvang van staatsleningen in de matching portefeuille primo 2018 minimaal vast te stellen op € 229 miljoen.

In onderstaande tabel wordt de portefeuille per ultimo september vergeleken met de voorgestelde verdeling volgens de beleidsstaffel:

	Verdeling Q3 2017			Verdeling DG >130 volgens staffel		
matching	262.356		51,7%	266.203		52,5%
Euro staat AAA	229.145					
Swaps	6.863					
Geldmarktfondsen	1.116					
Hypotheke	25.233					
Rendementsportefeuille	244.698	100,0%	48,3%	240.851	100%	47,5%
Euro Credits	37.463	15,3%	7,4%	38.029	15,8%	7,50%
Aandelen	177.159	72,4%	34,9%	126.764	52,6%	25,0%
Onroerend Goed	28.482	11,6%	5,6%	76.058	31,6%	15,0%
Liquiditeiten	1.593	0,7%	0,3%			
Totaal belegd vermogen	507.054			507.054		

De verhouding tussen matching portefeuille en rendementsportefeuille komt vrijwel overeen met de gewenste verdeling volgens de beleidsstaffel. De samenstelling binnen de rendementsportefeuille wijkt echter fors af van deze staffel. Het belang in aandelen is veel groter, terwijl het belang in niet-beursgenoteerd vastgoed veel kleiner is.

Om volledig in lijn te zijn met de beleidsstaffel zou € 50 miljoen vanuit aandelen naar niet-beursgenoteerd vastgoed overgeheveld moeten worden. Dit is in de huidige marktomstandigheden geen realistische optie; alle kwalitatief goede vastgoedfondsen hebben een lange wachtrij.

De essentie van de beleidsstaffel van het pensioenfonds is bij een hogere dekkingsgraad het balansrisico te verlagen. Het verlagen van het balansrisico door middel van diversificatie (aankoop niet-beursgenoteerd vastgoed) is, zoals vermeld, op korte termijn geen optie. De andere twee opties zijn het verlagen van het renterisico via een verhoging van de rentehedge ratio of het verlagen van het aandelenbelang. In de huidige marktomstandigheden gaat daarbij voor de specifieke situatie van het pensioenfonds de voorkeur uit naar het verlagen van het aandelenbelang. Het voorstel is om begin 2018 € 25 miljoen te onttrekken aan de

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

aandelenportefeuille en de opbrengst aan te houden in een liquiditeitsfonds. Het alternatief is herbeleggen in staatsleningen in de matching portefeuille, maar dat is bij de huidige (absolute en relatieve) rendementen van deze obligaties niet aantrekkelijk.

Voor een integrale benadering van de balansrisico's van het pensioenfonds is het goed om bij de keuze voor de vermogensverdeling ook de keuze voor het rentehedge percentage te betrekken. Daarmee wordt immers de mate van het renterisico bepaald. Renterisico en zakelijke waardenrisico zijn de belangrijkste risico (en rendements-) bronnen van een pensioenfonds. In de volgende paragraaf gaan we nader in op het renterisico.

Matching portefeuille: mate afdekking renterisico

In het beleid van het pensioenfonds wordt het grootste deel van het renterisico afgedekt; de norm voor het rente afdekkingspercentage is 90%. Als gevolg van de historisch lage rente dekt het pensioenfonds op dit moment geen 90% van het renterisico af, maar 70%. Mede dankzij de lagere allocatie naar zakelijke waarden is het totale balansrisico, in termen van het VEV, nog ruimschoots binnen de door het bestuur geformuleerde bandbreedte (112,0% tot 120,0%).

Ook in 2017 zijn de rentes op (zeer) lage niveaus gebleven, mede dankzij het ruime monetaire beleid van centrale banken. Vooruitkijkend kan de rente nog geruime tijd laag blijven, maar in het basisscenario van ICS wordt uitgegaan van een bescheiden rentestijging. Tegen deze achtergrond is een verhoging van de huidige 70% rentehedge niet opportuun. Het advies is daarom de huidige afdekking op 70% te handhaven. Het renterisico wordt niet verlaagd (in tegenstelling tot het aandelenrisico).

Matching portefeuille: beleidsregels

Wij stellen voor de volgende beleidsregels voor de matching portefeuille te hanteren in 2018:

- De matching portefeuille heeft als doel 70% van het renterisico van de VPV af te dekken. De matching portefeuille bestaat uit staatsleningen (tenminste AA/Aa2), hypotheekleningen en swaps.
- Met de beheerder worden de bestaande afspraken over de beheersing van het zogenaamde curve risico gehandhaafd.
- Waardering van beleggingen en verplichtingen geschiedt op basis van economische waarde (swap).
- De omvang van de matching portefeuille bedraagt begin 2018 tenminste € 260 miljoen
- De omvang van de staatsleningen portefeuille bedraagt begin 2018 tenminste € 229 miljoen (VPVP).
- Gedurende het jaar vindt geen herallocatie plaats tussen rendementsportefeuille en matching portefeuille. Vrij beschikbare kasstromen worden herbelegd in de matching portefeuille.
- Indien de marktwaarde van de swaps hoger is dan 7,5% van het totale vermogen of lager dan -7,5% van het totale vermogen, zal een swap reset plaatsvinden waarbij de marktwaarde van de swaps zich weer binnen een bandbreedte van + of - 5% van het totale vermogen zal bevinden. De vrijkomende middelen worden herbelegd in de staatsleningen portefeuille. De benodigde middelen worden onttrokken aan de staatsleningen portefeuille.

Samenstelling rendementsportefeuille

Op basis van het voorgaande adviseert ICS de bestaande normverdeling van de return portefeuille grotendeels te handhaven. De enige aanpassing betreft de aanpassing van het norm gewicht van de categorie aandelen voor de voorgestelde verkoop van € 25 miljoen (circa 25% van de rendementsportefeuille) en het aanhouden van de opbrengst in liquiditeiten. Concreet stellen we het volgende voor:

- Normgewicht voor onroerend goed handhaven op 11%. Bandbreedte blijft 9% - 25%.
- Normgewicht voor aandelen verlagen naar 66% (was 71%). Bandbreedte verlagen op 60% - 72%

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

- Norm voor credits handhaven op 18%. Bandbreedte blijft 10% - 21%
- Normgewicht voor liquiditeiten wordt 5% (was 0%). Bandbreedte blijft -/-2,5% - 10%

De normen voor de regioverdeling van de aandelenportefeuille worden thans een keer per jaar vastgesteld op basis van de feitelijke gewichten van de regio's in de wereldindex. De benchmark bestaat derhalve uit een samengestelde benchmark van de verschillende regio-indices, waarbij het gewicht gedurende het jaar constant is. Middels actieve afwijkingen van deze normgewichten per regio kan gedurende het jaar een tactisch regiobeleid gevoerd worden. Aangezien een dergelijk actief beleid afwijkt van de nagestreefde passieve invulling van de beleggingen, is het voorstel is om deze samengestelde benchmark te vervangen door de volgende combinatie:

- de wereldindex voor ontwikkelde markten
- de wereldindex voor opkomende markten

De wereldindex voor ontwikkelde markten vervangt de samengestelde benchmark voor Europa, Noord Amerika en het Verre Oosten. Het onderscheid tussen ontwikkelde markten en opkomende markten blijft gehandhaafd omdat deze markten verschillende karakteristieken hebben. Dit biedt mogelijkheden om in de toekomst het risicoprofiel van de balans van het pensioenfonds (indien gewenst) bij te sturen.

In de rendementsportefeuille wordt gebruik gemaakt van externe vermogensbeheerders (fondsen en/of mandaten). In de loop van 2018 zijn, ondanks de voorgestelde beperkte wijziging van de vermogensverdeling, enkele wijzigingen voorzien:

- Vervanging van de bestaande regiofondsen voor aandelen ontwikkelde markten door een passief aandelenfonds (met uitsluitingsbeleid) voor ontwikkelde markten
- Credits (bedrijfsobligaties): de huidige allocatie naar credits wordt ingevuld via een fonds, met uitsluitingsbeleid, dat uitsluitend belegt in obligaties uitgegeven door niet-financiële instellingen. ICS adviseert om het belang in credits te beleggen via een breed gespreid fonds (met uitsluitingsbeleid) waarin ook in obligaties van financiële ondernemingen belegd wordt.

Voorstel normportefeuille 2018

Op basis van de bovenstaande argumenten adviseert ICS om ten behoeve van de Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018 de normverdeling van de rendementsportefeuille vast te stellen overeenkomstig de onderstaande tabel.

Matching portefeuille	260	Benchmark		
Euro Staat AA + Hypotheken	229 minimaal	90% van de ontwikkeling van de totale marktwaarde VPV (bandbreedte 60-100%)		
Rendement portefeuille	n.v.t.	Norm verdeling	Tactische ruimte	Benchmark
Euro Credits		18,0%	10% - 21%	Barclays Capital Euro Corporate Index
Aandelen		66,0%	60% - 72%	PNB Aandelen
<i>Ontwikkelde markten</i>		88%	83% - 93%	<i>MSCI World Index NDR</i>
<i>Opkomende markten</i>		12%	7% - 17%	<i>MSCI Emerging Markets Free NDR</i>
Onroerend Goed		11,0%	9% - 25%	PNB Vastgoed
Liquiditeiten		5,0%	-2,5% - 10%	EONIA

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

Implementatie

Op basis van actuele data (ultimo derde kwartaal 2017), zijn de volgende mutaties voorzien:

- Verkoop € 25 miljoen uit aandelen en opbrengst aanhouden in liquiditeitsfonds
- Aanpassen van de aandelenportefeuille aan de nieuwe opzet.

BIJLAGE 2: RICHTLIJNEN VERMOGENSBEHEER PNB 2018

RICHTLIJNEN VERMOGENSBEHEER

Pensioenfondsen van de Nederlandse Bisdommen

Ingangsdatum: 1 januari 2018

De Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018 omvat het kader waarbinnen het Bestuur, op advies van de Beleggingscommissie, haar beleggingsportefeuille inricht. De Richtlijnen Vermogensbeheer worden in principe ieder jaar in kwartaal 4, op basis van de strategische uitgangspunten, gehoord hebbende de Beleggingscommissie en na advies van het Verantwoordingsorgaan, vastgesteld door het Bestuur.

Naast een mandaat aan het Bestuur om de portefeuille in overeenstemming met de richtlijnen in te richten, dienen deze richtlijnen als uitgangspunt bij de uitbesteding van het operationele beheer aan de Fiduciair Beheerder. De Fiduciair Beheerder acteert op basis van een additionele set Richtlijnen. Aan de hand van deze richtlijnen stuurt zij de portefeuille aan en voert ze haar reguliere mandaat controle uit.

De Richtlijnen Vermogensbeheer 2018 gelden vanaf 1 januari 2018

Samenstelling vermogen.

1. Primo 2018 bedraagt de omvang van de portefeuille staatsobligaties, swaps en Nederlandse Woninghypotheken minimaal € 260 miljoen.
2. De minimale waarde van de Staatsobligaties in de matching portefeuille bedraagt begin 2018 tenminste € 229 miljoen
3. Gedurende 2018 zal er in principe geen reallocatie plaatsvinden tussen de Matching portefeuille (staatsobligaties plus rentederivaten) en de Rendementsportefeuille.
4. De samenstelling van de totale beleggingsportefeuille is zodanig dat het vereist eigen vermogen behorende bij deze portefeuille de 120% niet overstijgt.

Samenstelling Matching portefeuille

5. De Matching portefeuille dient ter beheersing van het renterisico van het Fonds en is opgebouwd uit:
 - Europese Staatsobligaties met een minimale rating van AA long term rating van Standard & Poor's Corporation, danwel Aa2 volgens Moody's Investors Service .
 - participaties in een beleggingsfonds voor Nederlandse woninghypotheken. Het belang in Nederlandse woninghypotheken zal in 2018 niet uitgebreid worden.
 - Rentederivaten.
6. De Matching portefeuille wordt zodanig samengesteld dat het risico als gevolg van veranderingen in de marktrentecurve (De zero coupon swap rentecurve) worden gemitigeerd.
7. Binnen de Matching portefeuille is het gebruik van financiële derivaten toegestaan ter afdekking van het renterisico van het fonds, mits de aan het gebruik van derivaten verbonden specifieke risico's beperkt blijven binnen het raamwerk van een prudent beleggingsbeleid. Indien sprake is van buiten de beurs om (OTC) verhandelde derivaten dient de tegenpartij te voldoen aan de door de fiduciair beheerder gehanteerde derivatenrichtlijnen ten aanzien van toegestane tegenpartijen ("Qualified Counterparties"). Rentewaps worden enkel aangegaan met tegenpartijen waarmee ISDA contracten zijn afgesloten.

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

8. Met ingang van 1 januari 2018 streeft het fonds een hedgeratio na van 70% van de renterisico's van de nominale verplichtingen. Het norm percentage is 90%. De hedgeratio mag zich gedurende 2018 bewegen tussen de 60% en de 100%.
9. Als benchmark voor de inrichting van de Matching portefeuille gelden de door AZL Actuarieel op kwartaalbasis aangeleverde kasstromen van de nominale pensioenverplichting. Als benchmark voor de resultaatbepaling geldt het rendement dat, op basis van de zero coupon swap curve, gedurende het jaar op de nominale VPV wordt gerealiseerd.

Samenstelling Rendementsportefeuille

10. De Rendementsportefeuille wordt in overeenstemming met de onderstaande tabel en de hierin genoemde benchmarks, ingericht. Voor liquiditeiten geldt dat een negatief saldo alleen tijdelijk is toegestaan. Dit als gevolg van ontwikkelingen in de portefeuille dan wel als gevolg van pensioenbetalingen.

Rendements- portefeuille	Norm verdeling	Tactische Ruimte	Benchmark
Euro Credits	18,0%	10% -21%	Barclays Capital Euro Corporate Index
Aandelen	66,0%	60% -72%	PNB Aandelen
Onroerend Goed	11,0%	10% - 25%	PNB Vastgoed
Liquiditeiten	5,0%	-2,5% - 10%	

11. Euro Credits

Als benchmark voor de portefeuille Europese Credits wordt de Barclays Capital Euro Corporate Index gehanteerd.

12. Aandelen

De geografische verdeling van de aandelenportefeuille dient binnen de onderstaande bandbreedtes (in procenten van de marktwaarde van de aandelenportefeuille) te blijven, rekening houdend met onderstaande benchmarks (in euro's): Er mag alleen belegd worden in ter beurze genoteerde fondsen en in al of niet-beursgenoteerde beleggingsfondsen die overwegend in ter beurze genoteerde aandelen beleggen.

Regio	Norm	Tactische ruimte	Benchmark
Ontwikkelde markten	88%	83%-88%	MSCI World Index NDR (net dividend return)
Opkomende markten	12%	7%-17%	MSCI Emerging Markets Free NDR
Totaal	100%		PNB Aandelen

13. Indirect vastgoed

De verdeling van de indirecte vastgoed portefeuille is "floating", rekening houdend met de onderstaande benchmarks (in euro's). Het is niet toegestaan direct in onroerend goed te beleggen.

	Norm	Benchmark
Nederland	floating	ROZ/IPD Dutch Residential index
Europa	floating	INREV Index Europe ex-UK with vintage year from 2006 onwards
Totaal	100	PNB Onroerend Goed

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

14. Liquiditeiten

Het opnemen van kasgeldleningen is alleen toegestaan bij de voorfinanciering van beleggingen en/of het overbruggen van tijdelijke tekorten voor zover dit passend is binnen het risicoprofiel van de portefeuille. Liquiditeiten en/of deposito's mogen allen worden aangehouden bij financiële instellingen met een "short-term" kredietwaardigheid rating van ten minste A1 volgens Standard en Poor's, P1 volgens Moody's danwel F1 volgens Fitch en daarnaast voor een bedrag ad maximaal Euro 2,5 miljoen bij bewaarnemer KasBank N.V.

15. Afdekking Valutarisico

Het valutarisico van de categorie aandelen wordt afgedekt overeenkomstig de benchmark verdeling van de feitelijke portefeuille. De volgende valuta's worden materieel volgens onderstaand schema afgedekt.

	Norm	Bandbreedte
YEN,	100%	95%-105%
USD en GBP	75%	70%-80%

16. Derivaten

Binnen de Rendementsportefeuille is het gebruik van financiële derivaten toegestaan, mits de aan het gebruik van derivaten verbonden specifieke risico's beperkt blijven binnen het raamwerk van een solide beleggingsbeleid. Indien sprake is van buiten de beurs om (OTC) verhandelde derivaten dient de tegenpartij te voldoen aan door NN Investment Partners BV gehanteerde derivatenrichtlijnen ten aanzien van toegestane tegenpartijen ("Qualified Counterparties").

17. Verantwoord beleggen

Het beleid van het pensioenfonds met betrekking tot verantwoord beleggen is gebaseerd op de volgende uitgangspunten:

- respect voor de kernrechten van de mens
- het zich niet schuldig maken aan ernstige vormen van kinderarbeid
- het zich onthouden van betrokkenheid bij dwangarbeid
- het zich onthouden van zware vormen van milieuvervuiling
- geen betrokkenheid bij de productie van controversiële wapens die geen onderscheid maken tussen militaire of burgerdoelen
- vrijheid van vakvereniging en collectieve onderhandeling
- geen discriminatie
- geen betrokkenheid bij corruptie

Implementatie van het beleid vindt plaats door het vaststellen van uitsluitingslijst.

18. Managerstructuur Vermogensbeheer

Ten behoeve van de operationele inrichting van het beleggingsbeleid worden door het Bestuur, gehoord hebbende de Beleggingscommissie, externe vermogensbeheerders benoemd.

Richtlijnen Vermogensbeheer PNB 2018

Vastgesteld te Zeist op 22 november 2017

Namens het bestuur van de instelling Pensioenfonds van de Nederlandse Bisdommen

De Heer J.L.M. van Susante

De Heer Mr. Th.R. Kalb

Voorzitter

Secretaris