

ACTUARIËLE- EN BEDRIJFSTECHNISCHE
NOTA

STICHTING PENSIOENFONDS ATOS

AUTEUR(S) : Bestuur Stichting Pensioenfonds Atos
DOCUMENTNUMMER : SPA-001
VERSIE : 2.31
STATUS : Definitief
DOCUMENTDATUM : 28 december 2022
AANTAL PAGINA'S : 269

Inhoud

1	Inleiding.....	7
1.1	Pensioenfonds	7
1.2	Doel van het ABTN	7
1.3	Mate van detaillering.....	7
1.4	Uitgangspunt van het beleid	7
1.5	Wijzigingen	7
2	Algemene overwegingen.....	8
2.1	Missie.....	8
2.2	Visie.....	8
2.3	Strategie	8
2.4	Risicohouding en dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid	8
2.5	Continuïteit van de werkgever.....	10
2.6	Omvang van het "gewezen deelnemers"-bestand.....	10
3	Organisatie, beheer en interne controle.....	12
3.1	Organen.....	12
3.2	Uitbesteding.....	18
3.3	Rapportage	19
3.4	Risicobeheersing.....	19
4	Pensioenreglementen	23
4.1	Algemeen	23
4.2	Pensioenreglement I en Pensioenreglement II van de Stichting Pensioenfonds Atos	23
4.3	Gewezen Deelnemers met pensioenrichtleeftijd 62,5: Atos ML (62,5) en Atos BP (62,5)	24
4.4	Gewezen Deelnemers met pensioenrichtleeftijd 65: Atos ML en Atos BP	25
5	Uitvoeringsovereenkomst.....	29
5.1	Bepalingen van het pensioenreglement.....	29
6	De berekening van de voorziening pensioenverplichting.....	27
6.1	Berekening van de voorziening pensioenverplichtingen	28
6.2	Vereist vermogen	28
7	De waarderingsgrondslagen van de balans en sturingsmiddelen.....	31
7.1	Balanswaardering van de activa.....	31
7.2	Balanswaardering van de passiva	32
7.3	Berekenen van de (beleids)dekkingsgraad	33
7.4	Financiering	33
7.5	Toetsing, haalbaarheidstoets en URM koopkracht informatie.....	36
7.6	ALM-studie	39
8	HET BELEGGINGSSTATUUT.....	40
8.1	Algemene uitgangspunten.....	40
8.2	Uitgangspunten en beleggingsbeginselen bij het beleggingsbeleid	42
8.3	Uitvoering beleggingsbeleid Atos ML; uitgangspunten en procedures	45
8.4	Risicobeheersing van de beleggingen	46

8.5	Uitgangspunten beleggingsbeleid Atos BP.....	47
8.6	Organisatorische randvoorwaarden.....	49
8.7	Informatievoorziening.....	49
8.8	Specifieke bepalingen derivaten.....	50
8.9	Overige zaken.....	50
9.0	Appendices.....	51
	Appendix A Actuariële grondslagen.....	51
	Appendix B Rekenregels bij de pensioenreglementen ATOS ML en ATOS BP.....	54
	Appendix C Control Cycle Beleggingsbeleid.....	58
	Appendix D Crisisplan.....	61
	Appendix E Strategisch beleggingsbeleid.....	67
	Appendix F Beleggingsplan 2021/2022.....	179
	Appendix G Toelichting en achtergrondinformatie bij de ‘investment cases’ van 5 beleggingscategorieën die voor SPA geschikt zijn bevonden.....	231

Referenties

In deze ABTN wordt naar de volgende documenten gerefereerd. Versies en nummer worden hierin niet bijgehouden. Verwijzing is steeds naar de meest recente versie van het genoemde document.

NUMMER	DOCUMENT
1	Pensioenreglement I van de Stichting Pensioenfonds Atos. Pensioenreglement II van de Stichting Pensioenfonds Atos.
2	ATOS ML/BP (62,5) pensioenreglement (middelloon en beschikbare premiereregeling met pensioenrichtleeftijd 62,5) en ATOS ML/BP-pensioenreglement (middelloon en beschikbare premiereregeling met pensioenrichtleeftijd 65).
3	Statuten "Stichting Pensioenfonds Atos" met zetel te Amstelveen.
4	Gedragcode Stichting Pensioenfonds Atos.
5	Huishoudelijk Reglement betreffende het Verantwoordingsorgaan
6	ALM Studie 2017/2018 Stichting Atos Pensioen Fonds, Triple A
7	Reglement betreffende de Raad van Toezicht
8	Handboek Procedures Stichting Pensioenfonds Atos

In deze ABTN wordt tevens verwezen naar de Website van de Stichting Pensioenfonds Atos www.pensioenfondsatos.nl voor een actuele samenstelling van:

- Het bestuur
- De BAC
- Het Verantwoordingsorgaan
- De RvT

Afkortingen

AFKORTING	BETEKENIS
ABTN	Actuariële en Bedrijfstechnische Nota
AFM	Autoriteit Financiële Markten
ALM	Asset Liability Management
BAC	Beleggingsadviescommissie
BDG	Beleidsdekkingsgraad
DNB	De Nederlandsche Bank
FTK	Financieel Toetsingskader pensioenen
RCM	Risk Control Mandaat
RCP	Risk Control Portefeuille
RP	Return Portefeuille
RvT	Raad van Toezicht
Pensioenfonds	Stichting Pensioenfonds Atos
VO	Verantwoordingsorgaan
Wft	Wet Financieel Toezicht

Versiebeheer

In voorliggende Actuariële en Bedrijfstechnische Nota (ABTN) van Stichting Pensioenfonds Atos zijn t.o.v. de laatstelijk vastgestelde ABTN (versie van 24 oktober 2022) de volgende wijzigingen doorgevoerd:

- Appendix A geactualiseerd met de 2023 cijfers (blz 51);
- Appendix B geactualiseerd met de cijfers per 01-01-2023 (blz 54);
- Verlengen geldigheidsduur beleggingsplan (blz 181);
- Redactionele correcties op (type)fouten/ommissies en update van verouderde teksten (diverse blz).

Vaststelling Actuariële en Bedrijfstechnische Nota

De voorliggende Actuariële en Bedrijfstechnische Nota van Stichting Pensioenfonds Atos is laatstelijk vastgesteld op 28 december 2022 en treedt in werking op 1 januari 2023 en vervangt de Nota van 24 oktober 2022.

Amstelveen, 28 december 2022

Namens het bestuur van Stichting Pensioenfonds Atos

Sako Zeverijn
(voorzitter)

Louis Alting
(secretaris)

1 Inleiding

1.1 Het Pensioenfonds

De Stichting Pensioenfonds Atos, hierna te noemen het Pensioenfonds, voert de gesloten pensioenregelingen uit voor Atos Nederland B.V, hierna te noemen de Werkgever. Het Pensioenfonds is per 01-01-2014 een “gesloten fonds”. Het Pensioenfonds heeft haar beleid¹ vastgelegd in onderhavige Actuariële- en Bedrijfstechnische Nota (hierna: “ABTN” of “de nota”).

1.2 Doel van het ABTN

Het doel van deze ABTN is om het beleid en werkwijze van het bestuur weer te geven en waar nodig toe te lichten. Het omschrijft in overeenstemming met artikel 145 van de Pensioenwet de wijze waarop het Pensioenfonds de middelen beheert en de pensioenregeling uitvoert. In de ABTN wordt aangegeven op welke wijze het Pensioenfonds uitvoering geeft aan het bepaalde in de artikelen 25, 126 tot en met 137 en 143 van de Pensioenwet en zij bevat voorts een verklaring inzake beleggingsbeginselen. Tevens komen aan de orde de organisatiestructuur, de interne controle, de financiële opzet, het beleggingsbeleid, de haalbaarheidstoets en de wijze en voorwaarden waarop het bestuur werkzaamheden heeft uitbesteed. De ABTN bevat ook een financieel crisisplan waarin het Pensioenfonds beschrijft welke maatregelen ingezet kunnen worden in de situatie dat niet aan de vereisten gesteld bij of krachtens artikel 132 zal worden voldaan en een beschrijving van de overige sturingsmiddelen.

1.3 Mate van detaillering

In de ABTN is een beschrijving gegeven van de pensioenregelingen, de verplichtingen, de risico's, de financiële opzet, de sturingsmiddelen, gegevens over de bedrijfsvoering, de reserveringen, het beleggingsbeleid en de organisatie van het Pensioenfonds. Voor de risico's die in eigen beheer worden gedragen, is voor een financiële opzet gekozen die waarborgt dat de uit de pensioenregeling voortvloeiende verplichtingen kunnen worden nagekomen. Het beleid is zoveel mogelijk in strategische zin omschreven. Indien het bestuur besluit tot een aanpassing van het strategisch beleid, dient de ABTN te worden aangepast.

1.4 Uitgangspunt van het beleid

Het Pensioenfonds heeft als uitgangspunt dat de pensioenaanspraken en pensioenrechten kunnen worden nagekomen en het toeslagbeleid zoveel mogelijk gerealiseerd wordt en wel tegen acceptabele en zo laag mogelijke uitvoeringskosten.

1.5 Wijzigingen

De nota beschrijft de situatie van het Pensioenfonds per heden. Beleidswijzigingen van algemene strekking in deze ABTN worden voor advies voorgelegd aan het Verantwoordingsorgaan en resulteren in een door het bestuur vast te stellen nieuwe ABTN, die aan DNB gezonden wordt.

Wijzigingen in organisatie, uitvoerend beleid of regelingen worden in principe direct doorgevoerd of per een specifiek aangegeven datum.

¹ Onder beleid wordt verstaan het handelen of de wijze van handelen van het bestuur in relatie tot de beginselen.

2 Algemene overwegingen

2.1 Missie

De Stichting Pensioenfonds Atos (SPA) stelt zich ten doel pensioenen te verstrekken ten behoeve van (gewezen) werknemers van Atos en hun nabestaanden.

SPA streeft naar duurzame toeslagverlening (indexatie) op pensioenen welke voortvloeien uit uitkeringsovereenkomsten van de gewezen deelnemers van (tenminste) 100% van de CPI (huishoudens afgeleid oktober - oktober) en naar optimale pensioenen welke voortvloeien uit premieovereenkomsten van de deelnemers.

2.2 Visie

SPA organiseert het vermogensbeheer zodanig dat de duurzame toeslagverlening gehaald kan worden en houdt daarbij rekening met de looptijd van de verplichtingen om de pensioenen op de overeengekomen momenten uit te betalen.

SPA wil als 'gesloten' pensioenfonds een betrouwbaar én sober fonds zijn: betrouwbaar in de levering van pensioenen, sober in de franje daar rondom. SPA vindt effectiviteit en efficiency de belangrijkste criteria voor de administratie van de pensioenverplichtingen naar de gewezen deelnemers en van de uitkering van pensioenen.

SPA informeert de gewezen deelnemers op heldere wijze over hun rechten, voor hen relevante regelgeving en over de implicaties daarvan; daarbij hanteert SPA de voorgeschreven communicatiemiddelen en methoden, zonder onnodige kosten te maken. Tevens wil SPA een goede verstandhouding waarborgen met het Verantwoordingsorgaan, de relevante toezichthouders en de voormalige sponsor (Atos), waarbij het fonds zijn onafhankelijke positie niet uit het oog verliest.

2.3 Strategie

SPA ziet als belangrijkste onderdeel van de uitvoering en realisatie van haar missie en visie het vermogensbeheer zo te organiseren dat het leidt tot kapitaalbehoud, duurzame toeslagverlening, met inachtneming van het risicoprofiel van het fonds, de risicohouding en de door het bestuur vastgestelde parameters alsmede de kaders van de Pensioenwet en toepasselijke andere regelgeving. Daartoe heeft SPA een dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid geformuleerd en vastgelegd in de ABTN, het Strategische beleggingsbeleid en het beleggingsplan. SPA onderscheidt 2 doelportefeuilles waarvan de Return Portefeuille (RP) tot doel heeft om (tenminste) meer rendement te maken dan de vastgelegde samengestelde strategische benchmark van SPA. In de mandaten kan dit doel in overleg met de vermogensbeheerder vertaald worden in een fondsspecifieke² samengestelde benchmark. Het maximum aandeel van het vermogen in zakelijke waarden (na mapping) moet binnen de randvoorwaarde van een VEV van maximaal 22,5% passen. De matchingsportefeuille (de Risk Control portefeuille, de RCP) heeft tot doel om de markt-rente van de verplichtingen te matchen met een dynamisch percentage op lange termijn en met een minimum van 20%. De matching doelstelling wordt derhalve gecombineerd met een dynamisch anticyclische beleid t.a.v. de mate waarin gematched wordt. De strategie moet zorgen voor het op peil krijgen van de dekkingsgraad de komende jaren; daartoe is het beleid (zie ook herstelplan) zo opgezet dat er een gemiddeld positief rendement

² Fondsspecifieke wil zeggen een benchmark samengesteld uit de benchmarks van de fondsen die de vermogensbeheerder gebruikt i.p.v. de benchmarks uit de strategische benchmark van SPA. Die fondsen moeten wel aansluiten bij het risicoprofiel van de SPA benchmark.

uit de RP verwacht mag worden en voorts zo ingericht dat een stijgende rente voor een stijgende dekkingsgraad zorgt. De verwachting is dat rente terugkeert naar statistisch meer waarschijnlijke hoogtes.

SPA laat het dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid, voor zover dat niet in het beleid zelf is vastgelegd, uitvoeren in drie deelportefeuilles door verschillende ervaren vermogensbeheerders. SPA stelt daartoe mandaten op en monitort de performance van de vermogensbeheerders op deelportefeuille niveau; SPA bewaakt daarbij de anticyclische invalshoek.

SPA is voornemens minimaal tot 2023 als zelfstandig 'gesloten' fonds te blijven functioneren en zal zich voordien beraden op de mate van zelfstandigheid in de verdere toekomst. Mede om de impact van de gesloten-fonds-situatie op de risicohouding en beleggingsbeleid te beperken, worden geen illiquide beleggingen opgenomen in de portefeuille i.v.m. de mogelijk beperkte horizon van het fonds.

2.4 Risicohouding en dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid

De eerste stap in het beleggingsproces is het vaststellen van de doelstellingen en de risicohouding in relatie tot het beleggingsbeleid. Het bestuur heeft de doelstellingen bepaald in haar missie, visie en strategie zoals hierboven opgenomen en vertaald in een risicohouding en in haar strategisch dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid zoals in deze ABTN weergegeven.

De risicohouding legt 1) de mate waarin het fonds bereid is beleggingsrisico's te lopen om de doelstellingen van het fonds te realiseren, en 2) de mate waarin het beleggingsrisico's kan lopen gegeven de kenmerken van het fonds vast. De wet definieert de risicohouding voor de korte termijn als het maximum VEV of een bandbreedte in het VEV die toegestaan wordt.

De korte-termijn risicohouding wordt ingevuld met een bandbreedte voor het vereist eigen vermogen (VEV). Het bestuur heeft de bandbreedte voor het VEV vastgesteld op 8% tot 22,5% van de pensioenverplichtingen van het fonds. De laatste ALM-berekeningen hebben aangetoond dat uitkomsten op basis van deze bandbreedte leiden tot aanvaardbare uitkomsten in termen van pensioenresultaat en kans op korten.

De lange-termijn risicohouding wordt ingevuld met een ondergrens voor het te halen pensioenresultaat en maximaal toegestane afwijking mocht zich een zeer negatief economisch scenario voltrekken.

De ondergrens van het pensioenresultaat bedraagt 90%, zowel vanuit de actuele dekkingsgraad³ als vanuit het vereist eigen vermogen bezien. De maximaal toegestane afwijking voor het negatieve scenario bedraagt 40%. Deze grenzen worden hieronder in de ABTN nader besproken.

Het strategisch beleggingsbeleid is in overeenstemming met de risicohouding; de ALM en de Haalbaarheidstoets wijzen uit dat het beleggingsbeleid naar verwachting (statistisch) tot de gewenste resultaten leidt van een voldoende pensioenresultaat, een niet te grote negatieve afwijking bij een negatief economisch scenario en een VEV dat binnen de gestelde grenzen kan blijven.

Het strategisch dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid is gestoeld op de beleggingsovertuiging dat markten op de lange termijn tenderen naar 'mean reversion'. Dit wil zeggen dat markten weliswaar sterk schommelen, maar altijd terugkeren naar een soort lange termijn evenwichtsprijs. Doel is om van deze schommelingen te profiteren door posities in beleggingscategorieën te verlagen als de prijs (ver) boven het lange termijn evenwicht beweegt en posities te verhogen indien de prijzen (ver) onder dit lange termijn evenwicht liggen (dit sturen op tijdelijke prijsafwijkingen kan overigens parallel lopen aan conjunctuurcycli, maar dit hoeft zeker niet het geval te zijn). Daarmee wordt bereikt dat anticyclisch belegd wordt, dat wil zeggen als de cyclus naar haar hoogtepunt beweegt (bijvoorbeeld gemiddeld

³ Dit is de actuele dekkingsgraad inclusief BP-kapitaal.

zeer hoge k/w verhoudingen, hoge Schiller-index, etc), dan wil SPA al tijdig genoeg uitstappen, etc. Daarmee wordt ook het risico op vermogensverlies door sterke koersdalingen voorkomen. Het beleid is namelijk ook geënt op het streven naar “kapitaalbehoud”, het voorkomen van een permanent verlies van kapitaal. De bandbreedtes voor de beleggingscategorieën binnen de RP zijn daartoe ook asymmetrisch; de risicoverminderende bandbreedte (mate waarin assets verkocht kunnen worden) is veel groter dan de risicoverhogende bandbreedte. Het beleid betekent ook niet dat er veel gehandeld wordt. Het betekent wel dat als er gehandeld wordt, er een stevige strategische lange termijn positie wordt ingenomen, die daarna soms jarenlang niet meer wijzigt. Een voorbeeld is de rentehedge van 20%, die al enkele jaren stabiel is, in afwachting van de realisatie van zijn lange termijn doelstelling.

Voor de RCP ligt de beoordeling van de waardering van het renteniveau bij het bestuur. Bij die beslissing wordt o.b.v. met name objectieve historische statistieken bezien of de rente op, onder of boven het statistisch gemiddelde ligt en wat de kansverdeling voor bepaalde renteniveau's is. Daarnaast wordt gekeken wat lange termijn de verwachting is van de marktpartijen en wordt input en advies gevraagd van de BAC als adviserend orgaan.

De invulling van het dynamische karakter binnen de RP ligt - gegeven het vastgelegde beleid - primair bij de vermogensbeheerders, die binnen de door het bestuur gegeven bandbreedtes kunnen variëren in de mate waarin zij in een beleggingscategorie beleggen. Zij doen dit o.b.v. hun eigen dynamische modelering die voor de grootste RP-vermogensbeheerder is geënt op de theorie van mean reversion. Secundair bepaalt het bestuur de mate van dynamiek door het vaststellen van de bandbreedtes die gebruikt kunnen worden. Indien de vermogensbeheerders of de BAC menen dat de grenzen van de bandbreedtes gaan knellen kan het bestuur o.b.v. een extra SAA-studie de bandbreedtes opnieuw vormgeven. Primair ligt het beoordelen van of en in hoeverre er wordt afgeweken van de ‘mean’, ofwel de inschatting dat een asset class goedkoop, normaal, duur, etc. is, dus voor de RP bij de vermogensbeheerders die vervolgens binnen de bandbreedtes beslissen in welke mate er belegd wordt in de beleggingscategorieën. De “ligging” van de bandbreedte, ofwel het vastgestelde beleid, wordt echter door het bestuur bepaald. Bij die beslissing is het adviserende bureau voor de uit te voeren SAA-studie betrokken, alsmede de BAC als adviserend orgaan. De input wordt ook door deze beide partijen aangeleverd, waarbij veelal gesteund wordt op onderzoeken van grote adviesbureaus e.d. en/of onderzoeksinstituten.

De VEV-bandbreedte is aanwezig om voor de dynamiek op portefeuilleniveau ruimte te geven. Als de risico's hoog zijn (hoge assetprijzen c.q. lage renteniveaus), dan wordt m.b.t. zakelijke waarden de toegestane VEV-ruimte niet gebruikt en wordt minder beleggingsrisico genomen c.q. wordt een lage rentehedge gehanteerd en v.v. Zijn de risico's kleiner geworden (aandelenprijzen stevig gedaald en waarderingen gestegen), dan worden de aanwezige liquiditeiten aangewend om meer in de RP te beleggen waarna het VEV zal stijgen. Binnen de bandbreedte van het VEV is het ter discretie van het bestuur om te variëren in de omvang van de portefeuilleonderdelen (variëren in de verhouding RCP/RP binnen bepaalde vastgelegde bandbreedtes) teneinde dit anticyclische dynamische beleid over de gehele portefeuille heen vorm te geven. De keuze voor een bepaalde verhouding in de RCP/RP is een momentopname die afhankelijk is van de economische omstandigheden en de omstandigheden op de financiële markten. Het bestuur kan de dynamiek vormgeven door middel van wijzigingen in de verhouding RCP/RP binnen de bandbreedte die in de ABTN is vastgelegd als wel door de in de ABTN genoemde actuele spel voor de verhouding RCP/RP na een nieuwe ALM studie te wijzigen, teneinde de gewenste exposure in zakelijke waarden en het bijbehorende gewenste VEV-niveau te bereiken. De bevoegdheid om te schuiven in de RCP/RP posities ligt dus bij het bestuur door binnen de vastgelegde bandbreedte te schuiven tussen de RCP en de RP, waarmee de totale exposure wordt gewijzigd en het VEV overeenkomstig beweegt. Daarmee wordt het te beleggen vermogen door de RP-vermogensbeheerder vergroot of verkleind. Secundair is de bevoegdheid aan de RP-vermogensbeheerders gegeven om over de asset categorieën te variëren door te schuiven binnen de bandbreedtes per asset categorie.

2.5 Continuïteit van de Werkgever

Ondanks het feit dat het Pensioenfonds gesloten is en er nog slechts beperkte afspraken gelden voor de Werkgever (m.n. ondersteuning d.m.v. het ter beschikking stellen van kantoor- en IT- faciliteiten), is m.b.t. het systeem waarop de statuten en de resterende afspraken zijn gebaseerd, nog steeds sprake van de veronderstelling van het samenwerken met één aangesloten onderneming in Nederland (welke indien gewenst kan optreden namens gelieerde ondernemingen).

2.6 Omvang van het ‘gewezen deelnemers’-bestand

Bij het vaststellen van de toe te passen actuariële technieken, het beleggingsbeleid en de balanswaardering laat het bestuur zich leiden door de volgende verwachting ten aanzien van het totaal aantal betrokkenen: omdat het Pensioenfonds gesloten is en omdat de Werkgever besloten heeft de pensioenopbouw vanaf 1 januari 2014 elders voort te zetten, wordt verwacht dat het aantal betrokkenen langzaam zal afnemen. De ervaringscijfers na 5 jaar leren dat het bestand met ongeveer 1% per jaar afneemt.

3 Organisatie, beheer en interne controle

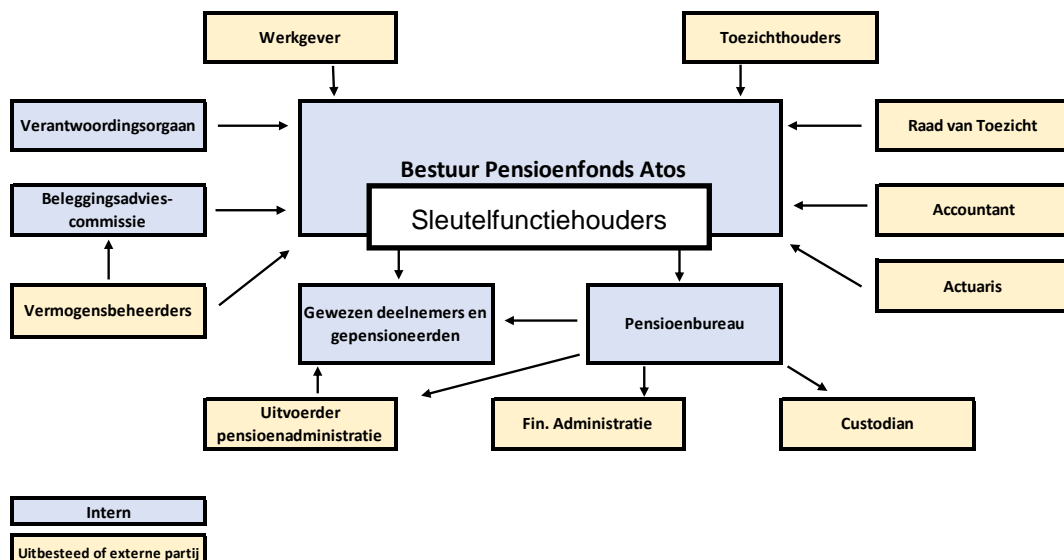
3.1 Organen

Het Pensioenfonds heeft een organisatie opgezet waarbinnen de uitvoering van de pensioenregeling en het beheer van het vermogen op een adequate manier kan plaatsvinden.

Het interne beheersingssysteem berust op verantwoordelijkheden, de bevoegdheden en onderlinge verhoudingen van de volgende bij het Pensioenfonds betrokken personen, organen en organisaties:

- Accountant
- Adviserend Actuaris
- BAC
- Beleggingsadviseur(s)
- Bestuur van het Pensioenfonds
- Bewaarder effecten (Custodian)
- Personeel van het fonds (pensioenbureau)
- Pensioenuitvoerder
- Raad van Toezicht
- VO
- Sleutelfunctiehouders
- Waarmerkend Actuaris
- Werkgever

3.1.1 Organisatieschema



Figuur 1

3.1.2 Bestuur van het Pensioenfonds

Bestuur en doelstelling

Het bestuur van het Pensioenfonds stelt zich ten doel de opgebouwde rechten op pensioenen voor pensioengerechtigden, gewezen deelnemers (inclusief gewezen deelnemers met voortzetting) en hun nagelaten betrekkingen zo goed mogelijk te beheren, in overeenstemming met de missie, visie en strategie, de bepalingen van de voormalige uitvoeringsovereenkomsten, de pensioenreglementen (ref. 1 en 2) en de statuten (ref. 3). Het bestuur tracht dit doel te bereiken door:

- Het vormen en in stand houden van fondsen.
- Het uitvoeren van de pensioenregelingen zoals in de pensioenreglementen omschreven.
- Al die maatregelen, die aan het doel ten goede komen.

Het fonds streeft ernaar te voldoen aan de Code Pensioenfonds en daar waar dat niet het geval is, wordt dit met redenen omkleed in het jaarverslag vastgelegd.

Samenstelling bestuur

Het Pensioenfonds wordt bestuurd door een bestuur, bestaande uit 5 tot 7 leden. Eén bestuurslid wordt voorgedragen door de Werkgever (werkgeversbestuurslid). Vier leden (3 gewezen deelnemersbestuursleden en 1 lid namens de gepensioneerden) worden gekozen d.m.v. algemene verkiezingen met inachtneming van de statuten van het Pensioenfonds. Daarnaast kunnen er 1 of 2 onafhankelijke bestuurders worden benoemd.

Een benoeming van een bestuurslid vindt slechts plaats nadat de DNB heeft laten weten geen bezwaar te hebben tegen een benoeming.

Het bestuur kiest uit haar midden een voorzitter, een vice-voorzitter, een secretaris en een vice-secretaris. Tevens wordt door de bestuursleden uit hun midden minstens één lid voor de BAC gekozen.

Voor een actuele lijst met bestuursleden en hun verantwoordelijkheden wordt verwezen naar de website van het Pensioenfonds.

Het bestuur vergadert zo vaak als nodig is. Daarnaast vergadert het bestuur ten minste tweemaal per jaar met het VO en de RvT. Van al deze vergaderingen wordt schriftelijke verslag gedaan.

Verantwoordelijkheden

Het bestuur is verantwoordelijk voor

- het uitvoeren van hetgeen is opgenomen in de pensioenreglementen (ref. 1 en 2) en de Pensioenwet;
- het doen naleven van de met de Werkgever overeengekomen resterende verplichtingen van de Werkgever;
- het opzetten en onderhouden van een goede governance structuur; en
- de belegging van de beschikbare gelden en daarmee voor het beleggingsbeleid.

Voor dit laatste wordt het bestuur geadviseerd door de BAC. Onder het beleggingsbeleid valt onder andere:

- De beleggingsdoelstellingen en het strategische beleggingsbeleid, zoals de allocaties en bandbreedtes, (allocatie van) risicobudget, het rentehedge-beleid, de samengestelde strategische benchmark en het gebruik van specifieke financiële instrumenten en technieken, alsmede het actuele beleggingsplan.
- Vaststellen van de beleggingsuitgangspunten en de restricties daarbij.
- De selectie en benoeming van de (externe) leden van de BAC;
- De selectie en benoeming van externe vermogensbeheerders;

- De aanstelling van alle (externe) partijen die een rol spelen binnen (de uitvoering van) het beleggingsbeleid, bijvoorbeeld de bewaarnemer.
- Monitoren van de beleggingen en de rendementen van het vermogensbeheer.
- Evalueren van het vermogensbeheer.

Over iedere besluit inzake het vermogensbeheer wordt advies gevraagd aan de BAC. Ook selectie geschiedt op basis van advies van de BAC en op door het bestuur vastgestelde criteria (zie hoofdstuk 8).

Ook m.b.t. ALM-studies en het opstellen van een Herstelplan wordt altijd advies gevraagd aan de BAC. De BAC ontvangt alle informatie die het fonds beschikbaar heeft of die de BAC meent beschikbaar te moeten hebben om adequaat invulling te kunnen geven aan haar adviserende rol.

De externe vermogensbeheerders voeren het beleggingsbeleid uit binnen de door het bestuur gestelde richtlijnen en restricties.

De secretariaatswerkzaamheden in relatie tot het beleggingsbeleid zijn opgedragen aan het pensioenbureau van het Pensioenfonds (zie paragraaf 3.1.4.)

Voor een meer uitgebreide beschrijving van het beleggingsbeleid en de beleggingsgovernance wordt verwezen naar het document “Strategisch Beleggingsbeleid SPA” in Appendix E.

Bevoegdheden

De bevoegdheden en taken en verantwoordelijkheden van het bestuur liggen onder andere vast in de wet, de statuten en de reglementen.

Deskundigheidsplan

Het bestuur stelt een deskundigheidsplan op waarin wordt vastgelegd over welke deskundigheid het bestuur, de specifieke bestuursfuncties en bestuursleden die lid zijn van een commissie dienen te beschikken en welke acties ondernomen worden om die deskundigheid te waarborgen en zo nodig te vergroten. In het plan wordt tevens de taakverdeling binnen het bestuur gespecificeerd en wordt de taak beschreven van de bestuurder die het onafhankelijke risicomangement als taak heeft.

Gedragscode

Het Pensioenfonds kent een gedragscode (ref. 4) voor bestuursleden en medewerkers van het Pensioenfonds, ter voorkoming van belangenconflicten, van misbruik en oneigenlijk verbruik van de bij het Pensioenfonds aanwezige informatie of zaken.

De gedragscode is van toepassing op alle bij het bestuur en de organisatie van het Pensioenfonds betrokken personen, tenzij een van toepassing zijnde, gelijkwaardige, gedragscode – geheel ter beoordeling van het bestuur- is overgelegd. Het laatste geldt uitsluitend voor externen. Betrokkenen leggen jaarlijks een verklaring van naleving van de gedragscode af.

De gehanteerde gedragscode houdt rekening met het gedragstoezicht door DNB en de AFM en de hieraan ten grondslag liggende wettelijke bepalingen vormen het uitgangspunt voor de taakuitoefening door de Compliance Officer. De Compliance Officer zal onafhankelijk optreden conform het daartoe opgestelde charter, waarin de onafhankelijkheid en bescherming van de Compliance Officer gewaarborgd is. Bij al zijn handelingen zal de Compliance Officer de belangen van het Pensioenfonds,

van de Werkgever, van de gewezen deelnemers, de uitkeringsgerechtigden en van andere belanghebbenden bij het Pensioenfonds in overweging nemen.
Uitsluitend het bestuur van het Pensioenfonds is bevoegd de Compliance Officer in die hoedanigheid te benoemen c.q. te ontslaan.

Het jaarlijkse verslag van de Compliance Officer wordt door het bestuur van het Pensioenfonds overlegd aan de door het bestuur aangestelde externe accountant, die belast is met de controle op de jaarrekening en rechtstreeks beschikbaar gesteld aan de Raad van Toezicht (RvT).

De administratieve afhandeling van de taken van de Compliance Officer wordt verricht door de Compliance Officer.

Periodieke Evaluatie

Om het functioneren van het bestuur op een hoger plan te brengen is vastgelegd dat het bestuur zijn eigen functioneren dient te evalueren. Het bestuur heeft vastgelegd welke doelstelling het bestuur met de periodieke evaluatie nastreeft en welke procedure en middelen het bestuur hanteert om deze doelstelling te realiseren. Voor details wordt verwezen naar de "Procedure van de Stichting Pensioenfonds Atos (SPA) voor de periodieke evaluatie van het functioneren van het bestuur van SPA".

3.1.3 De Werkgever en de Pensioenregeling(en)

De Pensioenregelingen (ofwel de voormalige Pensioenovereenkomsten) die waren overeengekomen tussen de Werkgever en de werknemers zijn gesloten. De Werkgever was verantwoordelijk voor de inhoud van de pensioenregeling. Het bestuur van het Pensioenfonds neemt sinds de sluiting van het Pensioenfonds de besluiten ten aanzien van de vaststelling van het (op de gesloten pensioenregeling gebaseerde) pensioenreglement, waarbij wordt getoetst op consistentie met de oorspronkelijke pensioenregeling, uitvoerbaarheid, wettelijke mogelijkheden en redelijkheid en billijkheid.

3.1.4 Pensioenbureau

Het bestuur neemt besluiten over de uitvoering van de pensioenregeling. Het dagelijkse uitvoerende bestuursbeleid wordt uitgevoerd door de (plaatsvervangend) voorzitter en de (plaatsvervangend) secretaris. Het fonds heeft personeel in dienst voor het uitvoeren van de dagelijkse uitvoerende ondersteunende werkzaamheden (hierna: het pensioenbureau). Het pensioenbureau werkt voor het bestuur en staat onder leiding van een directeur. Een samenvatting van de verantwoordelijkheden en taken van het pensioenbureau zijn in het Handboek Procedures vastgelegd. Personeel van het pensioenbureau heeft geen beleidsmatige bevoegdheden.

3.1.5 Beleggingsadviescommissie (BAC)

Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en baseert zich op adviezen van de BAC.

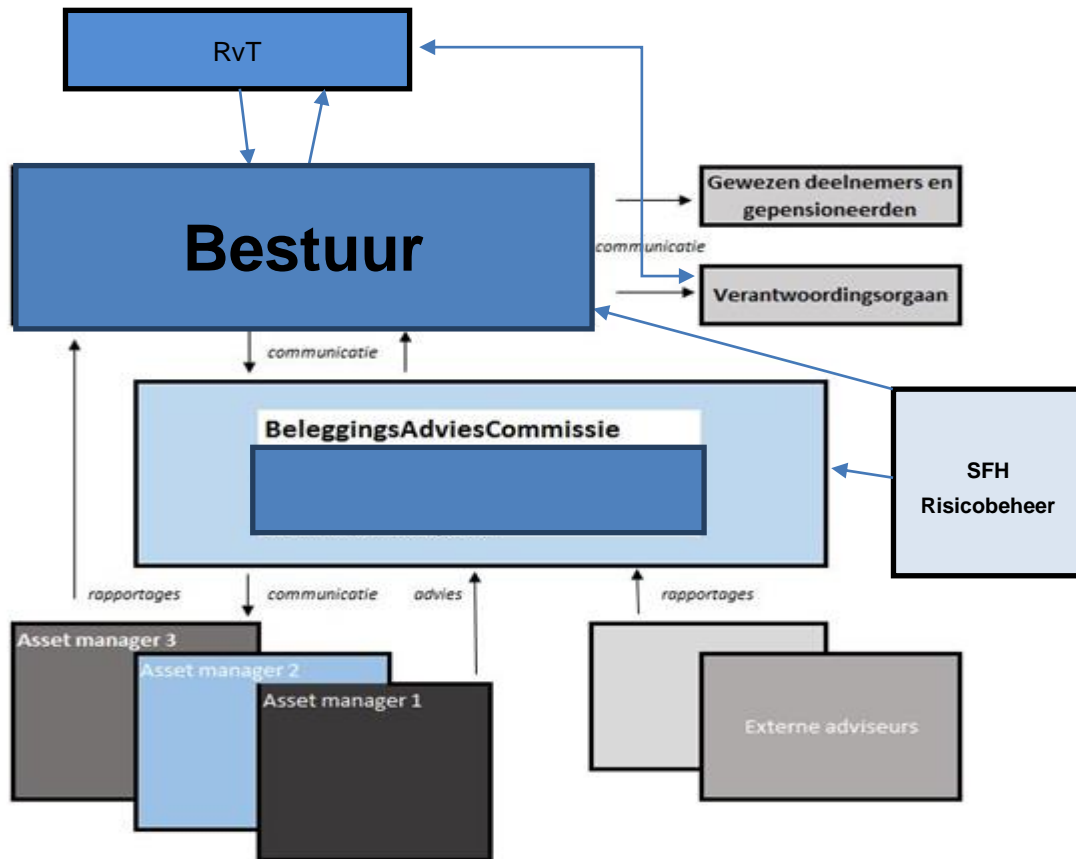
BAC

De BAC wordt benoemd door het bestuur en bestaat uit minimaal 4 personen.
De taken van de BAC zijn kort samengevat schriftelijk vastgelegd in de statuten van het Pensioenfonds. De BAC is op dit moment als volgt samengesteld:

- Eén lid van het bestuur van het Pensioenfonds; en
- Drie externe onafhankelijke beleggingsspecialisten.

Voor een actuele lijst met leden van de BAC wordt verwezen naar de website van het Pensioenfonds.

De vermogensbeheerders verschijnen ook periodiek in het bestuur. De samenhang tussen bestuur, BAC en externe partijen is hieronder grafisch weergegeven.



Minstens vier keer per jaar komt de BAC bijeen en bespreken zij de lange termijn ontwikkelingen en de strategische- en dynamische asset allocatie. De BAC zal naar aanleiding van dat overleg een advies opstellen over het continueren of het aanpassen van het beleggingsbeleid en over de risico's. Dit advies zal voorgelegd worden aan het bestuur van het Pensioenfonds. In bijzondere gevallen zullen andere partijen buiten het bestuur en BAC om advies worden gevraagd, welk advies dan ook in de BAC besproken wordt om te beoordelen.

De BAC heeft onder andere als taken:

- Het monitoren van de implementatie van het strategisch beleid (met inachtneming van het uitbestedingsbeleid) en van de juiste uitvoering van het strategisch beleid;
- De toetsing van de strategische benchmarks, gegeven de beleggingsdoelstellingen van het Pensioenfonds;
- Het adviseren over het definiëren van concept-beleggingsmandaten en benchmarks voor te onderscheiden portefeuilles en/of beleggingsfondsen;
- De beoordeling van de wijze waarop de vermogensbeheerder het haar gegeven mandaat uitvoert en rapporteert;
- Rapportage aan het bestuur over de taken die ze uitvoert en de ontwikkeling van de beleggingen;
- Het schriftelijk of mondeling onverwijld rapporteren van relevante bijzonderheden;
- Monitoren van de beleggingsportefeuille wat betreft resultaat, mandaat en risico, waaronder het monitoren van de wijze waarop de vermogensbeheerder het haar gegeven mandaat uitvoert en rapporteert;

- Adviezen opstellen voor het bestuur inzake lange- en kortetermijnstrategie, waaronder de ALM-studie, het rentehedgebeleid en de SAA;
- Adviezen opstellen voor het bestuur inzake het aanpassen (re-balancing) van de asset mix (percentage vastrentend, percentage aandelen, en overige percentages), op basis van het dynamische anticyclische beleggingsbeleid en binnen de door het bestuur vastgestelde grenzen.
- Adviezen opstellen voor het bestuur inzake het aanpassen van de risico parameters en de economische beleidsindicatoren binnen de door het bestuur vastgestelde grenzen, alsmede het waarderen (betekenis inschatten) van de economische beleidsindicatoren.
- Adviezen opstellen inzake vermogensbeheerbeslissingen die niet strategisch zijn en de optimalisatie of efficiencyvergroting binnen een deelportefeuille (RCP, RP) betreffen.
- Evalueren van (sub)markten op basis van de economische indicatoren en aan de hand van deze evaluatie conceptadviezen voorbereiden over deze markten.
- Evalueren van de performance (kwantitatief en kwalitatief) van vermogensbeheerders, waaronder de toetsing van de benchmarks, gegeven de beleggingsdoelstellingen van het Pensioenfonds;
- Conceptadviezen opstellen voor het bestuur inzake de selectie van vermogensbeheerders of over het afscheid nemen van vermogensbeheerders.
- Het definiëren van wijzigingen in details van de vorm en inhoud van de rapportages te leveren door de partij die zorgdraagt voor de onafhankelijk performance meting en analyse (i.c. Caceis) met als doel een adequate toetsing van de doelstellingen en aannames aan de werkelijkheid en het adviseren daarover.

Andere taken en bevoegdheden van de BAC worden waar nodig vastgesteld in separate bestuursbesluiten. De BAC heeft geen mandaat om wijzigingen in het beleid of de portefeuille door te voeren en de BAC kan dus alleen uitvoerende handelingen verrichten n.a.v. bestuursbesluiten en binnen de met het bestuur afgesproken grenzen. Voorbeelden hiervan zijn het plegen van overleg met vermogensbeheerders over nieuwe mandaten en het evalueren van de vermogensbeheerders.

Voor de overige vormgeving van de Organisatie van het beleggingsbeleid wordt verwezen naar hoofdstuk 1 van Appendix E.

3.1.6 Sleutelfuncties

Het pensioenfonds beschikt over een risicobeheerfunctie, een interne auditfunctie en een actuariële functie. De houders van de risicobeheerfunctie, interne auditfunctie en actuariële functie rapporteren materiële bevindingen en aanbevelingen op het gebied dat onder hun verantwoordelijkheid valt aan het bestuur van het pensioenfonds. De houder van de risicobeheerfunctie is (tijdelijk) buiten het fonds belegd bij een externe specialist en rapporteert de materiële bevindingen en aanbevelingen ook aan de RvT. Voorts zijn er vooralsnog externe sleutelfunctie vervullers (van Charco&Dique) aangesteld voor de risicobeheerfunctie; zij werken onafhankelijk van de operationele werkzaamheden van het fonds.

De (externe) houder van de interne auditfunctie is , eindverantwoordelijk is voor de uitvoering van de interne audits die uitbesteed zijn en rapporteert de materiële bevindingen en aanbevelingen ook aan de RvT. De houder van de sleutelfunctie Actuarieel is buiten het fonds belegd bij de waarmerkend actuaaris. Hij rapporteert de materiële bevindingen en aanbevelingen aan het bestuur en aan de RvT. Voorts zijn er externe sleutelfunctie vervullers aangesteld voor de uitvoering van de audits onder aansturing van de sleutelfunctiehouder interne audit; ook zij werken onafhankelijk van de operationel werkzaamheden van het fonds.

De houders van de risicobeheerfunctie, interne auditfunctie of actuariële functie melden het de toezichthouder zo spoedig mogelijk indien het bestuur van het pensioenfonds niet tijdig passende

corrigerende maatregelen treft, nadat het bestuur op de hoogte is gesteld van:

- a. een substantieel risico dat het pensioenfonds niet aan een bij of krachtens de wet gesteld vereiste van significante betekenis zal voldoen en dit ernstige gevolgen kan hebben voor de belangen van deelnemers, gewezen deelnemers, andere aanspraakgerechtigden of pensioengerechtigden; of
- b. een significante inbreuk op de voor het pensioenfonds en haar activiteiten geldende bij of krachtens de wet gestelde vereisten.

De houders van de functies zullen onafhankelijk optreden conform de daartoe opgestelde charters, waarin de onafhankelijkheid en bescherming van de sleutelfuncties gewaarborgd is. In de charters wordt voorts de doelstelling, de taken en verantwoordelijkheden en de rapportagelijnen beschreven. Bij al zijn handelingen zal de houder de belangen van het Pensioenfonds, van de gewezen deelnemers, de uitkeringsgerechtigden en van andere belanghebbenden bij het Pensioenfonds in overweging nemen. Het pensioenfonds heeft gewaarborgd dat houders die te goeder trouw en naar behoren een melding hebben gedaan bij DNB of de AFM als gevolg van deze melding niet worden benadeeld.

3.1.7 VO

Het VO is de wettelijke vertegenwoordiging van belanghebbenden bij het Pensioenfonds m.b.t. medezeggenschapsonderwerpen. Het VO bestaat uit maximaal 7 leden, waarbij de gewezen deelnemers met vier zetels en de pensioengerechtigden met 2 zetels zijn vertegenwoordigd. Het bestuur kan besluiten dat de Werkgever 1 zetel vertegenwoordigt.

Het VO geeft een oordeel over het gevoerde en te voeren beleid en het bestuur legt verantwoording af aan het VO over het beleid en de wijze waarop het beleid is uitgevoerd.

Het VO handelt conform de wet, de Statuten en het 'Huishoudelijk reglement betreffende het VO' (ref. 5).

De actuele samenstelling van het VO is te vinden op de website van het Pensioenfonds.

3.1.8 RvT

Voor het interne toezicht benoemt het bestuur in principe op bindende voordracht van het VO leden van de RvT, bestaande uit onafhankelijke deskundigen. De raad is belast met de bij de RvT behorende wettelijke taken waaronder onderzoek naar het proces van besluitvorming en de inrichting van de organisatie.

De RvT brengt verslag uit aan het bestuur. In het jaarverslag wordt een samenvatting van het verslag van de RvT opgenomen. Daarnaast legt de RvT aan het VO verantwoording af over de uitvoering van de taken en de uitoefening van de bevoegdheden

De RvT handelt conform de wet, de Statuten en het 'Reglement betreffende de Raad van Toezicht' (ref. 7). De actuele samenstelling van de RvT is te vinden op de website van het Pensioenfonds.

3.2 Uitbesteding

Het Pensioenfonds draagt zorg voor de systematische analyse en beheersing van de risico's die samenhangen met de uitbesteding van werkzaamheden. Daartoe is een risicoanalyse opgesteld. Het Pensioenfonds beschikt over procedures en richtlijnen met betrekking tot de besluitvorming ten aanzien van nieuwe en/of gewijzigde uitbesteding, de mogelijkheden voor beëindiging van uitbestede

werkzaamheden en voor het monitoren en evalueren van de kwaliteit van de uitbestede werkzaamheden. Een en ander is vastgelegd in het bestuursdocument 'Uitbestedingsbeleid Stichting Pensioenfonds Atos' van oktober 2020. Het Pensioenfonds heeft een programma van eisen waaraan de overeenkomsten dienen te voldoen. Een en ander is onderdeel van het risicomangement beschreven in paragraaf 3.4 tot en met 3.4.2.

De volgende activiteiten zijn uitbesteed aan de daarbij genoemde partijen:

• Accountancy	BakerTilly
• Actuariële werkzaamheden	Achmea Pensioenservices
• Beleggingsberekeningen	Mercer en APS
• Beleggingsadministratie ML en EL-regelingen	Caceis
• Beleggingsrapportages	Caceis
• Beleggingsadministratie ATOS BP regeling	BlackRock
• Beleidsadvisering Actuariële zaken	Achmea Pensioenservices/Mercer
• Bewaarneming	Caceis
• Bewaarneming ATOS BP regeling	JP Morgan
• Crediteurenadministratie	Achmea Pensioenservices
• Financiële administratie	Achmea Pensioenservices
• IAD	Atos Nederland BV
• Pensioenuitvoering	Achmea Pensioenservices
• Performance Measurement & Analysis	Caceis
• Personeels- en Salarisadministratie	Atos Nederland BV
• Vermogensbeheer	BlackRock, GMO
• Waarmerkend actuaris	PHENOX Consultants

3.3 Rapportage

3.3.1 Beleggingen

Caceis en iedere door het Pensioenfonds aangestelde vermogensbeheerder rapporteert schriftelijk maandelijks aan de BAC en het bestuur. Voor een gedetailleerde beschrijving van de rapportages en rapportagestructuur wordt verwezen naar Appendix E.

De rapportages aan DNB betreffen de maand-, kwartaal- en jaarstaten, waarin gedetailleerde informatie wordt opgenomen betreffende de (beleids)dekkingsgraad, de verplichtingen, de beleggingsportefeuille, de governance, etc. De rapportages worden door Caceis in samenwerking met APS verzorgd en door APS, na controle en (bij de jaarstaten) expliciete ondertekening door het bestuur, ingediend.

Caceis en iedere door het Pensioenfonds aangestelde vermogensbeheerder rapporteren hun risico-rapportages, waaronder de Risk monitor en de compliance verklaringen, voorts rechtstreeks aan de houder van de sleutelfunctie Risicobeheer. Aan de houder van de sleutelfunctie Risicobeheer worden voorts rechtstreeks de ISAE 3402 rapporten verstrekt.

3.3.2 Pensioenuitvoering

De pensioenuitvoering en de financiële administratie is uitbesteed aan Achmea Pensioenservices. Achmea Pensioenservices rapporteert per kwartaal rechtstreeks aan de houder van de sleutelfunctie Risicobeheer en aan het pensioenbureau over de in de Service Level Agreement (SLA) overeengekomen serviceniveaus, over het al dan niet halen van de benchmarks, welke maatregelen

er zijn genomen als benchmarks niet zijn gehaald, wat de oorzaak daarvan is, etc. Daarnaast wordt rechtstreeks aan de houder van de sleutelfunctie Risicobeheer en aan het pensioenbureau de 'Risicorapportage Niet financiële risico's' verstrekt. Aan de houder van de sleutelfunctie Risicobeheer worden voorts rechtstreeks de ISAE 3402 rapporten verstrekt.

3.3.3 Jaarrekening

De (financiële) jaarverslaglegging van het Pensioenfonds wordt, onder verantwoordelijkheid van het bestuur en gecoördineerd door het pensioenbureau opgesteld door de pensioenuitvoerder met ondersteuning van de accountant, de actuaris, de bewaarnemers en het pensioenbureau. De accountant ontvangt ten behoeve van de jaarverslaglegging gegevens van de vermogensbeheerders en de bewaarnemers.

3.4 Risicobeheersing

SPA heeft een integraal risico management beleid vastgelegd in een groot aantal documenten, m.n. het document IRM en EIGEN RISICO BEOORDELING (ERB), het RMF-raamwerk, de Risicobereidheidsverklaring, de Risico en Beheersmaatregelen en het Monitoringplan. Het Pensioenfonds moet voldoen aan alle wet- en regelgeving en inzicht hebben in alle risico's die zich voordoen en in dat kader beheersingsmaatregelen nemen.

Om een goed inzicht te krijgen in de risico's die het Pensioenfonds loopt, worden onder andere de volgende instrumenten ingezet:

- Uitvoeren van een Eigenrisicobeoordeling (één maal per drie jaar);
- uitvoeren van een ALM-studie (om de drie jaar) en jaarlijks een "haalbaarheidstoets";
- periodieke vaststelling van de beleidsdoelstellingen;
- periodieke aanpassing van het beleggingsstrategie en jaarlijkse aanpassing van het beleggingsplan;
- risicoanalyses m.b.t. de beleggingen;
- uitvoering van het integriteitbeleid (mede o.b.v. door bestuur opgestelde risicoanalyse), instellen van een gedragscode en aanstelling van een compliance officer;
- uitwerking van taken en verantwoordelijkheden van het bestuur en medewerkers;
- een onafhankelijke (tijdelijk externe) specialist benoemen als sleutelhouder van de risicobeheerfunctie met als taak het onafhankelijke risicomanagement;
- het instellen van een actuariële functie, i.c. waarmerkende sleutelfunctiehouder Actuarieel;
- het aanstellen van een accountant en een waarmerkend actuaris;
- het aanstellen van externe interne auditfunctievervullers en het benoemen van een sleutelfunctiehouder interne audit in het bestuur;
- uitvoeren van het Monitoringsplan en evaluatie van de effectiviteit van risicobeheersmaatregelen; en
- hanteren van een Crisisplan en noodprocedure.

3.4.1 Maatregelen voor Risicobeheersing

Het Pensioenfonds beschikt over een Crisisplan, Incidentenregeling, Klachtenregeling, Klokkenluidersregeling⁴, Gedragscode, Privacyregeling, Risicoanalyse belangenverstrenghing, Risicoanalyse van mogelijke integriteitsrisico's met betrekking tot de taken, verantwoordelijkheden en werkzaamheden van de SPA, een Integraal risicomanagement beleids-document, een Risicobereidheidsverklaring, het RMF-raamwerk, het Monitoringplan en een document Risico's en beheersmaatregelen. Het integraal risicomanagement heeft als voornaamste doel de belangrijkste

⁴ Deze maakte eerst deel uit van de Incidentenregeling maar is nu in een aparte regeling opgenomen.

risico's van het Pensioenfonds te identificeren, c.q. te inventariseren, de beheersmaatregelen voor deze risico's te beschrijven en een instrument te creëren dat zorgdraagt voor een adequate naleving. Het uitvoerende werk m.b.t. het rapporteren over het functioneren en naleven van het risicomanagement is neergelegd bij de houder van de interne auditfunctie. Het bepalen van de kernrisico's en beheersmaatregelen in het integraal risicomanagement is niet statisch; voortdurend wordt onderzocht of de opgenomen beheersmaatregelen goed functioneren en waar de risico's nog aanvullende beheersmaatregelen behoeven. De sleutelfunctiehouder risicobeheer en de vervuller voor de uitvoering van het risicomanagement zullen samen vorm geven aan het overgrote deel van de uitvoering van het risicomanagement d.m.v. risico-opinie's en risicorapportages.

Het integraal risicomanagement richt zich o.a. op de borging van:

- het beheersen van de bedrijfsprocessen:
 - vaststellen pensioenregeling;
 - vaststellen jaarrekening;
 - beheren SLA management;
 - vermogensbeheer;
 - governance;
 - uitbesteding;
 - communicatie;
 - administratie.
- integriteit;
- soliditeit in het beheersen van financiële risico's;
- soliditeit in het beheersen van overige risico's.

De integraal risicomanagement-uitgangspunten sluiten aan bij het FIRM-model van DNB inzake het beheersen van de volgende risico's:

- rentehedge-/matchingrisico⁵, waaronder spreadrisico;
- renterisico, waaronder spreadrisico;
- marktrisico, waaronder spreadrisico;
- kredietrisico, waaronder concentratierisico;
- liquiditeitsrisico;
- verzekeringstechnisch risico;
- solvabiliteitsrisico;
- actief beheer risico;
- operationeel risico;
- uitbesteding risico;
- IT-risico;
- juridisch en wettelijk risicointegriteit en compliance risico;
- communicatierisico;
- governance risico;
- bestuurlijk risico; en
- omgevingsrisico

Bij het beoordelen van risico's wordt een risicotolerantie vastgesteld, een inschatting gemaakt van het bruto risico, de beheersingsmaatregelen die kunnen worden ingezet om het risico te beheersen en het daarna resterende netto risico.

⁵ Matching tussen assets (bezittingen) en liabilities (verplichtingen).

3.4.2 Risicoanalyse belangenverstremgeling, Risicoanalyse integriteitsrisico's en Incidentenregeling

Het integriteitbeleid start bij de door het bestuur uitgevoerde systematische analyse van de integriteitsrisico's. Dit is neergelegd in het fondsdocument 'Risicoanalyse Integriteitsrisico's'. In de Risicoanalyse van mogelijke integriteitsrisico's met betrekking tot de taken, verantwoordelijkheden en werkzaamheden van het fonds is een systematische analyse van de relevante mogelijke integriteitsrisico's opgenomen. Het doel van dit integriteitbeleid is het verschaffen van inzicht aan interne- en externe partijen over de onderkenning van integriteitsrisico's, de genomen beheersmaatregelen, en de controle op de beheersmaatregelen .

In de Risicoanalyse belangenverstremgeling wordt m.b.t. verschillende mogelijke vormen van belangenverstremgeling de kans en impact ingeschat en het bruto risico met beheersingsmaatregelen gemitigeerd tot een netto risico dat aansluit bij de risk appetite.

M.b.t. de beheersingsmaatregelen zijn er o.a. een compliance regeling (de gedragscode) en de jaarlijkse integriteitsverklaring opgesteld en voorgeschreven en er wordt er melding gemaakt van belangenverstremgeling voorafgaand aan iedere vergadering, teneinde belangenverstremgeling te monitoren en tegen te gaan. Alle regelingen dienen ook om meer algemene overtredingen (witwassen, terrorismefinanciering, sanctiewetgeving, etc.) tegen te gaan.

Het Pensioenfonds hanteert voorts procedures en maatregelen ten aanzien van de omgang met en vastlegging van incidenten. Daartoe is een incidentenregeling opgesteld. In deze incidentenregeling is vastgelegd welke doelstelling het bestuur van de het Pensioenfonds met de incidentenregeling nastreeft en de procedure en middelen die het bestuur hanteert om deze doelstelling te realiseren. Het doel van de incidentenregeling is het waarborgen en handhaven van het vertrouwen in het Pensioenfonds door belanghebbenden, alsmede het voorkomen van integriteitsrisico's en daarmee de integriteit van het Pensioenfonds op een nog hoger niveau te brengen en er voor zorg te dragen dat gedragingen of gebeurtenissen die de integriteit van het Pensioenfonds in twijfel kunnen trekken zo veel mogelijk herkend worden, adequaat aangepakt worden en gemeld worden. Voorts dient de regeling er voor zorg te dragen dat voortdurend de hoogste normen van integriteit worden gehanteerd binnen het Pensioenfonds. Het bestuur wil er voor zorg dragen dat alle betrokkenen bij het Pensioenfonds de mogelijkheid hebben te rapporteren over onregelmatigheden van algemene, operationele en financiële aard. Dit kan gaan om onregelmatigheden zowel binnen het Pensioenfonds als bij partijen aan wie taken worden uitbesteed. Met alle betrokkenen bedoelt het bestuur de bestuursleden, leden van het VO en leden van het (extern) toezicht.

3.4.3 Klachtenregeling en Klokkenuidersregeling

Het fonds kent een klachtenregeling waarin geregeld is wat een klacht is, hoe en waar deze ingediend kan worden en hoe deze behandeld zal worden door het fonds. Ook de bezwaarprocedure is daarin opgenomen.

Het fonds kent ook een Klokkenuidersregeling die moet bevorderen dat incidenten eerder aan het licht komen en de melders goed beschermd worden. De regeling zorgt er o.a. voor dat personen die rapporteren over onregelmatigheden van algemene, operationele en financiële aard beschermd worden tegen eventuele nadelige gevolgen van een dergelijke melding. Beide regelingen staan op de website van het fonds.

3.4.4 Crisisplan

Het Pensioenfonds beschikt over een 'crisisplan' (zie Appendix D). Het crisisplan beschrijft één of meerdere financiële situaties van het Pensioenfonds die door het bestuur als een crisissituatie van het Pensioenfonds gekarakteriseerd kunnen worden. Het crisisplan heeft als voornaamste doel een crisissituatie van het Pensioenfonds te identificeren, c.q. de belangrijkste risico's van het

Pensioenfonds bij een crisis te identificeren, c.q. te inventariseren en de beheersmaatregelen voor deze risico's te beschrijven. Het crisisplan bevat ook een noodprocedure.

3.4.5 Planning en rapportage

Er worden maandelijks financiële risicorapportages opgesteld door Caceis en kwartaalrisicorapportages door de sleutelfunctie Risicobeheer met een overzicht van de beheersing van alle risico's.

Jaarlijks wordt de effectiviteit van het risicobeleid beoordeeld door Interne Audit. Door middel van een audit wordt beoordeeld of de beheersmaatregelen zijn toegepast c.q. uitgevoerd en tot het gewenste effect hebben geleid. Vanuit de conclusies worden waar nodig aanbevelingen gegeven voor verbetering van de beheersmaatregelen.

De compliance officer stelt voorts jaarlijks een rapport over zijn bevindingen en de naleving van de interne voorschriften op.

4 Pensioenreglementen

4.1 Algemeen

De pensioenregelingen van het Pensioenfonds zijn genaamd: Pensioenreglement I van de Stichting Pensioenfonds Atos, Pensioenreglement II van de Stichting Pensioenfonds Atos, ATOS ML en ATOS BP en ATOS ML (62,5) en ATOS BP (62,5) en zijn allen per 1 juli 1999 ingevoerd en sindsdien regelmatig gewijzigd. De ATOS ML en ATOS BP regeling kende 2 varianten: 1 voor werknemers die een pensioenrichtleeftijd van 62,5 jaar kenden (met name voor werknemers die geboren waren voor 1950, maar de groep is breder) en 1 voor werknemers die een pensioenrichtleeftijd van 65 jaar hebben (veelal geboren na 1-1-1950, maar de groep is breder). De regelingen zijn per 1-1-2014 gesloten. Alle regelingen kennen per 1-1-2014 alleen nog gewezen deelnemers (met voortzetting)⁶.

Pensioenreglement I van de Stichting Pensioenfonds Atos was een eindloonregeling. In de regeling hebben minder dan 88 gewezen deelnemers nog rechten staan.

Pensioenreglement II van de Stichting Pensioenfonds Atos was een eindloonregeling, waarbij ook rekening werd gehouden met de dienstjaren bij Philips. In de regeling hebben minder dan 2216 gewezen deelnemers nog rechten staan.

ATOS ML (65 en 62,5) was een middelloonregeling op basis van een uitkeringsovereenkomst. Deze geldt voor een inkomen tot een bepaalde grens. Voor het inkomen daarboven was er een beschikbare premieregeling op basis van een premieovereenkomst, genaamd ATOS BP.

Deelnemer op grond van ATOS ML/BP was iedere werknemer van de Werkgever. Het deelnemerschap eindigde wanneer de deelnemer de hoedanigheid van werknemer verloor, tenzij de deelnemer premievrije voortzetting van pensioenopbouw wegens arbeidsongeschiktheid genoot of door sluiting van het Pensioenfonds, zoals nu het geval is. Het deelnemerschap eindigde eveneens wanneer de deelnemer de pensioengerechtigde leeftijd bereikte of wanneer de deelnemer overleed. Het deelnemerschap is nu voor eenieder geëindigd omdat het Pensioenfonds gesloten is; iedereen met aanspraken op het Pensioenfonds is nu een gewezen deelnemer of gepensioneerd. Alleen (gedeeltelijk) arbeidsongeschikten bouwen nog nieuwe (premienvrije) aanspraken op binnen het Pensioenfonds.

4.2 Pensioenreglement I en Pensioenreglement II van de Stichting Pensioenfonds Atos

Als gevolg van overgangsbepaling bestaan Reglement I en II nog. De Reglementen I en II vloeien voort uit de fusie tussen BSO en het interne softwarehuis van Philips, genaamd PASS in 1990 en de overname van het rekencentrum van Philips, genaamd Philips C&P in 1996 door Atos Origin (toen: BSO/Origin, later Origin).

Pensioenreglement I

In 1999 is Oriflex, als pensioenregeling van Atos Origin ingevoerd en is aan de deelnemers, die 10 jaar of minder van hun pensioendatum verwijderd waren, de keuze geboden in Reglement I en II te blijven deelnemen of om te gaan deelnemen aan Oriflex waarbij hun oude aanspraken konden worden omgezet in aanspraken Oriflex en eventueel kapitaal in Oriflex. Al aanwezige slapers in deze regeling bleven ook gewoon in de regeling zitten.

Pensioenreglement II (Philips C&P).

Bij de overgang van Philips C&P naar Atos Origin (toen: Origin) in 1996 is overeengekomen dat de medewerkers zouden overgaan naar de pensioenregeling van Atos Origin (toen: Origin) zodra dit

⁶ Naast natuurlijk de pensioengerechtigden en de overigen met pensioenaanspraken, zoals ex partners.

mogelijk is. Tot aan dat moment zouden zij blijven deelnemen aan de pensioenregeling van Philips. Zoals hiervoor aangegeven is voor hen dezelfde overgangsbepaling overeengekomen als voor de andere deelnemers, namelijk indien men minder dan 10 jaar van hun pensioendatum af zat dan was er de keuze tussen voortzetting of overgaan naar Oriflex. Dus Reglement II geldt vanaf 1 juli 1999 tevens voor de Philips deelnemers, welke in 1999 tot deze regeling zijn toegetreden (C&P-ers) en 10 jaar of minder verwijderd waren van de pensioendatum. Pensioenregeling II zal voor deze deelnemers enige afwijkingen bevatten (Pseudo-Philipsregeling). Voor deze deelnemers blijft namelijk de Philips-pensioenleeftijd gelden als pensioenleeftijd en tellen de Atos Origin-jaren als Philips-jaren mee. Voor de overige deelnemers geldt vanaf 1 juli 1999 Oriflex. Al aanwezige slapers in deze regeling bleven ook gewoon in de regeling zitten. Voorts geldt er een indexatie-toezegging, in die zin dat een deel van deze oud Philips mensen dezelfde indexatie krijgt als de actieve deelnemers bij het Philips pensioenfonds indien SPA minder indexeert dan het Philips pensioenfonds (de z.g. C&P-garantie).

4.3 Gewezen Deelnemers met pensioenrichtleeftijd 62,5: Atos ML (62,5) en Atos BP (62,5)

4.3.1 Middelloonregeling: ATOS ML (62,5)

In deze regeling wordt sinds 2005 niet meer actief opgebouwd. De ATOS ML (62,5), die met name gold voor gewezen deelnemers geboren vóór 1 januari 1950 en deelnemer op 31 december 2005 was een middelloonregeling. Echter ook bijvoorbeeld gewezen deelnemers geboren na 1 januari 1950 en deelnemer op 31 december 2005 maar die hun reeds opgebouwde rechten in de 62,5 regeling niet uitstelden naar de nieuwe pensioenrichtleeftijd van 65 jaar, vallen onder dit reglement. Dit reglement gold voor een inkomen tot een bepaalde grens (in 2022 laatstelijk vastgesteld op € 44.922,-). De pensioenrichtleeftijd is voor deze groep 62,5 jaar. Uitstel tot de AOW-datum is mogelijk. De pensioengrondslag in ATOS ML (62,5) was gelijk aan de brutogrondslag (eventueel gemaximeerd) minus de franchise (in 2022 laatstelijk vastgesteld op € 14.802,-)

In ATOS ML (62,5) werd jaarlijkse een ouderdomspensioen opgebouwd ter grootte van 2,18% van de pensioengrondslag. Het bestuur streeft ernaar jaarlijks een toeslag te kunnen verlenen op de pensioenen/pensioenaanspraken (indexatie ambitie). Naast het ouderdomspensioen bevatte ATOS ML (62,5) een overbruggingspensioen voor de periode tot de AOW-leeftijd van 65 jaar. Tevens bood ATOS ML (62,5) het volgende:

- Diverse omzettingmogelijkheden van het ouderdomspensioen (eerder/latere, hoog/laag, wel/geen inruil voor nabestaandenpensioen).
- De mogelijkheid om gedurende het actieve deelnemerschap een nabestaandenpensioen te verzekeren. Er was geen salaris maximum voor het nabestaandenpensioen.
- Wezenpensioen.
- Een arbeidsongeschiktheidspensioen.
- Premievrij deelnemerschap gedurende arbeidsongeschiktheid.
- Toeslag op de pensioenaanspraken.

Bij arbeidsongeschiktheid in de zin van de WIA (d.w.z. de WIA-uitkering is ingegaan), werd premievrije opbouw van de in het vooruitzicht gestelde pensioenaanspraken verleend, en indien van toepassing, arbeidsongeschiktheidspensioen uitgekeerd.

Beschikbare premiereregeling: ATOS BP (62,5)

Met name voor de groep gewezen deelnemers geboren vóór 1 januari 1950 en deelnemer op 31 december 2005 was er ATOS BP (62,5), een beschikbare premiereregeling. Dit reglement gold voor een inkomen boven het grensbedrag (in 2022 laatstelijk vastgesteld op € 44.922,-) en kent nog steeds een pensioenrichtleeftijd van 62,5 jaar.

Voor deelnemers met een bruto grondslag hoger dan het grensbedrag, gold voor het inkomen boven genoemde grens een Beschikbare Premiereregeling. Deze regeling voorzag in een pensioenuitkering,

waarvan de hoogte afhangt van de ingelegde bijdrage (premie) en de beleggingsopbrengsten. Naast de voor de onderneming verplichte premie kon ook vanuit het keuzesysteem (een systeem dat bij de onderneming de mogelijkheid biedt om inkomenselementen anders te besteden dan simpel betaalbaar stellen) premie worden gestort.

De reguliere premie in ATOS BP (62,5), welke leeftijdsafhankelijk was, werd uitgedrukt in een percentage van de brutogrondslag boven het grensbedrag. De reguliere premie bestond uit een werkgeversdeel (55% van de totale bijdrage) en een werknemersdeel (45% van de totale bijdrage). Het werknemersdeel was vrijwillig.

De deelnemer had de mogelijkheid aan te geven waarin de premie werd belegd. Hiervoor bestaan twee beleggingsprofielen t.w. het Life Cycle beleggingsprofiel en het Self Select beleggingsprofiel. De gewezen deelnemer heeft nog steeds de mogelijkheid om periodiek te switchen tussen zowel de beleggingsprofielen als tussen de beleggingsfondsen binnen het beleggingsprofiel Self Select.

Op de pensioengerechtigde leeftijd wordt het gehele beleggingssaldo gebruikt om een pensioen in te kopen op basis van ATOS ML (62,5). Dit pensioen is een levenslang ouderdomspensioen, eventueel in combinatie met een nabestaandenpensioen ten behoeve van de partner.

Bij overlijden voor de pensioendatum wordt van het op dat moment aanwezige beleggingssaldo een nabestaandenpensioen of indien van toepassing een wezenpensioen ingekocht. Bij arbeidsongeschiktheid in de zin van WIA werden de premiebijdragen voortgezet voor rekening van het Pensioenfonds.

Ex KPMG-regeling

Voor werknemers van Atos Consulting, die voor 1 januari 1950 geboren zijn werden de ex KPMG-regelingen voortgezet. De regelingen zijn gesloten voor nieuwe toetreders. Het ging om een gering aantal werknemers die nu met (vroeg)pensioen zijn.

De pensioenregelingen bestaan uit een ouderdomspensioen- en nabestaandenpensioenregeling met pensioenleeftijd 65 en een vroegpensioenregeling met pensioenleeftijd 62. Beide regelingen zijn een middelloonregeling op basis van een uitkeringsovereenkomst.

4.3.2 Rekenregels

Voor onderstaande pensioenkeuzes zijn rekenregels opgenomen in Appendix B:

- hoog-laag-regeling;
- vervroeging van (tijdelijk) ouderdomspensioen;
- uitstel van (tijdelijk) ouderdomspensioen;
- omzetting ouderdomspensioen in nabestaandenpensioen;
- afkoop pensioen;
- inkoop pensioen bij pensionering en overlijden;
- Pensioenknip.

4.4 Gewezen Deelnemers met pensioenrichtleeftijd 65: Atos ML en Atos BP

4.4.1 Middelloonregeling: ATOS ML

ATOS ML was een middelloonregeling. De regeling is de meest recente en gold met name voor gewezen deelnemers geboren op of na 1 januari 1950 en die deelnemer waren op 31 december 2005 en voor gewezen deelnemers die op of na 1 januari 2006 deelnemer werden. Deze gold voor een inkomen tot het grensbedrag (in 2022 € 44.922,-). De pensioenrichtleeftijd is 65 jaar. Uitstel tot de AOW-datum is mogelijk. De pensioengrondslag in ATOS ML is gelijk aan de brutogrondslag (eventueel gemaximeerd) minus de franchise (in 2022 laatstelijk vastgesteld op € 14.802,-)

In ATOS ML werd jaarlijkse een ouderdomspensioen opgebouwd ter grootte van 2,25% (tot 2013) of 1,63% (in 2013) van de pensioengrondslag; De regeling bood tot en met 2013 de mogelijkheid om gedurende het actieve deelnemerschap een nabestaandenpensioen te verzekeren. Er was geen salaris maximum voor het nabestaandenpensioen. Het bestuur streeft er naar jaarlijks een toeslag te kunnen verlenen op de pensioenen/pensioenaanspraken. Tevens biedt ATOS ML het volgende:

- Diverse omzettingmogelijkheden van het ouderdomspensioen (eerder, hoog/laag, wel/geen inruil voor nabestaandenpensioen);
- Wezenpensioen;
- Een arbeidsongeschiktheidspensioen; bij arbeidsongeschiktheid werd premievrije opbouw van de in het vooruitzicht gestelde pensioenaanspraken verleend en, indien van toepassing, arbeidsongeschiktheidspensioen uitgekeerd.

4.4.2 Beschikbare premiereregeling: ATOS BP

ATOS BP was een beschikbare premiereregeling. Deze gold voor een bruto grondslag boven het grensbedrag (in 2022 laatstelijk vastgesteld op € 44.922,-).

Deze regeling voorzag in een pensioenuitkering, waarvan de hoogte afhangt van de ingelegde bijdrage(premie) en de beleggingsopbrengsten. Naast de voor de onderneming verplichte premie en de voor de werknemers onverplichte premie, konden ook vanuit het keuzesysteem (een systeem dat bij de onderneming de mogelijkheid biedt om inkomenselementen anders te besteden dan simpel betaalbaar stellen) premies worden gestort.

De reguliere bijdrage in het ATOS BP, welke leeftijdsafhankelijk was, werd uitgedrukt in een percentage van de brutogrondslag boven het grensbedrag. De reguliere premie bestond uit een werkgeversdeel (55% van de totale premie) en een werknemersdeel (45% van de totale premie). Het werknemersdeel was vrijwillig.

De gewezen deelnemer heeft ondanks sluiting van het Pensioenfonds nog steeds de mogelijkheid aan te geven waar het kapitaal in wordt belegd. Hiervoor bestaan twee beleggingsprofielen te weten het Life Cycle beleggingsprofiel en het Self Select beleggingsprofiel. De gewezen deelnemer heeft de mogelijkheid om periodiek te switchen tussen zowel de beleggingsprofielen als tussen de beleggingsfondsen binnen beleggingsprofiel Self Select.

Op de pensioengerechtigde leeftijd wordt het gehele beleggingssaldo gebruikt om een pensioen in te kopen op basis van ATOS ML. Dit pensioen is een levenslang ouderdomspensioen, eventueel in combinatie met een nabestaandenpensioen ten behoeve van de partner.

Bij overlijden voor de pensioendatum wordt van het op dat moment aanwezige beleggingssaldo een nabestaandenpensioen of, indien van toepassing, een wezenpensioen ingekocht. Bij toegekende minimaal 35% arbeidsongeschiktheid in de zin van de WIA werd de premiebijdragen voortgezet voor rekening van het Pensioenfonds.

Voor oud AKZO-medewerkers geldt er nog een AKZO-garantieregeling die extra pensioen toezegt als men tot de leeftijd van 62,5 jaar in dienst blijft van Atos. Daar zitten nog maar minder dan 4 mensen in.

4.4.3 Rekenregels

Rekenregels voor onderstaande pensioenkeuzes zijn opgenomen in Appendix B:

- hoog-laag-regeling.
- vervroeging en uitstel van ouderdomspensioen.
- omzetting ouderdomspensioen in nabestaandenpensioen.

- afkoop pensioen.
- inkoop pensioen bij pensionering en overlijden.
- pensioenknip bij inkoop ouderdomspensioen en direct ingaand nabestaandenpensioen.

5 Uitvoeringsovereenkomst

Het Pensioenfonds was met de Werkgever volgtijdelijk verschillende uitvoeringsovereenkomsten aangegaan. Deze zijn allen opgezegd. De laatste werd eind december 2013 gesloten en is per 27 november 2014 door de Werkgever opgezegd.

5.1 Bepalingen van het pensioenreglement

De Werkgever stelde het Pensioenfonds alle gegevens ter beschikking voor het uitvoeren van de pensioenregelingen. Het Pensioenfonds is verplicht de gesloten pensioenregelingen juist, volledig en tijdig uit te voeren. Nog steeds voert het Pensioenfonds enkele handelingen voor de Werkgever uit en worden in dat kader gegevens onderling uitgewisseld.

Het was het Pensioenfonds niet toegestaan het pensioenreglement te wijzigen, voor zover de wijziging niet in overeenstemming was met de pensioenovereenkomst waarop het reglement gebaseerd was en de uitvoeringsovereenkomst, tenzij de wijziging het gevolg was van (aangepaste) wet- en/of regelgeving.

Het Pensioenfonds neemt geen bepalingen in het pensioenreglement op die in strijd zijn met vigerende wet- en/of regelgeving.

6 De berekening van de voorziening pensioenverplichting

6.1 Berekening van de voorziening pensioenverplichtingen

De voorziening pensioenverplichting is gelijk aan de contante waarde van de per de balansdatum reglementair opgebouwde pensioenaanspraken. Bij de toekenning van een nabestaandenpensioen ten gevolge van een overlijden wordt de contante waarde van dit pensioen direct toegevoegd aan de voorziening pensioenverplichtingen.

Voor de arbeidsongeschikte deelnemers wordt de contante waarde van de toekomstige pensioenopbouw in de voorziening pensioenverplichtingen opgenomen. Er wordt een opslag van 5% meegenomen in de voorziening pensioenverplichtingen voor het nabestaandenpensioen ter dekking van het wezenpensioen. Bij de berekening van de voorziening pensioenverplichtingen is rekening gehouden met overlevingskansen en intrestverwachtingen.

Aanpassing van de grondslagen vindt in principe plaats zodra nieuwe overlevingstafels beschikbaar zijn, dan wel indien de ontwikkelingen bij het Pensioenfonds daar aanleiding toe geven.

Een specificatie van de grondslagen is opgenomen in Appendix A.

Als technische voorzieningen heeft het Pensioenfonds een voorziening pensioenverplichtingen en een beschikbare premie-kapitaalvermogen. De voorziening pensioenverplichtingen is gelijk aan de som van de contante waarde van de opgebouwde pensioenaanspraken en van de ingegane pensioenuitkeringen.

Het beschikbare premie-kapitaalvermogen is gelijk aan de som van de pensioenkapitalen als bedoeld in ATOS BP.

Het beleid met betrekking tot omzetting van BP-kapitalen in pensioenaanspraken is als volgt: de inkoop vanuit de BP-regeling zal gebeuren op basis van het drie-maands voortschrijdend gemiddelde van de actuele dekkingsgraad.

6.2 Vereist vermogen

6.2.1 Minimaal vereist vermogen

Het minimaal vereist vermogen is gelijk aan de som van:

- De voorziening pensioenverplichtingen inclusief de voorziening voor rekening en risico gewezen deelnemers;
- 4% over de voorziening pensioenverplichtingen voor rekening van het Pensioenfonds plus 0,3% over het risicokapitaal plus 1,0% over de voorziening voor rekening en risico gewezen deelnemers.

6.2.2 Vereist eigen vermogen

A. Vereist eigen vermogen voor wettelijke rapportagedoeleinden

Het vereist eigen vermogen (VEV) is het vermogen dat gerelateerd is aan de evenwichtssituatie van het Pensioenfonds. In deze evenwichtssituatie is het eigen vermogen vastgesteld op een wijze dat met de wettelijke vastgestelde zekerheid van 97,5% wordt voorkomen dat het vermogen van het Pensioenfonds binnen één jaar minder bedraagt dan de technische voorzieningen (voorziening pensioenverplichtingen inclusief de voorziening voor rekening en risico gewezen deelnemers).

Het VEV wordt vastgesteld op basis van het standaardmodel als bedoeld in artikel 12, lid 1, van het Besluit Financieel Toetsingskader (FTK) pensioenfondsen.

Op grond van het standaardmodel is sprake van voldoende eigen vermogen in vergelijking met het VEV indien het eigen vermogen groter is dan S zoals hierna bepaald.

Het VEV wordt elk kwartaal berekend met de S-formule:

Renterisico (S_1)

Het effect van een schok n.a.v. een ongunstige wijziging van de rentetermijnstructuur.

Risico zakelijke waarden (S_2)

Het effect van een daling van de zakelijke waarden aan de hand van een daling van de benchmark voor aandelen met 30% voor beursgenoteerde aandelen in ontwikkelde markten, met 40% voor aandelen in emerging markets, met 40% voor private equity en met 15% voor onroerend goed (direct en indirect).

Valutarisico (S_3)

Het vereist vermogen voor valutarisico wordt vastgesteld voor enerzijds ontwikkelde markten (S_{3A}) en anderzijds opkomende markten (S_{3B}) en gecombineerd aan de hand van de voorgeschreven formules:

1) Het vereist vermogen voor valutarisico (S_3) voor de totale portefeuille is gelijk aan de som van het vereist vermogen voor valutarisico van ontwikkelde en opkomende markten, rekening houdend met een correlatie van 0,25:

$$S_3 = \sqrt{S_{3A}^2 + S_{3B}^2 + 2 \cdot 0,25 \cdot S_{3A} \cdot S_{3B}}$$

2) Hierbij wordt het vereist vermogen voor valutarisico op ontwikkelde markten (S_{3A}) bepaald als de som van exposures op individuele valuta in ontwikkelde markten, rekening houdend met een correlatie van 0,50 en een daling van deze valuta ten opzichte van de euro met 20%:

$$S_{3A} = \sqrt{\sum_i S_{3(i)}^2 + \sum_{i,j \ i \neq j} 0,50 \cdot S_{3(i)} \cdot S_{3(j)}}$$

3) Het vereist vermogen voor valutarisico op opkomende markten (S_{3B}) wordt bepaald als de som van exposures op individuele valuta van opkomende markten, rekening houdend met een correlatie van 0,75 en een daling van deze valuta ten opzichte van de euro met 35%:

$$S_{3B} = \sqrt{\sum_k S_{3(k)}^2 + \sum_{k,l \ k \neq l} 0,75 \cdot S_{3(k)} \cdot S_{3(l)}}$$

Bij de bepaling van het vereist vermogen per individuele valuta wordt rekening gehouden met de 'net exposure', dat wil zeggen de gevoeligheid voor een daling in deze valuta ten opzichte van de euro rekening houdend met eventuele valuta-afdekking.

Grondstoffenrisico (S_4)

Het effect van daling van de benchmark voor grondstoffen met 35%.

Kredietrisico (S_5)

Het effect van een toename van de credit spread van 0 basispunten (bij rating AAA), 80 basispunten (bij rating AA), 130 basispunten (bij rating A), 180 basispunten (bij rating BBB) en 530 basispunten (bij rating < BB) op de portefeuille vastrentende waarden met een kredietrisico.

M.b.t. de cash die strategisch in de RCP-portefeuille worden aangehouden geldt dat hiervoor geen kredietrisicobuffer wordt aangehouden.

Verzekeringstechnisch risico (S₆)

De vereiste solvabiliteit voor verzekeringstechnische risico's bedraagt een percentage van de op actuele waarde berekende technische voorziening. Dit percentage is afhankelijk van de gemiddelde leeftijd in het Pensioenfonds, het karakter van de pensioenregeling en het aantal deelnemers en gewezen deelnemers.

Liquiditeitsrisico (S₇)

Liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het Pensioenfonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Waar de overige risicocomponenten vooral de langere termijn betreffen (solvabiliteit), gaat het hierbij om de kortere termijn. Dit risico kan worden beheerst door in het strategische en tactische beleggingsbeleid voldoende ruimte aan te houden voor de liquiditeitsposities. Er moet eveneens rekening worden gehouden met de directe beleggingsopbrengsten en andere inkomsten. De beleggingsportefeuille is heel liquide.

Concentratierisico (S₈)

Concentratierisico is het risico dat een groot deel van het vermogen in slechts bepaalde regio's, economische sectoren of tegenpartijen belegt. Dit kan dus optreden als een adequate spreiding van activa ontbreekt. Een portefeuille van leningen die sterk sector gebonden is, kan door deze sectorconcentratie een verhoogd risico lopen. Indien aandelen in dezelfde sector worden aangehouden is sprake van een cumulatief concentratierisico. Grote posten zijn aan te duiden als een vorm van concentratierisico. Om te bepalen welke posten hieronder vallen moeten per beleggingscategorie alle instrumenten met dezelfde debiteur worden gesommeerd. Als grote post wordt aangemerkt elke post die meer dan 2% van het balanstotaal uitmaakt.

Operationeel risico (S₉)

Operationeel risico is het risico van een onjuiste afwikkeling van transacties, fouten in de verwerking van gegevens, het verloren gaan van informatie, fraude en dergelijke. Dergelijke risico's worden door het Pensioenfonds beheerst door het stellen van hoge kwaliteitseisen aan de organisaties die bij de uitvoering betrokken zijn op gebieden zoals interne organisatie, procedures, processen en controles, kwaliteit geautomatiseerde systemen, enzovoorts. Deze kwaliteitseisen worden periodiek getoetst door het bestuur.

Actief beheer risico (S₁₀)

Deze buffer wordt berekend op basis van de tracking error en de TER. SPA heeft geen (in het kader van haar dynamische beleid) beleidsmatige invulling gegeven aan wat het strategisch beoogd VEV moet zijn en er wordt dus voor het strategisch VEV de feitelijke tracking error's en TER van de zakelijke waarden fondsen aangehouden.

Totaal risico (S)

Het totale risico is gelijk aan

$$= \sqrt{S_1^2 + S_2^2 + 2 \cdot \rho_{1,2} S_1 S_2 + S_3^2 + S_4^2 + S_5^2 + 2 \cdot \rho_{1,5} S_1 S_5 + 2 \cdot \rho_{2,5} S_2 S_5 + S_6^2 + S_7^2 + S_8^2 + S_9^2 + S_{10}^2}$$

Het VEV is naast onderdeel van de risicohouding ook 1 van de 2 belangrijke risico-indicatoren van het Pensioenfonds. De dynamische risicohouding is gerelateerd aan het VEV, waarbij vooralsnog een maximum van 22,5% wordt gehanteerd. De andere gehanteerde indicator is een korte termijn risico-indicator, namelijk de 6-maands ex ante TE van de portefeuille t.o.v. de verplichtingen, waarvoor een risicobudget van 16% wordt gehanteerd..

B. VEV in overige situaties

Bij bijvoorbeeld de ALM-studie wordt ook met het VEV gerekend, maar in dat geval blijft het BP-kapitaal buiten beschouwing en wordt het VEV derhalve exclusief het kapitaal dat voor rekening en risico van de gewezen deelnemers in de BP-regeling wordt aangehouden berekend. Dit is een logisch gevolg van het feit dat dit kapitaal geen onderdeel uitmaakt van het beleggingsbeleid van het fonds zelf. Het verschil met het voor rapportagedoeleinden berekende VEV is overigens ongeveer 1,5% VEV en slinkt, omdat de omvang van het kapitaal in de BP-regeling slinkt.

7 De waarderingsgrondslagen van de balans en sturingsmiddelen

7.1 Balanswaardering van de activa

Het Pensioenfonds kent de volgende activa met bijbehorende balanswaardering:

- Aandelen, obligaties en derivaten worden tegen de actuele ofwel beurswaarde in de balans opgenomen. Onder aandelen zijn mede opgenomen de portefeuilles bij derden waarvan het Pensioenfonds slechts economisch eigenaar is (pooling).
- Liquiditeiten, diverse vorderingen en schulden worden gewaardeerd tegen nominale waarde.
- Alle waarden luidende in vreemde valuta worden omgerekend in Euro's (€) tegen de indicatiekoersen van DNB per de balansdatum.

Waardeveranderingen worden getoond in de rekening van baten en lasten. Voor verschillen tussen het vereist eigen vermogen en het minimum vereist eigen vermogen wordt een "beleggingsreserve" aangehouden. Een negatieve reserve wordt aangezuiverd tot nihil vanuit de "overige reserve" van het fonds, zoals opgenomen in de jaarrekening van SPA.

Waardering beleggingen

Beleggingen worden gewaardeerd tegen reële waarde. Slechts indien de reële waarde van een belegging niet betrouwbaar kan worden vastgesteld, vindt waardering plaats op basis van rekenmodellen. Overlopende activa en passiva worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs. Het verschil met reële waarde is bij deze activa en passiva in het algemeen gering. De liquiditeiten vermogensbeheer worden gewaardeerd tegen reële waarde zijnde de nominale waarde.

Participaties in beleggingspools en -instellingen die gespecialiseerd zijn in een bepaald soort beleggingen, worden gerubriceerd en gewaardeerd volgens de grondslagen voor die onderliggende beleggingen ("look-through" benadering).

Bij gemengde beleggingsfondsen wordt aangesloten bij de hoofdcategorie, bepaald op basis van reële waarde.

Financiële instrumenten worden gebruikt ter afdekking van beleggingsrisico's en het realiseren van het vastgelegde beleggingsbeleid. De derivatenposities zijn opgenomen als een afzonderlijke beleggingscategorie.

Reële waarde

De beleggingen van het pensioenfonds worden gewaardeerd tegen de reële waarde per balansdatum. Voor de meerderheid van de financiële instrumenten van het pensioenfonds kan gebruik worden gemaakt van genoteerde marktprijzen. Derivaten worden gewaardeerd door gebruik te maken van netto contante waarde berekeningen of met behulp van marktconforme en toetsbare waarderingsmodellen. Bepaalde instrumenten, zoals participaties in beleggingsfondsen worden gewaardeerd door gebruik te maken van de intrinsieke waarde. Het is gebruikelijk en mogelijk om de reële waarde binnen een aanvaardbare bandbreedte van schattingen vast te stellen. Slechts indien de reële waarde van een beleggingen niet betrouwbaar kan worden vastgesteld, vindt waardering plaats op basis van geamortiseerde kostprijs rekening houdend met mogelijke waardevermindering. Voor financiële instrumenten zoals beleggingsvorderingen en -schulden geldt dat de boekwaarde de reële waarde benadert als gevolg van het korte termijn karakter van de vorderingen en schulden. De boekwaarde van alle activa en de financiële verplichtingen op balansdatum benadert de reële waarde.

Participaties in vastgoedbeleggingsinstellingen

Participaties in vastgoedbeleggingsinstellingen worden gewaardeerd tegen de reële waarde per balansdatum. Voor zover deze instellingen aan de beurs genoteerd zijn, is dit de beurswaarde per balansdatum. Indien deze niet-beursgenoteerd zijn, is de waardering gebaseerd op het aandeel dat het pensioenfonds heeft in het eigen vermogen van de niet beursgenoteerde vastgoedbelegging per balansdatum.

Aandelen

Aandelen worden gewaardeerd tegen reële waarde. Voor beursgenoteerde aandelen is dit de beurswaarde. Voor niet beursgenoteerde participaties in aandelenfondsen is dit de intrinsieke waarde, die de reële waarde van de onderliggende beleggingen representeert.

Vastrentende waarden

Vastrentende waarden worden gewaardeerd tegen reële waarde inclusief opgelopen rente. Voor beursgenoteerde vastrentende waarden is dit de beurswaarde per balansdatum (mid price). Voor niet-beursgenoteerde participaties in vastrentende waardenfondsen is dit de intrinsieke waarde, die de reële waarde van de onderliggende beleggingen representeert.

Derivaten

Derivaten worden gewaardeerd tegen reële waarde, te weten de relevante marktnotering of, als die er niet is, de waarde die wordt bepaald met behulp van marktconforme en toetsbare waarderingmodellen.

Derivaatcontracten met een negatieve waarde worden in de balans onder de overige schulden en overlopende passiva verantwoord.

Overige beleggingen

Onder overige beleggingen worden opgenomen die beleggingen die niet als een van de hiervoor opgesomde beleggingen geassocieerd kunnen worden.

7.2 Balanswaardering van de passiva

Het Pensioenfonds kent de volgende passiva met bijbehorende balanswaardering:

7.2.1 Voorzieningen

- Voorziening pensioenverplichtingen:
de voorziening pensioenverplichtingen is actuariel berekend als de som van de contante waarden van de verkregen pensioenaanspraken. Het latente ongehuwdenpensioen wordt berekend o.b.v. een procedure waarin actuariële contante waarde factoren worden bepaald, specifiek voor deze pensioenvorm. Als grondslagen hanteert het Pensioenfonds de fondsgrondslagen, met de uitzondering dat afwijkende gehuwdheidsfrequenties worden gehanteerd naar aanleiding van een advies van Mercer. De onderliggende basisgegevens van de verzekerde – waaronder de pensioendatum – zijn vastgelegd in het Achmea Pensioenservices Maia systeem en wordt gehanteerd bij de berekeningen. De waarderingwijze van het (ingegaan) tijdelijk partnerpensioen gaat ook o.b.v. een procedure die – rekening houdend met de fondsgrondslagen – de actuariële factoren bepaald. De basisgegevens van de partner – waaronder de expiratiedatum – zijn vastgelegd in het Achmea Pensioenservices systeem Maia en wordt gehanteerd voor de berekeningen.
- Voorziening voor rekening en risico gewezen deelnemers:
de voorziening voor rekening en risico gewezen deelnemers is gelijk aan de som van de pensioenkapitalen als bedoeld in ATOS BP.

Kortlopende schulden en overlopende passiva worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

7.2.2 Reserves

- Reserve algemene risico's:
de reserve algemene risico's is gelijk aan het minimum VEV.

- Beleggingsreserve:
de beleggingsreserve is maximaal gelijk aan het vereist eigen vermogen (dit is een moment opname en kan variëren). De technische voorziening voor risico van gewezen deelnemers wordt hiervoor buiten beschouwing gelaten.
- Overige reserve:
deze reserve is het reserveoverschot of -tekort, dat voortvloeit uit de toepassing van de rekenregels uit de ABTN.

Jaarlijks wordt, nadat de voorzieningen en reserves op een voldoende peil zijn gebracht, het resultaat van het Pensioenfonds ten gunste dan wel ten laste van de overige reserve gebracht. Daarbij wordt rekening gehouden met de herkomst van de middelen zoals genoemd in deze paragraaf.

7.3 Berekenen van de (beleids)dekkingsgraad

De procedure voor het berekenen van de (beleids)dekkingsgraad is als volgt: de beleidsdekkingsgraad wordt berekend als het gemiddelde van de 12 laatst gerapporteerde dekkingsgraden in de DNB-maandrapportages, inclusief de maand waarover gerapporteerd wordt.

Achmea Pensioenservices hanteert hierbij specifieke beheersmaatregelen m.b.t. het berekenen van de (beleids)dekkingsgraad waarvoor in het ISAE 3402 control framework de volgende beheersmaatregel is opgenomen:

De berekening vindt plaats in het proces 'Invoering en goedkeuring FTK-staten'. Maandelijks stelt de medewerker Actuarieel/Fondscontrol van Achmea Pensioenservices op basis van de financiële- en beleggingsadministratie van de Caceis de FTK-staten (met (beleids)dekkingsgraad) op en voert deze in de door de DNB ter beschikking gestelde applicatie op. Een tweede medewerker stelt de juistheid van de ingevoerde FTK (maand/kwartaal) staten in de door DNB ter beschikking gestelde applicatie vast aan de hand van het onderliggende dossier. Daarna wordt de berekening voorgelegd aan een bestuurslid en het pensioenbureau. Na akkoord van het bestuurslid, wordt de FTK-staat door Achmea Pensioenservices ingediend in het Digitaal Loket Rapportages van DNB.

7.4 Financiering

De financiële middelen die het Pensioenfonds nodig heeft voor de financiering van alle pensioenverplichtingen komen uit beleggingsopbrengsten en kapitaalstortingen.

7.4.1 Sturingsmiddelen

Toeslag

Door de omvang van de toeslag, wordt het bestuur in staat gesteld van jaar tot jaar een directe kostenpost te beïnvloeden.

In het beleidskader wordt de actuele beleidsdekkingsgraad als maatstaf gebruikt voor de inzet van dit sturingsmiddel. De actuele beleidsdekkingsgraad (DG) is gedefinieerd als:

DG = het gemiddelde van de over de afgelopen 11 maanden aan DNB gerapporteerde dekkingsgraad tezamen met de volgende per einde maand berekende dekkingsgraad (totaal activa +/- schulden)/(marktwaarde van de nominale pensioenverplichtingen)⁷.

⁷ Bij deze dekkingsgraadberekening worden zoals eerder gesteld de BP-kapitalen meegenomen in de teller en in de noemer.

Onder het toeslagbeleid wordt een schema weergegeven met daarin de hoogte van de toeslag in combinatie met de hoogte van de beleidsdekkingsgraad. Dat betekent niet dat indien aan een bepaalde eis voldaan wordt, dat er automatisch toeslag verleend wordt. Het beleidskader geeft aan dat het bestuur bij een bepaald vermogen kan besluiten om een bepaalde mate van indexatie toe te kennen. Het beleidskader geeft in die zin wel richting aan, maar geen recht.

Beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid kan ook als sturingsmiddel worden ingezet. Primair betekent dit dat getracht kan worden het rendement te verhogen, maar dat gaat altijd gepaard met het verhogen van het rekentechnische risico.

1. Door de volatiliteit op de markten zal er soms sprake zijn van zogenaamde herstelperiodes. De herstelperiodes treden in werking indien het eigen vermogen van het Pensioenfonds zich onder het minimaal VEV bevindt. Alsdan zal het Pensioenfonds een herstelplan opstellen conform artikel 140 van de Pensioenwet.
2. Indien het eigen vermogen van het Pensioenfonds zich onder het VEV bevindt, zal het Pensioenfonds een herstelplan opstellen conform artikel 138 van de Pensioenwet. Hierbij zal het Pensioenfonds parameters hanteren die voldoen aan artikel 144 van de Pensioenwet.

In deze situaties zal ook het crisisplan in werking kunnen treden.

Gewoonlijk is een sturingsmiddel nodig na een negatieve ontwikkeling op de financiële markten (rente omlaag waardoor verplichtingen stijgen, aandelenkoersen omlaag, etc., waardoor het eigen vermogen gedaald is). Dat betekent vrijwel altijd dat de prijzen van aandelen naar beneden zijn gekomen en dus goedkoop kunnen worden ingekocht of dat prijzen van obligaties zijn gestegen en ze met winst verkocht kunnen worden. Dat zijn ook de momenten om “een zinvol dynamisch beleid” (renteafdekking en aandelenexposure afhankelijk van marktomstandigheden variëren) te voeren. Het risico neemt derhalve wel rekentechnisch toe (meer aandelen of bijvoorbeeld een lagere rentehedge betekenen dat het Pensioenfonds meer eigen vermogen moet aanhouden volgens de DNB-regels) maar economisch zijn de extra beleggingen of lagere rentehedge minder risicovol dan op de prijsniveaus die voor de daling aan de orde waren. Het sturingsmiddel van de beleggingen sluit daarom goed aan bij het anticyclische beleggingsbeleid, maar betekent dus wel dat in tijden dat “sturing” nodig is, het VEV altijd hoger zal worden. Om sturing mogelijk te maken moet er dus ook voldoende ruimte zijn om deze toe te passen. Daarom is er ook m.b.t de risicohouding gekozen voor een VEV-bandbreedte en bandbreedtes rond de beleggingscategoriën.

7.4.2 Toeslagbeleid

De indexatie-ambitie van het Pensioenfonds is dat jaarlijks toeslag wordt verleend van 100% van de waardevastheidsindex (oktober t/m oktober). Het bestuur beslist evenwel jaarlijks in hoeverre pensioenrechten en pensioenaanspraken worden aangepast. Voor deze voorwaardelijke toeslagverlening is geen reserve gevormd en wordt geen premie betaald. De toeslagverlening wordt uit beleggingsrendement gefinancierd.

De Waardevastheidsindex is de Consumenten Prijs Index (CPI) voor alle huishoudens (afgeleid) van het Centraal Bureau voor de Statistiek.

Het toeslagbeleid moet voldoen aan artikel 137 van de Pensioenwet betreffende de haalbaarheid.

Het toeslagbeleid van het Pensioenfonds is te typeren als een voorwaardelijk toeslagbeleid. Er kan worden geïndexeerd vanaf een beleidsdekkingsgraad⁸ van 110%.

⁸ Zie voetnoot 12.

Door het bestuur wordt de volgende richtlijn gehanteerd bij het bepalen van toeslagen. Deze richtlijn voor het toeslagbeleid evenals de bijbehorende toeslagtabel hebben geen bindend karakter. Het bestuur moet haar vrijheid bewaren om wegens allerlei omstandigheden af te zien van het verlenen van een toeslag. Ook (toekomstige) wettelijke bepalingen kunnen hiertoe dwingen. Uitgangspunt van het toeslagbeleid blijft dat er een ambitie en richtlijn is, maar dat het bestuur jaarlijks besluit of men vindt dat, alle omstandigheden en verwachtingen op termijn in ogenschouw nemende, een toeslag verleend kan worden. Dit leidt tot de volgende uitgangspunten voor het toeslagbeleid:

1. De keuze om een toeslag te verlenen moet worden genomen overeenkomstig de bepalingen van het Pensioenreglement en zal volledig tot de beleidsvrijheid van het bestuur van de SPA behoren.
2. De hoogte van de toeslag wordt gebaseerd op
 - (de door DNB-methodiek voorgeschreven) beleidsdekkingsgraad⁹ van het fonds op 31 december van het voorgaande jaar in relatie met de indicatieve tabel Toeslagbeleid (zie onder); en
 - de verwachte financiële positie op korte en lange termijn. Bij de verwachtingen spelen elementen als een mogelijke verhoging van de leeftijdsverwachting en de wettelijke randvoorwaarden een rol.
 Bij het bepalen van de hoogte van de toeslag zal dit dus niet alleen gebeuren op basis van de financiële positie per einde jaar sec.
3. De segmentering naar het niveau van de beleidsdekkingsgraad zoals gepresenteerd in de tabel hieronder zal opnieuw worden bezien als de toepasselijke regels van DNB worden veranderd of marktomstandigheden aanzienlijk zijn veranderd.
4. De SPA heeft volledige discretionaire bevoegdheid met betrekking tot de in onderstaande tabel opgenomen richtlijnen die met betrekking tot het toeslagbeleid aan het besluitvormingsproces binnen het bestuur ten grondslag zullen liggen.

A. *Indicatieve Tabel Toeslagbeleid*¹⁰

<i>Beleidsdekkingsgraad per 31 December</i>	<i>Toeslag</i>
<i>Boven 136%</i>	<i>100% van CPI huishoudens afgeleid</i>
<i>110% - 136%</i>	<i>Wettelijk maximaal toegestane % van CPI huishoudens afgeleid (duurzaam indexeren eis)</i>
<i>Beneden 110%</i>	<i>0% van CPI huishoudens afgeleid</i>

5. Inhaalindexatie

⁹ Zie voetnoot 12.

¹⁰ De tabel is o.b.v. berekeningen in 2023 geactualiseerd t.o.v. het memo Toeslagbeleid uit 2018, waar de tabel ook indicatief is. De gehanteerde beleidsdekkingsgraad is de wettelijke gerapporteerde beleidsdekkingsgraad inclusief het BP kapitaal.

- vanaf een beleidsdekkingsgraad boven de 136% wordt er inhaalindexatie toegepast. De inhaalindexatie is zo hoog als mogelijk is, zonder dat de beleidsdekkingsgraad als gevolg van de inhaalindexatie weer onder 136% DG belandt, met een maximum van 200% CPI afgeleid. Voor de inhaalindexatie wordt de volgende methodiek gebruikt: iedereen krijgt dezelfde inhaalindexatie. Eerst wordt het laatste jaar waarin niet geïndexeerd is ingehaald. Daarna het één na laatste jaar waarin niet geïndexeerd is en zo verder, tot er geen jaren meer over zijn waarin niet geïndexeerd is. M.b.t. pensioenen die aanwezig waren in het in te halen 'gemiste-indexatiejaar', maar die niet meer in het jaar dat de inhaal-indexatie wordt toegekend aanwezig zijn, geldt dat aan die pensioenen geen inhaal-indexatie meer wordt toegekend. Het streven is om alle sinds 2001 gemiste toeslagen in te halen. Voor de z.g. C&P-garantie (zie paragraaf 4.2) geldt er een aparte indexatie-toezegging; inhaalindexatie wordt met deze garantie verrekend.

Een toegekende verhoging van ingegane pensioenen en premievrije aanspraken is een verplichting van het Pensioenfonds en de contante waarde van de verhogingen wordt aan de voorziening pensioenverplichtingen toegevoegd.

7.4.3 Korting pensioenaanspraken en pensioenrechten

Wanneer bovenstaand sturingsmiddel niet tot het gewenste resultaat leidt, kan het Pensioenfonds verworven pensioenaanspraken en pensioenrechten verminderen. Dit kan uitsluitend indien:

- a. de technische voorzieningen en het minimaal vereist vermogen niet meer volledig door waarden zijn gedekt;
- b. het Pensioenfonds niet in staat is binnen een redelijke termijn de technische voorzieningen en het minimaal vereist vermogen door waarden te dekken zonder dat de belangen van gewezen deelnemers, pensioengerechtigden, andere aanspraakgerechtigden of de Werkgever evenredig worden geschaad; en
- c. alle overige beschikbare sturingsmiddelen, met uitzondering van het beleggingsbeleid, zijn ingezet zoals uitgewerkt in een herstelplan.

De vermindering kan op zijn vroegst een maand nadat de gewezen deelnemers, pensioengerechtigden, Werkgever en DNB hierover geïnformeerd zijn, worden gerealiseerd.

Wanneer het Pensioenfonds voornemens is over te gaan tot een vermindering zal dit door het Pensioenfonds onverwijld schriftelijk worden medegedeeld aan degenen wier pensioen of aanspraak op pensioen daardoor wordt getroffen alsmede aan de Werkgever.”

7.5 Toetsing, haalbaarheidstoets en URM koopkracht informatie

7.5.1 Toetsing

De toets in hoeverre het gevoerde beleid tot het gewenste resultaat leidt, vindt ten minste eenmaal per jaar plaats aan de hand van het jaarwerk. In de toets wordt in ieder geval meegenomen de grenzen voor het minimaal vereist vermogen en het vereiste vermogen. Zolang er sprake is van onderdekking vindt daarnaast een toets aan de hand van de evaluatie van het herstelplan en de eventuele benodigde bijstelling van dit plan plaats.

Een rapportage over de ontwikkeling van de beleggingen is op dag basis beschikbaar. De rapportage over de ontwikkeling van de beleggingen versus de verplichtingen vindt maandelijks plaats. Op basis daarvan kan bijstelling van het beleid of de invulling daarvan plaatsvinden.

7.5.2 Haalbaarheidstoets

Het Pensioenfonds voert jaarlijks een haalbaarheidstoets uit. Daarbij wordt bezien of het beleid en de doelstellingen haalbaar zijn binnen een door DNB voorgeschreven model.¹¹ Met de haalbaarheidstoets wordt jaarlijks berekend

- a) wat het (theoretisch conform het DNB-model) verwachte pensioenresultaat op fondsniveau vanuit de actuele DG en vanuit de 'VEV' DG is; en
- b) of het pensioenresultaat op fondsniveau in een "slecht weer"-scenario niet te veel afwijkt van het verwachte pensioenresultaat op fondsniveau.¹²

De procedure voor de uitvoering en vaststelling is daarbij als volgt: jaarlijks wordt aan de adviserend actuaris de opdracht gegeven de haalbaarheidstoets uit te voeren. De opdracht wordt daarbij in Q1 verstrekt en de resultaten worden in eerstvolgende vergaderingen van het bestuur besproken. Het bestuur stelt o.b.v. de door de adviserend actuaris verrichtte toets de uitkomsten vast. Daarbij wordt bezien of de uitkomsten nog steeds passen binnen de met het VO afgesproken kaders - i.c. de ondergrenzen en maximale negatieve afwijking (zie hieronder) - en kan bepaald worden of de uitgangspunten nog adequaat zijn en het gevoerde beleid gecontinueerd kan worden. De uitkomsten van de haalbaarheidstoets worden jaarlijks uiterlijk 30 juni gerapporteerd aan DNB. Over de uitkomsten wordt ook verantwoording afgelegd aan het VO. Rapportage aan het VO over de uitkomsten vindt in dit geval plaats via de reguliere rapportagelijnen en de rapportage wordt besproken in het reguliere overleg tussen het bestuur en het VO.

Indien de uitkomsten daartoe aanleiding geven (bijvoorbeeld omdat de maximale negatieve afwijking overschreden wordt), wordt er een vergadering belegd met het VO om de uitkomsten te bespreken en te bezien op welke wijze het beleid kan worden aangepast opdat het (risico)beleid, de vastgestelde ondergrenzen en het pensioenresultaat weer consistent zijn.¹³ Het bestuur neemt hierbij na het overleg een besluit: indien daarbij de risicohouding wordt aangepast wordt dit afgestemd met het VO. Na ontvangst van de reactie van het VO neemt het bestuur het definitieve besluit m.b.t. het nieuwe kader.

Het bestuur heeft op basis van het in 2018 gewijzigde beleid (m.n. het beleggings- en risicobeleid) een "aanvangs"-haalbaarheidstoets laten uitvoeren. De aanvangshaalbaarheidstoets is uitgevoerd met als uitgangspunt de financiële positie per primo 2018. De aanvangshaalbaarheidstoets is uitgevoerd met een drietal na afstemming met het VO door het bestuur vastgestelde grenzen:

1. Twee kwantitatieve ondergrenzen voor het pensioenresultaat: één vanuit de actuele DG en één vanuit de 'VEV-DG'.

De aanvangshaalbaarheidstoets vereist dat het bestuur vaststelt waar haar pensioenresultaat-ondergrenzen liggen welke aanleiding geven om het beleid in overleg met het VO te evalueren en eventueel te herzien. Deze ondergrenzen moeten dus als een "trigger" (een signaalfunctie) functioneren voor hernieuwd overleg met het VO over het beleid en de doelstellingen/ambities, omdat uit het passeren van die grenzen geconcludeerd zou kunnen worden dat de vastgestelde doelstellingen/ambities niet gehaald zouden kunnen worden.¹⁴ Die ondergrens van het pensioenresultaat is in overleg met het VO op 90%¹⁵ gesteld.

¹¹ Met de haalbaarheidstoets wordt niet het risicoprofiel bepaald; dat gebeurt door het vaststellen van de risicohouding en het aan de hand van een ALM-studie vaststellen van het beleggingsbeleid.

¹² Bij de aanvangshaalbaarheidstoets komt daar nog de vraag bij of het Pensioenfonds voldoende herstelcapaciteit heeft om naar verwachting - vanuit de situatie dat aan het minimaal VEV wordt voldaan - binnen de looptijd van het herstelplan aan het vereist eigen vermogen te voldoen

¹³ In de praktijk zal overigens in dat geval ook al duidelijk zijn dat er sprake is van een te lage beleidsdekkingsgraad en het niet halen van het herstelplan en zal om die reden er overleg plaats vinden over de mogelijke gevolgen hiervan en over de te nemen acties.

¹⁴ Een dergelijke conclusie moet wel sterk gerelativeerd worden: het model kent veel tekortkomingen en enkele uitgangspunten zijn volkomen onrealistisch, zie voetnoot 19.

¹⁵ Teneinde verwarring te voorkomen wordt hier benadrukt dat deze 90% naar het pensioenresultaat verwijst en niet naar de DG (waarvan eerder is gesteld dat bij een DG van 90% het fonds nog met het 12-jarig herstelplan theoretisch zou herstellen zonder kortingen toe te passen.

Het bestuur meent dat het beleid in het licht van het gewenste risicobudget en het modelmatige kader van de haalbaarheidstoets deze ondergrens rechtvaardigt. De ondergrens van 90% wordt zowel als adequaat beschouwd voor de situatie dat de start-DG gelijk is aan de gehanteerde actuele DG, als bij een start-DG gelijk aan de DG behorend bij het vereist eigen vermogen¹⁶. Het gaat er immers om welk niveau van pensioenresultaat een fonds nog acceptabel vindt en waarvan een fonds vindt dat deze binnen de marges van het beleid past en wanneer een fonds dat niet meer vindt. Dan is één consistente ondergrens logisch. Bij een (uit het model komend) verwacht pensioenresultaat van 90% wordt er actie ondernomen en overleg gepleegd met het VO conform bovengenoemde procedure.

2. De derde grens die gehanteerd wordt is een maximum (boven)grens m.b.t. de door het Pensioenfonds toegestane negatieve afwijking van het verwachte pensioenresultaat op fondsniveau in het geval er sprake is van een “slechtweersscenario” (in procenten DG). Dit slechtweersscenario betreft het beste scenario van de 5% slechtste scenario’s van de hele set van 10.000 (60-jarige) scenario’s die DNB voorschrijft in haar haalbaarheidstoets-model. De haalbaarheidstoets vereist dat het bestuur vaststelt wat voor haar de maximaal toegestane negatieve afwijking is waarbij geldt dat overschrijding er van aanleiding geeft om het beleid in overleg met het VO te evalueren en eventueel te herzien. In de jaarlijkse haalbaarheidstoets wordt dan getoetst of het pensioenresultaat op fondsniveau vanuit de feitelijke financiële positie (de actuele (beleids-) DG) in het slechtweersscenario binnen de door het Pensioenfonds vastgestelde maximale afwijking van het verwachte pensioenresultaat op fondsniveau valt.

De door het bestuur bij de aanvangshaalbaarheidstoets na overleg met het VO gekozen maximaal acceptabele afwijking van het pensioenresultaat bij het voorgeschreven negatieve scenario is 40%. Daarmee wordt aangegeven dat de reikwijdte feitelijk maximaal 40% mag zijn tussen het verwachte pensioenresultaat (de mediaan) van het Pensioenfonds vanuit de actuele DG en de uitkomst in het voorgeschreven slechtweersscenario. De toets schrijft voor die reikwijdte de volgende formule voor: relatieve afwijking = $1 - (\text{uitkomst slechtweersscenario} / \text{mediaan pensioenresultaat})$ ¹⁷. De 40% is gekozen om praktische redenen: het slechtweersscenario is zo negatief¹⁸ dat de uitkomst erg laag kan uitvallen en het verschil met je verwachte pensioenresultaat (de mediaan) dus al snel hoog kan oplopen. Daar komt nog bij dat het Pensioenfonds geen actieve opbouw meer heeft en dan is dit cijfer al snel hoger: als je wel nog nieuwe opbouw hebt (zoals de meeste fondsen) dan heeft dat een dempende werking op de uitkomst en kan er wat makkelijker een lager maximale afwijking gekozen worden. Om de grenzen niet onnodig strak te definiëren, maar wel gebruik te maken van een effectieve signaleringsfunctie bij toekomstige markt- en beleidsontwikkelingen is daarom 40% gekozen.

De door het bestuur gekozen maximaal acceptabele afwijking van het pensioenresultaat (t.o.v. het berekende pensioenresultaat, de mediaan) in het voorgeschreven “negatieve” scenario is 40% en deze grens werd daarmee bij de aanvangshaalbaarheidstoets niet overschreden.

In de tabel hierna staan de uitkomsten van de aanvangshaalbaarheidstoets nog eens kort en bondig samengevat, waaruit onder andere blijkt dat aan de gestelde eisen van de initiële toets wordt voldaan en waarvoor geldt dat de genoemde grenzen bij de jaarlijkse haalbaarheidstoets ieder jaar weer gehaald zullen moeten worden.

¹⁶ DG exclusief BP kapitaal

¹⁷ De gemiddelde uitkomst is in het model de zogenaamde “mediaan”.

¹⁸ Sommige gaan uit van een negatief totaalresultaat op aandelen na 60 jaar: dat lijkt het fonds onmogelijk en zelfs gemeten over een periode van slechts 20 jaar heeft zich dat nog nooit voorgedaan in de aandelenmarkt of bij welk pensioenfonds dan ook.

	Verwacht pensioenresultaat	Ondergrens pensioenresultaat
Verwacht pensioenresultaat vanuit dekkinggraad behorend bij VEV	104% (A)	90% (B)
Verwacht pensioenresultaat vanuit actuele dekkinggraad	100% (C)	90% (D)
Pensioenresultaat bij negatief scenario vanuit actuele dekkinggraad	63% (E)	nvt
	Afwijking	Maximaal toegestane afwijking
Afwijking pensioenresultaat bij negatief scenario ten opzichte van verwacht pensioenresultaat vanuit actuele dekkinggraad (1-E/C)	37%	40%
Additioneel eenmalig vereiste bij aanvangshaalbaarheidstoets: (A) - (B) is niet kleiner dan (C) - (D)	(104% - 90%) > (100% - 90%).	

7.5.3 URM koopkracht informatie (pensioen in scenario's)

Sinds 30 september 2019 zijn de zogenoemde URM (uniforme rekenmethodiek) scenario's opgenomen in het pensioenregister. De URM is een rekenmethode, die op uniforme wijze inzicht biedt in de koopkracht na de pensioendatum. De URM schrijft in dit kader voor hoe de toekomstig op te bouwen pensioenen bepaald moeten worden en hoe deze teruggerekend moeten worden naar euro's van nu. Het aldus berekende individueel te bereiken pensioen (verwacht scenario, optimistisch scenario en pessimistisch scenario), in euro's van nu, wordt gecommuniceerd naar de betreffende deelnemer. In het Uniform Pensioenoverzicht (UPO) worden deze URM-scenario's ook opgenomen.

SPA laat het te bereiken ouderdomspensioenen berekenen m.b.t. het verwacht, het pessimistische en het optimistische scenario. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de haalbaarheidstoetsscenario's. De keuze voor de rekenmethode is vastgelegd in documenten van de uitvoerder APS die SPA bij haar fondsdocumenten heeft opgenomen (i.c. de documenten 'URM1 UPO scenario's ML' en 'URM generiek UPO scenario's BP'), waarin de berekeningen ook onderbouwd zijn en waarin is vastgelegd welke gegevens, veronderstellingen, grondslagen en modellering gebruikt worden. APS heeft voorts in overleg met SPA de procedures vastgelegd voor de uitvoering, vaststelling en verantwoording van de rekenmethodes. Er vindt periodiek afstemming plaats en worden werkafspraken gemaakt tussen het fonds en APS (die de haalbaarheidstoets uitvoert en die het UPO maakt).

7.6 ALM-studie

Minimaal om de drie jaar laat het Pensioenfonds een Asset Liability Management (ALM) studie uitvoeren, om het gevoerde beleid te ijken en de mogelijke gevolgen van gewijzigde omstandigheden in kaart te brengen.

De laatste ALM-studie is afgerond in 2018 (ref. 6).

Een ALM-studie is het proces van het verkrijgen van inzicht in de theoretische modelmatige onderlinge afhankelijkheden in de ontwikkeling van het vermogen/de bezittingen enerzijds en de verplichtingen van een pensioenfonds anderzijds. Voor het verrichten van de studie wordt een opdracht geformuleerd (welke behoefte heeft het fonds, etc). Er vindt een selectieproces voor een ALM provider

plaats met aandacht voor stijl, visie en aanpak van deze provider. Zie verder paragraaf 8.1.2 voor een nadere beschrijving van het ALM proces.

8 HET BELEGGINGSSTATUUT

Het Pensioenfonds hanteert een beleggingsstatuut houdende:

1. het strategisch beleggingsbeleid van het Pensioenfonds en het beleggingsplan; en
2. de verklaring inzake de beleggingsbeginselen van het Pensioenfonds ex artikel 145 Pw.

In dit hoofdstuk en de bijbehorende Appendices E en F is

- de risicohouding van het Pensioenfonds vastgelegd, welke is afgestemd met het VO;
- worden in het fondsdocument 'Strategisch beleggingsbeleid SPA' (Appendix E) de uitgangspunten, richtlijnen en procedures uiteengezet voor het beleggingsbeleid voor het Pensioenfonds;
- wordt in het beleggingsplan (Appendix F) dit beleid nader gespecificeerd voor de komende 12 maanden; dit plan wordt zo nodig geactualiseerd. Voor de "governance" (opzet, taken en structuur van de organen die het vermogensbeheer vormgeven) wordt verwezen naar hoofdstuk 3 en het Strategisch beleggingsbeleid van SPA. De verklaring inzake beleggingsbeginselen wordt om de drie jaren en voorts onverwijld na iedere belangrijke wijziging van het beleggingsbeleid herzien.

8.1 Algemene uitgangspunten

8.1.1 Doelstelling

Het beleggingsbeleid heeft tot doelstelling om voldoende rendement te halen om de nominale pensioenen uit te keren en daarbij een duurzame toeslagverlening (indexatie van 100% van de consumentenprijs index huishoudens afgeleid) na te streven. Hierbij wordt het "prudent person" beginsel als uitgangspunt gebruikt, waarin de zorgvuldigheid van het beleggingsproces en het rendement-risicoprofiel van de beleggingsportefeuille voorop staat. De belangen van de gewezen deelnemers en de pensioengerechtigden staan hierbij gelijkelijk voorop.

Uit het doel vloeit voort dat gestreefd wordt naar rendementsoptimalisatie binnen een aanvaard dynamisch risicoprofiel, i.c. een VEV van maximaal 22,5%. Om dit te behalen is een effectief dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid¹⁹ en een goed gemotiveerd, kwantitatief ingesteld bestuur nodig dat zich concentreert op de hoofdlijnen (de strategische asset allocatie), en het operationele beleggen binnen de richtlijnen van het bestuur laat uitvoeren door een hoogwaardige groep van externe vermogensbeheerders. De governance rond het beleggingsbeleid is op deze benodigdheden ingericht. In het strategisch beleggingsbeleid (Appendix E) is het dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid vastgelegd.

8.1.2 Asset Liability Management

In verband met de hierboven geformuleerde doelstelling, is het van belang dat het beleggingsbeleid wordt afgestemd op de verplichtingenstructuur van het Pensioenfonds. Hiertoe wordt periodiek, minimaal om de drie jaar, een Asset Liability Managementstudie verricht (zie par. 7.6 en Appendix E voor een uitgebreide toelichting). Voor aanvang van de ALM-studie wordt eerst een aantal uitgangspunten (het risicokader) bepaald, waaronder met name de risicohouding en de kans op korten. Omdat het VO en de RvT als fondsorgaan een rol heeft bij de vaststelling van de risicohouding en de RvT toezicht houdt op adequate risicobeheersing en evenwichtige belangenafweging door het bestuur, worden deze partijen ook betrokken in dit proces. De te hanteren ALM-assumpties en economische uitgangscijfers worden in de BAC afgestemd en vooraf bepaald, zoals bijvoorbeeld de

¹⁹ Het dynamisch anticyclisch beleggingsbeleid wordt verderop in dit hoofdstuk nader uitgelegd en uitgewerkt.

risicopremie die als uitgangspunt genomen wordt. Ook worden beleidskeuzes als het gebruik van 'securities lending' bij iedere ALM geëvalueerd. In het ALM-proces doet het geselecteerde gespecialiseerde adviesbureau een voorstel voor de inputcijfers die bij de ALM-studie gebruikt kunnen worden. Deze worden getoetst door de BAC en van een advies voorzien, waarna het bestuur een besluit neemt over de te hanteren ALM-assumpties en economische uitgangscijfers. De resultaten van deze studie worden verwerkt in het strategisch beleggingsbeleid (Appendix E). Daarmee is het beleid voor de daaropvolgende jaren vastgelegd. De ALM-studie resultaten geven een goed inzicht in de mogelijke uitkomsten van het beleid en geven een beeld van wat gemiddeld verwacht mag worden alsook van hoe groot de variatie in uitkomsten kan zijn.

Voor de risicobereidheid en het daaruit voortvloeiende risicobudget is bij de ALM-studie aangehaakt bij de VEV-modellen van DNB. Dit VEV is een cijfer wat o.b.v. een theoretische kwantitatieve risicoberekening tot stand komt en is daarmee zowel een maatstaf die bepaalt hoeveel EV het fonds moet hebben om aan de toezichtregels te voldoen als een mogelijke risico-indicator voor het fonds. Het VEV-risicobudget wordt dynamisch toegepast (analoog aan het beleggingsbeleid), maar kent een maximum van 22,5%.

Het voorgestane beleid wordt vervolgens op haalbaarheid getoetst door middel van de jaarlijks voorgeschreven "haalbaarheidstoets" (zie hoofdstuk 7). Bezien wordt of de financiële doelstelling van het Pensioenfonds (i.c. uitbetalen van de nominale pensioenen + 100% CPI afgeleid indexatie) met het beleggingsbeleid gehaald kan worden (o.b.v. een model van DNB). Bij het proces wordt voor zover nodig rekening gehouden de typische aspecten van de gesloten-fonds-situatie op de korte en lange termijn, alhoewel deze aspecten tot op heden nog beperkte effecten hebben door de nog aanwezige duratie en het verlies op premie dat de laatste jaren door veel fondsen gerealiseerd is;

8.1.3 Fasen in het Beleggingsproces

Het beleggingsproces is in de volgende fasen onder te verdelen:

In het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan zijn VEV-bandbreedtes en asset class bandbreedtes aangegeven waarbinnen dynamisch mag worden gevarieerd. De dynamische invulling van de Return Portefeuille is binnen de asset class bandbreedtes gemandateerd aan de vermogensbeheerders. De invulling van die allocatie binnen de asset class bandbreedtes wordt gedelegeerd aan de vermogensbeheerders en moet door de BAC en het bestuur gemonitord²⁰ worden, waarbij ook de verdere restricties zoals het concentratierisico en het gebruik van derivaten bewaakt wordt. De bandbreedtes bevatten overigens een bewuste asymmetrie. De bandbreedte lijkt misschien ruim, maar belangrijk is dat juist de neerwaartse ruimte groter is dan de opwaartse; het risico moet immers altijd stevig en snel kunnen worden afgebouwd, teneinde kapitaalbehoud te realiseren. De bandbreedtes zijn overigens sterk ingeperkt omdat DNB dat verzocht heeft.

Fondsen-, debiteuren en projectselectie

Het selecteren van aandelen en debiteuren is binnen de door het bestuur voorgeschreven asset allocatie in principe een gemandateerde taak van externe vermogensbeheerders. Selectie geschiedt binnen het kader van het beleggingsmandaat en door het Bestuur vastgestelde criteria, met als belangrijkste criterium de bandbreedtes. Het bestuur stelt wel zelf vast in beleggingsfondsen mag worden belegd en in welke financiële instrumenten en soorten transacties er niet belegd kan worden (m.n. in de uitsluitingslijst). De richtlijnen, beperkingen en verboden in dezen worden vastgelegd in de mandaten van de uitvoerende externe vermogensbeheerders of in separate afspraken.

²⁰ Zie voor een beschrijving van de monitoring paragraaf 8.3 hieronder.

Ten aanzien van bovengenoemde fasen wordt in het Strategisch beleggingsbeleid (Appendix E) een kader geformuleerd waarbinnen deze processen zich kunnen bewegen. De vaststelling van dit kader is een belangrijke verantwoordelijkheid van het Bestuur.

8.2 Uitgangspunten en beleggingsbeginselen bij het beleggingsbeleid voor rekening van het pensioenfonds (ATOS ML)

Voor de beleggingsbeginselen bij het beleggingsbeleid wordt verwezen naar bijlage 1 bij Appendix E, waarin deze beleggingsbeginselen zijn opgenomen.

De externe vermogensbeheerders voeren het feitelijke vermogensbeheer uit en rapporteren daarover aan de beleggingsadviescommissie en het bestuur. Het raamwerk waarbinnen de vermogensbeheerders mogen opereren is vastgelegd in deze ABTN en in de beleggingsrichtlijnen die beschreven zijn in een prospectus en/of in een Investment Management Agreement (IMA) die met de vermogensbeheerder wordt overeengekomen en daarmee uiteraard consistent zijn.

Beleggingen vinden voor het merendeel in Europese, Amerikaanse en Aziatische (inclusief Australië en NZ) waarden plaats. Voor het overzicht m.b.t. welke instrumentaria en soorten transacties c.q. beleggingscategorieën gekozen kunnen worden wordt verwezen naar paragraaf 2.3 en bijlage 3 bij Appendix E.

Er worden niet op voorhand landen, beleggingen en transacties uitgesloten behalve indien deze op de “niet toegestaan”-lijst staan. Voor het ESG-beleid en de lijst met niet toegestane transacties in 1) bepaalde landen, en 2) bepaalde financiële instrumenten wordt verwezen naar paragraaf 2.8 van Appendix E en bijlage 1 (punt 15) van Appendix E.

8.2.1 Dynamische Allocatie

Het dynamische beleid kent een eerste verdeling over 2 portefeuilles, waarbij verschillende typen beleggingsmandaten gebruikt worden. De 2 onderscheiden portefeuilles zijn:

1) De Risk Control Portefeuille (RCP).

Dit is de matchingsportefeuille, bestaande uit het LDI-mandaat (waarin een selectie van euro staatsobligaties, SSA bonds en renteswaps zitten), waarbij voor het berekenen van de correcte omvang van de rentehedge door BR ook de euro credits van de RP-portefeuilles op modelmatige wijze wordt meegerekend. Hiermee wordt op strategisch niveau het renterisico van de verplichtingen afgedekt op momenteel 20% marktrente. Daarnaast worden in deze portefeuille de middelen aangehouden die wegens risicobeperking nog niet aangewend worden voor een belegging in de Return Portefeuille en ook nog niet nodig zijn voor het aankopen van obligaties voor het vormgeven van de rentehedge. Deze middelen worden aangehouden in liquiditeits- en short duration bonds fondsen. Dit zijn allemaal zeer liquide fondsen met gemiddeld zeer korte looptijden die binnen 0 tot 3 dagen omgezet kunnen worden in cash. Met deze liquide en relatief veilige beleggingen kan SPA haar risico binnen vooraf vastgestelde bandbreedtes van +/- 5% variëren door gelden over te hevelen naar of van – deze fondsen van en naar de RP. Door middel van schriftelijke opdrachten aan BR worden deze transacties geëffectueerd. Het meest liquide fonds (met T+0 levertijd) wordt ook gebruikt voor het onderpand voor de swaps

2) De Return portefeuille (RP).

De RP betreft overwegend beleggingen met een (normaal gesproken) hogere volatiliteit (met name aandelen, maar bijvoorbeeld ook credits en emerging market debt en high yield obligaties). Met deze portefeuille moet het overrendement gehaald worden waaruit de toeslag betaald kan worden. Voor

een verdere toelichting op de dynamische allocatie wordt verwezen naar Appendix E.

8.2.2 Risicobudget

De bandbreedte voor het VEV-risicobudget voor de gehele portefeuille is naar aanleiding van de uitgevoerde ALM-studie (zie boven, paragraaf 7.6) vastgesteld op 8-22,5% en kent dus een bovengrens die niet hoger dan maximaal 22,5% mag zijn. Het gaat hier om het strategische lange termijn risicobudget en dus niet om het jaarlijkse beleggingsplan. Dit maximumbudget kwam bij de ALM-studie overeen met een allocatie van (“na mapping”²¹) 45% naar zakelijke waarden, in combinatie met het (conform de rentestafel) laagste rente-afdekkingsniveau en volledige afdekking van de valuta exposure. Zou er ook sprake zijn van valuta exposure, dan kon er o.b.v. de toentertijd geldende marktcondities minder dan 45% naar zakelijke waarden gealloceerd worden. Die 45% is geen vast getal omdat de rente gedaald is sindsdien en het VEV-beslag van het renterisico daarmee ook lager is geworden, waardoor er risicobudget vrijkomt voor de zakelijke waarden.

Het risicobudget wordt ingezet voor het behalen van overrendement ten opzichte van de nominale verplichtingen. Het veronderstelde “overrendement” voor het RCM is in de ALM-studie gebaseerd op een lange termijn historisch waargenomen renteniveau dat het statistisch waarschijnlijker maakt dat de rente hoger zou worden dan het niveau ten tijde van de ALM-studie. Een lage rentehedge zal dan een relatief beter dekkingsgraadrendement opleveren als de rente zou stijgen. Het veronderstelde overrendement voor de RP is in de ALM-studie gebaseerd op een lange termijn historisch waargenomen verhouding van 3% risicopremie met een standaarddeviatie van 18%, waarbij de karakteristieken (van de RP) gebaseerd zijn op de MSCI World index. Deze risicopremie is geen vast gegeven en kan per ALM-studie verschillend zijn en/of in de loop van de tijd wijzigen.

De minimum doelstelling voor het rendement van de mandaten in de RP is opgenomen in de mandaten door middel van een samengestelde benchmark. De volgende actuele door het bestuur gevoerde beginselen c.q. uitgangspunten en overwegingen worden voor de RCP en RP in de mandaten gehanteerd:

Portefeuille	Normweging	Minimum	Maximum	Benchmark	Rendements doelstelling
Risk Control Portefeuille (RCP).	50%	45%	55%	Verplichtingen benchmark	Verplichtingen + 0,30%
Return Portefeuille (RP)	50%	45%	55%	Samengestelde benchmark	GMO: samengestelde SPA benchmark + 2% BR: fondsspecifieke

²¹ “Mapping” is het splitsen van obligaties met een lagere rating dan AAA. De obligatie wordt gesplitst in een deel dat equivalent is aan veilige (triple A) vastrentende waarden (waar dan 0% eigen vermogen tegenover hoeft te worden aangehouden) en een deel dat equivalent is aan zakelijke waarden (waarvoor een percentage eigen vermogen moet worden aangehouden, omdat ze sterk in waarde kunnen dalen. Niet de gehele vastrentende portefeuille is gemapt, de mapping methodiek is alleen toegepast voor credits. Dit is vanuit modelleringsoogpunt een juiste benadering voor een ALM-studie. De reden dat er voor staatsobligaties ten behoeve van de ALM-studie geen mapping is toegepast, is dat de gemiddelde naar duration gewogen rating van AA en de onderliggende rente (van het mandje met staatsobligaties) goed aansluit bij de AA-swaprente (de marktrente termijnstructuur die ook voor de verplichtingen wordt gehanteerd, zie het met een UFR-extensie). Op basis van historische data is er weliswaar een beperkte spread tussen het mandje met staatsobligaties en de swaprente, echter is deze vanuit lange termijnperspectief binnen de context van de ALM-studie verwaarloosbaar, te meer omdat er in de studie op basis van het gehanteerde obligatiemandje (met bijbehorende verwaarloosbare defaultkansen) wordt uitgegaan dat overheden niet in default raken.

					samengestelde benchmark + 0,5%
--	--	--	--	--	--------------------------------------

8.2.3 Beleggingsplan

Voor het korte termijn beleggingsbeleid – het beleggingsplan – wordt verwezen naar het beleggingsplan in Appendix F.

Het renterisico wordt conform paragraaf 8 van het beleggingsplan (Appendix F) afgedekt (o.b.v. marktrente). Omdat de matchingsportefeuille niet de gehele portefeuille is en de looptijden van de obligaties kunnen afwijken van de looptijden van de verplichtingen, kan er bij hoge rentehedgepercentages soms sprake zijn van leverage. Met derivaten (swaps) wordt dat deel van de portefeuille gehedged dat niet met de staatsobligatieportefeuille kan worden afgedekt of gecompenseerd voor die onderdelen die door de obligaties te veel worden gehedged.

De asset allocatie binnen de RP is door een SAA-studie bepaald en wordt in de twee mandaten door het bestuur vastgelegd. Het vermogen in de RP is over twee grotendeels actief beheerde portefeuilles verdeeld (waarbinnen naast actieve TAA-invulling ook gekozen kan worden voor passieve invulling van een asset class of een deel van een asset class), waarbij er door actief of passief beheer binnen een asset class en actief beheer over de beleggingscategoriën heen binnen de daartoe gegeven bandbreedtes ruimte is om een outperformance te halen t.o.v. het rendement van de samengestelde strategische-benchmark van SPA (en t.o.v. het rendement van de fondsspecifieke samengestelde benchmark) zodat door de vermogensbeheerders de door hun gevoerde strategie en visie gerealiseerd kan worden. Het Pensioenfonds streeft daarnaast er naar om periodiek met de vermogensbeheerders in overleg te treden over de beleggingsstrategie en de beleggingen. Dit is een informatie-uitwisselingsoverleg dat soms in de BAC en soms in de bestuursvergadering plaatsvindt. De belangrijkste vermogensbeheerder in de RP is geselecteerd op zijn op de lange termijn gerichte beleggingsfilosofie en lange termijn duurzame resultaten. De vermogensbeheerders kennen mandaten, waarbij er strikte beperkingen zijn gesteld aan de beleggingsfondsen waarin belegd mag worden, de omvang van deze beleggingsfondsen, de minima en maxima per asset class, de vereiste spreiding (maximale allocatie in één financieel instrument beperkt tot 1,25%, sector- en regio-/landenverdeling restricties), maximum TE-eisen, rating-eisen, etc. Hierbij is het gebruik van andere beleggingscategoriën dan de 5 die door SPA zijn aangewezen alleen zeer beperkt en concreet omschreven toegestaan. De beheerders mogen binnen de bandbreedte-restricties en tracking error restricties hun eigen keuzes voor en binnen de verschillende beleggingscategoriën maken.

De strategische benchmarks van SPA en de fondsspecifieke benchmarks van de beleggingsfondsen die gebruikt worden voor het vergelijken van de rendementen van de beleggingscategoriën in de RP zijn opgenomen in het Beleggingsplan (Appendix F).

De performance van de portefeuilles wordt op twee manieren bewaakt. Enerzijds wordt het RCM-rendement afgezet tegenover de ontwikkeling van de verplichtingen en anderzijds wordt het beleid van het Pensioenfonds per mandaat binnen de RP vergeleken met de performance van de samengestelde strategische benchmark van SPA en de fondsspecifieke benchmarken.

8.3 Uitvoering beleggingsbeleid Atos ML, Atos ML 62,5 en Eindloonregelingen; uitgangspunten en procedures

8.3.1 Intern / extern beheer

Voor het operationeel beheer van het vermogen van het Pensioenfonds wordt om meerdere redenen (kennis, snelheid, bezetting, kosten, etc.) gekozen voor extern beheer. De BAC monitort dat de in dit Beleggingsstatuut neergelegde verplichtingen en restricties ook door de externe vermogensbeheerders worden nagekomen.

Gezien de omvang van het Pensioenfonds kunnen de meeste voordelen behaald worden door het dagelijkse beleggingsbeleid uit te besteden. De monitoring gebeurt door de vermogensbeheerders zelf (zij geven ook maandelijks of driemaandelijks compliance verklaringen af) en de BAC, terwijl BAC-rapportages en met name Caceis-rapportages aan het bestuur het voor het bestuur ook mogelijk maken om op hoofdlijnen de gang van zaken te monitoren. Voor het efficiënt uitvoeren van het dagelijkse beleid van een dergelijke gediversifieerde portefeuille is het beter het beleid uit te besteden aan specialisten die door schaalvoordelen daarin rendabel kunnen werken en bovendien in staat geacht worden om een goede performance te behalen. Bovendien is het mogelijk te spreiden over verschillende vermogensbeheerders.

8.3.2 Uitvoering beleggingsbeleid

De dagelijkse uitvoering van het Strategische, tactisch en operationeel beleggingsbeleid is door het Bestuur in de volgende structuur ingebed:

De aansturing vanuit het bestuur van het vermogensbeheer is als volgt: de BAC volgt de ontwikkelingen in de financiële markten. De BAC wordt geacht om de actuele ontwikkelingen te monitoren en de eventueel gewenste beleidsbeslissingen te bedenken en daarover te adviseren aan het bestuur. Ieder vermogensbeheerbesluit van het bestuur wordt voorafgegaan door een advies van de BAC. Er wordt een overzicht gegeven van de voor het beleid gekozen rendementsuitgangspunten en de portefeuillesamenstelling, er wordt gekeken naar de DG en de BDG, de recente ontwikkelingen in de verschillende portefeuilles, de effecten van de hedge en naar de ontwikkelingen m.b.t. de diverse geopolitieke en economische indicatoren. Hier worden ook, o.b.v. de ontwikkelingen, de ideeën voor efficiencyverbeteringen in de portfolio bedacht of voorbereid voor zover deze buiten het vastgelegde mandaat van de vermogensbeheerder liggen. De BAC maakt vervolgens concrete adviezen/voorstellen voor het bestuur of attendeert het bestuur op belangrijke ontwikkelingen. De BAC voert door het bestuur genomen beslissingen eventueel ook uit voor zover het operationele zaken betreft en voor zover het bestuur dit verzoekt. Binnen de BAC vindt er vanuit het pensioenbureau werkoverleg plaats met de voorzitter; daarbij worden onder andere de acties en voorbereidingen besproken die nodig zijn voor de BAC-vergaderingen. Als het nodig is om stukken te ondertekenen voor een transactie of de uitvoering van een beslissing dan vindt ondertekening altijd door 2 bestuursleden plaats.

Indien de BAC tot de conclusie komt dat er een strategische allocatiewijziging gewenst is, wordt een en ander besproken binnen de BAC en wordt overlegd met de vermogensbeheerders. Indien de conclusie is dat een omslagpunt bereikt is en mutaties gewenst zijn, dan wordt een voorstel met advies vanuit de BAC daartoe ingebracht in het bestuur. De sleutelfunctiehouder risicomanagement zorgt daarbij voor het toevoegen van een risico-opinie, naast de risicoparagraaf van de BAC, in het advies van de BAC.

Het bestuur beslist vervolgens over de strategische wijzigingen op hoofdlijnen. Daartoe kan ook een nieuwe SAA-studie of ALM studie eerst benodigd zijn.

8.3.3 Externe vermogensbeheerders met separaat mandaat

De beslissing tot het aanstellen van een externe vermogensbeheerder wordt genomen door het bestuur op voordracht van de BAC. Het risico verbonden aan het inschakelen van externe vermogensbeheerders wordt op de volgende wijze beperkt:

1. De effecten waarover een derde het beheer voert, worden in bewaring gegeven bij een bewaarnemer of custodian op een rekening die ten name staat van het Pensioenfonds. De desbetreffende effecten worden nimmer onderdeel van het vermogen van de externe vermogensbeheerder. Dit geeft de grootst mogelijke waarborg ingeval van een onverhoopt faillissement van de externe vermogensbeheerder.
2. Voor het aangaan van een overeenkomst wordt getracht zoveel mogelijk inzicht te verkrijgen in de administratieve organisatie en het beleggingsproces van de beheerder. Veelal zal bij de selectie gebruik worden gemaakt van een ter zake kundige externe consultant. Verder worden gedurende de looptijd van overeenkomsten periodiek accountantscontroles verricht.
3. Voor het aangaan van een overeenkomst wordt nagegaan of de betreffende beheerder lid is van een overkoepelende regulerende organisatie en voldoet aan internationale standaardeisen voor vermogensbeheerders.
4. In de overeenkomst wordt opgenomen van welke instrumenten de externe beheerder gebruik mag maken en welke de overige beperkingen zijn die toepasselijk zijn op het beheer van de betreffende portefeuille.
5. Alvorens een overeenkomst wordt getekend wordt deze getoetst door een jurist.
6. Handelen met voorkennis: onder voorkennis wordt verstaan informatie over een onderneming die zowel materieel als niet publiek is. Informatie is materieel zodra die voor een gemiddelde belegger belangrijk is in het nemen van een beleggingsbeslissing. Informatie is niet publiek, zodra die niet wijdverspreid naar alle beleggers toe ontsloten is. Het is bij wet verboden om te handelen op basis van voorkennis of deze kennis op onvoorzichtige wijze met derden te delen. Alle directbetrokkenen, managers, consultants en alle andere partijen ingeschakeld door het Pensioenfonds dienen zorgvuldig om te gaan met de door hen verkregen voorkennis. Deze kennis mag alleen gedeeld worden met anderen die dit voor hun werkzaamheden nodig hebben en dient niet besproken te worden op publieke plaatsen waar het gemakkelijk door anderen gehoord kan worden.
7. Soft dollar afspraken²²: tenzij het uitdrukkelijk in een beleggingsmandaat is opgenomen, mag een manager zich niet inlaten met soft dollar afspraken. Een manager dient altijd op zoek te gaan naar de beste executie met minimale transactiekosten, waarbij de diensten van de broker-dealer geheel ingezet worden ten bate van het Pensioenfonds.

Voor de selectiecriteria voor vermogensbeheerders wordt verwezen naar paragraaf 2.5 van Appendix E.

De volgende beheerders zijn aangesteld voor het beheer van de mandaten:

Type mandaat	Beheerder	
RCP: Risk Control Mandaat (= LDI-mandaat)	<ul style="list-style-type: none"> • BlackRock 	
RP: multi-asset mandaten	<ul style="list-style-type: none"> • GMO • BlackRock 	

²² Soft dollar afspraken: de terminologie die in de financiële wereld gebruikt wordt voor commissies over een financiële transactie tussen de klant en de investment manager, die de investment manager overmaakt naar een derde partij of naar een "in-house" partij, in ruil voor services ten dienste van de klant.

De RP is in twee mandaten opgesplitst, waarvan er 1 door onderdelen van de vermogensbeheerder Blackrock wordt beheerd en 1 door de Amerikaanse vermogensbeheerder GMO. De mandaten worden bepaald op een wijze die consistent is met de doelstellingen. In Appendix F worden de mandaten nader gespecificeerd.

8.3.4 Bewaring effecten

De aan het Pensioenfonds toebehorende effecten worden in bewaring gegeven bij een te goeder naam en faam bekendstaande en onder toezicht staande kredietinstelling. De bewaarnemer of custodian is of wordt geselecteerd middels een uitgebreide procedure waarbij aan alle facetten aandacht is geschonken. De keuze wordt door de BAC voorbereid en ter goedkeuring aan het bestuur voorgelegd.

8.4 Risicobeheersing van de beleggingen

Voor de risicobeheersing van de beleggingen c.q. het riskmanagement wordt verwezen naar paragraaf 2.3 van Appendix E en hoofdstuk 3 van Appendix E.

Een belangrijk risico binnen de RCP is dat de pensioenverplichting zich anders ontwikkelt dan de doelstelling van de RCP. Dit risico wordt beperkt door minimaal één keer per jaar de actuele verplichtingen te berekenen en aan de vermogensbeheerder ter beschikking te stellen. Bovendien wordt maandelijks de ontwikkeling van de verplichtingen gevolgd aan de hand van verschillende rapportages (de actuaris, die de technische voorzieningen van het Pensioenfonds monitort, met een maandelijks update van de verplichtingen door Achmea Pensioenservices en een maandelijks update van het rendement van de verplichtingen door een externe partij, i.c. Caceis). De vermogensbeheerder heeft het mandaat om de portefeuille zo in te richten dat deze evenredig beweegt ten opzichte van het vastgestelde percentage (het rentehedgepercentage) van de pensioenverplichting (de benchmark). In de maandelijks, onafhankelijk opgestelde rapportages is onder meer opgenomen of er een eventuele afwijking (mismatch) is tussen de duration van de matchingportefeuille en de opgedragen duration (de benchmark), waarbij er ex post grotere verschillen zullen optreden dan ex ante.

8.5 Uitgangspunten beleggingsbeleid ATOS BP

8.5.1 Doel

Het bestuur van het Pensioenfonds heeft als doel bij de uitvoering/inrichting van het Beschikbare Premie deel van de pensioenregeling ATOS BP de gewezen deelnemers de mogelijkheid te bieden om hun BP kapitaal adequaat te beleggen teneinde daarmee binnen een acceptabel risico een zo hoog mogelijk kapitaal te verwerven.

Uitvoering c.q. inrichting

Het uitgangspunt is dat ATOS BP een pensioenregeling is en daarmee voor de meeste mensen een bron van inkomsten is na hun werkzame leven. De zorg- en informatieplicht die hieruit voortvloeit, wenst het bestuur dan ook zeer serieus te nemen.

Beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid wordt anders dan bij ATOS ML bepaald door de individuele situatie van de gewezen deelnemer. De risicohouding kan per gewezen deelnemer verschillen. Om die reden biedt het Pensioenfonds de mogelijkheid om naar vrije keuze te beleggen in 6 gespreide beleggingsfondsen. Bovendien acht het bestuur het haar taak om een beleggingsprofiel aan te bieden waarbij de gewezen deelnemer niet zelf keuzes hoeft te maken.

Beleggingsprofiel Life Cycle

Het Life Cycle Beleggingsprofiel richt zich op de gewezen deelnemer die ondanks de verstrekte informatie zijn/haar strategische keuze door het Pensioenfonds wil laten doen. Het uitgangspunt bij het opstellen van dit beleggingsprofiel in 1999 was een asset allocatie die door de tijd heen afhankelijk is van de leeftijd van de gewezen deelnemer en die op lange termijn (40 jaar) de gemiddelde gewezen deelnemer in staat stelt op het moment van pensionering met het eindkapitaal een pensioen in te kopen dat in lijn ligt met de pensioenaanspraak die hij/zij bij een volledige middelloonregeling gehad zou hebben. De regels waarmee het pensioen wordt berekend zijn inmiddels echter gewijzigd, waardoor dit uitgangspunt niet meer zeker is. Werd in 1999 nog met het Life Cycle kapitaal pensioen ingekocht tegen een vaste rekenrente van 4%, sinds 2006 is dat de variabele rekenrente die nu veel lager is dan 4%. Hierdoor is het pensioen wat met het Life Cycle kapitaal kan worden ingekocht veel lager. Omdat SPA daarnaast ook nog gesloten is en gewezen deelnemers dus niet 40 jaar premie betalen en soms slechts een korte periode premie hebben ingebracht, is het uitgangspunt ook niet meer realiseerbaar. Het bestuur zal zich er wel periodiek voldoende van vergewissen of de opzet van dit beleggingsprofiel nog voldoet aan de doelstelling om – gegeven de regels en omstandigheden – een zo goed mogelijk pensioen te realiseren.

Beleggingsprofiel Life Cycle Doorbeleggen

Voor deelnemers die overwegen op hun pensioendatum te kiezen voor een variabele pensioenuitkering wordt voor de periode vóór de pensioendatum een beleggingsprofiel Life Cycle Doorbeleggen aangeboden. Deze Life Cycle Doorbeleggen kent een op doorbeleggen na pensioendatum afgestemde leeftijdsafhankelijke risico afbouw, zodat de beleggingshorizon volledig kan worden benut in combinatie met doorbeleggen na pensionering. Concreet betekent dit dat een gewezen deelnemer in dit profiel tot de pensioendatum in aandelen en obligaties blijft beleggen en het risico dus niet helemaal wordt afgebouwd. Het Pensioenfonds biedt geen variabele pensioenuitkering bij pensionering aan.

Beleggingsprofiel Self Select

Het Self Select beleggingsprofiel richt zich op de gewezen deelnemer die mede op basis van de door het Pensioenfonds verstrekte informatie zijn/haar strategische keuze zelf wenst te maken ten einde zelf zijn risicohouding te bepalen.

Informatie

Het is de verantwoordelijkheid van het bestuur om die informatie te verstrekken die de gewezen deelnemer in staat stelt een weloverwogen besluit te nemen.

Beleggingsfondsen

De gewezen deelnemer kan vanwege de spreiding van het risico alleen in beleggingsfondsen beleggen en niet in individuele fondsen, die allen aan het prudent person beginsel voldoen. Het aantal beleggingsfondsen is 6. Er is een wereldwijd aandelenfonds, een obligatiefonds en een liquiditeitenfonds om een passende asset allocatie mogelijk te maken. Bovendien zijn er 3 aandelenfondsen die een werelddeel beslaan (Amerika, Europa en Azië). Periodiek wordt door het bestuur na advies van de BAC beoordeeld/vastgesteld of het aanbod aan beleggingsfondsen dusdanig is dat de gewezen deelnemer in staat is om zijn/haar risico voldoende te spreiden.

Benchmark

Beleggingsfondsresultaten worden afgezet tegen een bepaalde markt benchmark. De korte (perkwartaal en 1 jaar) en langere termijn (3, 5 en 10 jaar) resultaten worden afgezet tegen een zogenaamde (“neutrale”) indexportefeuille, de benchmark. Deze neutrale indexportefeuille fungeert als graadmeter voor het gevoerde beleid en biedt inzicht in verschillen in rendement en risico ten opzichte van deze benchmark. Voor ieder beleggingsfonds is een benchmark gespecificeerd.

Beleggingsstijl (actief/passief)

De beleggingsstijl binnen de fondsen is actief. Met deze keuze wordt geprobeerd de benchmark van de neutrale positie te verslaan. De belangrijkste kenmerken van de beleggingsstijl zijn, in trefwoorden: lange termijn oriëntatie, top down benadering, modelmatig, kwaliteit en rendement/risico georiënteerd.

Intern en extern beheer

Voor het beheer van het 'BP vermogen' wordt om meerdere redenen (kwaliteit, bezetting, kosten, etc.) gekozen voor extern beheer. De BAC draagt er zorg voor dat de in dit Beleggingsstatuut BP neergelegde verplichtingen en restricties ook door de externe vermogensbeheerders worden nagekomen.

8.5.2 Risicohouding

Voor de ATOS BP regeling komt de risicohouding van het fonds volgens de wet sinds 2016 tot uitdrukking in de door het fonds gekozen maximaal aanvaardbare afwijking van het te verwachten pensioen dat in de Life Cycle of in de Life Cycle Doorbeleggen in een pessimistisch scenario ten opzichte van het verwachte pensioen in een verwacht scenario tot stand komt. In de opbouwfase gaat het hierbij om het verwachte pensioen op pensioendatum. Bij de berekening van de afwijking is de volgende formule gebruikt: $1 - \frac{[5e\text{-percentiel pensioenaanspraak} / 50\text{ste-percentiel pensioenaanspraak}]$. De uitkomst van 5e-percentiel pensioenaanspraak staat daarbij voor de uitkomst in een pessimistisch scenario en de uitkomst van het 50ste-percentiel pensioenaanspraak staat daarbij voor de uitkomst in een verwacht (neutraal) scenario. Uit de door de werkgever en werknemers overeengekomen en in het pensioenreglement opgenomen opbouw van pensioenkapitaal in de Life Cycle komen o.b.v. berekeningen door de adviserend actuaris voor het fonds de volgende maximaal aanvaardbare afwijkingen tot stand:

- a. voor het leeftijdscohort van 35 tot 44 jaar: 67%;
- b. voor het leeftijdscohort van 45 tot 54 jaar: 43%;
- c. voor het leeftijdscohort van 55 tot 65 jaar: 28%.

Voor de opbouw van pensioenkapitaal in de Life Cycle Doorbeleggen zijn door het fonds berekende maximaal aanvaardbare afwijkingen als volgt:

- a. voor het leeftijdscohort van 35 tot 44 jaar: 79%;
- b. voor het leeftijdscohort van 45 tot 54 jaar: 65%;
- c. voor het leeftijdscohort van 45 tot 55 jaar: 42%.

De risicohouding wordt minimaal iedere 5 jaar geëvalueerd met het Verantwoordingsorgaan. De risicohouding van het fonds voldoet voorts aan de prudent person regel, zoals vastgelegd in het memo 'Beleggings Cycle's BP-beleggingen conform prudent person regel'.

8.5.3 Risicobeheersing en resultaat evaluatie ATOS BP

Periodiek controleert de BAC en de bestuurder met risicomangement als taak ten behoeve van het bestuur of het vermogensbeheer wordt uitgevoerd conform de richtlijnen. Daarbij wordt eveneens gekeken naar de tijdigheid en de volledigheid van de beleggingsrapportages. Ten minste een maal per jaar evalueert het bestuur de resultaten van de fondsen. Het bestuur baseert zich daarbij op de door de vermogensbeheerders ieder kwartaal verstrekte performance rapportages. De vermogensbeheerder levert daarbij per fonds een performance vergelijking met de benchmark op 1-jaars, 3-jaars, 5-jaars en op 10-jaars basis aan.

8.6 Organisatorische randvoorwaarden

8.6.1 Functiescheiding

Bij de selectie van een externe vermogensbeheerder of een custodian vergewist de BAC zich of het aangaan, afwickelen en administreren van transacties wordt opgedragen aan verschillende personen/instanties. De externe vermogensbeheerders en de bewaarnemer dragen er zorg voor dat functiescheiding tevens wordt doorgevoerd in de automatische verwerking van gegevens.

8.6.2 Selectie medewerkers, externe vermogensbeheerders en bewaarnemer

Het bestuur van het Pensioenfonds draagt zorg voor een adequate selectie van medewerkers. Tevens is zij verantwoordelijk voor de selectie van externe vermogensbeheerders en de bewaarnemer. Het bestuur laat zich bij de keuze van externe vermogensbeheerders en de bewaarnemer bijstaan door de BAC en externe deskundigen.

8.7 Informatievoorziening

8.7.1 Jaarverslag

Binnen 6 maanden na afloop van ieder boekjaar brengt het bestuur schriftelijk verslag uit aan de aangeslotenen over het beleggingsbeleid en de beleggingsresultaten in het afgelopen jaar. In het jaarverslag worden de ontwikkelingen binnen het Pensioenfonds op beleggingsterrein toegelicht en in historisch perspectief geplaatst. Verder is de rapportage zodanig dat op grond daarvan een duidelijk beeld wordt verkregen van de samenstelling van het vermogen aan het einde van het jaar, de mutaties die daarin in het afgelopen jaar hebben plaatsgevonden en het behaalde directe en indirecte totale rendement en het rendement van de onderscheiden onderdelen. Bij het opstellen van het jaarverslag neemt het bestuur de Procedure RJ 400 in acht, en geeft invulling aan het beleids- en de verantwoordingscyclus.

8.7.2 Maand- en Kwartaalverslagen

Iedere maand stelt Caceis een rapportage voor het bestuur samen, bestaande uit een volledig overzicht van de hele portefeuille, een Performance Monitor en een Risk Monitor. Na afloop van iedere maand en kwartaal brengt daarnaast elke vermogensbeheerder schriftelijk verslag uit aan het fonds over het beleggingsbeleid en de beleggingsresultaten in het respectievelijke kwartaal. De kwartaalrapportage is zodanig dat op grond daarvan een duidelijk beeld wordt verkregen van de samenstelling van het vermogen aan het einde van het kwartaal, de mutaties die daarin in het afgelopen kwartaal hebben plaatsgevonden en het behaalde directe en indirecte rendement.

8.7.3 Incidentele informatieverstrekking

Op verzoek van het bestuur wordt door de vermogensbeheerders tussentijds aanvullende informatie over het beleggingsbeleid en de beleggingsresultaten verstrekt.

8.7.4 Dagelijks inzicht in posities

De bewaarnemer en de externe vermogensbeheerder dragen er zorg voor dat desgewenst op dagbasis inzicht kan worden verkregen in de uitstaande posities inclusief de posities in derivaten.

8.7.5 Standaards

Publicaties van en rapportage over de beleggingsresultaten inclusief derivaten geschiedt conform de daarvoor gebruikelijke professionele standaards.

8.8 Specifieke bepalingen inzake derivaten

8.8.1 Voor de Specifieke bepalingen inzake derivaten wordt verwezen naar paragraaf 2.3. van Appendix E.

8.9 Overige vermogensbeheerzaken

8.9.1 Custody Management

Caceis en JP Morgan zijn de huidige custodians (bewaarders) voor de beleggingen van het Pensioenfonds. Caceis verleent naast het bewaren van de effecten en settlement services andere diensten zoals de beleggingsadministratie, waardering van effecten, passief valutabeleid, securities lending en proxy voting services. State Street verricht enkele van deze diensten in het kader van de BP-regeling.

De BAC is belast met de monitoring van de door de custodian geleverde services.

De custodian is zich bewust van de fiduciaire relatie met het Pensioenfonds en zal dit ook communiceren richting sub-custodians. De custodian blijft te allen tijde verantwoordelijk voor eventuele sub-custodians. Zodra er enige vorm van belangenverstremgeling ontstaat, deelt de custodian dit onverwijld mede aan het Pensioenfonds.

Periodiek en aan het einde van een contractperiode, zullen de services van de custodian geëvalueerd worden.

8.9.2 Externe partijen

Externe partijen die door het Pensioenfonds worden ingeschakeld, kenmerken zich door deskundigheid, voldoende onafhankelijkheid en professionaliteit. De BAC en het bestuur beoordelen de betreffende partijen op deze criteria en zijn ook verantwoordelijk voor de monitoring van verleende services.

De externe partijen zijn zich steeds bewust van de fiduciaire relatie die ze met het Pensioenfonds hebben en zullen enige vorm van belangenverstremgeling zoveel mogelijk tegengaan en in ieder geval onthullen richting het Pensioenfonds.

9. APPENDICES

De appendices maken onderdeel uit van de ABTN maar zijn losse documenten. Op de website van het fonds staan deze naast de ABTN.

Appendix A Actuariële grondslagen

Appendix B Rekenregels bij de pensioenreglementen ATOS ML en ATOS BP

Appendix C Control Cycle

Appendix D Crisisplan

Appendix E Strategisch beleggingsbeleid d.d. 25 oktober 2020

Appendix F Beleggingsplan 2021/2022 d.d. 17 mei 2021

Appendix G Toelichting en achtergrondinformatie bij de 'investment cases' van 5 beleggingscategorieën die voor SPA geschikt zijn bevonden

Appendix A bij de ABTN: **Actuariële grondslagen**

De voorziening pensioenverplichtingen (VPV) wordt berekend naar de volgende actuariële grondslagen:

Rekenrente	De rentetermijnstructuur (RTS) zoals die door DNB gepubliceerd wordt
Sterftegrondslagen	AG Prognosetafel 2020, startjaar behorende bij de berekeningsdatum
Gehuwdheidsfrequentie	Elke gewezen deelnemer die de pensioendatum nog niet heeft bereikt wordt per de berekeningsdatum als gehuwd beschouwd. Vanaf de pensioendatum worden de berekeningen afgestemd op de feitelijke burgerlijke staat.
Ongehuwdenpensioen:	De factor voor het latent ongehuwdenpensioen is gelijk aan de factor voor het ouderdompensioen vermenigvuldigd met $(1 - \text{gehuwdheidsfrequentie op pensioendatum})$. De gehuwdheidsfrequentie op leeftijd 65 is voor mannen 0,9 en voor vrouwen 0,7.
Leeftijdcorrecties	Correcties op de sterftেকansen volgens Mercer tabel 'Inkomen Hoogst'
Leeftijdverschil	Aangenomen wordt dat de man drie jaar ouder is dan de vrouw.
Leeftijdsbepaling	De leeftijden worden in maanden nauwkeurig bepaald.
Voorziening toekomstige uitvoeringskosten	De voorziening ten behoeve van de toekomstige uitvoeringskosten (de kostenvoorziening) bedraagt 2,55% van de netto pensioenverplichtingen. Voor het vaststellen van de kostenvoorziening is op basis van best estimate ingeschat wat de toekomstige uitvoeringskosten zullen zijn de komende 15 jaar uitgaande van een best estimate inschatting dat het fonds over 15 geliquideerd zal zijn. Iedere 3 jaar wordt vastgesteld of de kostenvoorziening nog adequaat is, door middel van een vergelijking tussen de geprognoseerde jaarlijkse uitvoeringskosten en de daadwerkelijke uitvoeringskosten of eerder indien de omstandigheden gewijzigd zijn.
Wezenpensioen	De voorziening voor wezenpensioen bedraagt 5% van de voorziening voor nabestaandenpensioen, behorend bij niet ingegaan ouderdompensioen.
Betalingswijze	De tarieven gaan uit van continue uitkering
Verdeling mannen/ vrouwen	Sekse-neutraliteit, hiervoor wordt een verdeling van 84% mannen en 16% vrouwen gehanteerd.

De voorziening is vastgesteld als de contante waarde van de op de balansdatum verkregen pensioenaanspraken. In de VPV zijn de volgende voorzieningen inbegrepen:

- Voorziening C&P-garantie
- Voorziening AKZO-garantie

De actuariële grondslag voor de 'Leeftijdcorrecties' wordt periodiek geëvalueerd. Eén keer in de 4 jaar wordt gezien of de gerealiseerde ervaringssterfte op lange termijn (5 jaar) nog gemiddeld voldoende adequaat aansluit bij de correcties op de sterftetekansen volgens de Mercer tabel 'Inkomen Hoogst' die het fonds hanteert.

Appendix B bij de ABTN:

Bij de vaststelling van de flexibiliseringsfactoren is het wettelijk verplicht om uit te gaan van collectieve actuariële gelijkwaardigheid voor het Pensioenfonds. Dit houdt in dat op basis van de vastgestelde factoren, over het geheel bezien, het Pensioenfonds naar verwachting geen winst of verlies maakt op het uitruilen van de individuele pensioenen.

Voor de bepaling van de flexibiliseringsfactoren worden de actuariële grondslagen uit appendix A toegepast: De rekenrente is de rentetermijnstructuur van 30 september 2022.

De tarieven worden in deze appendix gepresenteerd voor gehele leeftijden. Voor tussenliggende leeftijden moet lineair worden geïnterpoleerd.

De tarieven zijn van kracht met ingang van 1 januari 2023. Het bestuur is echter bevoegd deze periodiek te herzien. In deze appendix zijn de meest toegepaste flexibiliseringsfactoren weergegeven.

I. Rekenregels hoog-laag regeling voor het ouderdomspensioen

Alle gewezen deelnemers hebben de keuze om in de eerste jaren na ingang van het ouderdomspensioen te kiezen voor een verhoogde uitkering. Deze periode met een verhoogde uitkering mag maximaal tot de eerste van de maand volgend op het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd + 5 jaar duren.

Na afloop van deze periode ontvangt de gewezen deelnemer dan vervolgens levenslang een verlaagde uitkering.

Bij bepaling van de factoren is aangesloten bij de fiscale grenzen: de lage uitkering is gelijk aan 75% van de hoge uitkering. De hoogte van het hogere ouderdomspensioen dat gedurende een periode hoger is dan het oorspronkelijke ouderdomspensioen, is gelijk aan het oorspronkelijke ouderdomspensioen vermenigvuldigd met een omzettingsfactor volgens de volgende tabel.

Tabel A: Hoog – Laag factoren voor ouderdomspensioen met een pensioenrichtleeftijd van **65 jaar**.

Leeftijd vanaf	Hoog tot	
	66 10/12	67
65	1,2863	1,2824

Het lagere ouderdomspensioen is gelijk aan 75% van het hogere ouderdomspensioen.

II. Rekenregels voor vervroeging van pensioeningang

De gewezen deelnemers hebben het recht om het ouderdomspensioen eerder in te laten gaan dan de pensioenrichtleeftijd.

De gewezen deelnemer kan ervoor kiezen om het ouderdomspensioen te vervroegen ten opzichte van de pensioenrichtleeftijd. Het vervroegde ouderdomspensioen is dan gelijk aan het opgebouwde ouderdomspensioen vermenigvuldigd met een omzettingsfactor uit tabel B of tabel C.

Tabel B: Factor bij vervroeging van het ouderdomspensioen met pensioenrichtleeftijd **62,5 jaar**.

Leeftijd	Vervroegingsfactor 2023
60	0,8728
61	0,9202
62	0,9722
62,5	1,0000

Tabel C: Factor bij vervroeging van het ouderdomspensioen met pensioenrichtleeftijd **65 jaar**.

Leeftijd	Vervroegingsfactor 2023
60	0,7562
61	0,7960
62	0,8398
63	0,8880
64	0,9413
65	1,0000

III. Rekenregels voor uitstel van (tijdelijk) ouderdomspensioen

Hier zijn de tarieven opgenomen die van kracht zijn als gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid om de ingangsdatum van het (tijdelijk) ouderdomspensioen uit te stellen.

De gewezen deelnemer in het Pensioenfonds heeft het recht de uitkering van ouderdomspensioen later in te laten gaan dan de pensioenrichtleeftijd. In geval van uitstel zal het opgebouwde (tijdelijke) ouderdomspensioen worden vermenigvuldigd met een omzettingfactor volgens de tabellen D, E en F:

Tabel D: Uitstelfactor bij uitstel van het ouderdomspensioen met pensioenrichtleeftijd **62,5 jaar**.

Leeftijd	Uitstelfactor 2023
62,5	1,0000
63	1,0291
64	1,0910
65	1,1583
66	1,2315
67	1,3115
68	1,3990

Uitstel van het tijdelijk ouderdomspensioen zal niet leiden tot een verhoging van het tijdelijk ouderdomspensioen maar tot een verhoging van het ouderdomspensioen. Het ouderdomspensioen zal worden verhoogd met het product van het uitgestelde tijdelijk ouderdomspensioen vermenigvuldigd met een omzettingfactor volgens tabel E:

Tabel E: Uitstelfactor bij uitstel van het tijdelijk ouderdomspensioen vanaf **62,5 jaar**.

Leeftijd	Uitstelfactor 2023
62,5	1,0000
63	0,0291
64	0,0910
65	0,1583
66	0,1683
67	0,1792
68	0,1912

Tabel F: Uitstelfactor bij uitstel van het ouderdomspensioen vanaf **65 jaar**.

Leeftijd	Uitstelfactor 2023
----------	--------------------

65	1,0000
66	1,0646
67	1,1354
68	1,2131

IV. Rekenregels voor omzetting ouderdomspensioen in nabestaandenpensioen

Omzettingsfactoren voor gewezen deelnemers met een pensioenrichtleeftijd van 62,5 jaar:

De gewezen deelnemer in het pensioenfonds heeft recht de uitkering van ouderdomspensioen om te zetten in een aanspraak op nabestaandenpensioen die voorziet in een uitkering aan de partner van de gewezen deelnemer bij overlijden van de gewezen deelnemer.

De aanspraken op nabestaandenpensioen zijn na uitruil gelijk aan het om te zetten ouderdomspensioen ingaande op pensioenleeftijd 62,5 jaar, vermenigvuldigd met de omzettingsfactor uit tabel G.

Tabel G: Omzettingsfactor bij omzetting van ouderdomspensioen ingaande op de pensioenrichtleeftijd **62,5 jaar** in nabestaandenpensioen

Leeftijd	Uitruilfactor 2023
60	3,6960
61	3,7777
62	3,8690
62,5	3,9190

Omzettingsfactoren voor gewezen deelnemers met een pensioenrichtleeftijd van 65 jaar:

De gewezen deelnemer in het Pensioenfonds heeft recht de uitkering van ouderdomspensioen om te zetten in een aanspraak op nabestaandenpensioen die voorziet in een uitkering aan de partner van de gewezen deelnemer bij overlijden van de gewezen deelnemer.

De aanspraken op nabestaandenpensioen zijn na uitruil gelijk aan het om te zetten ouderdomspensioen ingaande op pensioenleeftijd 65 jaar, vermenigvuldigd met de omzettingsfactor uit tabel H.

Tabel H: Omzettingsfactor bij omzetting van ouderdomspensioen ingaande op de pensioenrichtleeftijd **65 jaar** in nabestaandenpensioen.

Leeftijd	1-1-2023	Leeftijd	1-1-2023	Leeftijd	1-1-2023
21	3,3473	38	3,0483	55	2,9858
22	3,3303	39	3,0314	56	3,0154
23	3,3127	40	3,0152	57	3,0514
24	3,2958	41	2,9996	58	3,0946
25	3,2787	42	2,9850	59	3,1448
26	3,2614	43	2,9711	60	3,2019
27	3,2440	44	2,9584	61	3,2679
28	3,2256	45	2,9470	62	3,3422
29	3,2078	46	2,9370	63	3,4258
30	3,1899	47	2,9291	64	3,5210
31	3,1716	48	2,9240	65	3,6258
32	3,1536	49	2,9215		
33	3,1360	50	2,9213		
34	3,1180	51	2,9247		
35	3,1002	52	2,9326		

nabestaandenpensioen.

36	3,0828		53	2,9450		
37	3,0653		54	2,9628		

V.

VI. **Rekenregels voor afkoop pensioen**

Hier zijn de tarieven opgenomen die van kracht zijn als gebruik wordt gemaakt van het recht een pensioenrecht of pensioenaanspraak af te kopen conform artikel 18 lid 1 en artikel 18 lid 2 van het pensioenreglement.

De afkoopwaarde van het ouderdomspensioen is gelijk aan het opgebouwde ouderdomspensioen vermenigvuldigd met een omzettingfactor volgens tabel I.

Leeftijd	1-1-2023		Leeftijd	1-1-2023		Leeftijd	1-1-2023
21	9,7037		37	11,1507		53	12,9513
22	9,7922		38	11,2432		54	13,1350
23	9,8809		39	11,3360		55	13,3372
24	9,9702		40	11,4293		56	13,5596
25	10,0597		41	11,5235		57	13,8028
26	10,1495		42	11,6189		58	14,0682
27	10,2396		43	11,7157		59	14,3561
28	10,3296		44	11,8139		60	14,6676
29	10,4201		45	11,9138		61	15,0053
30	10,5108		46	12,0172		62	15,3693
31	10,6015		47	12,1264		63	15,7614
32	10,6925		48	12,2420		64	16,1857
33	10,7838		49	12,3640		65	16,6406
34	10,8752		50	12,4928			
35	10,9668		51	12,6316			
36	11,0586		52	12,7843			

Tabel I:
Afkoopfactoren
voor
ouderdomspensioenen met
pensioenrichtleeftijd 65 jaar.

VII. **Rekenregels inkoop pensioen bij pensionering en overlijden**

De omzettingfactoren die van kracht zijn als gebruik wordt gemaakt van het recht het opgebouwde pensioenkapitaal aan te wenden voor inkoop van ouderdomspensioenen of een nabestaanden- en/of wezenpensioen conform artikel 12 en 13 van het pensioenreglement ATOS BP worden maandelijks bepaald aan de hand van de ontwikkeling van het drie-maands voortschrijdend gemiddelde van de rentetermijnstructuur zoals wordt gepubliceerd door DNB. De inkoop vanuit de BP-regeling zal gebeuren op basis van het drie-maands voortschrijdend gemiddelde van de actuele dekkingsgraad.

De omzettingfactoren voor inkoop van pensioen worden maandelijks op de website van het pensioenfonds vermeld.

Het te verkrijgen ouderdomspensioen of nabestaandenpensioen is gelijk aan het opgebouwde pensioenkapitaal gedeeld door de maandelijks vastgestelde omzettingfactor.

De omzettingfactor dient vermenigvuldigd te worden met een excasso-opslag van 2,55%.

-0-

Appendix C Control Cycle Beleggingsbeleid 2021 – 2023

Controle cyclus	Bestuur	Beleggingsadviescommissie (BAC)	Vermogensbeheerders
Doorlopende maandelijkse activiteiten	Beoordeling van de maandrapportages en eventuele ad hoc producties uit vergaderingen van de BAC.	Monitoren resultaten van vermogensbeheerders. Monitoren noodzaak tot/ initiëren van herverdeling van de beleggingsportefeuilles. Escalatie incidenten naar bestuur.	Uitvoering mandaten conform het Beleggingsplan. Rapportage aan BAC en bestuur.

Jaar	Kwartaal	Maand	Bestuur	Beleggingsadviescommissie (BAC)	Vermogensbeheerders	
1	1	maart	Beoordeling rapportage BAC 4e kwartaal. Beoordeling rapportage BAC inzake evaluatie jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening.	Beoordeling + advies 4e kwartaal. Rapportage aan bestuur. Evaluatie vermogensbeheer afgelopen 12 maanden (jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening). Rapportage/advies aan bestuur.	kwartaalrapportage	
		-----	-----	-----	-----	
		maart	Vaststellen haalbaarheidstoets. Vaststellen evaluatie herstelplan.	Advies evaluatie herstelplan. Advies vaststellen haalbaarheidstoets.		
		april	ALM initiëren.			
	2	mei/ juni			Advies t.a.v. parameters t.b.v. ALM-studie en risicobudget en aanpassen van het beleidskader.	
			Beoordeling rapportage BAC 1e kwartaal.	Beoordeling resultaten 1e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur	kwartaalrapportage	
	3	augustus/ september				
			Beoordeling rapportage/advies BAC 2e kwartaal.	Beoordeling resultaten 2e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur. Vaststellen van het Strategisch Beleggingsbeleid. Vaststellen Beleggingsplan.		
	4	oktober	Formaliseren eventuele aanpassingen mandaten voor het Beleggingsplan.	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan + advies	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan.	
			Evalueren effectiviteit financieel risicobeheer		kwartaalrapportage	

		november	Beoordeling rapportage BAC 3e kwartaal. Vaststellen Beleggingsplan.	Beoordeling resultaten 3e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur. Advies t.a.v. Beleggingsplan jaar t+ 1.	
		december	Start ALM studie 2022:		

2	1	januari			kwartaalrapportage
		februari/maart	Beoordeling rapportage BAC 4e kwartaal. Beoordeling rapportage BAC inzake evaluatie jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening .	Beoordeling 4e kwartaal. Rapportage aan bestuur. Evaluatie vermogensbeheer afgelopen 12 maanden (jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening). Rapportage/advies aan bestuur.	
		maart	Vaststellen evaluatie herstelplan	Advies evaluatie herstelplan	
	2	April/juni	Risicohouding vaststellen. Overleg met Verantwoordingsorgaan over risicohouding en uit te voeren ALM studie.		kwartaalrapportage
		mei/juni	Beoordeling rapportage BAC 1e kwartaal.	Beoordeling resultaten 1e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur	
		juni	Vaststellen haalbaarheidstoets	Advies vaststellen haalbaarheidstoets.	
	3	juli			kwartaalrapportage
		augustus/september	Beoordeling rapportage BAC 2e kwartaal.	Beoordeling resultaten 2e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur.	
	4	oktober	Evalueren effectiviteit financieel risicobeheer		
		november/december	Beoordeling rapportage BAC 3e kwartaal. Vaststellen Beleggingsplan.	Beoordeling resultaten 3e kwartaal. Rapportage/advies t.a.v. Beleggingsplan jaar t+ 1 aan bestuur.	kwartaalrapportage
		december	Formalisieren eventuele aanpassingen mandaten voor het Beleggingsplan.	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan + advies	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan.

3	1	januari			kwartaalrapportage
---	---	---------	--	--	--------------------

		februari/ maart	Beoordeling rapportage BAC 4e kwartaal Beoordeling rapportage BAC inzake evaluatie jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening .	Beoordeling 4e kwartaal. Rapportage aan bestuur. Evaluatie vermogensbeheer afgelopen 12 maanden (jaarresultaten en kwaliteit dienstverlening). Rapportage/advies aan bestuur. Advies evaluatie herstelplan	
		maart	Vaststellen evaluatie herstelplan		
	2	april			kwartaalrapportage
		mei	Beoordeling rapportage BAC 1e kwartaal.	Beoordeling resultaten 1e kwartaal. Advies vaststellen haalbaarheidstoets. Rapportage/advies aan bestuur	
		juni	Vaststellen haalbaarheidstoets		
	3	juli			kwartaalrapportage
		augustus	Beoordeling rapportage BAC 2e kwartaal.	Beoordeling resultaten 2e kwartaal. Rapportage/advies aan bestuur.	
		september			
	4	oktober	Evalueren effectiviteit financieel risicobeheer en (3 jaarlijkse) evalueren risicobeheerbeleid		kwartaalrapportage
		november	Beoordeling rapportage BAC 3e kwartaal.	Beoordeling resultaten 3e kwartaal. Rapportage/advies t.a.v. Beleggingsplan jaar t+ 1 aan bestuur.	
		necember	Formaliseren eventuele aanpassingen mandaten voor het Beleggingsplan.	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan + advies	Afstemmen eventuele aanpassingen mandaten met het Beleggingsplan.

Voetnoot: Het Strategisch Beleggingsbeleid en het Beleggingsplan bevatten alle onderwerpen die zijn genoemd in Jaar 1.

De doorlopende activiteiten bestaan ook uit alle (ad hoc) onderwerpen genoemd in de Jaren 1, 2 en 3.d

Appendix D Crisisplan

CRISISPLAN

1. Inleiding.

Dit crisisplan vormt een onderdeel van de beschrijving van de hoofdlijnen van het interne beheersingssysteem, zoals voorgeschreven bij of krachtens artikelen 145 Pw en de beschrijving van de financiële sturingsmiddelen zoals vereist op grond van artikel 24, aanhef en onderdeel a en g van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfonds en is als zodanig opgenomen in deze ABTN.

2. Crisissituaties

Het Pensioenfonds heeft als belangrijkste doelstelling het zorg dragen voor het nu en in de toekomst uitbetalen van de pensioenen en opgebouwde rechten. Het Pensioenfonds karakteriseert derhalve als een crisis het moment waarop

a) de (nominale) beleidsdekkingsgraad onder het vereist vermogen komt.

b) de (nominale) beleidsdekkingsgraad onder het minimum vereist vermogen zit, en dit al 3,5 jaar het geval is, waarbij het herstelplan uit het herstelplan tevens al 3,5 jaar niet gehaald wordt.

c) de (nominale) beleidsdekkingsgraad onder de kritische beleidsdekkingsgraad dreigt te komen.

d) het functioneren van het fonds of de uitvoering van de essentiële taken van het fonds bedreigd wordt.

Ad a) triggert het opstellen van een Herstelplan, de crisis verergerd vervolgens als b) zich voordoet en wordt nog groter als c) van toepassing is.

3. Financiële crisissituaties: scenario's waarbij crisismaatregelen nodig zijn

Voor het bepalen of een crisissituatie nabij is, waarbij de (nominale) beleidsdekkingsgraad onder het minimum vereist vermogen komt, is het nuttig om te bezien waar de ondergrenzen liggen m.b.t. de herstelcapaciteit binnen de (wettelijke) termijn van 10 jaar. Aan de hand van verschillende scenario's wordt hieronder aangegeven op welke niveaus het Pensioenfonds naar verwachting in tien jaar (zonder korten) nog kan herstellen tot het Minimaal Vereist Vermogen (104,6%), gegeven een bepaald renteniveau (dat vanaf het begin van de herstelperiode tien jaar lang op dat niveau blijft) en bij een jaarlijks verondersteld meerrendement (ten opzichte van de verplichtingen).

a) Scenario op basis van sluitende financiële opzet

Wanneer de beleidsdekkingsgraad zich op enig moment onder het Minimaal Vereist Vermogen bevindt stelt het Pensioenfonds een herstelplan op waarin wordt aangegeven hoe het Pensioenfonds binnen de wettelijk gestelde termijnen een beleidsdekkingsgraad boven het Minimaal Vereist Vermogen zal bereiken.

Het bestuur heeft als onderdeel van dit crisisplan daarnaast een zogenaamde "kritische beleidsdekkingsgraad" vastgesteld. Dit is de beleidsdekkingsgraad waarbij het Pensioenfonds er niet langer in slaagt om binnen de wettelijk gestelde maximale termijnen de Technische Voorzieningen en het Minimaal Vereist Eigen Vermogen te bereiken, zonder de belangen van gewezen deelnemers, uitkeringsgerechtigden, andere aanspraakgerechtigden en de Werkgever onevenredig te schaden en eventueel tot het verminderen (korten) van pensioenaanspraken en pensioenrechten over te moeten gaan.

Het niveau van de kritische beleidsdekkingsgraad is onder andere afhankelijk van de rentetermijnstructuur en de verwachte meerrendementen op enig moment. In het volgende overzicht is

de kritische beleidsdekkingsgraad voor een aantal scenario's opgenomen (uitgaande van een wettelijke hersteltermijn naar het Minimaal Vereist Vermogen van ongeveer 104% in tien jaar).

kritische dekkingsgraden:

Bij de rente van primo 2018 en parameters 2018: circa 91%

Rente -1% (UFR): circa 87%

Rente +1% (UFR): circa 95%.

De kritische DG daalt bij een lagere rente, omdat de herstelcapaciteit groter is. Dit lijkt misschien niet intuïtief. Maar het benodigd rendement op de voorziening (1 jaars rente) is namelijk lager, waardoor het overrendement stijgt en de herstelkracht toeneemt.

Toelichting:

De kritische beleidsdekkingsgraad uit bovenstaande tabel kan gezien worden als het benodigde niveau vanaf waar het Pensioenfonds naar verwachting in tien jaar (zonder korten) kan herstellen tot het Minimaal Vereist Vermogen (ongeveer 104%), gegeven een bepaald actueel renteniveau (dat vanaf het begin van de herstelperiode tien jaar lang op dat niveau blijft) en bij een jaarlijks verondersteld meerrendement (ten opzichte van de verplichtingen). Er is geen sprake van kortingen en of toeslagen.

Bijvoorbeeld: als de rente 2,5% is (en blijft) en het Pensioenfonds een jaarlijks meerrendement van 1,0% verwacht te halen (ten opzichte van het benodigde rendement op de pensioenverplichtingen), dan kan het Pensioenfonds vanaf een (kritische) beleidsdekkingsgraad van 94% nog zonder korten van pensioenaanspraken en pensioenrechten herstellen.

b) Kortten als crisismaatregel

Het Pensioenfonds kent geen pensioenuitvoeringsovereenkomst meer waarbij de Werkgever verplicht is bij te storten tot een bepaalde beleidsdekkingsgraad indien de beleidsdekkingsgraad onder het VEV komt. Derhalve geldt voor het Pensioenfonds dat een beleidsdekkingsgraadniveau waarbij het Pensioenfonds er zonder korten niet meer uit komt, de facto het niveau is waarbij het herstelplan niet meer voldoende uitzicht biedt aan de eis om aan deze verplichting te voldoen.

Naar verwachting kan meestal echter wel zonder korten binnen de door artikel 140 Pw gestelde termijnen met een herstelplan het minimaal VEV op basis van artikel 131 Pw weer worden bereikt (deze termijn is momenteel 10 jaar). Bij een extreem laag beleidsdekkingsgraadniveau komt het punt nabij waarbij gesteld kan worden dat met in acht neming van artikel 134 Pw, naar verwachting zonder korten niet meer binnen de door artikel 140 Pw gestelde termijnen bij een herstelplan het minimaal VEV op basis van artikel 131 Pw kan worden bereikt.

Indien zich derhalve een crisissituatie voordoet waarbij de beleidsdekkingsgraad onder de waarden zakt waarbij herstel op eigen kracht in het geding is, zal het bestuur in overleg treden met het VO teneinde te bezien of korten onafwendbaar is. In die zin is deze kortingsondergrens de grens waarbij het bestuur nader dient te overleggen over de idee van een mogelijk toe te passen korting. Die kortingsgrens is niet vooraf te definiëren, omdat deze afhankelijk van de portefeuille. Zie m.b.t. deze grens, het voorkomen van deze grens en de maatregelen die het passeren van deze grens met zich kan brengen ook hieronder, hoofdstuk 4.

3A. Financiële crisissituaties: maatregelen die ter beschikking staan

De maatregelen die het Pensioenfonds ter bestrijding van een financiële crisissituatie van het Pensioenfonds ter beschikking staan zijn:

a) Preventief

Een permanente preventieve maatregel die kan bijdragen aan het ontwijken c.q. zoveel mogelijk voorkomen van een crisissituatie (waarbij bijvoorbeeld de beleidsdekkingsgraad onder de 85% daalt)

is het voeren van een anticyclisch beleid waarbij sprake is van een variabele rentehedge en vermogensbeheer dat primair gericht is op kapitaalbehoud.

- Hedgebeleid

Deze maatregel wordt preventief ingezet. Indien de bron van de crisis een (ernstig) gedaalde rente is, kan het effect geneutraliseerd worden door de rentehedge zo hoog mogelijk te houden of te maken.

- Conserverend vermogensbeheer

Ook deze maatregel wordt preventief ingezet. Indien de bron van de crisis (ernstig) gedaalde koersen op de aandelenmarkten is, kan het effect daarvan verminderd worden door het risicodragend vermogen dat in aandelen belegd wordt onderdeel te maken van conserverend vermogensbeheer. De geselecteerde vermogensbeheerders hanteren in dat geval een vermogensbeheerbeleid gericht op bescherming (instandhouding) van het kapitaal.

- Niet indexeren

Door niet te indexeren kan de financiële positie van het Pensioenfonds structureel verbeterd worden. Het verlaagt het verplichtingenniveau t.o.v. de situatie waarbij wel geïndexeerd wordt en bespaart op de daadwerkelijk uitgaven aan pensioenen. Indien de aan de crisis ten grondslag liggende economische actoren gunstig veranderen, zullen beide effecten van het niet indexeren versterkt positief doorwerken in de beleidsdekkingsgraad.

- Aangaan achtergestelde leningen

Een achtergestelde lening kan tijdens een crisis de mogelijkheid bieden om tijd te kopen. Met de lening kan gezorgd worden dat bepaalde beleidsdekkingsgraadniveau's op bepaalde gewenste tijdstippen gehaald worden, terwijl de mogelijkheid aanwezig blijft dat in betere tijden de lening weer terugbetaald zal worden.

- Korten op pensioenen en opgebouwde aanspraken

In het uiterste geval kan er overgegaan worden tot korten van de pensioenen en opgebouwde aanspraken. Het terugbrengen van de nominale verplichtingen werkt direct positief door in de beleidsdekkingsgraad.

3B. Financiële crisissituaties: mate van inzetbaarheid van de maatregelen.

De inzetbaarheid van de maatregelen die het Pensioenfonds ter bestrijding van een financiële crisissituatie ter beschikking staan is gediversifieerd:

a) Preventieve maatregelen

De preventieve maatregelen zijn direct en permanent inzetbaar. Zeker als een crisis in enigermate voorzienbaar is of binnen een crisisperiode zijn deze maatregelen effectief, efficiënt en relatief goedkoop inzetbaar. Het voeren van een beleid waarbij sprake is van een (bijna) volledige rentehedge en vermogensbeheer dat primair gericht is op kapitaalbehoud vereist natuurlijk wel adequate uitvoering en derhalve intensieve monitoring daarvan door het bestuur. Het Pensioenfonds kan alleen beslissen.

b) Niet indexeren

Deze maatregel is altijd inzetbaar. De indexatie ambitie is voorwaardelijk, d.w.z. er wordt alleen geïndexeerd als dat financieel mogelijk is. Bij een crisis en een in dat geval te veronderstellen onderdekking zal er financieel geen ruimte zijn voor indexatie; er is echter ook hier een relatie met de wettelijke 110% plicht. Het Pensioenfonds kan daarboven zelf beslissen, daaronder feitelijk niet.

c) Aangaan achtergestelde leningen

Een achtergestelde lening is met name inzetbaar indien er uitzicht is op het wederom bereiken van een beleidsdekkingsgraad hoger dan 100%. De inzetbaarheid zal ook vooral actueel zijn indien de vooruitzichten op langere termijn goed zijn. Als instrument om tijdelijke effecten op te vangen is het dus zeer goed inzetbaar. Wel is overeenstemming nodig met de leninggever, het Pensioenfonds kan niet alleen beslissen.

d) Kortten op pensioenen en opgebouwde aanspraken

Deze maatregel is alleen in het uiterste geval inzetbaar. De problemen kunnen door een crisis zo groot worden dat het Pensioenfonds niet aan zijn verplichtingen kan voldoen c.q. de continuïteit van het Pensioenfonds in gevaar komt. Bij een dergelijke drastische maatregel is afstemming nodig met het VO en eventueel de Werkgever, het Pensioenfonds beslist na overleg met betrokken partijen.

Bij het daadwerkelijk bezien welke maatregel nodig is, wordt eerst bezien wat de benodigde inzet per maatregel is. Op basis van die gegevens daarna beoordeelt het bestuur de mate van mogelijke en gewenste inzetbaarheid van de maatregel.

3C. Financiële crisissituaties: indicatie financiële effect van de maatregelen.

Het geven van een indicatie van het financiële effect van de inzet van de ter beschikking staande maatregelen is soms heel makkelijk, soms bijna onmogelijk. Onderstaand wordt een indicatie van de kracht van de maatregelen gegeven, alsmede of a priori het financiële effect ervan duidelijk vooraf weer te geven is of niet.

a) Preventieve maatregelen

De kracht of het financiële effect van preventieve maatregelen is moeilijk precies weer te geven. Het effect van een zeer hoge rentehedge is nog wel redelijk adequaat kwantitatief weer te geven: het financiële effect is groot en evenredig aan de toename in de verplichtingen, zeker indien de hedge-doelstelling 100% is en de uitvoering adequaat gebeurt. Neerwaartse renteontwikkelingen als gevolg van een ingezette en doorzettende crisis kunnen dan vrijwel geheel opgevangen worden waardoor het financiële effect zeer beperkt is. Het effect op de beleidsdekkingsgraad is derhalve ook beperkt. Gewaakt moet worden voor een over-hedge, die de beleidsdekkingsgraad toch weer negatief zou kunnen beïnvloeden. Het effect van preventief vermogensbeheer gericht op kapitaalbehoud is minder goed kwantitatief in te schatten. De vermogensbeheerder kan zijn 'opdracht' minder goed uitvoeren en zijn doelstelling missen. Als het beleid succesvol wordt vormgegeven vermindert dit de kans op onderdekking die niet meer zonder extra maatregelen kan worden gecorrigeerd.

b) Niet indexeren

Het financiële effect van deze maatregel is duidelijk. Het effect is kwantitatief precies te berekenen: het financiële effect is evenredig aan de inflatie-index die gevolgd wordt. De verplichtingen nemen niet toe en er wordt (gemiddeld) zo'n 2% uitgespaard.

c) Aangaan achtergestelde leningen

Een achtergestelde lening is duidelijk kwantificeerbaar en het effect is evenredig aan de lening/storting. Het volle effect van deze leningsvorm is alleen aanwezig als de beleidsdekkingsgraad hoger dan 100% is. De lening draagt direct bij aan het herstel.

d) Kortten op pensioenen en opgebouwde aanspraken

Het effect op de beleidsdekkingsgraad van een korting is direct aanwezig en draagt direct bij aan het herstel. De verplichtingen nemen evenredig af met het percentage korting. Het effect is dus groot (maar de gevolgen ook).

3D. Financiële crisissituaties: evenwichtige belangenafweging

Bij het inzetten van maatregelen om de gevolgen van een crisis op te vangen wordt op evenwichtige wijze rekening gehouden met de belangen van de verschillende belanghebbenden bij het

Pensioenfonds. Het bestuur hanteert de volgende afwegingsmotieven m.b.t. de manier waarop de belangen van de verschillende partijen evenwichtig worden afgewogen.

Criteria voor evenwichtige belangenafweging

- juridische positie van alle partijen.
- effectiviteit: wat is het effect op de beleidsdekkingsgraad?
- proportionaliteit: weegt het effect op tegen de impact op de verschillende doelgroepen?
- solidariteit: zijn de bijdragen van de verschillende belanghebbenden in overeenstemming met hun juridische positie en zo niet, nog wel met elkaar in evenwicht?
- continuïteit: zijn de maatregelen verstandig met het oog op voorzienbare toekomstige ontwikkelingen?

4. Communicatie met belanghebbenden

Indien zich een crisissituatie voordoet communiceert het bestuur op de volgende wijze met haar belanghebbenden over de gevolgen, de maatregelen en eventueel over het al dan niet ongedaan maken van de maatregelen:

- A) Indien de maatregelen de betrokkenen niet direct raken:
 - Direct via haar website
 - Via haar PensioenNieuws
- B) Indien de maatregelen de betrokkenen direct raken:
 - Via brieven aan alle belanghebbenden
 - Direct via haar website

In de periode dat zich nog geen crisissituatie heeft voorgedaan:

- Direct via haar website waar het crisisplan beschikbaar wordt gesteld.

De communicatie zal tijdig zijn en in heldere en duidelijke bewoordingen worden opgesteld, zodat de boodschap duidelijk over komt bij het (gediversifieerde) lezerspubliek.

5. Besluitvormingsproces

Het besluitvormingsproces in geval van een crisissituatie is als volgt:

- De noodprocedure treedt in werking: indien er sprake is van een crisissituatie wordt de groepsapp gebruikt waarop iedereen direct bereikbaar is en die eenieder voortdurend geacht wordt te monitoren op de ontwikkelingen. Alle benodigde mobiele telefoonnummers zijn altijd bekend bij ieder bestuurslid en de directeur. De betrokkene die de noodprocedure in gang zet (een bestuurslid of de directeur) door een chat waarin hij de calamiteit meldt, meldt ook in die app dat de noodprocedure in werking treedt. Er wordt daarbij gelijk per app en per e-mail een voorstel voor een vergadermoment gedaan.
- De frequentie van de bestuursvergaderingen wordt tijdelijk verdubbeld. De adviseurs worden gevraagd tijd vrij te houden voor crisioverleg en het leveren van bijdragen voor mogelijke oplossingen;
- Met het VO en de RvT wordt contact opgenomen en er wordt informatie verstrekt alsmede overleg gevoerd over het vervolgtraject;

- Het bestuur kan en mag elk besluit nemen in elk stadium van de crisis, maar zal dit wel soms moeten afstemmen met het VO en de RvT. Bij een (aankomende) crisis worden deze partijen vroegtijdig geïnformeerd;
- De voorzitter en/of de directeur brengt alle betrokken partijen op de hoogte van genomen beslissingen;
- Benodigde expertise wordt ingehuurd. De vaste adviseurs zijn voldoende geëquipeerd om de crisisvraagstukken te kunnen regaderen.;Belangrijk aandachtspunt bij de besluitvorming in (aankomende) crisissituaties is dat het bestuur expliciet aandacht geeft aan het besluitvormingsproces en daarbij een check doet op de volgende punten:
 - haalbaarheid tijdslijnen
 - voldoende aandacht voor consistent handelen;
 - is het handelen in lijn met doelstellingen en eerder gemaakte keuzes

6. Beoordeling actualiteit financieel crisisplan

- Het Pensioenfonds beoordeelt jaarlijks de actualiteit van het financieel crisisplan en past dit zo nodig aan. Het bestuur beziet daarbij of de afspraken en beleidskeuzes nog optimaal zijn in het licht van de ontwikkelingen in de markt.

-0-

Appendix E bij de ABTN

25 oktober 2020

Stichting Pensioenfonds Atos

Strategisch Beleggingsbeleid

Inhoudsopgave

Inleiding	74
1 Organisatie van het beleggingsbeleid	75
2 Strategisch beleggingsbeleid	78
2.1 Opstellen beleggingsdoelstelling en risicohouding	79
2.1.1. Prudent Personregel.....	80
2.1.2 Beleggingsbeginselen en beleggingscategorieën.....	80
2.2 ALM	86
2.3 Portefeuille constructie: strategisch beleid en asset allocatie	87
2.4 Beleggingsplan.....	107
2.5 Selectie beleggingen en evaluatie managers	109
2.6 Rapportages en monitoring	111
2.7 Evalueren en bijsturen van het beleid.....	111
2.8 Beleid verantwoord beleggen	115
2.9 Overige zaken	118
3 Risicobeheersing	122
3.1 Financiële risico's.....	123
3.2 Beleid bijzondere omstandigheden.....	132
Bijlage 1 - Beleggingsovertuigingen.....	133
Bijlage 2 - Strategisch beleggingsbeleid en beleggingsplan conform prudent person regel	136
Bijlage 3 - Investment cases	138
Bijlage 4 - RACI matrix	182

Inleiding

Deze appendix beschrijft het strategische lange-termijn beleggingsbeleid van de Stichting Pensioenfonds Atos (hierna: SPA). Deze appendix dient in samenhang te worden beschouwd met de hoofdtekst van de ABTN, het jaarlijkse beleggingsplan (dat de jaarlijkse invulling van het beleggingsbeleid beschrijft en ondergeschikt is aan het strategische beleid) en SPA's risicomanagement.

Dit document beschrijft voorts de organisatie van en de stappen in het beleggingsproces van SPA en gaat nader in op de strategische mix en het beleid ten aanzien van risicoafdekking.

Dit beleid is door het bestuur met de BAC besproken en in overleg, na advies van de BAC, vastgesteld op 25 oktober 2020, in werking getreden op 15 november 2020 en is in latere versies op details gewijzigd.

• **1. Organisatie van het beleggingsbeleid**

Rondom het beleggingsbeleid zijn er verschillende rollen en verantwoordelijkheden. SPA kent de volgende organisatiestructuur ten aanzien van de beleggingen:

Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en baseert zich op adviezen van de Beleggingsadviescommissie (BAC).

De BAC heeft een beleidsvoorbereidende en adviserende rol richting het bestuur. In paragraaf 3.1.5 van de ABTN worden de hiermee verband houdende activiteiten c.q. taken nader beschreven.

Het selecteren van externe vermogensbeheerders is een verantwoordelijkheid van het bestuur. Selectie geschiedt op basis van advies van de BAC en door het bestuur vastgestelde criteria. De externe vermogensbeheerders voeren het beleggingsbeleid uit binnen de door het bestuur gestelde richtlijnen en rapporteren daarover aan de beleggingsadviescommissie. Het raamwerk waarbinnen de vermogensbeheerders mogen opereren is vastgelegd in de beleggingsrichtlijnen die beschreven zijn in een prospectus of in een met de vermogensbeheerders afgesloten Investment Management Agreement (IMA).

De BAC wordt benoemd door het bestuur en bestaat uit minimaal 4 personen. De taken van de BAC zijn kort samengevat schriftelijk vastgelegd in de statuten van het Pensioenfonds. De BAC is op dit moment als volgt samengesteld:

- Twee leden van het bestuur van het Pensioenfonds; en
- Twee externe onafhankelijke beleggingsspecialisten.

Voor een actuele lijst met leden van de BAC wordt verwezen naar de website van het Pensioenfonds.

Op het gebied van vermogensbeheer en het beleggingsbeleid wordt het bestuur geadviseerd door de BAC. Onder het beleggingsbeleid valt onder andere:

- De beleggingsdoelstellingen en het strategische beleid, zoals de richtniveaus voor de allocaties en bandbreedtes, (allocatie van) risicobudget, de samengestelde strategische benchmark en het gebruik van specifieke financiële instrumenten en technieken, alsmede het actuele beleggingsplan;
- Het vaststellen van de beleggingsuitgangspunten en de restricties daarbij;
- De aanstelling van alle (externe) partijen die een rol spelen binnen (de uitvoering van) het beleggingsbeleid, bijvoorbeeld de bewaarnemer;
- Het monitoren van de beleggingen en de rendementen van het vermogensbeheer; en
- Het evalueren van het vermogensbeheer.

Over ieder besluit inzake het vermogensbeheer wordt advies gevraagd aan de BAC. Ook m.b.t. ALM-studies en het Herstelplan wordt advies gevraagd aan de BAC.

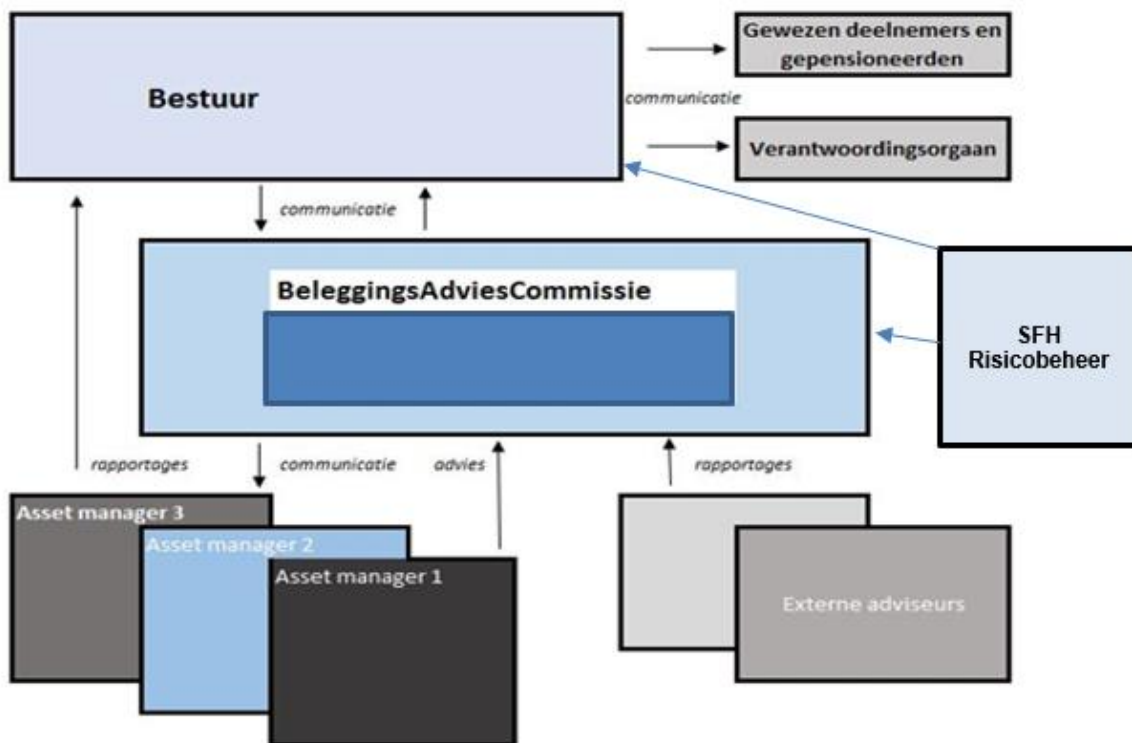
De secretariaatswerkzaamheden in relatie tot het beleggingsbeleid zijn opgedragen aan het pensioenbureau.

Een volledige beschrijving van de governance (RACI-tabel) is opgenomen in de bijlagen.

Onderstaande figuur geeft op hoofdlijnen het het beleggingsproces van SPA weer:.



De samenhang tussen bestuur, BAC en externe partijen is hieronder grafisch weergegeven.

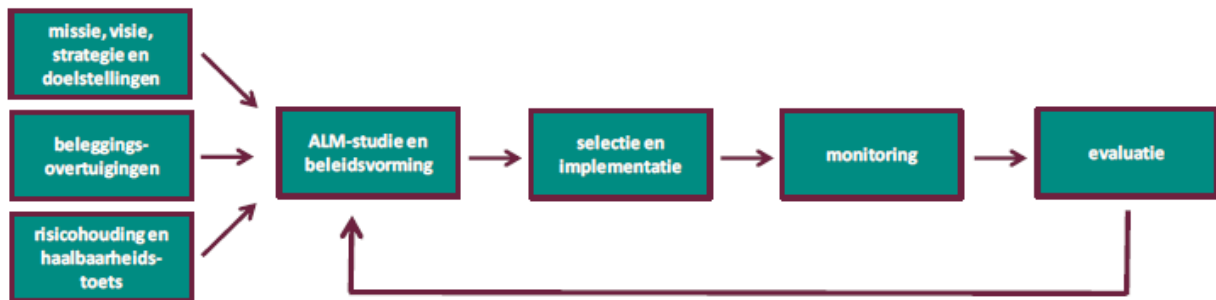


2. Strategisch beleggingsbeleid

In dit hoofdstuk wordt het proces en de daarbij komende stappen rondom het beleggingsbeleid alsmede het beleggingsbeleid zelf beschreven.

Beleggingscyclus

De beleggingscyclus van het pensioenfonds bestaat uit diverse onderdelen. Hieronder worden de belangrijkste aspecten daarvan nader uitgewerkt.



Inputvariabelen cyclus

De basis van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds zijn de beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds, de zogeheten investment beliefs, maar ook de missie, visie en strategie van het pensioenfonds en de risicohouding die is afgestemd met het verantwoordingsorgaan. De investment beliefs zijn in bijlage 3 beschreven, de overige onderwerpen elders in deze ABTN.

ALM-studie en beleidsvorming

Aan dit door het bestuur vastgestelde strategisch beleggingsbeleid heeft een ALM-studie ten grondslag gelegen. De ALM studie wordt hieronder nader toegelicht.

Selectie en Implementatie

Op basis van het gevoerde uitbestedingsbeleid en de gevoerde beleggingsstrategie zijn de vermogensbeheerders aangesteld die het beleggingsbeleid implementeren. Met deze vermogensbeheerders is een beheerovereenkomst (IMA) afgesloten waarin het beleggingsmandaat en de richtlijnen waarbinnen de vermogensbeheerder moet opereren, zijn beschreven. De mandaten worden in het beleggingsplan nader toegelicht en gespecificeerd.

Monitoring

De monitoring van de uitvoering van het vermogensbeheer en de risico's die daarbij worden genomen, vindt plaats door de beleggingsadviescommissie en door het bestuur. Dit geschiedt aan de hand van beleggings-, risico- en compliancerapportages die het pensioenfonds ontvangt van Caceis, BlackRock en GMO en door het bestuur ook aan de hand van een samenvattende bestuursrapportage. De beleggingsadviescommissie wordt ook periodiek tijdens de vergaderingen door de vermogensbeheerders geïnformeerd over de ontwikkeling van de beleggingen. Aan de hand van de periodieke rapportages en vergaderingen heeft het pensioenfonds volledig inzicht in de beleggingsportefeuille, de risico's en de behaalde resultaten.

Evaluatie

Op kwartaalbasis vindt door de beleggingsadviescommissie een evaluatie van het vermogensbeheerbeleid plaats. Minimaal één keer per jaar worden de vermogensbeheerders geëvalueerd op basis van de naleving van de beleggingsrichtlijnen en de in het uitbestedingsbeleid

geformuleerde selectiecriteria (het evaluatieformat). De vermogensbeheerders leggen minimaal een keer per jaar in de vergadering van de beleggingsadviescommissie of in de bestuursvergadering verantwoording af over de uitvoering. Indien daar aanleiding toe is, kan er vaker een overleg plaatsvinden. De beleggingsadviescommissie rapporteert haar bevindingen uit de monitoring en de evaluatie aan het bestuur.

2.1 Opstellen beleggingsdoelstelling en risicohouding

De eerste stap in het beleggingsproces is het vaststellen van de doelstellingen en de risicohouding in relatie tot het beleggingsbeleid. Het bestuur heeft deze bepaald in haar missie, visie en strategie zoals opgenomen in de ABTN en vertaalt dit in haar strategisch beleggingsbeleid zoals hieronder weergegeven:

Het strategisch beleggingsbeleid van SPA dient in overeenstemming te zijn met de volgende uitgangspunten van het bestuur:

- Het beleggingsbeleid van het pensioenfonds heeft een langetermijnhorizon.
- SPA streeft naar duurzame toeslagverlening (indexatie) op pensioenen welke voortvloeien uit uitkeringsovereenkomsten van de gewezen deelnemers van 100% van de consumentenprijs index (huishoudens afgeleid) en naar optimale pensioenen welke voortvloeien uit premieovereenkomsten van de deelnemers.
- De kans op korten van aanspraken moet acceptabel zijn. Momenteel gaat SPA hierbij uit van een bij de ALM-studie berekende maximale kans op korten van circa 10%.
- Wettelijk gezien dient het strategisch beleggingsbeleid in overeenstemming te zijn met de risicohouding. De risicohouding legt de mate vast waarin het fonds bereid is beleggingsrisico's te lopen om de doelstellingen van het fonds te realiseren, en de mate waarin het beleggingsrisico's kan lopen gegeven de kenmerken van het fonds. De risicohouding is afgestemd met het Verantwoordingsorgaan.
- De korte-termijn risicohouding wordt ingevuld met een maximaal vereist eigen vermogen (VEV) van 22,5% van de pensioenverplichtingen. Het bestuur heeft de bandbreedte voor het VEV vastgesteld op 8% tot 22,5%. Recente ALM-berekeningen hebben aangetoond dat uitkomsten op basis van deze bandbreedte leiden tot aanvaardbare uitkomsten in termen van pensioenresultaat en kans op tekorten.
- De lange-termijn risicohouding: de ondergrens van het pensioenresultaat bedraagt 90%, vanuit zowel actuele dekkingsgraad als vereist eigen vermogen. De maximaal toegestane afwijking voor







het negatieve scenario bedraagt 40%. Deze grenzen zijn reeds eerder vastgesteld en opgenomen in de ABTN.

2.1.1. Prudent Person regel

Het pensioenfonds belegt de middelen die niet direct nodig zijn voor het uitkeren van de pensioenverplichtingen. Deze beschikbare gelden worden op een verantwoorde wijze belegd met inachtneming van de Prudent Person regel, overeenkomstig artikel 135 van de Pensioenwet en artikel 13 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen. Jaarlijks wordt conform de wettelijke verplichting onderbouwd dat het pensioenfonds in het betreffende boekjaar heeft belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden. De belangen van de gewezen deelnemers en de pensioengerechtigden staan hierbij gelijkelijk voorop. In bijlage 2 is opgenomen op welke wijze het pensioenfonds uitvoering geeft aan de prudent person regel.

2.1.2 Beleggingsbeginselen²³ en beleggingscategorieën

Voor de beleggingsbeginselen die SPA hanteert wordt verwezen naar bijlage 1 van deze Appendix. Onderstaande tabel geeft een samenvatting van de evaluatie van de beleggingscategorieën die in het kader van de ALM-studie en het opnieuw opstellen van het strategische beleggingsbeleid heeft plaatsgevonden ten einde te bepalen a) of ze geschikt zijn voor SPA om in te beleggen en b) in welke beleggingscategorieën SPA – gezien haar beleggingsbeginselen - wil en kan beleggen. De gehanteerde criteria sluiten aan bij de investment beliefs van SPA en de lange termijn beleggingshorizon. Het eindoordeel is weergegeven in de laatste kolom en is geschikt (groen) of ongeschikt (rood). Voor de gehele evaluatie zelf wordt verwezen naar bijlage 3 (Investment cases). De categorieën waarin wel wordt belegd zijn als liquide, door ieder pensioenfonds gebruikt en niet complexe beleggingscategorieën te beschouwen. Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie (die kan immers wijzigen in de tijd en komt jaarlijks terug bij de portefeuilleconstructie). Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie; een jaarlijkse evaluatie van de categorieën en herhaling van de investment cases is daarom niet nodig. Wel wordt bij iedere ALM-studie aandacht besteedt aan de vraag of een hernieuwde evaluatie wel of niet nodig wordt geacht.

Categorie	Rendement /Risico	Transparantie	Diversificatie	Kosten	MVB	Eindoordeel
Euro staatsobligaties						

²³ Veelal ook 'investments beliefs' of 'beleggingsovertuigingen' genoemd.

Credits IG (corporate)	●	●	●	●	●	√
High yield	●	●	●	●	●	√
EMD	●	●	●	●	●	√
Aandelen ontwikkelde markten	●	●	●	●	●	√
Aandelen opkomende markten	●	●	●	●	●	√
7. Commodities	●	●	●	●	●	×
8. Private equity	●	●	●	●	●	×
9. Hedge funds	●	●	●	●	●	×
10. (near) Cash en liquiditeiten	●	●	●	●	●	√

2.2 ALM- en SAA-studie

2.2.1 ALM-studie

Voordat een ALM-studie wordt uitgevoerd, overlegt het bestuur van het pensioenfonds met de BAC en de uitvoerder van de studie over de aannames die hierbij worden gebruikt. De aannames hebben betrekking op de verwachte rendementen, risico's en correlaties van de beleggingscategorieën binnen de beleggingsportefeuille en op de verwachte ontwikkeling van de rentetermijnstructuur, die van toepassing is op de pensioenverplichtingen. Het pensioenfonds draagt er zorg voor dat deze aannames zijn vastgesteld, dat ze overeenkomen met realistische waarden en voldoen aan relevante wetgeving. Voorts worden er voor de inrichting van het ALM-model duizenden economische scenario's²⁴ opgesteld; dit betreft meestal de standaardset economische scenario's van het bureau dat ingeschakeld wordt voor het verrichten van de ALM-studie. Er worden daarbij model-triggers ingebracht met betrekking tot de mutatiemomenten in het kader van het dynamische anticyclische beleid. Ook worden de investment cases herbevestigd of herzien teneinde vast te stellen met welke beleggingen de ALM wordt doorgerekend. Afhankelijk van de opzet van de ALM-studie wordt daarbij de SAA-studie gelijk meegenomen of apart uitgevoerd teneinde het beleggingsplan te concretiseren.

²⁴ Deze economische scenario's worden alleen bij het verrichten van een ALM studie beoordeeld en gekozen.

Op basis van de pensioendoelstelling en de risicohouding kiest SPA een beleggingsstrategie met een passend risicoprofiel. Om de resultaten in de ALM-studie te beoordelen, evalueert SPA de effecten van de verschillende mogelijke portefeuilles en scenario's op:

- Pensioenresultaat.
- Toeslagrealisatie.
- Kans op korten.
- Vereist eigen vermogen.
- Risicopremies op beleggingscategorieën.
- Evenwicht over de generaties heen.

In het ALM-traject wordt voorts besloten over:

- Risicobudget.
- Strategische asset mix met bandbreedtes.
- Renterisico-afdekking.

Strategische asset mix met bandbreedtes

Met de ALM-studie wordt een strategische asset mix van de 2 categorieën vastrentende en zakelijke waarden bepaald, inclusief de mate van renterisico-afdekking. Het strategisch beleggingsbeleid met bandbreedtes sluit aan bij de risicohouding.

De portefeuille van het voorkeursbeleidsscenario uit de ALM past daarbij te allen tijde binnen het risicobudget dat wordt begrensd door het maximale VEV. Dit maximale VEV is in de ALM-studie getoetst aan de lange-termijn risicohouding en andere uitgangspunten.

SPA beoogt op de langere termijn een beleid te voeren waarbij frequent, indien de marktomstandigheden significant gewijzigd zijn, in de RP een verdere detaillering van de verdeling van de vastrentende waarden en zakelijke waarden over de 5 gebruikte beleggingscategorieën en bijbehorende bandbreedtes wordt vastgesteld. Dit gebeurt op basis van een strategische asset allocatie (SAA)-studie.

De strategische mix als startpunt voor de ALM bestond voor 72% uit vastrentende waarden en 28% uit zakelijke waarden. De toegepaste maximale allocatie naar zakelijke waarden zoals bepaald in de ALM-studie en afgeleid uit de korte termijn risicohouding was 45%, omdat bij die grens het VEV naar een waarde van 22,5% zou gaan. Omdat de rente sindsdien verder gedaald is, is het VEV-beslag van vastrentende waarden ook omlaag gegaan en is er meer ruimte voor zakelijke waarden voordat de bovengrens van 22,5% in zicht komt.

In de SAA-studie (zie 2.1.2) wordt gecontroleerd of de invulling van de beleggingscategorieën binnen de RP met vastrentende en zakelijke waarden consistent is met de risicohouding en overige

uitgangspunten van het pensioenfonds, conform de analyse in de ALM-studie. Een verdere detaillering op basis van een SAA-studie van bandbreedtes is opgenomen in hoofdstuk 3.

De strategische invulling met bandbreedtes wordt opgenomen in het beleggingsplan (de allocatie is tevens opgenomen in hoofdstuk 3). De bandbreedtes behorend bij de strategische asset mix zijn enerzijds op gericht om marktfluctuaties op te vangen en veelvuldig handelen te voorkomen en zijn anderzijds zodanig opgesteld dat actief beheerd kan worden en risico adequaat kan worden afgebouwd, maar er niet afgeweken kan worden van de bandbreedte van het beoogde risicoprofiel uit het beleggingsplan.

Indien op basis van adviezen van adviseurs en/of vermogensbeheerders de strategische allocatie of bandbreedtes in de mandaten heroverwogen dienen te worden, zal er eerst een SAA-studie worden uitgevoerd. Tenslotte zal er toetsing plaatsvinden aan de VEV bandbreedte.

Ten behoeve van het beleggingsbeleid in de praktijk wordt er onderscheid gemaakt tussen de Risk Control Portefeuille (met het Risk Control Mandaat (RCM)), en de Return Portefeuille (RP):

Risk Control Portefeuille (RCP)

De RCP bestaat uit het Risk Control Mandaat (RCM) bij BR (ook wel LDI mandaat genoemd), waarin ook een BR liquiditeitsfonds en twee BR euro short duration fondsen²⁵ zijn opgenomen, waarin de middelen belegd worden die niet nodig zijn voor de rentehedge en niet in de RP worden aangewend. De vastrentende waarden in het RCM geven op een relatief veilige manier invulling aan het grootste deel van de conform de staffel gewenste afdekking van het renterisico. Hiertoe worden in principe alleen euro staatsobligaties, SSA-bonds, swaps, cash en een money market funds gebruikt. Voor het berekenen van de benodigde hedge in het RCM wordt ook met de rentehedge-effecten van de aanwezige euro-credits uit de RP-portefeuille rekening gehouden.

Het BR liquiditeitsfonds en de twee euro short duration fondsen dienen op een relatief veilige wijze de cash in stand te houden die aangehouden wordt omdat het fonds nu niet meer risico wil nemen in de RP en ook deze cash niet nodig heeft voor de rentehedge. Wil het bestuur meer risico nemen in de RP (dus met een hoger VEV werken teneinde de dekkingsgraad te verhogen), dan hevelt zij gelden over uit deze BR liquiditeits- en euro short duration fondsen. Wil zij minder risico nemen dan gebeurt dat andersom. Als de rente stijgt en uit de rentehedgestaffel volgt dat de rentehedge omhoog moet, dan worden de benodigde staatsobligaties aangekocht met gelden uit deze BR liquiditeits- en/of euro short duration fondsen.

Return Portefeuille

²⁵ De genoemde cash- of near cash-beleggingen mogen ook short duration/liquiditeitsfondsen betreffen die beleggen in IG-credits en High Yield, waaronder covered bonds, CDO's en MBS/ABS's. Dit is m.b.t. CDO's, MBS en ABS's voor de totale SPA-portefeuille per categorie tot een hoogte van 1% van de totale portefeuille toegestaan.

De Return Portefeuille kan worden ingevuld met vijf beleggingscategorieën en cash; de vijf beleggingscategorieën betreffen IG credits, high yield, EMD, aandelen wereldwijd en aandelen emerging market, zoals beschreven in Bijlage 3 (Investment cases).

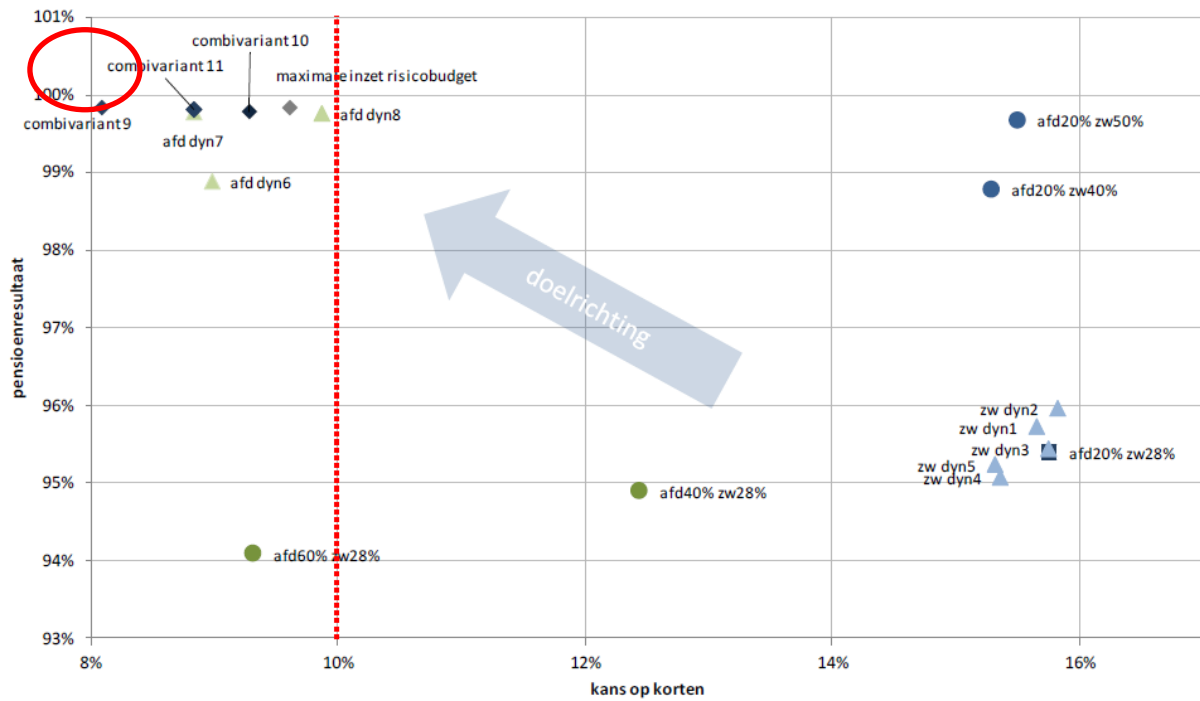
Toelichting keuzes ALM-studie

In de ALM zijn beleidsalternatieven onderzocht teneinde te bepalen wat het beste beleid zou zijn. Hierbij is o.a. onderzocht welk rentehedge percentage, welke rentehedge staffel en welke verhouding vastrentend/zakelijk de beste resultaten oplevert. Op basis van dit onderzoek²⁶ is een keuze gemaakt. In vergelijking met de onderzochte alternatieven scoorde de variant met dynamisch renteafdeckingsbeleid en dynamische allocatie naar zakelijke waarden het best, uitgaande van de strategische mix van 72%/28% in de uitgangssituatie en het risicobudget van een VEV van maximaal 22,5%.

- Er wordt voldaan aan de risicohouding op korte termijn (VEV tussen de 8% en de 22,5%). Een aantal andere beleidsvarianten valt af omdat zij tot een te hoog VEV-beslag (kunnen) leiden.
- Het pensioenresultaat is beter dan beleidsalternatieven met statische renteafdekking en/of statische asset allocatie. Andere beleidsvarianten vallen af omdat zij leiden tot een lager pensioenresultaat.
- In de haalbaarheidstoets werd gerekend met een vaste allocatie van 28% aan zakelijke waarden en een afdeckingspercentage van 20%. De uitkomsten voldeden aan de risicohouding. Uit de ALM-studie bleek dat op basis van het dynamisch beleid met betrekking tot de rentehedge en allocatie naar zakelijke waarden een verbetering te verwachten is van zowel het pensioenresultaat als de kans op korten. Uit de meest recente aanvangshaalbaarheidstoets blijkt dat het nieuwe beleid voldoet.
- De kans op korten binnen 15 jaar is minder dan 10%. Voor alle andere onderzochte beleidsvarianten is de kans hoger. Ook bij de maximale invulling van het risicobudget is de kans op korten kleiner dan 10%, bij hetzelfde pensioenresultaat.
- Voor het bepalen of er evenwicht was over de generaties heen is er een Aanvangshaalbaarheidstoets uitgevoerd. De uitkomsten zijn gewogen en de verschillen in het pensioenresultaat tussen de generaties werden evenwichtig geacht.

De uitkomsten van de ALM-studie laten zich grafisch het best samenvatten aan de hand van onderstaande grafiek. “Combivariant 9” is het gekozen strategisch beleid.

²⁶ Voor de volledig inhoud van deze studie wordt verwezen naar de ALM-studie van SPA van 2018.



Hieruit blijkt dat met een combinatie van dynamisch rente- en aandelenbeleid het pensioenresultaat het hoogst en de kans op korten het kleinst is. Bij de analyse van de resultaten en het maken van de beste keuze is hierbij nadrukkelijk ook naar negatieve rentescenario's gekeken, waarbij de rente lang laag blijft of weer zou dalen en rekening houdend met het resterende curverisico.

De uitkomsten behorende bij de gekozen variant zijn als volgt. Met een groen vinkje is aangegeven dat deze uitkomst voldoet aan de uitgangspunten van het Pensioenfonds. Met twee groene vinkjes wordt aangegeven dat deze uitkomst de beste is van alle onderzochte varianten.

	Maximale inzet risicobudget	Combinatievariant 9
Beleggingsbeleid		
% rente afdekking	Dyn9	Dyn9
% zakelijke waarden	Max (VEV < 22%)	Dyn4 Max45%
VEV (t=0)	16,2%	16,2% ✓
Bandbreedte VEV	14,1% - 22,1%	9,5% - 21,3%
Solvabiliteit		
Verwachte dekkingsgraad na 5 jaar	123,2%	122,0% ✓
2,5% percentiel na 5 jaar	91,8%	92,7% ✓
Verwachte dekkingsgraad na 15 jaar	147,2%	143,5% ✓✓
2,5% percentiel na 15 jaar	98,1%	100,1%
Toeslagverlening		
Verwachte indexatierealizatie na 15 jaar	99,3%	99,3% ✓✓
Verwachte pensioenresultaat na 15 jaar	99,8%	99,8% ✓✓
2,5% percentiel pensioenresultaat	73,0%	74,7% ✓✓
Kans op korting (gemiddeld over 15 jaar)	9,6%	8,1% ✓
Conditionele korting (gemiddeld over 15 jaar)	1,1%	1,1%
Kans op korting - MVEV	0,3%	0,3%
Conditionele korting - MVEV	10,3%	10,0%
Kans op korting - VEV	9,3%	7,8%
Conditionele korting - VEV	0,8%	0,8%

Voor een nadere toelichting op het bovenstaande en de vaststelling van de strategische asset allocatie naar beleggingscategorieën binnen vastrentende en zakelijke waarden wordt verwezen naar de rapportage van de ALM-studie (maart 2018).

2.1.2 SAA-studie

Binnen de uitgangspunten die zijn gehanteerd in de ALM-studie van 2018 is voor de RP in november 2019 een nieuwe SAA-studie uitgevoerd teneinde de verdeling over de asset categorieën binnen de RP te actualiseren (uitgangssituatie per november 2019). De verwachtingen in de markt waren significant gewijzigd m.b.t. de gebruikte 5 beleggingscategoriën. In de tabel staan de cijfers zoals de verwachtingen waren in 2017 en hoe de verwachting in Q3 2019 waren:

<u>Beleggings-</u> <u>categoriën</u>	input gebruikt bij SAA studie 2017/2018	Gemiddelde verwachtingen 9 vermogens- beheerders	Rendements- verwachting van tiental fiduciair beheerders	input SAA studie 2019
Credits IG	1,40%	0,09%	0%	0,05%
Global HY	3,30%	2,01%	2,20%	2,1%
EMD	3,20%	2,61%	2,80%	2,7%
Aandelen ontwikkelde landen	4,90%	3,36%	4,30%	3,80%
Aandelen opkomende landen	5,60%	6,31%	6,60%	6,45%

Door de uitkomsten uit de nieuwe SAA-studie treedt er een verschuiving van de voorkeuren van het

bestuur op naar meer aandelen EM en wat minder aandelen DM. Verder is de allocatie naar de nu laagrenderende IG credits teruggebracht en wordt er meer gealloceerd naar de naar verwachting beter renderende EMD-obligaties. Door de allocatiewijzigingen binnen de RP neemt het VEV van het fonds ietwat toe, maar dit past binnen het eerder vastgelegde strategisch beleid. Ook de ontwikkelingen in H2 2019, i.c. de dalende rente en de voortdurende stijging van de aandelen in de ontwikkelde landen, gaven reden voor het bestuur om een herschikking te onderzoeken en vast te leggen. Sindsdien is het beeld niet significant veranderd. De rente is laag gebleven en dalend, de aandelen liggen na een dip weer ongeveer op het niveau van eind 2019.

Omdat SPA momenteel bewust aanstuurt op een VEV dat lager is dan het maximum en daarom de RP in omvang beperkt is, is er veel geld over in de RCP. In de RCP is echter, omdat conform het vastgelegde dynamische rentehedgebeleid de rentehedge momenteel laag is, slechts beperkt geld nodig voor het onderpand voor de swaps en de obligaties waarmee de hedge wordt vormgegeven. De overblijvende gelden worden daarom bewust als near cash aangehouden binnen de RCP in de vorm van een liquiditeitsfonds en twee short duration bond funds. Deze fondsen zijn in principe bedoeld om in de toekomst te worden ingezet in het kader van het verrichten van betalingen, eventuele uitbreiding van de RP, als onderpand voor de swaps en - als de rente stijgt - voor toekomstige hogere matching van de verplichtingen. Het is derhalve ook een middel om risico te verlagen en verschaft middelen die op een meer gunstig moment kunnen worden belegd in meer risicovolle beleggingscategorieën (“dry powder”).

2.3 Portefeuille constructie, strategisch beleggingsbeleid en asset allocatie

Het vorige hoofdstuk beschreef het proces en de input om te komen tot het strategisch en feitelijk beleggingsbeleid. Dit hoofdstuk beschrijft het strategisch beleggingsbeleid en de getalsmatige invulling van het feitelijke beleggingsbeleid zoals ook beschreven in het beleggingsplan.

In de strategische asset allocatie wordt onderscheid gemaakt tussen de Risk Control Portefeuille en de Return Portefeuille. Beide portefeuilles worden in een aparte paragraaf nader beschreven. Mede op basis van de ALM- en SAA-studie heeft het bestuur de huidige strategische beleggingsmix bepaald op 50% risk control portefeuille en 50% return portefeuille in combinatie met een huidige procentuele afdekking van het renterisico van 20%, berekend op basis van marktrente. Daarnaast hanteert het bestuur bandbreedtes van +/-5%-punt rondom de portefeuilles. Deze bandbreedtes zorgen ervoor dat de portefeuilles in beperkte mate kunnen meebewegen met de marktontwikkelingen zonder dat er direct hoeft te worden ingegrepen. Indien één van de portefeuilles zich buiten deze bandbreedtes bevindt, dan zal het bestuur bezien of de overschrijding bestendig is en ernaar streven om indien de conclusie is dat de overschrijding een bestendig karakter heeft er binnen een maand na deze conclusie de betreffende portefeuille terug laten brengen tot een positie binnen de relevante

bandbreedtes. Het pensioenfonds legt niet op voorhand vast naar welke allocatie binnen de bandbreedtes wordt geherbalanceerd. Uitsluitend in extreme marktomstandigheden kan het bestuur besluiten om de portefeuille niet terug te brengen tot binnen de bandbreedtes. Een extreme omstandigheid kan zijn het feit dat de verwachte transactiekosten die gepaard gaan met een rebalancing uitzonderlijk hoog zijn door extreme marktvolatiliteit.

Tabel 1: portefeuille constructie

Portefeuille	Normweging	Minimum	Maximum	Benchmark	Rendements Doelstelling
Risk Control Portefeuille (RCP).	50%	45%	55%	Verplichtingen benchmark	Verplichtingen + 0,30%
Return portefeuille (RP)	50%	45%	55%	Samengestelde benchmark	GMO: samengestelde SPA benchmark + 2% BR: fondsspecifieke samengestelde benchmark + 0,5%

Zowel in de Risk Control Portefeuille als in de Return Portefeuille is een bandbreedte voor de beleggingscategorie cash & cash equivalenten opgenomen. Deze allocaties worden nader hieronder beschreven in de paragrafen 'Risk Control Portefeuille' en 'Return Portefeuille'.

Het beleggingsbeleid is dynamisch. De dynamiek komt op hoofdlijnen op vijf verschillende manieren tot uiting. Deze dynamiek leidt automatisch tot een variërend VEV.

- Het bestuur kan binnen de kaders van het strategisch beleid tactisch beleid voeren tussen de risk control portefeuille en de return portefeuille. Hierbij kan bewust worden afgeweken van de strategische allocatie om op korte termijn ontwikkelingen in te spelen. Tactisch beleid is uitsluitend toegestaan binnen de door het bestuur vastgestelde bandbreedtes zoals weergegeven in bovenstaande tabel. Het doel van het tactisch beleid is om een hoger rendement te behalen of een lager risico te lopen dan wanneer het pensioenfonds uitsluitend automatisch herbalanceert. Het risico van het tactisch beleid wordt begrensd middels de bandbreedtes en het feit dat het pensioenfonds maandelijks monitort dat de begrenzings die van toepassing zijn voor het VEV niet worden overschreden. De totale portefeuille (RCM en RP) blijft tezamen binnen de grenzen van het maximale VEV-risicobudget. Het pensioenfonds maakt voor de tactische allocatie tussen de risk control portefeuille en de return portefeuille geen gebruik van derivaten.

- De procentuele afdekking van het renterisico is afhankelijk van de rentestand. Dit aspect is nader beschreven in de paragraaf '*strategisch rentebeleid*'.
- De bandbreedtes (die de vermogensbeheerders mogen hanteren) bij de diverse beleggingscategorieën in de risk control portefeuille en in de return portefeuille. Dit aspect is nader beschreven in de paragraaf '*risk control portefeuille*' en de paragraaf '*return portefeuille*'.
- Het is GMO toegestaan om in de beleggingsfondsen actief beheer te voeren. BR mag in 2 (semi-)actieve beleggingsfondsen en 4 passieve fondsen beleggen. Het pensioenfonds bewaakt het actieve beleid op basis van tracking error limieten en andere restricties en op basis van het monitoren dat de fondsrichtlijnen door de vermogensbeheerders worden nageleefd. Dit aspect is nader beschreven in de paragraaf '*return portefeuille*'.
- Indien de strategische beleggingsmix niet meer aansluit bij het gewenste beleid kan het bestuur besluiten een nieuwe ALM-studie uit te voeren teneinde een andere strategische beleggingsmix te bereiken.

De strategische asset allocatie zoals hierboven beschreven is door het pensioenfonds vertaald in een aantal beleggingsmandaten. Deze mandaten worden hieronder beschreven. Er is bij de beschrijving onderscheid gemaakt naar de risk control portefeuille en de return portefeuille.

2.3.1 Risk Control Portefeuille (RCP)

De beleggingen in deze deelportefeuille maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar beleggingen die als hoofddoel kennen het gedeeltelijk afdekken van het renterisico ten opzichte van de verplichtingen. Voor het beheer van deze deelportefeuille heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder.

Strategisch rentebeleid: hoogte afdekking

Op strategisch niveau wordt het renterisico van de verplichtingen afhankelijk van het renteniveau afgedekt. De portefeuille is derhalve opgezet om het renterisico adequaat te beheersen door middel van het hedgen van een bepaald percentage van de verplichtingen (het hedgebeleid). Het hedgebeleid is dynamisch en anticyclisch. Dit betekent dat de afdekking hoger is naarmate de rente hoger is, zoals aangegeven in onderstaande staffel. In de ALM-studie zijn beleidsalternatieven onderzocht, waaruit is gebleken dat de variant met een dynamisch rentebeleid op lange termijn tot de beste resultaten leidt. Hierbij is ook nadrukkelijk rekening gehouden met negatieve rentescenario's, een langdurig laagblijvende lange rente en curverisico's. Het bestuur heeft in onderstaande staffel vastgesteld welk percentage renterisico ten opzichte van de verplichtingen wordt afgedekt bij welk niveau van de 20 jaar swap rente. Het pensioenfonds gaat hierbij uit van afdekking van het renterisico op marktrente.

Tabel 2: Rentehedge

Opwaartse overschrijding rente (20 y euro swap)	Neerwaartse overschrijding rente (20 y euro swap)	Afdekking renterisico	Bandbreedte
> 4,75%		100%	+/-3%-punt
	< 4.50%	90%	+/-3%-punt
	< 4.25%	85%	+/-3%-punt
	< 4.00%	80%	+/-3%-punt
> 4%		80%	+/-3%-punt
	< 3.75%	75%	+/-3%-punt
	< 3.50%	70%	+/-3%-punt
	< 3.25%	65%	+/-3%-punt
	< 3.00%	60%	+/-3%-punt
> 3%		60%	+/-3%-punt
	< 2.75%	55%	+/-3%-punt
	< 2.50%	50%	+/-3%-punt
	< 2.25%	45%	+/-3%-punt
	< 2.00%	40%	+/-3%-punt
> 2%		40%	+/-3%-punt
	< 1.75%	35%	+/-3%-punt
	< 1.50%	30%	+/-3%-punt
	< 1.25%	25%	+/-3%-punt
	< 1.00%	20%	+/-3%-punt
≤ 2% (huidige situatie)		20%	+/-3%-punt

In het beleggingsplan (Appendix F) wordt nader toegelicht hoe deze tabel precies wordt uitgevoerd en toegepast.

De RCP is een discretionair mandaat hetgeen het pensioenfonds de mogelijkheid biedt om zelf de richtlijnen te bepalen. De huidige benchmark van het discretionaire mandaat is 20% van de rentegevoeligheid van de verplichtingen in een marktrente omgeving. Alhoewel de beoogde afdekking van het renterisico van het pensioenfonds wordt bepaald in een marktrente-omgeving, houdt het pensioenfonds rekening met de mogelijke impact in een UFR-omgeving.

De door BlackRock gehanteerde verplichtingenstructuur wordt minimaal één keer per jaar geactualiseerd. Het pensioenfonds levert daarvoor de verplichtingenstructuur aan BlackRock. De procentuele afdekking van het renterisico wordt berekend door de som van de rentegevoeligheid (uitgedrukt in DV01) van het discretionaire LDI-mandaat (inclusief rentegevoeligheid euro credits in de return portefeuille) te delen door de rentegevoeligheid van de feitelijke of een nauwkeurige inschatting van het kasstroomprofiel van de nominale verplichtingen (tevens uitgedrukt in DV01).

Het pensioenfonds houdt bij de verdeling over looptijden binnen de RCP rekening met de impact van de UFR-curve.

Het pensioenfonds hanteert een bandbreedte van +/-3%-punt rondom de normafdekking van 20%. De bandbreedte van +/-3%-punt is ook van toepassing per looptijdsegment. De huidige procentuele afdekking van het renterisico van 20% wordt vormgegeven door afdekking van de rentegevoeligheid op de volgende punten op de curve: 1, 2, 3, 5, 7, 10, 15, 20, 25, 30, 40 en 50 jaar. Het bestuur is van mening dat bij de 40 en 50 jaar looptijden een verminderde liquiditeit geldt plus dat het op deze looptijden meer wil aansluiten bij de rentegevoeligheid in een UFR omgeving en dat het nieuwe pensioenakkoord mogelijk de komende jaren leidt tot minder vraag naar langlopende staatsleningen en renteswaps. Het bestuur is zich er van bewust dat het afdekken van het renterisico in een marktrente-omgeving impact heeft op de effectiviteit van de renteafdekking in een UFR-omgeving.²⁷

De bandbreedte van 3%-punt dient om veranderingen in de procentuele afdekking van het renterisico, die door marktbevingen ontstaan, op te vangen. Het is de vermogensbeheerder niet toegestaan om door middel van tactisch beleid af te wijken van de beoogde rentegevoeligheid van de verplichtingen.

De vermogensbeheerder zal de portefeuille herbalanceren op het moment dat op één of meerdere looptijden de bandbreedte wordt overschreden. Indien wordt geconstateerd dat de bandbreedte is overschreden, zal de vermogensbeheerder de beleggingsportefeuille binnen een termijn van 10 werkdagen zodanig bijsturen dat vervolgens de procentuele afdekking van het renterisico weer binnen de bandbreedte valt. Het feitelijke afdekkingspercentage wordt op maandbasis berekend en gemonitord.

Portefeuillesamenstelling: restricties m.b.t. toegestane landen, omvang, DtS en instrumenten.

De bandbreedtes t.b.v. allocatie en rentegevoeligheid voor de verschillende toegestane instrumenten en landen waarmee de rentehedge kan worden vormgegeven zijn in onderstaande tabel weergegeven.

²⁷ Om praktische redenen vindt er niet precies een gelijkmatige hedge op targetniveau plaats op bepaalde looptijden (met name in het 20 en 25 jaar segment) die elders in andere buckets gecompenseerd wordt. Dit levert een curverisico op dat in de ALM-studie nader onderzocht is. Alhoewel uit dat onderzoek blijkt dat de impact beperkt is, is voor de buckets van 15-25 jaar, waar de meeste verplichtingen onder vallen, in overleg met de mandaathouder bezien of en hoe er meer gelijkmatig per bucket rond de target afgedekt kan worden, zodat er gelijkmatiger op het targetpercentage per bucket gehedged wordt en het curverisico verder afneemt. Daarbij bleek dat de kosten en de praktische implicaties te bezwaarlijk waren tegenover het voordeel van het verder terugdringen van dit kleine resterende curverisico. Wel worden als gevolg van dit nadere onderzoek de conversiefactoren voor de omrekening van UFR naar marktrente meer frequent door de mandaathouder berekend, waardoor het curverisico ook ietwat afneemt.

Tabel 3

Categorie / instrument	Minimum marktwaarde als % van de marktwaarde van RCP	Maximum marktwaarde als % van de marktwaarde van RCP	Minimum DV01 als % van de DV01 van RCP	Maximum DV01 als % van de DV01 van RCP
Government bonds issued by Germany	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by the Netherlands	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by France	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by Austria	0%	25%	0%	25%
Government bonds issued by Finland	0%	10%	0%	10%
Government bonds issued by Belgium	0%	20%	0%	20%
Government bonds issued by Spain	0%	15%	0%	5%
Government bonds issued by Ireland	0%	20%	0%	10%
Government bonds issued by Italy	0%	15%	0%	5%
Supranational, Sub-sovereign and Agency (SSA) bonds	0%	10%	0%	10%
BlackRock Global Funds - Euro Short Duration Bond	15%	30%	N/A	N/A
Cash, Cash Funds, Cash equivalents and OTC Derivatives mark-to-market	N/A	50%	0%	50%

Alle obligaties moeten gedenomineerd zijn in euro en een nominale uitgifte hebben van minimaal € 500 miljoen.

Indien wordt geconstateerd dat bandbreedtes zoals weergegeven in de tabel zijn overschreden, zal de vermogensbeheerder de beleggingsportefeuille binnen een termijn van 10 werkdagen zodanig bijsturen dat vervolgens de feitelijke allocaties en de rentegevoeligheden zich weer binnen de bandbreedtes bevinden.

De rentehedge wordt hierbij mede voorts vormgegeven met euro credit beleggingen die plaatsvinden in de Return Portefeuille (RP). Voor zover de RP-mandaathouders in euro credits beleggen, wordt met deze beleggingen door de vermogensbeheerder die het RCM uitvoert rekening gehouden bij het realiseren van de opgedragen rentehedge.

Rapportage en evaluatie

Het pensioenfonds laat op maandbasis een analyse opstellen van de effectiviteit van de renteafdekking. Het pensioenfonds is zich er immers van bewust dat zaken als kredietrisico en curverisico een duidelijke impact kunnen hebben op deze effectiviteit. De analyse wordt ieder kwartaal in de beleggingsadviescommissie besproken. De beleggingsadviescommissie vormt zich een oordeel of op basis van de uitkomsten van de analyse aanpassingen in de RCP noodzakelijk zijn en adviseert het bestuur hierover.

BlackRock rapporteert maandelijks over de RCP. In de rapportage komen in ieder geval de volgende zaken aan bod:

- Feitelijke renteafdekking versus normafdekking en bandbreedte;
- Rendement, relatief rendement en attributie van het rendement;
- Monitoring van het curverisico (afwijkingen tussen de rentegevoeligheid van de portefeuille en de rentegevoeligheid van de benchmark voor de verschillende looptijden);
- Monitoring van de bandbreedtes voor allocatie en rentegevoeligheid van de toegestane instrumenten;
- Risico, relatief risico en attributie van beide;
- Marktwaaarde, exposure en tegenpartijrisico vanuit derivaten;
- Onderpand.

De beleggingsadviescommissie bespreekt twee keer per jaar de gehele portefeuille met de vermogensbeheerder. Eenmaal per jaar wordt de vermogensbeheerder door de beleggingsadviescommissie uitgebreider geëvalueerd.

extra rendement

De RCP heeft als belangrijkste doelstelling het invullen van de beoogde renteafdekking in een marktrente omgeving. Daarnaast kent de portefeuille als secundair doel het behalen van een extra rendement ten opzichte van de verplichtingen van 30 basispunten op jaarbasis na beheerkosten over een driejaars periode. Bij de keuze van categorieën en type instrumenten is het behalen van de juiste renteafdekking leidend, het realiseren van extra rendement is secundair daaraan. De verwachte tracking error ten opzichte van de verplichtingen bedraagt 2.5%.

De beleggingen in de RCP geven op een relatief veilige manier invulling aan het grootste deel van de conform de rentestafel gewenste afdekking van het renterisico.

Voor de RCP worden de diverse instrumenten, looptijden en rentegevoeligheden door het bestuur geformuleerd, waarbij onder andere rekening wordt gehouden met adviezen en rapportages van de vermogensbeheerder en de beleggingsadviescommissie.

Binnen de RCP is het beleid van het pensioenfonds gericht op een brede diversificatie over investment grade staatsobligaties en staatsgegarandeerde obligaties (SSA bonds: sovereigns, supranationals and agencies). Er wordt mede in SSA obligaties belegd omdat deze een hogere verwachte performance hebben in vergelijking met staatsleningen met eenzelfde looptijd. Er wordt uitsluitend belegd in staatsleningen en staatsgegarandeerde leningen uitgegeven in euro's binnen het eurogebied.

Naast obligaties is het de beheerder van de RCP toegestaan te beleggen in de volgende beleggingsfondsen:

- BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (IE00B9346255)
ICS staat voor Institutional Cash Series
- BlackRock Ultra Short Duration Bond Fund (IE00B1B82251)
- BlackRock Euro Short Duration Bond Fund (LU0147388861)

Een uitgebreide beschrijving van deze 3 fondsen is opgenomen in de toelichting op de mandaten in bijlage 1 bij Appendix F.

Het pensioenfonds is zich er van bewust dat de allocatie naar cash funds en short duration bond funds bij de huidige relatief lage procentuele afdekking van het renterisico substantieel kan zijn. Dit zijn liquide beleggingsfondsen waarvan de rentegevoeligheid laag is en de gemiddelde resterende looptijd van de onderliggende beleggingen kort is. De beleggingsfondsen hebben verschillende settlement periodes, maar kunnen allen binnen drie werkdagen omgezet worden in cash. Deze beleggingsfondsen beleggen hoofdzakelijk in commercial paper, certificates of deposit, en financials, maar kunnen tevens belegd zijn in investment grade credits, high yield, CDO's, covered bonds en MBS/ABS's. Dit is m.b.t. CDO's, MBS en ABS's voor de totale portefeuille per categorie tot een hoogte van 1% toegestaan.

Het pensioenfonds wil met het gebruik van verschillende cash en short duration fondsen voorkomen dat het "betaalt" voor onnodige liquiditeit. Daarnaast mitigeert de spreiding over een groot aantal beleggingen binnen de beleggingsfondsen het tegenpartijrisico. Het ICS-fonds (settlement T+0) kan als onderpand dienen voor de swaps in de portefeuille. Het Ultra Short Duration Bond Fund (settlement T+1) en het Short Duration bond Fund (settlement T+3) zorgen voor de benodigde liquiditeit voor periodes van 1 dag of langer. In de IMA met de vermogensbeheerder is opgenomen dat deze er zorg voor draagt dat te allen tijde een bedrag aan ICS-fondsen in de portefeuille aanwezig is dat een marktaandeeverandering van de swaps door een 50 basispunten renteverandering kan opvangen. In normale situaties zal het verwachte rendement van het short duration bond funds hoger zijn dan van het ICS-fonds.

2.3.2 Return Portefeuille (RP)

hoofddoelstelling

De RP heeft als hoofddoelstelling het realiseren van een overrendement ten opzichte van de verplichtingen mede ter financiering van de indexatieambitie. De RP betreft overwegend beleggingen met een hogere volatiliteit. Het pensioenfonds heeft ervoor gekozen om in de RP uitsluitend in liquide beleggingscategorieën te willen beleggen. Verder belegt het pensioenfonds bewust in beleggingsfondsen, omdat het efficiënt en goedkoop is en zo gemakkelijker sprake kan zijn van een goede spreiding qua onderliggende beleggingen.

De beleggingsmix binnen de RP is door een SAA-studie bepaald. In de SAA-studie is gecontroleerd of de beleggingsmix en de bandbreedtes rondom de normwegingen consistent zijn met de risicohouding en de overige uitgangspunten van het pensioenfonds. De omvang en het risicoprofiel van de RP is mede gebaseerd op de resterende risicoruimte van het pensioenfonds, rekening houdende met het solvabiliteitsbeslag van de RCP waarin het renterisico slechts beperkt wordt afgedekt. In de RP is het binnen de opgegeven bandbreedtes de gespecialiseerde vermogensbeheerder(s) op het gebied van multi asset allocatie toegestaan actief beleid over de beleggingscategorieën heen te voeren, zolang er blijft worden voldaan aan de restricties van de SAA met bijbehorende bandbreedtes. De bandbreedte van sommige beleggingscategorieën is door het bestuur bewust ruimer aan de onderkant vastgesteld, zodat de vermogensbeheerders de ruimte hebben om het risico significant te kunnen afbouwen.

strategische benchmark

Het bestuur heeft een strategische benchmark opgesteld die voortkomt uit de laatste SAA-studie en de daarop gebaseerde fine tuning na advies van de BAC. Tot november 2020 hoefde de vermogensbeheerders niet persé de indices die deel uitmaakten van de SAA-studie na te volgen. Hun prestaties werden er wel mee vergeleken. Sinds oktober 2020 is het beleid geworden dat de vermogensbeheerders met hun beleggingen dicht in de buurt moeten blijven van deze indices, waarbij er wel een overgangperiode is bepaald waarin nog een aantal afwijkingen mogelijk zijn teneinde de risico's en kosten van een significante omslag in het beleid te mitigeren. De strategische benchmark geeft de 'ideale' verdeling²⁸ aan over de toegestane beleggingscategoriën o.b.v. de verwachte rendementen en de risicobudget restricties (maximum VEV). Daaromheen zijn bandbreedtes ingesteld waarbinnen de vermogensbeheerders hun strategie om tot een overrendement te komen kunnen realiseren.

²⁸ Op het moment dat deze berekend wordt, dit kan na verloop van tijd veranderen..

Tabel 4 strategische asset allocatie mix

Categorie	Richtniveau	Bandbreedte	Benchmark
RP:	50%	+/-5%	
	rendements- vergelijkingsniveau	Richtniveau-bandbreedte waarbinnen belegd moet worden t.o.v. rendementsvergelijkingsniveau	Strategische benchmark
Credits IG (inclusief non- euro DM staatsobligaties) ²⁹	5%	+2%/ -4%	BOFAML Glob. Corporates IG
Global High Yield	5,5%	+2%/ -4%	BOFAML Glob. HY BB-B Constrained
Emerging Market Debt	10%	+2%/ -4%	BOFAML EM Sovereign Bond Index
Aandelen ontwikkelde markten ³⁰	17,5%	+/-5%	MSCI World Net Total Return Index
Aandelen opkomende markten ³¹	12%	+/-3%	MSCI EM Net Total Return Index
Cash /Cash plus	0%	+20%	ESTR

In Appendix F wordt deze tabel nader gespecificeerd naar mandaatniveau.

Naast de strategische benchmark van SPA die uit de SAA-studie hanteert SPA ook nog een fondsspecifieke benchmark om de performances mee te vergelijken. Deze vergelijking met de fondsspecifieke benchmarks is opgesteld omdat de benchmarks van SPA uit de SAA-studie geen veelgebruikte benchmarks zijn en er praktische implementatieproblemen waren, maar wijken in de meeste gevallen qua karakteristieken en risicoprofiel niet significant af van de benchmarks uit de SAA-studie. Het was echter wenselijk om bij de transitie naar het nieuwe beleid tijdelijk enkele wel afwijkende fondsbenchmarks toe te staan (zie hierboven). E.e.a. is onderstaand uitgewerkt in de 2 hieronder opgenomen tabellen en in appendix F, bijlagen 2A en 2B.

²⁹ Inclusief kleine posten in ABS/MBS en CDO's die deel uitmaken van een beleggingsfonds, zie ook elders in deze bijlage en het beleggingsplan.

³⁰ Inclusief aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen. Deze aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 2,0% van het belegd vermogen uitmaken.

³¹ Zie voetnoot 31

De hoofddoelstelling van de return portefeuille (RP) wordt in de mandaten in twee doelstellingen gesplitst:

- Een outperformance doelstelling over de afgesproken samengestelde benchmark op basis van de weergegeven normwelingen door tactische asset allocatie over de beleggingscategorieën.
- Een outperformance doelstelling door actief beheer binnen de beleggingscategorie. Het bestuur heeft per beleggingscategorie en per vermogensbeheerder vooraf bepaald waar wel actief beheer wordt toegepast en waar passief beheer wordt toegepast en welke beleggingsfondsen er mogen worden gebruikt.

De RP wordt beheerd door twee vermogensbeheerders. De mandaten van het pensioenfonds aan haar vermogensbeheerders zijn conform bovenstaande twee doelstellingen gesplitst in twee opdrachten te weten:

- i) allocatie tussen beleggingscategorieën; en
- ii) allocatie binnen iedere beleggingscategorie, voor zover de categorie niet met een passief maar met een actief beleggingsfonds wordt ingevuld.

Vermogensbeheerder GMO is hoofdzakelijk geselecteerd op basis van haar op de lange termijn gerichte beleggingsfilosofie en value benadering. Vermogensbeheerder BlackRock is hoofdzakelijk geselecteerd op basis van haar TAA-beleid dat in vergelijking met GMO meer op de korte termijn is gericht. Het pensioenfonds is derhalve van mening dat de twee strategieën voor tactisch beleid enigszins complementair aan elkaar zijn.

De vermogensbeheerders rapporteren zowel op maand- als op kwartaalbasis. Daarnaast zijn er frequent vergaderingen van de beleggingsadviescommissie waarbij de vermogensbeheerders soms aanwezig zijn. Het pensioenfonds heeft beide vermogensbeheerders opgedragen om in de maand- en kwartaalrapportages zowel over de totale doelstelling als over de twee deeldoelstellingen te rapporteren, zodat het pensioenfonds in staat is om een vergelijking te maken tussen de verwachte uitkomsten en de feitelijke uitkomsten.

De mandaten geven de vermogensbeheerders ruimte om binnen de vastgestelde bandbreedtes hun keuzes voor de verschillende beleggingscategorieën te maken. Over een beleggingscyclus van 3 tot 5 jaar verwacht het pensioenfonds een totale outperformance te realiseren op de return portefeuille van 148 bps na beheerkosten (deze doelstelling is vastgesteld door de doelstellingen van BlackRock en GMO te wegen naar marktwaarde per 30 juni 2020). Het pensioenfonds verwacht de helft van deze verwachte outperformance te realiseren door tactische asset allocatie en de helft door actief beheer binnen die beleggingsfondsen waar dit is toegestaan.

De verwachte outperformances voor de twee vermogensbeheerders zijn niet identiek. Het pensioenfonds verwacht met het mandaat dat door BlackRock wordt beheerd in vergelijking met het mandaat dat door GMO wordt beheerd zowel op het gebied van tactische asset allocatie als op het gebied van actief beheer binnen de beleggingsfondsen een lagere outperformance. Het pensioenfonds verwacht met het BlackRock mandaat zowel met TAA als met actief beheer binnen de beleggingsfondsen een outperformance van ieder 25 bps na beheerkosten op jaarbasis te realiseren gemeten (totaal 50 bps) over een volledige cyclus van 3 tot 5 jaar, terwijl het pensioenfonds verwacht met het GMO mandaat zowel met TAA als met actief beheer binnen de beleggingsfondsen een outperformance van ieder 100 bps na beheerkosten op jaarbasis te realiseren gemeten (totaal 200 bps) over een volledige cyclus van 3 tot 5 jaar. Tegenover de hogere verwachte outperformance van GMO staat ook een breder keuzepallet van beleggingsfondsen en een hogere verwachte tracking error.

De performance van de return portefeuille wordt op twee manieren gemonitord. Enerzijds wordt het rendement afgezet tegen de samengestelde strategische benchmark van SPA en anderzijds tegenover de fondsspecifieke benchmarks van de daadwerkelijk gebruikte beleggingsfondsen wordt berekend. Het oordeel over een individuele vermogensbeheerder wordt gegeven op basis van de in de mandaten afgesproken benchmark.

De outperformance doelstelling per beleggingsfonds is weergegeven in de onderstaande twee tabellen. Tevens is in de tabellen voor ieder beleggingsfonds weergegeven wat de maximale tracking error is.

Tabel: return portefeuille mandaat aan vermogensbeheerder GMO³²

Beleggingscategorie	Minimum	Norm	Maximum	Beleggingsfondsen	Benchmark	Actief / passief	tracking error limiet	Out-performance target
Developed Equity	25%	35%	45%					
	Binnen beleggingscategorie							
	50%*	65%	80%	GMO US Equity Fund	Russell 3000 Index	Actief	6%	1,50%
	20%	35%	50%*	GMO International Equity Fund	MSCI EAFE Index	Actief	6%	1,50%
0%	0%	20%**	GMO U.S. Small Cap Value Fund	S&P SmallCap 600 Value Index	Actief	6%	1,50%	
Emerging Equity	18%	24%	30%	GMO Emerging Markets Fund	MSCI EM Net Total Return Index	Actief	6%	1,50%
Credits IG (inclusief non- euro DM staatsobligaties)	2%	10%	14%					

³² * De in de tabel bij Developed Equity opgenomen ondergrens m.b.t. het GMO US Equity Fund en de bovengrens bij het GMO International Equity Fund gelden pas na 1 jaar nadat de tabel in het mandaat van GMO is opgenomen. Voor die periode is de ondergrens m.b.t. het GMO US Equity Fund 0% en de bovengrens bij het GMO International Equity Fund 100%. Deze transitieperiode is gewenst gezien de verregaande financiële implicaties van het vernieuwde beleid met meer restricties en inkadering.

** De actuele positie in dit fonds per 1 oktober 2020 wordt niet meer uitgebreid.

Binnen beleggingscategorie								
	20%	30%	40%					
				GMO Multi-Sector Fixed Income Fund	Bloomberg Barclays US Aggregate Index	Actief	3%	1,00%
	60%	70%	80%	GMO Global Bond Investment Fund	JP Morgan GBI Global	Actief	3%	1,00%
Emerging Market Debt								
Binnen beleggingscategorie								
	12%	20%	24%					
	0%	100%	100%	GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund	J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified	Actief	5%	1,50%
	0%	0%	100%**	GMO Emerging Country Debt Fund	J.P. Morgan EMBI Global Index	Actief	5%	1,50%
Global High Yield								
	3%	11%	15%					
				GMO High Yield Fund	Markit Iboxx USD Liquid High Yield Index	Actief	3%	0,50%
Cash / Cash Plus								
	0%	0%	40%	BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)	Euro 7 day LIBID Index	N/A	N/A	0,00%

Tabel: return portefeuille mandaat aan vermogensbeheerder BlackRock:

Beleggings-categorie	Minimum	Norm	Maximum	Beleggingsfondsen	Benchmark	Actief / passief	Maximale tracking error	Out-performance target
Developed Equity	25%	35%	45%	BlackRock CCF Developed World ESG Screened Index Fund	MSCI World ex Select Controversies Net Total Return Index	Passief	0,30%	0,00%
Emerging Equity	18%	24%	30%	iShares Emerging Markets Index Fund	MSCI EM Net Total Return Index	Passief	0,70%	0,00%
Credits IG (inclusief non-euro DM staatsobligaties)	2%	10%	14%	iShares ESG Screened Global Corporate Bond Index Fund	Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index	Passief	0,50%	0,00%
Emerging Market Debt	12%	20%	24%	BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund	J.P. Morgan ESG GBI - EM Global Diversified	Actief	5,00%	2,00%
Global High Yield	3%	11%	15%	BlackRock Global High Yield ESG and Credit Screened Fund 100% EUR hedged	ICE BofAML Dev. Markets HY Constrained 100% EUR Hedged Index	Semi-actief	1,50%	0,00%
Cash / Cash Plus	0%	0%	40%	BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)	Euro 7 day LIBID Index	N/A	N/A	0,00%

Strategische verdeling/herbalancering

In het mandaat aan de vermogensbeheerders zijn richtlijnen opgenomen die vastleggen dat de normwegingen van de mandaten gelijk zijn aan de normwegingen van de totale return portefeuille. Om de eerste doelstelling van de mandaten in de return portefeuille te kunnen realiseren is het de vermogensbeheerders toegestaan met de feitelijke allocatie naar de verschillende beleggingscategorieën af te wijken van de normwegingen in de strategische benchmark van SPA. De mate waarin de beheerders mogen afwijken van de normwegingen is effectief begrensd door het opnemen van een minimale en maximale procentuele allocatie per beleggingscategorie (bandbreedte). De beheerders rapporteren in de maand- en kwartaalrapportages de feitelijke wegingen versus de normwegingen en de relevante bandbreedtes. Het pensioenfonds heeft de vermogensbeheerders opgedragen van alle beleggingsfondsen de look through informatie met Caceis te delen, zodat Caceis in staat is om de feitelijke allocatie op look through basis in de risicorapportage op te nemen. Het pensioenfonds is op die manier in staat om ook op look through basis te monitoren dat de feitelijke allocaties zich binnen de relevante bandbreedtes bevinden.

Indien een vermogensbeheerder per einde maand constateert dat één of meerdere categorieën zich buiten de relevante bandbreedtes bevinden, zal de beheerder het pensioenfonds hiervan direct op de hoogte stellen en binnen 5 werkdagen na constatering de allocaties zo wijzigen dat alle categorieën zich weer binnen de relevante – drifted - bandbreedtes bevinden.

Het pensioenfonds is een voorstander van een periodieke evaluatie van de strategische benchmark van SPA. Het pensioenfonds hanteert geen statische strategische benchmark aangezien dit naar mening van het pensioenfonds mogelijk leidt tot een toename in de transactiekosten wanneer de benchmark statisch is, maar de portefeuille niet. Beide vermogensbeheerders herbalanceren de benchmark ultimo maand naar de normwegingen.

Het pensioenfonds heeft in de mandaten aan de vermogensbeheerders uitputtend vastgelegd welke beleggingsfondsen en ETF's binnen het mandaat zijn toegestaan, conform bovenstaande tabellen. Voor alle beleggingsfondsen die zijn toegestaan heeft het pensioenfonds bepaald wat de relevante benchmark index, de verwachte relatieve performance en de maximale tracking error is. In Appendix F wordt per mandaat/vermogensbeheerder een volledige opsomming gegeven van de toegestane beleggingsfondsen en worden de beleggingsfondsen uitgebreid beschreven en toegelicht.

De benchmark voor de return portefeuille wordt per beleggingscategorie vastgesteld. De performance van iedere beleggingscategorie en beleggingsfonds wordt afgezet tegen de afgesproken benchmark index. De benchmark indices uit de SAA-studie dienen als uitgangspunt. Echter, om praktische

redenen kan in overleg met de vermogensbeheerders een bij de specifieke beleggingscategorie of specifiek beleggingsfonds passende benchmark index worden vastgesteld die afwijkt van de benchmark index die in de SAA-studie is gebruikt. In dat geval zal het pensioenfonds waarborgen dat het gebruiken van een andere benchmark index niet leidt tot een verhoging van het risico of de afwijking aan een tijdelijke periode koppelen. Vastlegging hiervan vindt plaats in bijlage 3 bij deze appendix en in het beleggingsplan (in de bijlagen 2A en 2B van appendix F inzake de mandaten waarin de gebruikte beleggingsfondsen nader worden omschreven).

Voor BR geldt de outperformance doelstelling t.o.v. de fondsspecifieke samengestelde benchmark voor zowel TAA als voor actief beheer. De reden daarvoor is dat BR de samengestelde strategische benchmark van SPA niet praktisch vindt. SPA accepteert deze 'afwijking' omdat de fondsspecifieke samengestelde benchmark voor BR een vergelijkbaar universum en risicoprofiel heeft als de samengestelde strategische benchmark van SPA. Voor GMO geldt dat zij met de vrijheden die tot voor kort golden voor het mandaat zich strategisch voor een lange termijn geïmplementeerd heeft en het bestuur het niet in het belang van de deelnemers acht om, gezien de huidige hoge marktwaarderingen met name in de US regio en een nieuwe binnen afzienbare termijn te plannen ALM, GMO door de beleidswijziging te dwingen op korte termijn de voorgestelde nieuwe spil en bandbreedtes in te voeren. Daarom worden de afwijkingen van de strategische benchmark van SPA bij GMO in het mandaat aan een tijdelijke periode gekoppeld. Daarbij weegt zij mee dat large cap US aandelen thans zijn vervangen door large cap aandelen Europa en in mindere mate small cap aandelen US waardoor wel sprake is van een beperktere diversificatie (regio allocatie) maar gezien de hoge correlaties tussen de 2 markten en de beperkte tijdshorizon voor aanpassing aan het (nieuwe) mandaat, acht het bestuur dit een acceptabel risico dat andere risico's vermindert en onnodig hoge kosten voorkomt.

Het bestuur zal bij de eerstvolgende ALM-studie en/of SAA-studie de strategische en gebruikte benchmark indices evalueren en hieruit mogelijk conclusies trekken om benchmark indices aan te passen. Het bestuur draagt er zorg voor dat er wordt gemonitord op zowel de strategische benchmark indices van SPA als de gebruikte benchmark indices m.b.t. de beleggingsfondsen.

De beheerders voeren het beleggingsbeleid uit binnen de daarvoor gestelde richtlijnen en rapporteren op maand- en kwartaalbasis aan het pensioenfonds over de uitvoering van het beleggingsbeleid. De beleggingsadviescommissie toetst deze maandrapportages aan de beleggingsrichtlijnen.

Het pensioenfonds heeft de vermogensbeheerders opgedragen om te rapporteren over beide doelstellingen van de RP en hierbij zowel te rapporteren over de feitelijke relatieve performance, de feitelijke allocatie versus de normwegingen en bandbreedtes en het risico in de vorm van tracking errors, afwijkingen van de sector- en regio-/landenallocatie, de duration en de spread duration t.o.v. de benchmark en de omvang van lage ratings, zodat het pensioenfonds in staat is om van deze verschillende parameters een vergelijk te maken met de doelstellingen en de vastgelegde begrenzings.

Er vindt in beginsel geen herbalancering plaats tussen de twee vermogensbeheerders in de return portefeuille.

De tactische ruimtes die binnen de beleggingsfondsen gelden, zijn vastgelegd in de IMA's en de fondsspecificaties (toegelicht in de bijlagen inzake de mandaten bij Appendix F). Op basis van prospectussen, essentiële beleggersinformatie, factsheets en halfjaar- en jaarverslagen heeft het pensioenfonds inzicht in de beleggingsspecifieke richtlijnen van ieder beleggingsfonds. Monitoring van het naleven van deze richtlijnen vindt plaats door de vermogensbeheerder van ieder beleggingsfonds minimaal één keer per jaar te laten bevestigen dat deze de fondsspecifieke richtlijnen heeft nageleefd. Hierbij wordt onder meer gekeken naar tracking error, duration, kredietwaardigheid, de mate van leverage, securities lending en vermogensbeheerkosten. De bevestigingen van de vermogensbeheerders en de daarbij horende opmerkingen en/of toevoegingen worden besproken in de beleggingsadviescommissie en vervolgens vastgelegd in de notulen.

2.3.3 Strategisch inflatiebeleid

De dekkingsgraad kan onvoldoende zijn om de pensioenen van de deelnemers in overeenstemming met de ambitie waardevast te houden. Dit is het inflatierisico. Het bestuur verwacht met het dynamisch rentehedgebeleid en de allocatie naar de return portefeuille dat op lange termijn het inflatierisico gemitigeerd wordt en heeft ervoor gekozen om dit risico verder niet specifiek af te dekken.

2.3.4 Speciale bepalingen inzake de beleggingscategorieën

Binnen het RCP en RP mag beperkt worden belegd in de volgende beleggingscategorieën:

- Mortgage Asset Backed Securities (MBS)
- Asset Backed Securities (ABS, commercial en andere).
- Collateral Debt Obligations (bijvoorbeeld CMO's).

Deze mogen niet separaat als financieel instrument worden aangekocht, maar indien deze instrumenten deel uitmaken van een gespreid belegd liquiditeits-, obligatie- of mix beleggingsfonds dat voor een toegestane beleggingscategorie gebruikt wordt, dan zijn CDO's, MBS en ABS's voor de totale SPA-portefeuille per categorie tot een hoogte van 1% van de totale portefeuille toegestaan;

- Aandelen in vastgoedbeleggingsfondsen, omdat breed gespreide (index)aandelenbeleggingsfondsen veelal ook deze categorie aandelen als aandeel meenemen bij hun beleggingen. Deze aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 2,0% van het belegd vermogen uitmaken.

2.3.5 Toevoegen beleggingscategorieën

Nieuwe beleggingscategorieën kunnen in principe worden toegevoegd aan de portefeuille maar dienen vooraf te worden getoetst aan de volgende vragen:

- Is het geschikt voor een pensioenfonds in het algemeen en SPA in het bijzonder?
- Past deze binnen de beleggingsbeginselen (zie bijlage en ook ABTN)?
- Past het binnen het totale risicobudget?
- Past het binnen het governance budget (tijd en kennis bestuur)?
- Wat is het effect op het risicoprofiel van de portefeuille?
- Wat is het effect op de kosten?
- Wat zijn de juridische implicaties?
- Wat zijn de fiscale implicaties?

Op basis van een voorstel vanuit de BAC beoordeelt SPA of het toevoegen van een beleggingscategorie aan de beleggingsportefeuille voldoet aan de ALM-kaders en de doelstellingen van het beleggingsbeleid. Voor de beslissing over een nieuwe beleggingscategorie wordt eerst een investment case m.b.t. de beleggingscategorie opgesteld. Indien de toevoeging een nieuwe beleggingscategorie betreft die niet is meegenomen in de in bijlage 3 beschreven investment cases en de analyse als resultaat heeft dat de nieuwe asset class geschikt en aantrekkelijk is om in te beleggen, dan zal er ook een nieuwe SAA-studie moeten plaatsvinden waarbij de nieuw toe te voegen asset class meegenomen wordt in de berekeningen.

2.3.6 Derivatenbeleid

De externe beheerders kunnen in het kader van het beleggingsbeleid gebruik maken van derivaten. Derivaten mogen alleen worden gebruikt voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken.

Kredietrisico en tegenpartijrisico's spelen de grootste rol bij het gebruik van derivaten. Deze risico's worden beperkt door strikte toepassing van het uitbestedingsbeleid (bijvoorbeeld het sluiten van umbrella-agreements bij ISDA en OTC-overeenkomsten) en door in het mandaat van de beheerder voorwaarden op te nemen die de risico's bij gebruik van derivaten voldoende beperken.

De beheerders mogen in overeenstemming met bovenstaande derivatenrichtlijnen gebruik maken van de volgende derivaten:

- Aan- en verkopen van futures.
- Kopen van (plain vanilla) call en put opties.
- Gedekt schrijven van (plain vanilla) callopties.
- Kopen en verkopen van (opties op) renteswaps (swaptions).

De beheerders mogen derivatentransacties uitvoeren zowel op beurzen en markten waar financiële instrumenten worden verhandeld, als onderhands.

Derivaten in de RCP

Binnen de RCP maakt het pensioenfonds naast obligaties, cash funds, short duration bond funds en direct cash holdings tevens gebruik van rentederivaten. De rentederivaten worden hoofdzakelijk gebruikt om een nauwkeurige afdekking van het renterisico ten opzichte van de verplichtingen vorm te geven, maar kunnen ook worden gebruikt als alternatief voor obligaties. Door het gebruik van derivaten kan er bij hogere rentehedgepercentages sprake zijn van hefboomfinanciering. Dit is de ratio tussen de exposure en de marktwaarde van het mandaat. De maximaal toegestane ratio voor netto leverage bedraagt 200%.

In dit strategisch beleggingsbeleid en de IMA met de vermogensbeheerder is vastgelegd dat uitsluitend het gebruik van derivaten via central clearing is toegestaan.

Door de vermogensbeheerder wordt gebruik gemaakt van standaarden voor ISDA- en CSA-contracten (umbrella). Er wordt gebruik gemaakt van een minimum transfer amount welke €250.000 per tegenpartij bedraagt. Er wordt geen gebruik gemaakt van thresholds. De vermogensbeheerder hanteert minimumeisen omtrent de kredietwaardigheid van tegenpartijen. Het tegenpartijrisico wordt verder beperkt door het ontvangen van onderpand dat in waarde minimaal gelijk is aan de exposure van iedere tegenpartij, met inachtneming van minimum transactielimieten. De waarde van het onderpand wordt iedere werkdag beoordeeld. Binnen het mandaat ontvangt en verstrekt de vermogensbeheerder uitsluitend cash onderpand. Het is de vermogensbeheerder toegestaan het cash onderpand dat wordt ontvangen op de centrally cleared swaps te herbeleggen in de portefeuille. De vermogensbeheerder heeft haar beleid met betrekking tot tegenpartijen helder vastgelegd in de "Counterparty Credit Policies and Procedures". Het pensioenfonds is in het bezit van de meest recente versie van dit document.

Derivaten in de RP

Binnen de return portefeuille is het gebruik van derivaten door de vermogensbeheerders slechts toegestaan binnen de beleggingsfondsen en de richtlijnen die de vermogensbeheerder daartoe heeft opgesteld. De vermogensbeheerder mag in overeenstemming met de fondsrichtlijnen gebruik maken van verschillende soorten derivaten voor zover deze bijdragen aan een verlaging van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken, mits de exposure van het vermogen (inclusief derivaten) ten opzichte van de toepasselijke benchmark binnen de vermelde beleggingsrestricties blijft.

2.3.7 Strategisch valutabeleid en valutamanagement

De vreemde valutaposities in vastrentende waarden en zakelijke waarden van de beleggingsportefeuille worden voor een normpercentage van 50% afgedekt voor de regelingen voor risico van het Pensioenfonds, met een minimum van 47,5% en een maximum van 52,5%. De bandbreedte is om praktische en kostenefficiënte redenen opgenomen. De wijze waarop dit beleid

precies wordt vormgegeven wordt onderstaand beschreven. Niet euro valuta zijn een risico t.o.v. de in euro luidende verplichtingen maar kunnen daarnaast een bron van diversificatie vormen en ook een bron van rendement zijn.

Het valutabeleid hanteert restricties die op diverse abstractieniveaus aanhaken. De doelstelling van het valutabeleid van het fonds is om zowel gebruik te maken van de kansen die de vreemde valuta periodiek geven om rendement te halen als om de portefeuille meer gediversifieerd te kunnen vormgeven. Tegelijkertijd is er de doelstelling binnen het valutabeleid om de risico's die aan de potentiële vreemde valuta-exposures vastzitten te mitigeren en om handvaten te geven om het risicomanagement effectief te managen. Daarmee wordt ook beoogd de beleggingsportefeuille minder gevoelig te maken voor grote valutakoersbewegingen, wat de stabiliteit van de dekkingsgraad ten goede komt. Het vormgegeven valutabeleid geeft voldoende ruimte en waarborgen om de gewenste diversificatie en potentiële extra rendementen te bereiken en de en de risico's van valutaschommelingen te mitigeren. Het sluit daarbij ook aan bij de huidige dynamische anticyclische beleggingsstrategie die gericht is op kapitaalbehoud en goede lange termijn rendementen.

Omdat de gangbare theorie veronderstelt dat afdekken van aandelen op de wat langere termijn geen nut heeft of zelfs geld kost, hanteert het pensioenfonds een neutrale houding t.o.v. het hedgen van valuta-exposure op aandelen. Enerzijds is er gezien de nadelen (kosten, minder diversificatie) geen voorkeur voor het volledig afdekken van niet euro valuta-exposure, anderzijds wil het bestuur de risico-exposure m.b.t. niet euro valuta wel beperken en geen beleid voeren waarbij er standaard niets afgedekt wordt; de norm met de toegestane bandbreedte tussen 47,5% - 52,5% afdekking van de totale valutaexposure zit precies in het midden. Voor zover de norm niet gerealiseerd wordt met het 100% afdekken van de vastrentende exposures met uitzondering van de beleggingscategorie emerging market debt³³, wordt dit aanvullend gerealiseerd met het afdekken van het valutarisico in de aandelenposities. Het afdekken gebeurt alleen met betrekking tot de Britse pond, de yen en de US-dollar. Het vreemde valutarisico wordt de facto ook op een paar andere manieren beperkt:

a) De risico's vormen primair een onderdeel van het uit de ALM-studie voortvloeiende risicobudget. Door de beperking van het risico-budget van de gehele beleggingsportefeuille tot een VEV van 22,5 en de daaraan gerelateerde beperking van het percentage zakelijke waarden in de portefeuille is de exposure op vreemde valuta ingeperkt, omdat niet gehedge valuta-exposure een deel van dit VEV-budget opeist en er dan gezien de VEV-beperking minder ruimte is om andere beleggings- en daarmee risico-exposure in te nemen en vice versa. Deze restrictie die het bestuur monitort betekent dat de valuta-exposure door het bestuur verminderd kan worden indien - ondanks de ongeveer 50% valutahedge in de Return Portefeuille - de VEV-grens van 22,5% nabij komt. In dat geval zal het bestuur de hedge van het standaardpercentage van 50% verhogen. Het bestuur heeft in haar beleid een bandbreedte van + en - 10% opgenomen; deze bandbreedte kan alleen door het bestuur gebruikt worden. Op die manier wordt gewaarborgd dat binnen de Return Portefeuille standaard minimaal 47,5% van de beleggingsportefeuille een euro exposure heeft, maar ook de VEV-grens niet te snel

³³ De afdekking vindt dus niet plaats in de overige valutaposities;

overschreden wordt of in geval het VEV-minimum van 8% wordt benaderd de valutahedge eventueel iets verlaagd kan worden. Overigens kunnen ook andere instrumenten worden ingezet indien het VEV-maximum van 22,5% nabij komt.

b) Een zekere valuta-exposure heeft een positief diversificatie-effect dat doorwerkt in de berekening van het totale VEV. Het VEV wordt lager door deze diversificatie. Mede om die reden is gekozen voor de middenweg van een richtniveau-afdekking van ongeveer 50% van de totale valuta-exposure in de portefeuille.

Caceis draagt zorg voor de afdekking van het valutarisico. voor minimaal 47,5% (zie onder). Het monitoren van de valutablootstelling gebeurt op fondsniveau met een maandelijkse frequentie: Caceis rapporteert de overall bruto en netto valuta-exposure en maakt daarbij een onderscheid naar de 3 belangrijkste munten (pond, dollar en yen) en een categorie "overig". Daarbij wordt uitgegaan van de valutaverdeling van de feitelijke portefeuille en de feitelijke marktwaarde van de categorie. Caceis brengt daarmee de informatie uit de separate mandaten bij elkaar. Bij de valuta-concentratierisico's rapporteert Caceis voorts de grootste concentraties, waaruit opgemaakt kan worden of de gestelde grenzen niet overschreden worden. Voor de verdeling van de valuta over de categorieën ontwikkelde markten en opkomende markten wordt aangesloten bij de (standaard) Caceis categorisatie die bij alle VEV-rapportages van pensioenfondsen voor DNB gehanteerd wordt (S3 van het VEV).

De Caceis rapportage wordt maandelijks direct beschikbaar gesteld aan de BAC leden, de SFH Risicomangement en het bestuur. Gemonitord wordt of de minimaal 47,5% van de Return Portefeuille-valutahedge daadwerkelijk gerealiseerd wordt door Caceis., Het bestuur monitort voorts iedere maand dat het feitelijk VEV zich binnen de gestelde bandbreedte bevindt van 8% tot 22.5%. Hoewel het niet in de lijn der verwachting ligt dat deze bandbreedte wordt overschreden, is het strategisch valutabeleid op dat moment een instrument om het VEV opnieuw binnen de bandbreedte te brengen. Indien de grens van het maximum VEV dicht benaderd wordt. kan het bestuur onder andere de valutahedge verhogen binnen de daartoe gekozen bandbreedte van plus en min 10%. Die bandbreedte staat alleen het bestuur ter beschikking; Caceis krijgt een kleine bandbreedte van plus en min 2,5%-punt en dient altijd ex ante minimaal 47,5% te hedgen, tenzij het bestuur gebruik maakt van haar beleidsmatige ruimte. In dat geval wordt aan Caceis opdracht gegeven de hedge-overlay te verhogen (of te verlagen). Het monitoren en de preventieve maatregelen moeten echter zorgdragen dat deze laatste maatregel niet snel nodig zal zijn

Evaluatie van het valutabeleid vindt een keer per 3 jaar plaats. Daarbij wordt getoetst of de uitgangspunten en aannames nog valide zijn en de risico's niet veranderd zijn.

Voor de Beschikbare Premiereregeling worden de valutarisico's binnen de beleggingsfondsen voor de Amerikaanse dollar en het Britse pond volledig afgedekt door het afsluiten van valutatermijncontracten.

Voor het valutabeleid en de uitvoeringspraktijk geldt nog het volgende:

- De 3 valuta's (dollar, yen, pond) die gebruikt worden voor de aanvullende hedge m.b.t. de valutaexposure in de aandelenportefeuille worden voor eenzelfde percentage afgedekt.
- Maandelijks worden de totale valuta exposures berekend en waar nodig de te hedgen bedragen aangepast.

2.4 Jaarlijks beleggingsplan

Het beleggingsplan van SPA wordt minimaal jaarlijks vastgelegd. Het startpunt hiervoor is het risicobudget en de uitkomsten van de ALM- en de SAA-studie. Het risicobudget wordt uitgedrukt als het maximaal toegestane VEV-percentages. Het korte termijn risicoprofiel wordt al enkele jaren vastgesteld op een VEV tussen de 13 en 17%, waarmee de nog steeds voorzichtige houding wordt vastgelegd t.o.v. de gestelde risicohouding-bandbreedtes van 8-22,5%.

Een belangrijk uitgangspunt is dat de rentehedge op basis van het strategisch beleggingsbeleid meerjarig vastligt waarbij op basis van de actuele rente en de dynamische staffel (zie paragraaf 2.3) duidelijk is hoe hoog de rentehedge is en welk VEV-beslag dit realiseert. Voor het beleggingsplan wordt hierbij vastgesteld of er bijzondere redenen zijn om van dit beleid af te wijken. Indien dit het geval is, is een herziening van het strategisch rentehedgebeleid gewenst en kan dit niet zonder nieuwe ALM-studie aangepast worden. Indien er besloten wordt dat er niet afgeweken hoeft te worden van het meerjarig rentehedgebeleid, legt de actuele rentehedge dan het resterend risicobudget (ten opzichte van het maximum) vast voor de allocatie aan zakelijke waarden en de verdeling van die zakelijke waarden. In feite bepaalt het verschil tussen het actuele VEV en het maximum VEV derhalve de ruimte die er aan de bovenkant is om in het beleggingsplan voor het nieuwe jaar mutaties aan te brengen in de omvang en asset class verdeling in de RP. Is er vrijwel geen ruimte meer, dan kan het beleggingsplan geen nieuwe keuzes bevatten die het VEV verhogen, tenzij er eveneens VEV verlagende maatregelen worden genomen (zoals een hogere valutahedge). Voor aanpassingen die het VEV verlagen geldt hetzelfde; de invulling van het dynamische beleid moet immers altijd binnen de kaders en grenzen van de ALM-studie vormgegeven worden.

Bij de vaststelling van de portefeuille wordt in ieder geval het volgende gespecificeerd:

- De rentehedge op basis van de staffel.
- Verdeling over de beleggingscategorieën in de RP.
- Bandbreedtes rondom de verdeling.

RCP: actuele afdekking renterisico

In de ALM-studie is bepaald met welk percentage of welke staffel van percentages SPA het renterisico afdekt. Hierbij wordt vanaf Q4 2020 uitgegaan van het markt-renterisico. Het hedgebeleid is dynamisch. Dit betekent dat de afdekking hoger is naarmate de rente hoger is (zie paragraaf 2.3.1) In het beleggingsplan wordt de actuele hoogte van de rentehedge opgenomen, alsmede de wijze waarop het mandaat terzake moet worden ingericht, inclusief de inkadering van de te gebruiken beleggingen en alle restricties en randvoorwaarden die gelden voor de uitvoering.

RP: verdeling over de beleggingscategorieën

Minimaal 1 keer per jaar stelt het bestuur in het beleggingsplan op basis van een advies van de BAC vast hoe groot de omvang van RP moet zijn en wat de strategische benchmark-verdeling is voor de in de RP te beleggen gelden. Dit advies komt tot stand op basis van de volgende elementen:

- De restricties van het risicobudget (maximale VEV) en de meest recente ALM-studie. In de analyse voor het beleggingsplan wordt bezien wat de risicoruimte is gezien de actuele aanwezige rentehedge;
- De actuele economische situatie en de marktverwachtingen;
- De uitkomsten van de meest recente SAA-studie dan wel indien de verwachtingen gewijzigd zijn een nieuwe SAA-studie;
- Economische overwegingen van de BAC, haar adviseurs en vermogensbeheerders of andere marktpartijen.
- De huidige allocatie.

Bandbreedtes en rebalancing

SPA staat haar gespecialiseerde vermogensbeheerders in beperkte mate continue toe een actief asset allocatie beleid te voeren, in overeenstemming met SPA's investment belief dat hierdoor outperformance te behalen is. Om te bewaken dat het risicobudget ex-ante noch ex-post wordt overschreden, worden in het beleggingsplan de actuele allocatie en bandbreedtes rondom de allocaties per mandaat opgenomen zodanig dat bij maximale invulling van het risicobudget van één of meerdere mandaten, het totale risicobudget niet wordt overschreden. O.b.v. het actuele beleggingsplan wordt voor alle RP-mandaten de allocatie naar het mandaat (in euro's) bewaakt door middel van het monitoren van het VEV en de RP/RCP verhouding .

De mandaten voor de vermogensbeheerder(s) bevatten de richtniveaus en bandbreedtes. De bandbreedtes zijn deels asymmetrisch; de neerwaartse bandbreedte is groter dan de opwaartse zodat er voldoende ruimte is om risico significant af te bouwen indien slechte marktomstandigheden of restricties die volgen uit het beleid daarom vragen. M.b.t. tot een dreigende overschrijding van een bandbreedtegrens van een beleggingscategorie binnen een RP-mandaat, wordt de vermogensbeheerder zelf geacht dit te voorkomen en/of te corrigeren, hetgeen gemonitord wordt door het bestuur en de BAC. Heralloceren bij overschrijdingen van bandbreedten gebeuren in principe binnen 10 werkdagen en zodanig dat weer binnen de bandbreedte wordt gewerkt. Elke

vermogensbeheerder heeft individueel de opdracht binnen de bandbreedtes te opereren en indien nodig continue te heralloceren zoals hierboven beschreven. Het is daarbij nadrukkelijk geen vereiste om naar het spilniveau dat gebruikt wordt voor de rendementsvergelijking te heralloceren. Indien de bandbreedtes knellen, kan de vermogensbeheerder daar overleg over voeren met het bestuur teneinde te bezien of het beleggingsplan aangepast moet worden, bijvoorbeeld om het risico in bepaalde segmenten te verkleinen.

Bij een constatering dat een overschrijding van een bandbreedte plaatsvindt (zowel in de verhouding RCP/RP als m.b.t. een beleggingscategorie binnen een RP-mandaat), wordt bezien of het VEV nog voldoende ruim onder het maximum zit en of de overschrijding bestendig is en adviseert de BAC het bestuur ter zake en brengt het bestuur de allocatie binnen één maand nadat het advies van de BAC in het bestuur is besproken terug naar een allocatie die de overschrijding wegneemt. Indien de VEV-begrenzing overschreden dreigt te worden, vindt eenzelfde procedure vroegtijdig – voor de overschrijding - plaats. Indien nodig verstrekt het bestuur hiertoe de benodigde opdrachten: om gelden te onttrekken aan de mandaten of om bij te storten. Het alternatief is om het beleggingsplan aan te passen en daarbij de spil in de verhouding RCP/RP te veranderen.

2.5 Selectie beleggingen en evaluatie managers

Het selecteren van assets is in principe een gemandateerde verantwoordelijkheid van externe vermogensbeheerders. Selectie geschiedt binnen het kader van het beleggingsmandaat en eventuele door het bestuur vastgestelde aanvullende criteria. Het bestuur stelt wel vast in welke financiële instrumentaria en soorten transacties er niet belegd kan worden. De richtlijnen en beperkingen zijn opgenomen in de ABTN en haar appendices, waaronder dit Strategische beleggingsbeleid, en worden vastgelegd in de mandaten van de uitvoerende externe vermogensbeheerders.

Bij de selectie - van de vermogensbeheerders zijn o.a. de onderstaande kwantitatieve en kwalitatieve criteria gehanteerd en deze worden ook bij de evaluatie gebruikt. Per criterium wordt daarbij een weging toegepast. De criteria die zijn gevolgd voor selectie van de beide managers zijn mede de basis voor de monitoring en eventueel ontslag van deze managers. Onderstaand worden de evaluatiecriteria benoemd en de weging weergegeven:

Kwalitatieve Evaluatiecriteria	Weging	Nadere normering toetsingskader
I. ORGANISATIE	20%	
Belang assetmanagement	2,00%	Vermogensbeheeractiviteiten meer dan 50% van omzet. Assets under management > 25 miljard euro

Ervaring team	6,00%	Gemiddeld aantal jaren ervaring als portefeuille manager groter dan 5
Omvang team	2,00%	Portefeuille managementteam meer dan 5 personen
Stabiliteit team	2,00%	Aantal personen die afgelopen twee jaar portefeuille managementteam hebben verlaten 2 of kleiner
Relatiemanagement	2,00%	Relatiemanagement team in Nederland bestaat uit meer dan 3 personen
Beheerder beschikt over een vernieuwde ISAE3402 verklaring (ja/nee en voor het fonds mogelijke relevante bevindingen)	2,00%	ISAE3402 verklaring inclusief eventuele bridge letter voorgaand kalenderjaar
Compliance en integriteitsbeleid	2,00%	Gedegen beleidsdocument aanwezig
Operations en IT	2,00%	Beheerder beschikt over een beleidsdocument inzake operations en IT
II. BELEGGINGSPROCES		
Logisch en consistent	5,00%	Het gevoerde beleggingsproces is begrijpelijk voor Bestuur en BAC
Beheerder heeft goede verklaring voor het gevoerde beleid en de resultaten er van	5,00%	De beheerder voorziet in dit kader de BAC en het Bestuur minimaal één keer per jaar van een mondelinge toelichting inzake het gevoerde beleid vergezeld van adequate schriftelijke informatie.
III. RISICOMANAGEMENT		
Kwaliteit systemen	7%	Door beheerder gebruikte risicomanagementsysteem minimaal marktstandaard
Portefeuille binnen beleggingsrichtlijnen en risicolimieten	5,00%	De beheerder heeft de beleggingsrichtlijnen en risicolimieten uit de IMA niet overschreden
Uitsluitend gebruik gemaakt van toegestane instrumenten	5,00%	De vermogensbeheerder maakt geen gebruik van beleggingsinstrumenten die conform IMA niet zijn toegestaan
Inbedding in organisatie	3%	De vermogensbeheerder heeft een sterke focus op risicomanagement. Risicomanagement systeem is ingebed in de gehele organisatie.

IV. SERVICE	15%	
Kwaliteit rapportages	6,00%	De rapportages zijn correct, duidelijk en inzichtelijk en komen overeen met de vereisten zoals vastgesteld door pensioenfonds
Tijdigheid informatie	6,00%	De beheerder stuurt de performance- en risicorapportages binnen 22 werkdagen aan het fonds toe
Spontane verantwoording afleggen*	3%	De beheerder legt uit zichzelf binnen 2 weken na vaststellen zwakke performance verantwoording af d.m.v. een gedegen analyse/verklaring
V. BELONINGSBELEID /FEE'S	10%	
Beloningsbeleid	2,50%	Vermogensbeheerder beschikt over document inzake het beloningsbeleid. Beloningsbeleid is marktconform en niet excessief.
Beheervergoeding	7,50%	De beheervergoeding is marktconform
Kwantitatieve Evaluatiecriteria		
VI. PERFORMANCE	25%	
Rendement t.o.v. samengestelde strategische benchmark van SPA en de fondsspecifieke samengestelde benchmark	15,00%	<ul style="list-style-type: none"> • Outperformance afgelopen jaar, afgelopen 3 en 5 jaar en since inception t.o.v. samengestelde strategische benchmark van SPA en de fondsspecifieke samengestelde benchmark • Is het behaalde rendement in overeenstemming met de verwachting op basis van het beleid? • Is het behaalde rendement over de beoordeelde perioden in lijn met de aannames daarover in de jongste ALM-studie. • Is het rendement gehaald met inachtneming van alle restricties?
Gebruikte ruimte van de bandbreedte c.q. discretionaire vrijheidsgraden.	10,00%	Is het rendement behaald als gevolg van TAA? Is het rendement met minder risico dan de benchmark behaald?

VI. TOTAAL BEOORDELING: CONTINUEREN, BEWAKEN OF ONTSLAAN	100%	Oordeel:
---	-------------	-----------------

2.6 Rapportages en monitoring

De BAC monitort de performance en de financiële risico's van de portefeuille als geheel en binnen de portefeuilles. Het bestuur is eindverantwoordelijk voor het management van de risico's. Binnen het bestuur is minstens één bestuurder naast de SFH risicobeheer belast met de taak risicomanagement. De BAC monitort de ontwikkelingen in het risico van de diverse beleggingscategorieën zoals gerapporteerd door de onafhankelijke administrateur (Caceis) en de vermogensbeheerders. De BAC en het bestuur monitoren het overall risicobudget alsmede de ontwikkelingen daarin.

Performancemeting

Maandelijks worden de resultaten van de vermogensbeheerders schriftelijk gecommuniceerd binnen de beleggingsadviescommissie en op kwartaalbasis besproken tijdens de vergaderingen van de beleggingsadviescommissie. Caceis stelt voor het pensioenfonds een integrale rapportage op waarin de resultaten van de vermogensbeheerders worden samengevoegd voor de gehele beleggingsportefeuille. Deze rapportages zijn zodanig dat op grond daarvan een duidelijk beeld wordt verkregen van de samenstelling van het vermogen, de mutaties die in de rapportageperiode hebben plaatsgevonden en het behaalde rendement. Ook tijdens de bestuursvergaderingen worden de standen en resultaten gecommuniceerd.

De custodian en de externe vermogensbeheerders dragen er zorg voor dat indien nodig op dagbasis inzicht kan worden verkregen in de posities en exposures (inclusief derivaten).

Wijze van risicometing en -beheersing

Het bestuur heeft ten behoeve van het intern beheersingssysteem een analyse gemaakt van de beleggingsrisico's en de uitbestedingsrisico's. Deze zijn in deze ABTN en in documenten die in deze ABTN worden genoemd beschreven.

Het pensioenfonds ontvangt rapportages waarin de naleving van de vastgestelde richtlijnen worden gemonitord. Naast de rapportages van de vermogensbeheerders ontvangt het pensioenfonds ook onafhankelijk opgestelde risicorapportages. De vermogensbeheerders rapporteren aan de beleggingsadviescommissie over de behaalde resultaten. Daarnaast ontvangt het pensioenfonds ook per maand een onafhankelijk opgesteld performance rapport van Caceis waarbij ook de totaal performance van het pensioenfonds wordt gerapporteerd.

Het pensioenfonds heeft met de vermogensbeheerders contracten opgesteld die zijn ondertekend door bestuursleden en de vermogensbeheerders. De contracten zijn door het pensioenfonds op enig moment opzegbaar met een opzegtermijn van een maand.

Periodiek zal door de beleggingsadviescommissie worden bekeken of de samenstelling van de totale portefeuille moet worden heroverwogen. Er wordt een monitoringcyclus gehanteerd van ongeveer 3 maanden (conform de reguliere frequentie van de BAC), waarbij het - gezien de actuele ontwikkelingen - nog "passend" zijn van het strategisch beleggingsbeleid, het beleggingsplan en de uitvoering door de vermogensbeheerders in de BAC wordt beoordeeld en van een advies voor het bestuur voorzien.

De volgende rapportages worden voor de monitoring gebruikt:

- Risk Monitor rapportage Caceis (waaronder het VEV van zowel de feitelijke allocatie als de strategische allocatie).
- Performance rapportage Caceis.
- Rapportage Beleggingsadministratie Caceis.
- Compliance rapportage Caceis.
- Alle rapportages van de vermogensbeheerders.

Portefeuille	Risk Monitor (Caceis)	Fund Accounting (Caceis)	Performance Monitor (Caceis)	Rapportages beheerders	Compliance rapportage
Frequentie	Maand	Maand	Maand	Maand/kwartaal	Maand
Dekkingsgraad	X				
Vereist eigen vermogen	X			X	
Samenstelling portefeuille:				X	
Geaggregeerd	X	X	X	X	
Per regel		X			
Performance	X		X	X	
Attributieanalyse	X		X		
Rente/curverisico-analyse	X			X	
Scenario's & stress tests	X				
Compliance met richtlijnen	X			X	X

Om te beoordelen of het beleggingsbeleid wordt uitgevoerd conform opdracht, en dus ondersteunend is voor het behalen van de doelstelling, monitort de BAC met name de volgende onderdelen:

- Asset mix: is de asset mix binnen de bandbreedtes?
- Afdekking renterisico: is de afdekking van het renterisico op het opgedragen percentage conform de rentehedgestaffel en hoe effectief wordt dit beheerst? Wordt het curverisico conform de opdracht in het mandaat beheerst? De BAC monitort op maandbasis het afdekkingsniveau. Rondom de opgedragen renteaafdekking geldt een bandbreedte (de operationele bandbreedte om marktbevingen op te vangen). Als de feitelijke afdekking buiten deze bandbreedte ligt, vindt bijsturing plaats door de vermogensbeheerders.
- Rendement: ten opzichte van de vergelijking-benchmarks.
- Risico maatstaven (zie onder hoofdstuk risicomanagement): wordt voldaan aan de (beleids)restricties en beperkingen in de mandaten en in het beleid (VEV, rating, etc)?

Monitoren van de vermogensbeheerders

De BAC monitort de externe managers op de eisen, restricties en criteria die daarvoor zijn vastgesteld door het bestuur en in dit strategisch beleggingsbeleid zijn opgenomen. Dit zijn ook de criteria waarmee de externe managers zijn of worden geselecteerd. In de maand- en kwartaalrapportages inzake de beleggingen wordt gerapporteerd over de beleggingsresultaten door de managers. Daarnaast worden ook periodiek zaken toegelicht zoals veranderingen in het team, organisatie en product, daartoe wordt gestreefd naar een periodiek overleg met het bestuur of de BAC.

Om er zeker van te zijn dat alle mandaten het gewenste rendement en risicoprofiel blijven behalen is het noodzakelijk om de externe mandaten te beoordelen of ze gedaan hebben wat beoogd was, op individuele basis, maar ook als onderdeel van de totale portefeuille. Daarbij wordt eveneens gekeken naar de tijdigheid en de volledigheid van de beleggingsrapportages.

De BAC is verantwoordelijk voor de monitoring en de rapportage hiervan richting het bestuur.

Van de externe managers wordt verwacht dat zij zelf bij aankopen monitoren op beleggingsrestricties met betrekking tot individuele effectenposities en derivatenposities. Hiertoe zijn afspraken gemaakt, en vastgelegd in het mandaat.

Indien de manager het nodig acht, dient er onverwijld contact met het Pensioenfonds opgenomen te worden, zulks bijvoorbeeld bij onregelmatigheden of belangrijke organisatorische veranderingen, zoals het vertrek van een voor het mandaat actieve portfoliomanager.

De manager is verplicht zijn volledige medewerking te verlenen bij informatieaanvraag vanuit het Pensioenfonds, de bewaarder of een consultant.

2.7 Evalueren en bijsturen van het beleid

Ten minste eenmaal per jaar evalueert het bestuur de resultaten van het beleggingsbeleid conform de onder 2.5 genoemde kwalitatieve en kwantitatieve evaluatiecriteria. De kwalitatieve evaluatie van het vermogensbeheer vindt plaats volgens een vast format waarin aandachtsgebieden Organisatie, Proces, Risico Mngt, Service, Beloningsbeleid en Performance worden gescoord op onderdelen en op totaal (zie paragraaf 2.5). Het bestuur baseert zich daarbij op de jaarlijkse evaluatie van het vermogensbeheer door de BAC, de rapportages en adviezen van de vermogensbeheerders en op de door Casceis verstrekte performance rapportages. Bij het kwantitatieve onderzoek worden verschillende key performance en key risk indicators vergeleken met de benchmark index en wordt de risico attributie bekeken vanuit het perspectief van zowel de individuele beleggingsfondsen als de totale beleggingsportefeuille.

Hierbij evalueert het Pensioenfonds ook over langere perioden de verrichtingen van de vermogensbeheerders op basis van de kwantitatieve criteria waarop de beheerders worden geselecteerd. Bij onvoldoende meerjarige prestaties t.o.v. de in het mandaat opgenomen opdracht om de strategische benchmark te evenaren of te verslaan of onvoldoende vertrouwen in toekomstige prestaties (bijvoorbeeld bij een zeer grote langjarige underperformance of onprofessioneel- of niet loyaal gedrag) kan de beheerder worden ontslagen. Voordat eventueel afscheid genomen wordt van een beheerder wegens enkele jaren underperformance komt deze eerst op een “watchlist” terecht, zodat goed onderzocht kan worden wat de oorzaken zijn en dat eventuele problemen verholpen kunnen worden.

2.8 Beleid verantwoord beleggen

Maatschappelijk verantwoord beleggen: Illegale/niet integere transacties en uitsluitingen.

Het Pensioenfonds onthoudt zich, of werkt niet mee aan een beleggingstransactie die:

- verboden is, bijvoorbeeld op grond van de wet of het internationale recht;
- in onmiddellijk verband staat met een schending van mensenrechten en/of de fundamentele vrijheden.

clustermunitie

Er wordt ten eerste voldaan aan de minimale wettelijke eis dat er niet belegd wordt in producenten van clustermunitie. Het wettelijk verbod geldt niet voor transacties in door derden beheerde beleggingsinstellingen en indices waarbij de producenten van clustermunitie en of daarbij betrokken ondernemingen, minder dan 5% van de waarde van die beleggingsinstelling of index vertegenwoordigen. Omdat het pensioenfonds een aanzienlijk deel van haar middelen investeert in beleggingsinstellingen, ziet het erop toe dat wordt voldaan aan het wettelijke maximum van 5%.

Sanctiemaatregelen

Tevens ziet het pensioenfonds erop toe dat haar vermogensbeheerders voldoen aan opgelegde sanctiemaatregelen, zoals de EU-sanctiemaatregelen inzake territoriale integriteit, soevereiniteit en onafhankelijkheid van Oekraïne.

In dit kader kent het Pensioenfonds ook een beleid van uitsluiting van landen en of ondernemingen waar mensenrechten en/of vakbondsrechten systematisch en op ernstige wijze geschonden worden. Hiervoor is een uitsluitingslijst opgesteld waarop een aantal bedrijven en landen staan. Deze uitsluitingslijst wordt periodiek geactualiseerd en is daarom niet opgenomen in deze ABTN maar in een apart fondsdocument, i.c. de “RESTRICTIELIJST” waarnaar hier verwezen wordt en waarnaar ook verwezen wordt in het mandaat van GMO. Bij BR worden ESG gescreende fondsen gebruikt om aan het ESG beleid te voldoen.

In aanvulling daarop wordt het volgende beleid gevoerd:

1. Corporate governance en stembeleid

Het Pensioenfonds wil haar maatschappelijke verantwoordelijkheid nemen en onderkent het wetenschappelijk aangetoonde positieve effect dat van een goede corporate governance uitgaat naar het rendement. Corporate governance wordt in dezen gedefinieerd als het “stelsel van omgangsvormen voor bij de vennootschap en haar onderneming betrokken direct belanghebbenden, met name bestuurders, commissarissen en kapitaalverschaffers”. Recente maatschappelijke ontwikkelingen vragen pensioenfonds een actieve rol te gaan spelen in de beoordeling van goed ondernemerschap bij beursgenoteerde ondernemingen, middels het stemrecht dat voortvloeit uit hun aandelenbeleggingen. Het is lastig om als klein pensioenfonds een stembeleid te ontwikkelen en in de praktijk te brengen.

Niettemin is het belangrijk om het absentieïsme op aandeelhoudersvergaderingen verder terug te dringen. De wetgever deelt deze opvatting blijkens de Wet op het financieel toezicht (Wft) en zij is ook neergelegd in de opeenvolgende corporate governance-codes; derhalve moet een pensioenfonds overeenkomstig de Wft over een stembeleid beschikken. Het bestuur acht het van belang dat de vermogensbeheerders die namens het pensioenfonds de gelden beheren, zich als betrokken aandeelhouders gedragen. Dit betekent dat actief gebruik wordt gemaakt van het stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen van ondernemingen waarin voor het pensioenfonds wordt belegd. Het bestuur ziet hier ook op toe door de vermogensbeheerders jaarlijks te laten rapporteren over het uitgevoerde stemgedrag (proxy voting) en de beweegredenen die hieraan ten grondslag lagen. Beide vermogensbeheerders hebben richtlijnen opgesteld inzake proxy voting die in het bezit zijn van het pensioenfonds en waarmee het pensioenfonds bekend is.

2. ESG/Duurzaam beleggen

Het Pensioenfonds heeft een “duurzaam beleggen beleid”, dit betreft de wijze waarop in het

beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen.

Het duurzame beleggingsbeleid kent als eerste uitgangspunt de negatieve screening: uitsluiting van landen en of ondernemingen waar mensenrechten en/of vakbondsrechten systematisch en op ernstige wijze geschonden worden; hiervoor is een uitsluitingslijst opgemaakt (de "Restrictielijst" van het Pensioenfonds, zie boven) waarop een aantal bedrijven en landen staan, waaronder o.a. Iran en Noord-Korea. Voorts wordt aangesloten op het beleid dat de vermogensbeheerders hanteren wanneer er door hen wordt geïnvesteerd in bedrijven, waaronder hun professionele inschatting van de consequenties van niet-duurzame ecologische, economische of sociale ontwikkelingen op de toekomstige waarde van de beleggingen.

Het pensioenfonds houdt in haar beleggingsbeleid daarnaast tevens rekening met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen.

M.b.t. de aanzienlijke beleggingen in liquiditeiten in de RCP is SPA in de RCP in 2019 deels overgestapt naar een fonds dat nadrukkelijk de ESG-elementen in haar beleid hanteert, i.c. het BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund, waarmee het SPA-beleid een verdere 'groene upgrade' is gegeven. Dit is één van de drie liquiditeitsfondsen die SPA gebruikt.

Samengevat heeft het BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund als doel ervoor te zorgen dat ten minste 80% van het fondsvermogen (exclusief de beleggingen in overheids- en semi-overheidsinstrumenten) niet rechtstreeks investeert in emittenten van effecten die:

- i) enige blootstelling aan de productie van controversiële wapens (nucleaire, clustermunities, biologische en chemische, landmijn, verarmd uranium of brandwapens) hebben;
- ii) enige blootstelling aan de productie van vuurwapens en kleine wapens munitie bedoeld voor civiel gebruik hebben en/of 5% of meer van hun inkomsten uit de distributie hiervan verwerven;
- iii) 15% of meer van hun inkomsten uit fossiele grondstoffen, de exploratie en/of de verfijning ervan verwerven;
- iv) 15% of meer van hun inkomsten uit thermische kolen extractie en/of productie van kernenergie voor elektriciteitsproductie verwerven;
- v) 15% van de opbrengst uit de productie of de distributie van teerzand of oliezanden verwerven;
- vi) blootstelling aan de productie van tabak en/of daar 15% of meer van hun inkomsten uit de detailhandel, distributie en/of vergunningen inzake tabak verwerven;
- vii) onder het gemiddelde zitten van de prestaties op milieugebied, zoals bepaald door MSCI of een andere extern ESG-onderzoeksbureau die van tijd tot tijd gebruikt worden door de vermogensbeheerder; en/of
- viii) betrokken zijn geweest bij schendingen van het UN Global Compact, zoals bepaald door MSCI of een andere extern ESG-onderzoeksbureau die van tijd tot tijd gebruikt worden door de vermogensbeheerder.

Het beleid van het pensioenfonds is voorts om zoveel als mogelijk aan te sluiten bij het ESG-beleid dat de vermogensbeheerders hanteren en uitvoeren. Dit betekent in de praktijk dat het pensioenfonds voor de beleggingsfondsen die door BlackRock worden beheerd zoveel als mogelijk gebruik maakt van de ESG-beleggingsfondsen en -ETF's.

BlackRock sluit in haar ESG-beleggingsfondsen beleggingen uit op basis van grove schending van de mensenrechten (VN principles) hetgeen een objectieve maatstaf geeft dat ligt in de lijn van de wens van het bestuur.

In de GMO beleggingsfondsen worden ESG-factoren niet expliciet meegenomen in het portefeuillebeheer binnen de strategieën. Corporate governance aspecten worden meegenomen in het beleggingsproces wanneer deze naar de mening van GMO impact hebben op de karakteristieken van de portefeuille.

Een beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen kost geld en tijd/energie die een gesloten fonds als SPA niet onbepakt tot de beschikking staan, terwijl de onderzoeken gemengde resultaten laten zien van maatschappelijk verantwoord beleggen; diverse onderzoeken laten zien dat het rendement kost. Een uitgebreid beleid terzake past ook niet bij de overtuiging van SPA van de wenselijkheid van transparantie en weinig complexiteit. Het Pensioenfonds stuurt bewust niet op "sustainable development goals" of andere ESG-doelstellingen dan de bovengenoemde.

2.9 Overige zaken

Kosten

Bij de uitvoering van het beleggingsbeleid maakt het pensioenfonds geen andere kosten dan die redelijk zijn in relatie tot de samenstelling van de beleggingen en de doelstellingen. De beheerkosten zijn vastgelegd in de IMA's met de vermogensbeheerders en in de prospectussen van de beleggingsfondsen. Bij het bijsturen van de portefeuille streeft het bestuur er naar om de transactiekosten beperkt te houden. Op jaarbasis stelt de administrateur voor het jaarverslag een overzicht van de gemaakte beleggingskosten op.

Administratie, rapportage en communicatie

Caceis draagt zorg voor een volledige administratie van de bij haar ondergebrachte beleggingsportefeuilles en alle daarop betrekking hebbende transacties. Caceis verzorgt per maand een rapportage over het beleggingsbeleid en per maand een integrale risicorapportage en compliancerapportage aangaande het vermogensbeheer.

Caceis verzorgt verder de aanlevering van benodigde beleggingsgegevens ten behoeve van de opstelling van de rapportages aan De Nederlandsche Bank. Eveneens verzorgt Caceis de aanlevering van beleggingsgegevens ten behoeve van het jaarwerk van het Pensioenfonds.

Custody Management

Caceis en JP Morgan zijn de huidige custodians (bewaarders) voor de beleggingen van het Pensioenfonds. Caceis verleent naast het bewaren van de effecten en settlement services andere diensten zoals bancaire diensten, de beleggingsadministratie, waardering van effecten en securities lending.

De BAC is belast met de monitoring van de door de custodian geleverde services.

Securities lending

Risk Control Portefeuille (RCP)

Het Pensioenfonds heeft met Caceis een "securities lending"-overeenkomst. Op deze manier wordt de ijzeren voorraad van effecten in de RCP ingezet om extra rendement te genereren. De markt kan zo van extra liquiditeit in de onderliggende effecten voorzien worden. Bijvoorbeeld Broker-dealers kunnen zo effecten lenen ter voorkoming van non-settlements en zijn bereid daar een vergoeding voor te betalen. Het risico dat de tegenpartij de effecten niet op tijd kan leveren, is overgenomen door de Caceis.

Caceis biedt haar cliënten als een additionele bescherming tegen de mogelijkheid dat een tegenpartij (die effecten heeft geleend) failliet gaat een schadeloosstelling. Als de waarde van het verstrekte onderpand te kort schiet ten opzichte van de kosten om op de markt de geleende effecten terug te kopen, zal Caceis dit verschil aan het pensioenfonds vergoeden onder de voorwaarden van de schadeloosstelling.

Onder de securities lending overeenkomst met Caceis worden alle transacties uitgevoerd met Caceis Luxemburg als enige tegenpartij.

Het kredietrisico op de tegenpartij wordt tot een minimum gereduceerd door te werken met haircuts en eisen aan de kredietwaardigheid van de tegenpartijen en het collateral dat de tegenpartij aan dient te houden en dat dagelijks gewaardeerd wordt. De haircuts variëren van 2.5% tot 5% afhankelijk van het type onderpand. Eventueel cash onderpand wordt niet herbelegd. Als onderpand wordt geaccepteerd; staatsleningen met een investment grade rating, obligaties met een minimale rating van AA- en aandelen.

Caceis rapporteert op dagbasis aan het pensioenfonds inzake de details rondom het securities lending programma.

RP

Voorts kan er binnen de beleggingsfondsen die gebruikt worden door de vermogensbeheerders sprake zijn van securities lending door dit fonds. Met de keuze voor het fonds accepteert het bestuur het beleid van de beheerders op gebied van securities lending in haar eigen beleggingsfondsen.

De vermogensbeheerders verstrekken één keer per kwartaal aan het pensioenfonds een opgave per beleggingsfonds dat securities lending gebruikt, met daarin over het afgelopen kwartaal het percentage uitgeleende stukken ten opzichte van het totale vermogen van het beleggingsfonds, de gemiddelde marktwaarde van de uitgeleende stukken, de waarde van het ontvangen onderpand en het percentage onderpand ten opzichte van de marktwaarde van de uitgeleende stukken. Tevens ontvangt het pensioenfonds informatie over de aard van het onderpand. Zo wordt er onderscheid gemaakt tussen onderpand in aandelen, vastrentende waarden en cash. Rapportage over de opbrengst uit securities lending vindt door de financiële administratie van SPA plaats en op verzoek door Caceis.

De beleggingsfondsen die gebruik maken van securities lending accepteren hierbij onder voorwaarden zowel cash als non-cash collateral. Voor de herbelegging van cash collateral is in de prospectussen duidelijk vastgelegd welke instrumenten zijn toegestaan.

Voor de BlackRock beleggingsfondsen en ETF's geldt het volgende: Tegenpartijen waaraan effecten worden uitgeleend dienen een minimale credit rating te hebben van A-2 (Standard & Poor's) of een equivalent daarvan. Indien er geen externe rating beschikbaar is, dan is de tegenpartij door de beheerder zelf minimaal als A-2 beoordeeld. Als collateral wordt geaccepteerd cash, staatsobligaties, bedrijfsobligaties en aandelen zoals beschreven in de prospectussen van de beleggingsfondsen. Een volledige lijst met toegestaan collateral is in het bezit van het pensioenfonds. Ontvangen cash collateral wordt uitsluitend herbelegd in geldmarktfondsen. De waarde van het collateral bedraagt 102% tot 105% van de waarde van de uitgeleende stukken, afhankelijk van het soort collateral dat wordt ontvangen en wordt op dagbasis bepaald. Collateral wordt op dagbasis uitgewisseld.

BlackRock biedt haar cliënten als een additionele bescherming tegen de mogelijkheid dat een tegenpartij (die effecten heeft geleend) failliet gaat een schadeloosstelling. Als de waarde van het verstrekte onderpand te kort schiet ten opzichte van de kosten om op de markt de geleende effecten terug te kopen, zal BlackRock dit verschil aan het pensioenfonds vergoeden onder de voorwaarden van de schadeloosstelling. De opbrengsten van het securities lending programma komen voor 32,5% toe aan BlackRock en voor 67,5% aan het pensioenfonds.

Voor de GMO beleggingsfondsen geldt het volgende: zoals beschreven in het prospectus van de beleggingsfondsen en de overige fondsdocumenten is het de fondsen toegestaan om gebruik te maken van securities lending. De GMO beleggingsfondsen maken gebruik van de diensten van State Street Bank als securities lending agent. Voor de uitgeleende effecten ontvangt het beleggingsfonds onderpand dat te allen tijde minimaal 100% van de marktwaarde van de uitgeleende effecten bedraagt (marked to market daily). De beleggingsfondsen hebben te allen tijde het recht om de effecten terug te vragen met een redelijke termijn in acht genomen om het stemrecht op de effecten uit te oefenen.

Eventueel cash onderpand mag uitsluitend worden herbelegd in het GMO US Treasury Fund of in money market funds.

GMO eist dat de posities van onderpand worden voorzien met cash, US-staatsleningen of US-agency securities. Het pensioenfonds is in het bezit van en bekend met de volledige securities lending procedures die de GMO beleggingsfondsen toepassen. De opbrengsten van het securities lending programma komen voor 10% toe aan State Street Bank als lending agent en voor 90% aan de beleggingsfondsen waarin het pensioenfonds belegt.

Bij elke ALM-studie wordt het securities lending-beleid van SPA geëvalueerd (op rendement en risico).

Beleggen in de bijdragende onderneming

Conform de Pensioenwet mogen beleggingen in de bijdragende onderneming nooit meer dan 5% van het totale vermogen bedragen. Omdat het bestuur heeft besloten om iedere belegging te beperken tot maximaal 1,25% van het totale vermogen wordt deze grens nooit behaald. Voorts kent SPA als gesloten fonds geen “bijdragende onderneming” meer.

3. Risicobeheersing

Het Pensioenfonds moet voldoen aan alle wet- en regelgeving en inzicht hebben in alle risico's die zich voordoen en in dat kader beheersingsmaatregelen nemen.

Om een goed inzicht te krijgen in de risico's die het Pensioenfonds loopt, worden onder andere de volgende instrumenten ingezet:

- Uitvoeren van een Eigenrisicobeoordeling (één maal per drie jaar)
- uitvoeren van een ALM-studie (minimaal om de drie jaar) en jaarlijks een "haalbaarheidstoets";
- periodieke vaststelling van de beleidsdoelstellingen;
- periodieke aanpassing van het beleggingsstrategie en jaarlijkse aanpassing van het beleggingsplan;
- risicoanalyses m.b.t. de beleggingen;
- uitvoering van het integriteitbeleid (mede o.b.v. door bestuur opgestelde risicoanalyse), instellen van een gedragscode en aanstelling van een compliance officer;
- uitwerking van taken en verantwoordelijkheden van het bestuur en medewerkers;
- een onafhankelijke (tijdelijk externe) specialist benoemen als sleutelhouder van de risicobeheerfunctie met als taak het onafhankelijke risicomangement;
- het instellen van een actuariële functie, i.c. waarmerkende sleutelfunctiehouder Actuarieel;
- het aanstellen van een accountant en een waarmerkend actuaaris;
- het aanstellen van externe interne auditfunctievervullers en het benoemen van een sleutelfunctiehouder interne audit in het bestuur;
- uitvoeren van het Monitoringsplan en evaluatie van de effectiviteit van risicobeheersmaatregelen; en
- hanteren van een Crisisplan en noodprocedure.

Maatregelen voor Risicobeheersing

Het Pensioenfonds beschikt over een Crisisplan, Incidentenregeling, Klachtenregeling, Klokkenluidersregeling, Gedragscode, Privacyregeling, Risicoanalyse belangenverstrengeling, Risicoanalyse van mogelijke integriteitsrisico's met betrekking tot de taken, verantwoordelijkheden en werkzaamheden van de SPA, een Integraal risicomangement beleids-document, een Risicobereidsheidsverklaring en een Document Risico's en beheersmaatregelen. Het integraal risicomangement heeft als voornaamste doel de belangrijkste risico's van het Pensioenfonds te identificeren, c.q. te inventariseren, de beheersmaatregelen voor deze risico's te beschrijven en een instrument te creëren dat zorgdraagt voor een adequate naleving. Het uitvoerende werk m.b.t. het rapporteren over het functioneren en naleven van het risicomangement is neergelegd bij de houder van de interne auditfunctie. Het bepalen van de kernrisico's en beheersmaatregelen in het integraal risicomangement is niet statisch; voortdurend wordt onderzocht of de opgenomen

beheersmaatregelen goed functioneren en waar de risico's nog aanvullende beheersmaatregelen behoeven. De sleutelfunctiehouder risicobeheer en de vervuller voor de uitvoering van het risicomanagement zullen samen vorm geven aan het overgrote deel van de uitvoering van het risicomanagement d.m.v. risico-opinie's en risicorapportages.

Het integraal risicomanagement richt zich o.a. op de borging van:

- het beheersen van de bedrijfsprocessen:
 - vaststellen pensioenregeling;
 - vaststellen jaarrekening;
 - beheren SLA management;
 - vermogensbeheer;
 - governance;
 - uitbesteding;
 - communicatie;
 - administratie.
- integriteit;
- soliditeit in het beheersen van financiële risico's;
- soliditeit in het beheersen van overige risico's.

De integraal risicomanagement-uitgangspunten sluiten aan bij het FIRM-model van DNB inzake het beheersen van risico's. Bij het beoordelen van risico's wordt een risicotolerantie vastgesteld, een inschatting gemaakt van het bruto risico, de beheersingsmaatregelen die kunnen worden ingezet om het risico te beheersen en het daarna resterende netto risico. Voor een uitgebreide bespreking van het integraal risicomanagement wordt verwezen naar de hoofdtekst van de ABTN en Appendix E.

Ten minste driejaarlijks evalueert het fonds haar risicobeheerbeleid. Na een belangrijke wijziging wordt het risicobeheerbeleid zo spoedig mogelijk aanpast, bijv. als daartoe aanleiding is op grond van de risicorapportages of als de financieel risicobeheerder de noodzaak daartoe signaleert.

3.1 Financiële risico's

Alles wat het behalen van de doelstelling van SPA in de weg staat, is te zien als een risico. Op het gebied van financiële risico's heeft SPA de volgende onderdelen als risico gedefinieerd:

Solvabiliteitsrisico

Het belangrijkste risico voor het Pensioenfonds betreft het solvabiliteitsrisico, ofwel het risico dat het Pensioenfonds niet beschikt over voldoende vermogen ter dekking van de pensioenverplichtingen. De solvabiliteit wordt gemeten zowel op basis van algemeen geldende normen als ook naar de specifieke

normen welke door de toezichthouder worden opgelegd. Indien de solvabiliteit van het Pensioenfonds zich negatief ontwikkelt, bestaat het risico dat er geen ruimte beschikbaar is voor een eventuele indexatie van opgebouwde pensioenrechten. In het uiterste geval kan het noodzakelijk zijn dat het Pensioenfonds verworven pensioenaanspraken en pensioenrechten moet verminderen.

Het Pensioenfonds heeft op basis van een ALM-studie een beleidskader ontworpen gebaseerd op de doelstellingen van het Pensioenfonds. Het beleidskader geeft ook de maatregelen aan als de solvabiliteit verbeterd dient te worden. Het beleidskader is integraal opgezet (risico's worden niet afzonderlijk beoordeeld maar in relatie tot elkaar) en geeft de ruimte (ook wel risicobudget genoemd) aan voor het beleggingsbeleid.

Het solvabiliteitsrisico wordt als een van de belangrijkste risico's gezien. Het is vooral de beweging van de marktrente (dit wordt renterisico genoemd) en de aandelenprijzen die de solvabiliteit van het Pensioenfonds (in een marktwaardeomgeving) in gevaar kan brengen.

De beleggingsportefeuille is gesplitst in twee delen. Een deel van de portefeuille, de "matchingsportefeuille" heeft als doel (een deel van) de waarde van de pensioenverplichting te volgen. De matchingsportefeuille bestaat uit de zogenoemde RCM en de euro credits in de RP. Door de opzet en inrichting van de matchingsportefeuille wordt het renterisico, dat deel uitmaakt van het marktrisico, in meer of mindere mate beperkt met als doel de solvabiliteit stabiel te houden, of, in het geval dat een rentevisie wordt ingenomen, deze te verbeteren door middel van kapitaalbehoud. Het andere deel van de portefeuille, de RP, heeft als doel extra rendement toe te voegen aan de totale portefeuille teneinde de solvabiliteit ook op peil te houden als de toeslag wordt verleend of de levensverwachting toeneemt.

Bij het uitvoeren van het beleggingsbeleid worden de navolgende risico's onderkend:

- marktrisico, waaronder
 - rente- c.q. spreadrisico
 - prijrisico
 - valutarisico
- debiteuren/kredietrisico
- liquiditeitsrisico
- concentratierisico
- Actief beheer risico
- operationeel risico
- juridisch risico
- systeemrisico
- specifieke risico's van derivaten

Onderstaand is aangegeven wat onder deze risico's moet worden verstaan en op welke wijze de betreffende risico's worden beheerst.

Marktrisico

Risico van verlies als gevolg van schommelingen in de marktwaarde van de portefeuille, i.c. het risico dat de waarde van een beleggingsobject in waarde daalt, onderdeel hiervan is bijvoorbeeld het aandelenrisico, (credit)spreadrisico of renterisico. Het aandelenrisico is het risico dat de prijs van het aandeel daalt. Dit risico is beperkt door de wijze waarop het beleggingsbeleid is vormgegeven (zie onder solvabiliteitsrisico).

Beheersing:

In principe is het marktrisico niet volledig beheersbaar. Wel kan worden getracht marktrisico's te spreiden en de risicovolle perioden te ontwijken. Daartoe wordt in het beleggingsproces een strategische portefeuille geconstrueerd. Via de verdeling van het vermogen over de diverse vermogenscategorieën, verschillende landen en sectoren vindt risicodiversificatie plaats. Vervolgens zijn rond de strategische portefeuille bandbreedtes gecreëerd die het risico verder kunnen beperken.. De beheersing betreft verder de risicomitigerende maatregel dat de beleggingsportefeuille wordt samengesteld aan de hand van strikte richtlijnen en restricties vastgelegd in het beleggingsbeleid, zoals:

- geen toepassing van leverage
- spreidingseisen naar asset classes, sectoren en regio's/landen
- geen illiquide financiële instrumenten
- rating eisen
- max individuele positie van 1,25%.
- beperkt universum beleggingsfondsen
- maximum tracking errors
- maximum duration en spread duration afwijkingen
- Strategische afdekking van 50% van het valutarisico t.o.v. de euro;
- Maandelijkse rapportages van de vermogensbeheerders over de portefeuille, de portefeuille risico's, periodiek besproken in het bestuur en/of de BAC;
- Maandelijkse rapportage van CACEIS | Kas Bank over de gehele portefeuille, periodiek besproken in het bestuur en/of in de BAC (en sleutelfunctiehouders);
- Uitsluitingslijst voor landen waarin niet belegd mag worden;

Uitsluitingslijst voor beleggingen in clustermunitie, nucleaire wapens en schending van de internationale rechten van de mens.

Valutarisico

Valutarisico is het risico dat de waarde van de vreemde valuta van het Pensioenfonds (dus ten opzichte van de euro) daalt.

Beheersing:

Zie paragraaf 2.3 (Strategisch valutabeleid en valutamanagement). Het beleid van het Pensioenfonds voor de middelloon- en eindloonregelingen is dat deze risico's enerzijds voor ongeveer 50% (minimaal 47,5% en maximaal 52,5%) worden afgedekt en anderzijds zoals eerder aangegeven onderdeel vormen van het uit de ALM-studie voortvloeiende risicobudget.

Dit risico valt ook onder het marktrisico. Vanwege de specifieke wijze van beheersing van dit risico wordt het hier afzonderlijk vermeld.

Kredietrisico

Het kredietrisico is het risico dat een kredietnemer zijn afgesproken betalingen niet nakomt of dat de kredietwaardigheid van een kredietnemer afneemt, waardoor de kredietverstrekker (het pensioenfonds) financiële schade oploopt.

Het pensioenfonds beheerst het kredietrisico door in de ALM-studie en de SAA-studie op basis van risicomaten een maximale allocatie vast te stellen naar beleggingscategorieën waarin zich strategisch vastrentende waarden met een lagere kredietwaardigheid (lager dan B) bevinden.

Een belangrijke beheersingsregel is dat er in de RCP alleen hoog gerate staatsobligaties en SSA bonds worden gebruikt, of liquiditets- en short duration fondsen die minimaal een rating BBB of hoger hebben.

Als nadere beheersmaatregel heeft het pensioenfonds begrenzings bepaald op Return Portefeuille-niveau voor vastrentende waarden met een lage kredietwaardigheid. Daarbij is het uitgangspunt dat het echte (default) risico in de vastrentende beleggingen met een rating lager dan B (inclusief non-rated) is gelegen en dat het daarom adequaat zou zijn om de begrenzing daar aan te koppelen. De lager dan single B krediet rating/non-rated drempel is een belangrijk signaal of potentiële default risico's toenemen. Die vastrentende waarden zijn veel volatieler dan hoger gerate obligaties. Kansen op default en herstructureren van leningen nemen exponentieel toe bij ratings lager dan B. De procentuele weging van vastrentende waarden met een lagere kredietwaardigheid dan B (inclusief non rated) binnen de Return Portefeuille mag niet hoger zijn dan 4,5% van de totale beleggingsportefeuille van SPA.

De vermogensbeheerders zullen aan het fonds over de rating van hun beleggingen rapporteren. Daarnaast wordt in de risicorapportage die maandelijks door Caceis wordt opgesteld een verdeling gemaakt van de vastrentende waarden naar credit rating. Op basis van deze rapportage is het pensioenfonds in staat om te monitoren dat de begrenzings inzake het kredietrisico niet worden overschreden. Wanneer de beleggingsadviescommissie constateert dat de begrenzing wordt overschreden, zal de commissie binnen 10 werkdagen na constatering het bestuur adviseren hoe het kredietrisico weer binnen de begrenzing te brengen.

Spread risico

Duration Times Spread (DTS) is de afgelopen twee decennia de marktstandaard geworden voor het meten van de beweeglijkheid van het kredietrisico van vastrentende waarden. DTS wordt berekend door twee gangbare karakteristieken van een vastrentende portefeuille met elkaar te vermenigvuldigen, namelijk de spread duration en de credit spread. Het resultaat is een cijfer dat kan worden gebruikt om de vastrentende portefeuille te vergelijken met een andere vastrentende portefeuille, een vastrentende benchmark index, maar belangrijker nog om het te vergelijken met de begrenzings die het pensioenfonds in haar beleid heeft bepaald.

DTS zegt uitsluitend iets over het krediet(spread)risico van de vastrentende portefeuille. Het zegt in principe niet direct iets over het default risico. Voor het default risico heeft het pensioenfonds aparte begrenzings opgesteld m.b.t. credit ratings. DTS zegt in principe ook niet direct iets over het renterisico, omdat het uitsluitend wordt gedreven door fluctuaties in de spread duration en de credit spread.

Voor de risk control portefeuille heeft het pensioenfonds een maximale DTS vastgesteld van 17%. Daarnaast heeft het pensioenfonds een notificatiegrens vastgesteld van 15%. Deze grenzen zijn vastgesteld op basis van de bovenkant van de bandbreedte die geldt voor de allocatie naar Euro staatsleningen van verschillende overheden, de spread duration van de risk control portefeuille per 30 juni 2020 en een veronderstelde spread voor Eurostaatsleningen in een stressvolle periode. Het pensioenfonds zal deze begrenzings in ieder geval opnieuw evalueren en vaststellen op het moment dat de strategische renteafdekking wordt aangepast. Op dat moment ligt het in de lijn der verwachting dat de modified duration en de spread duration zullen wijzigen.

Voor de return portefeuille heeft het pensioenfonds een maximale DTS vastgesteld van 17%. Daarnaast heeft het pensioenfonds een notificatiegrens vastgesteld van 15%. Deze grenzen zijn vastgesteld op basis van de bovenkant van de bandbreedte die geldt voor de allocatie naar de verschillende vastrentende beleggingsfondsen in de return portefeuille, de spread duration van de relevante benchmark indices per 30 juni 2020 en een veronderstelde spread voor dezelfde benchmark indices in een stressvolle periode. In de mandaten heeft SPA vervolgens ter implementatie van deze norm voor de option-adjusted duration en de option-adjusted spread duration restricties opgenomen; deze mogen bij vastrentende fondsen niet meer dan een gelimiteerd aantal jaren afwijken van de toepasselijke benchmark. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.

Het pensioenfonds zal minimaal één keer per kwartaal monitoren of de feitelijke DTS zich binnen deze begrenzings bevindt. Wanneer de beleggingsadviescommissie constateert dat de begrenzing wordt overschreden, zal de commissie binnen 10 werkdagen na constatering het bestuur adviseren hoe de DTS weer binnen de begrenzing te brengen.

Liquiditeitsrisico

Het risico dat de markt onvoldoende diepte blijkt te hebben om een bepaald beleggingsobject tegen een redelijke prijs te verkopen. Het omvat het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het Pensioenfonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Waar de overige risicocomponenten vooral de langere termijn betreffen (solvabiliteit), gaat het hierbij om de kortere termijn.

Beheersing:

Dit risico wordt beheerst door een ruime cashpositie die ruim hoger is dan de liquiditeitsplanning vereist, waarbij rekening wordt gehouden met de vrijvallende kapitalen vanuit de BP-regeling van gewezen deelnemers die met pensioen gaan. Zie verder de opmerking onder marktrisico. Verder wordt het risico beheerst door vrijwel alleen te beleggen in liquide beleggingen.

Concentratierisico

In het algemeen geldt dat concentratierisico kan optreden als een adequate spreiding van activa ontbreekt. Concentratierisico wordt gemeten naar concentratie van een land, een sector of naar tegenpartij. Concentratierisico's kunnen optreden bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen. Een portefeuille die sterk geconcentreerd is in 1 land of 1 sector, kan door deze sectorconcentratie een verhoogd risico lopen indien het in dat land fout gaat of in die sector. Grote posten zijn aan te duiden als een vorm van concentratierisico. Om te bepalen welke posten hieronder vallen moeten per beleggingscategorie alle instrumenten met dezelfde debiteur worden gesommeerd. Als grote post wordt aangemerkt elke post die meer dan 2% van het balanstotaal uitmaakt. Als een dergelijke post echter weer een beleggingsfonds is (dat gespreid belegd) is er van concentratie op onderliggende beleggingen weer geen sprake, maar slechts van concentratie in 1 beheerder.

Beheersing:

Dit risico wordt beheerst door

- 1) het beperken van posities in individuele financiële instrumenten – niet zijnde euro-staatsobligaties en renteswaps of (goed gespreide) beleggingsfondsen – tot maximaal 1,25% van de totale portefeuille en
- 2) een adequate inventarisatie van de grote posten. Daarbij wordt m.b.t. de grote posten, indien deze zich voordoen, bezien of het risico acceptabel is en goed verklaarbaar en uitlegbaar. Het concentratierisico in DM-staatsobligaties of beleggingsfondsen moet soms afgewogen worden tegen andere risico's en belangen. Zo kan het Pensioenfonds een grote concentratie in staatsobligaties van een bepaald land rechtvaardigen als lange tijd een laag kredietrisico gewenst is met een rating van alleen AAA of AA. Ook de (niet) beschikbaarheid van langlopende staatsobligaties kan een rol spelen. Het bestuur kan dan bewust het concentratierisico accepteren, teneinde andere risico's te verminderen.
- 3) Het voorschrijven van het met een beperkte tracking error volgen van goed gespreide indices.

Caceis rapporteert op maandbasis over het concentratierisico in de integrale risicorapportage. Op basis van deze rapportage is het pensioenfonds in staat om te monitoren dat de begrenzing inzake het concentratierisico niet wordt overschreden. Wanneer de beleggingsadviescommissie constateert dat de begrenzing wordt overschreden, zal de commissie binnen 10 werkdagen na constatering het bestuur adviseren hoe het concentratierisico weer binnen de begrenzing te brengen.

Actief beheer risico

Het beleggingsbeleid gaat uit van actief beheer door multi asset class vermogensbeheerders. Omstandigheden en afwegingen, zoals naar voren zijn gekomen bij de vaststelling van de beleggingsbeginselen, kunnen er echter toe leiden dat de keuze uitgaat naar passief beheer. "Passief" beleggen van fondsbeheerders houdt in dat de vermogensbeheerders conform een index of benchmark beleggen. "Actief" beleggen houdt in dat de doelstelling van de beheerder is om een beter rendement te behalen dan de afgesproken strategische of fondsbenchmark.

Beheersing:

Restricties aan het vermogensbeheer via de vermogensbeheermandaten; door een beperkte groep beleggingsfondsen te hanteren met tracking error restricties t.o.v. diverse geselecteerde indices met bijbehorende sector- en regioverdelingen, inkadering door landen-selectie, minimum- en maximum vereisten m.b.t. de omvang van posities dan wel exposure, rating- en Duration Times Spread restricties en een strategische benchmark met bandbreedtes per beleggingscategorie, spreidingsvereisten (maximum aan individuele posities), restricties m.b.t. bepaalde financiële instrumenten en de keuze voor enkele passieve fondsen wordt het risico van actief beheer gemitigeerd. Andere maatregelen betreffen:

- Het jaarlijks beleggingsplan dient aan te sluiten op de 3-jaarlijkse ALM-studie;
- Vermogensbeheerders worden jaarlijks geëvalueerd aan de hand van kwantitatieve en kwalitatieve criteria van SPA;
- Maandelijks monitoring van de beheermandaten via de vermogensbeheerrapportages en de rapportage van CACEIS | Kas Bank;
- Maandelijks performance monitoring / attributie analyse van de vermogensbeheerders o.b.v. tracking errors en benchmarks;
- Periodieke monitoring van de kostenontwikkeling.

Het resterende risico wordt bewust genomen.

Operationeel risico

Het risico dat verliezen worden geleden als gevolg van ontoereikende systemen en controles, gebrek aan kennis en ervaring binnen de organisatie of vergissingen. Het omvat mede het risico van een

onjuiste afwikkeling van transacties, fouten in de verwerking van gegevens, het verloren gaan van informatie, fraude en dergelijke.

Beheersing:

Deze risico's worden door het Pensioenfonds beheerst door het stellen van hoge kwaliteitseisen aan de AO/IC die bij de uitvoering vereist is, zoals een adequaat systeem van interne controle, een goede interne organisatie, procedures, processen en controles, kwaliteit geautomatiseerde systemen, enzovoorts. Deze kwaliteitseisen worden periodiek getoetst door het bestuur. Vermogensbeheerders worden daartoe jaarlijks geëvalueerd aan de hand van kwantitatieve en kwalitatieve criteria van SPA.

Verder worden de volgende maatregelen geëist:

- Maandelijks vermogensbeheer rapportage;
- Periodiek overleg met de vermogensbeheerders (min. Kwartaal);
- Periodieke Compliance rapportage van de vermogensbeheerders;
- Melding incidenten;

Met betrekking tot systemen geldt dat voor zover mogelijk gezorgd wordt voor kwaliteitscontroles (Jaarlijkse ISAE 3402 type 2 verklaring) en back-up systemen alsmede voorzieningen getroffen worden in overeenkomsten met derden. Andere (mondiale, bancaire, etc.) financiële systemen zijn voor het Pensioenfonds onbeheersbaar.

Juridisch risico

Het risico dat verliezen worden geleden doordat gesloten contracten onvolledig of niet afdwingbaar blijken te zijn.

Beheersing:

Overeenkomsten die door het Pensioenfonds worden aangegaan dienen door juristen te worden getoetst op volledigheid en eventuele afdwingbaarheid.

Derivaten

De externe beheerders kunnen in het kader van het beleggingsbeleid gebruikmaken van derivaten. Beleggen in derivaten is slechts toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Zoals aangegeven wordt het renterisico afgedekt in de matchingsportefeuille en dit gebeurt gedeeltelijk met derivaten (swaps).

Beheersing:

Kredietrisico en tegenpartij risico's spelen de grootste rol bij het gebruik van derivaten. Deze risico's worden beperkt door strikte toepassing van het uitbestedingsbeleid (bijvoorbeeld het sluiten van umbrella-agreements bij ISDA en OTC-overeenkomsten) en door in het mandaat van de beheerder

van het RCM³⁴ en de RP voorwaarden op te nemen die de risico's bij gebruik van derivaten voldoende beperken. De swaps in het RCM moeten daarbij via central clearing afgesloten worden waardoor het tegenpartijrisico gemitigeerd wordt.

Uitbestedingsrisico

Het Pensioenfonds draagt zorg voor de systematische analyse en beheersing van de risico's die samenhangen met de uitbesteding van werkzaamheden. Daartoe is een risicoanalyse opgesteld. Het Pensioenfonds beschikt over procedures en richtlijnen met betrekking tot de besluitvorming ten aanzien van nieuwe en/of gewijzigde uitbesteding, de mogelijkheden voor beëindiging van uitbestede werkzaamheden en voor het monitoren en evalueren van de kwaliteit van de uitbestede werkzaamheden. Een en ander is vastgelegd in het bestuursdocument 'Uitbestedingsbeleid Stichting Pensioenfonds Atos' van 2018. Daarin is ook vastgelegd dat uitbestedingen gemeld worden aan DNB. Het Pensioenfonds heeft een programma van eisen waaraan de overeenkomsten dienen te voldoen. Een en ander is onderdeel van het risicomangement.

Met betrekking tot vermogensbeheer zijn er de volgende uitbestedingsrelaties:

Beleggingsberekeningen	Mercer en APS
Beleggingsadministratie ML- en EL-regelingen	Caceis
Beleggingsrapportages	Caceis, BR en GMO
Beleggingsadministratie ATOS BP regeling	State Street (via BlackRock)
Bewaarneming en valutahedge	Caceis
Bewaarneming ATOS BP regeling	JP Morgan
Performance Measurement & Analysis	Caceis
Vermogensbeheer	BlackRock, GMO

De uitbestedingsovereenkomsten tussen SPA en uitbestedingspartijen beschrijven de rechten en plichten tussen beide partijen. SPA beheerst het uitbestedingsrisico door erop toe te zien dat partijen zich houden aan de vastgelegde procedures. Onder andere zijn bij de partijen de volgende maatregelen getroffen:

- Het documenteren van processen, het identificeren van de bij de uitvoering van die processen optredende risico's, alsmede het vastleggen van getroffen beheersmaatregelen in procedurebeschrijvingen, handboeken en dergelijke.
- Het vastleggen van functiescheidingen, bevoegdheden, taken en verantwoordelijkheden.
- Het beoordelen van de werking van de beheersmaatregelen, mede aan de hand van de bevindingen van de externe accountant (ISAE-3402).

³⁴ Die in zijn Risk Control mandaat in het kader van het realiseren van de opgedragen rentehedge in de matchingsportefeuille ook de euro IG credits uit de RP mee modelleert.

- Het uitvoeren van een Onafhankelijke performancemeting.

SPA evalueert en monitort de uitbestedingspartijen continu door middel van het beoordelen van de maand- en kwartaalrapportages. Jaarlijks vindt er een uitgebreidere evaluatie door middel van de beoordeling van ISAE-3402 plaats. Periodiek wordt de totale uitbestedingsrelatie geëvalueerd.

Integriteitsrisico

Het integriteitsbeleid start bij de door het bestuur uitgevoerde systematische analyse van de integriteitsrisico's. Dit is neergelegd in het memo 'Risicoanalyse Integriteitsrisico's pensioenfonds Atos' en de SIRA van SPA. Daarnaast zijn er de Risicoanalyse belangenverstremgeling, de compliance regeling (de gedragscode), de jaarlijkse integriteitsverklaring en de melding belangenverstremgeling voorafgaand aan iedere vergadering opgesteld, teneinde belangenverstremgeling en meer algemene overtredingen (witwassen, terrorismefinanciering, sanctiewetgeving, etc.) tegen te gaan.

3.2 Beleid bijzondere omstandigheden

Het Pensioenfonds beschikt over een crisisplan (bijlage bij de ABTN). Het crisisplan beschrijft één of meerdere financiële situaties van het Pensioenfonds die door het bestuur als een crisissituatie van het Pensioenfonds gekarakteriseerd kunnen worden. Het crisisplan heeft als voornaamste doel een crisissituatie van het Pensioenfonds te identificeren, c.q. de belangrijkste risico's van het Pensioenfonds bij een crisis te identificeren, c.q. te inventariseren en de beheersmaatregelen voor deze risico's te beschrijven. Het crisisplan bevat ook een noodprocedure.

Bijlage 1 – Beleggingsovertuigingen

Verklaring inzake de beleggingsbeginselen van het Pensioenfonds ex artikel 145 Pw

Beleggingsovertuigingen zijn de verwachtingen die het bestuur van het Pensioenfonds heeft met betrekking tot de werking van de economische- en financiële markten en het gedrag van beleggingsinstrumenten en beleggingscategorieën op die markten. Het pensioenfonds hanteert bij beleggen enkele beleggingsovertuigingen die van belang zijn voor een zo goed mogelijk rendement tegen aanvaardbare risico's. De beleggingsovertuigingen vormen samen de beleggingsfilosofie van een pensioenfonds. Zij vormen een belangrijke rol in het beleggingsproces omdat zij een kader vormen voor genomen en toekomstige beleggingsbeslissingen.

Rendement en risico zijn geen 'constanten'

1. Een belangrijke overtuiging die ten grondslag ligt aan het beleggingsbeleid is dat SPA toegevoegde waarde ziet in het dynamisch hedgen van renterisico en in dynamische asset allocatie. Financiële markten zijn sterk volatiel. Rendementen kunnen op kortere termijn significant afwijken van de rendementen die passen bij de lange termijn risicopremies. Het pensioenfonds gelooft met actief tactisch beleid waarde te kunnen toevoegen. Het fonds verwacht dat er bij financiële markten over het algemeen sprake is van 'mean reversion' dan wel dat bepaalde marktwaarden statistisch waarschijnlijker zijn.
2. Het Pensioenfonds verwacht dat een lange termijn oriëntatie en dynamische asset allocatie binnen bandbreedtes mogelijkheden biedt voor outperformance en dat een anticyclische rentehedge binnen het risicobudget leidt tot betere beleggingsresultaten dan statische afdekking.

Beleggingsrisico nemen loont

3. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat extra rendement alleen kan worden bereikt met extra risico, terwijl extra risico geen garantie geeft dat er extra rendement zal worden gegenereerd. Om op lange termijn de pensioenen te kunnen uitkeren en enige mate van indexatie te bewerkstelligen zal het Pensioenfonds beleggingsrisico moeten nemen. Het nemen van beleggingsrisico is echter geen doel op zich en risico is ook niet slechts een volatiliteitscijfer. Het bestuur meent dat onder relatief gunstige marktomstandigheden het Pensioenfonds meer risico zal moeten nemen dan in ongunstige marktomstandigheden.
4. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat aandelen op langere termijn een risicopremie op leveren voor de belegger en dat kredietrisico in (staats- en bedrijfs-)obligaties een kredietpremie op levert voor de belegger. Al deze verschillende soorten premies, die een beloning zijn voor het risico dat gelopen wordt, kunnen (gedeeltelijk) teniet worden gedaan indien de beleggingen te duur worden gekocht of indien er te veel beleggingen worden gekocht die bedrijven betreffen die ten onder gaan. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat dit laatste met ruime spreiding in de beleggingen deels voorkomen kan worden en dat het eerstgenoemde risico (te duur kopen) met een anticyclisch beleggingsbeleid teruggebracht kan worden.

5. Op lange termijn leveren beleggingen in zakelijke waarden een hoger verwacht rendement op dan obligaties.

Risico en rendement

6. Het Pensioenfonds meent dat diversificatie toegevoegde waarde heeft. Diversificatie leidt tot een meer geleidelijke ontwikkeling van het belegd vermogen (plussen en minnen dempen elkaar).
7. Het Pensioenfonds verwacht dat beleggen in liquide assets een betere rendement/risico-opbrengst oplevert dan beleggingen in illiquide assets.
8. Het Pensioenfonds verwacht dat transparante beleggingen een betere rendement/risico opbrengst oplevert, met name omdat een gebrek aan transparantie een onzichtbaar risico in zich herbergt.
9. Het Pensioenfonds verwacht dat zoveel mogelijk beleggen op gereguleerde markten een betere rendement/risico opbrengst oplevert ten opzichte van ongereguleerde markten.
10. Het Pensioenfonds verwacht dat er implementatie aspecten kunnen zijn zoals kosten of monitoringrestricties die ertoe kunnen leiden dat er voor praktische oplossingen wordt gekozen i.p.v. theoretisch optimale oplossingen.
11. Het Pensioenfonds verwacht dat een actieve beleggingsstijl m.b.t het Pensioenfonds in zijn geheel toegevoegde waarde heeft. Dat wil echter niet zeggen dat op deelgebieden vermogensbeheerders geen passieve opdracht kunnen meekrijgen of dat bepaalde beleggingen in passieve (index) fondsen plaatsvinden.
12. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat het gebruik maken van de mogelijkheid van securities lending extra rendement genereert tegen een beperkt risico, indien het risico dat de tegenpartij de effecten niet op tijd kan leveren wordt overgenomen door de custodian en het kredietrisico op de tegenpartij tot een minimum wordt gereduceerd door de hoge kredietwaardigheid van de tegenpartijen én van het collateral dat de tegenpartij aan dient te houden en het collateral dagelijks gewaardeerd wordt.
13. Valutarisico heeft geen risicopremie. De keuze om valutarisico al dan niet af te dekken is echter afhankelijk van andere factoren dan een risicopremie, waaronder het effect van afdekking op het risico van de totale portefeuille en de kosten van afdekking. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat het hedgen van vreemde valutaposities in vastrentende waarden genoteerd in \$, pond en yen het risico/rendement profiel van deze beleggingen verbeterd. Het Pensioenfonds heeft de overtuiging dat het afdekken van vreemde valutaposities in aandelen- en in EMD-beleggingen vanuit beleggingsoogpunt geen toegevoegde waarde heeft. Desalniettemin kunnen aandelenposities afgedekt worden in het kader van het algehele beleid van het pensioenfonds waarbij deze valutarisico's onderdeel vormen van het uit de ALM-studie voortvloeiende risicobudget.
14. Het Pensioenfonds verwacht dat van een goede corporate governance bij een onderneming een positief effect uitgaat op het rendement op een belegging in die onderneming.

Overig

15. Het Pensioenfonds verwacht dat het gebruik van derivaten in de portefeuille in voorkomend geval (kosten)efficiënter kan zijn. Derivaten mogen defensief worden gebruikt voor het afdekken van aandelen-, rente- en valutarisico's en voor doeltreffend portefeuillebeheer.
16. Het Pensioenfonds is ervan overtuigd dat voor een optimaal beleggingsresultaat de kosten bij iedere belegging zo laag mogelijk moeten blijven en in verhouding moeten staan tot het rendement en het risico dat met een belegging gelopen wordt.

Bijlage 2 – Strategisch beleggingsbeleid en beleggingsplan conform prudent person regel³⁵

Dit onderdeel onderbouwt dat het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan in overeenstemming zijn met de prudent person norm zoals vastgelegd in artikel 13 en 13a Besluit FTK en artikel 135 van de Pensioenwet. Hieronder wordt aan de hand van verschillende onderdelen uit het beleggingsbeleid beschreven hoe wordt voldaan aan de prudent person regel.

Beleggingsbeleid in het belang van de deelnemers

SPA heeft investment beliefs opgesteld, welke als leidraad dienen voor keuzes op het gebied van beleggingen en vermogensbeheer. De lange termijn strategische asset allocatie rust op een gedegen ALM-studie waarin de belangen van verschillende groepen deelnemers zijn afgewogen. Daarnaast heeft het bestuur een risicohouding vastgelegd waarin is beschreven welke risico's aanvaardbaar zijn bij het streven naar koopkrachtbehoud voor de deelnemers. Het strategische beleggingsbeleid van het pensioenfonds is daarbij zo goed mogelijk afgestemd op de doelstellingen, solvabiliteitseisen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding. Het beleid is afgestemd op de specifieke verplichtingen en de indexatieambitie van het pensioenfonds. De risicohouding wordt jaarlijks getoetst op evenwichtigheid in de haalbaarheidstoets.

SPA maakt jaarlijks een beleggingsplan waarin het strategisch beleggingsbeleid in meer detail uitgewerkt is.

Waarborging van risico's, kwaliteit en veiligheid

Het bestuur stelt dat het alleen belegt in producten waarvan het de risico's kan overzien, zodat het fonds de producten kan monitoren. Hierdoor zorgt het fonds ervoor dat de complexiteit van de portefeuille in evenwicht is met de kennis en ervaring van het bestuur.

De beleggingsrisico's worden gemonitord met behulp van een risicobudget (maximaal percentage VEV).

In de ABTN en het beleggingsbeleid is de structuur rondom de uitvoering van de beleggingen omschreven. Het pensioenfonds evalueert periodiek de uitbesteding aan de vermogensbeheerder.

³⁵ Beoordeling in het kader van het jaarwerk over 2019

Uitvoering renterisico

Het fonds dekt het renterisico dynamisch strategisch af. In paragraaf 3.4 van dit document wordt de uitvoering uitgebreid beschreven.

Verhandelbaarheid van beleggingen

Het pensioenfonds belegt vrijwel uitsluitend in liquide producten die verhandeld kunnen worden op reglementaire markten. Het belang van niet-liquide beleggingen is zeer beperkt.

Derivaten voor risico-reducerende doeleinden

SPA zet derivaten in als efficiënte hulpmiddelen bij hedging en efficiënt portefeuillebeheer. Voorwaarde voor het gebruik van derivaten is dat het bestuur de constructie voldoende begrijpt om het te monitoren. In paragraaf 3.3 van dit document en in de investment beliefs is dit verder uitgewerkt.

Diversificatie binnen de beleggingsportefeuille

Een van de investment beliefs van SPA is dat diversificatie belangrijk is. Om het (concentratie) risico te spreiden, kiest het fonds bewust voor een goede spreiding tussen beleggingscategorieën, subcategorieën en regio's. Daarbij worden de beleggingscategorieën ingevuld met beleggingsfondsen of mandaten. Deze beleggingsfondsen of mandaten beleggen vervolgens weer in een groot aantal individuele instrumenten. Binnen de verschillende (sub) categorieën wordt ook gelet op voldoende spreiding. Voor de meeste beleggingen geldt daarbij zoals boven gesteld een beperking tot maximaal 1,25% van de totale portefeuille. Alleen voor beleggingen in DM-staatsobligaties en (goed gespreide) beleggingsfondsen geldt dit maximum niet.

Caceis rapporteert periodiek de concentraties naar regio, sector en marktpartijen. De BAC beoordeelt of de concentraties acceptabel zijn.

Marktwaardering instrumenten

Het pensioenfonds geeft in de ABTN aan dat de waarde van de beleggingen zoveel mogelijk wordt vastgesteld op basis van marktwaarde. Voor liquide categorieën zoals aandelen en obligaties kan deze marktwaarde op zeer frequente wijze worden vastgesteld.

Op basis van bovenstaande onderdelen en de verdere invulling van het beleid in overige beleidsdocumenten heeft het bestuur naar haar mening voldoende onderbouwing gegeven bij de invulling van de prudent person regel binnen het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan.

Bijlage 3 - Investment cases

versie 3.0

Inleiding

Dit document bevat de 'investment cases' voor de belangrijkste beleggingscategorieën waarin Stichting Pensioenfonds Atos (hierna: SPA) belegt, of zou kunnen beleggen. De evaluatie van de beleggingscategorieën heeft in het kader van de ALM-studie en het opnieuw opstellen van het strategische beleggingsbeleid plaatsgevonden. Het betreft categorieën die zijn ondergebracht in de Risk Control Portefeuille (RCP) of de Return portefeuille (RP).

De kernvraag bij elke categorie is of SPA in de categorie kan beleggen gegeven de investment beliefs en lange termijn beleggingshorizon. Hiertoe wordt er voor elke categorie kort beschreven wat de aard van de belegging is; waarom er een rendement mag worden verwacht en met welke risico's dat gepaard gaat. Ook wordt de impact op het vereist eigen vermogen kort toegelicht. SPA's investment beliefs zijn 'gecomprimeerd' tot de volgende criteria:

- SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn; Extra rendement alleen met extra risico; liquiditeit loont;
- Beleggingen dienen transparant te zijn;
- SPA belegt in voldoende mate maatschappelijk verantwoord;
- Diversificatie loont;
- SPA is kostenbewust.

De hiernavolgende categorieën zijn onderzocht op geschiktheid voor het pensioenfonds; de categorie (beursgenoteerd) onroerend goed is niet nader onderzocht maar als aparte beleggingscategorie op voorhand door het bestuur voor de middellange termijn uitgesloten.

- Staatsobligaties
- Investment grade credits
- High yield
- EMD
- Aandelen ontwikkelde markten³⁶
- Aandelen Emerging Markets³⁷
- Commodities
- Private equity
- Hedgefunds

³⁶ Onder deze categorie vallen ook aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen die deel uit maken van een breed gespreid aandelen(index)beleggingsfonds. Deze aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 2,0% van het belegd vermogen uitmaken.

³⁷ Zie voetnoot 45.

3. Samenvatting

Onderstaande tabel geeft een samenvatting van de evaluatie van de beleggingscategorieën in dit document.³⁸ De gehanteerde criteria sluiten aan bij de investment beliefs van SPA. Het eindoordeel is weergegeven in de laatste kolom en is geschikt (groen) of ongeschikt (rood).

Categorie	Rendement /Risico	Transparantie	Diversificatie	Kosten	MVB	Eindoordeel
1. Staatsobligaties DM	●	●	●	●	●	√
2. Credits (corporate)	●	●	●	●	●	√
3. High yield	●	●	●	●	●	√
4. EMD	●	●	●	●	●	√
5. Aandelen ontwikkelde markten	●	●	●	●	●	√
6. Aandelen opkomende markten	●	●	●	●	●	√
7. Commodities	●	●	●	●	●	×
8. Private equity	●	●	●	●	●	×
9. Hedge funds	●	●	●	●	●	×
10. (near) Cash	●	●	●	●	●	√

³⁸ De bijlage is laatstelijk gewijzigd op 2 maart 2020.

2. Staatsobligaties en staatsgegarandeerde obligaties

2.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

3.1.3 Beschrijving van de beleggingscategorie

De staatsobligatieportefeuille is het fundament van de Risk Control Mandaat³⁹. Dit product heeft tot doel om een deel van de rentegevoeligheid van de nominale verplichtingen van een pensioenfonds te verminderen.

Staatsobligaties, inclusief staatsgegarandeerde obligaties - de zogenaamde SSA bonds: sovereigns, supranationals and agencies -, hierna gezamenlijk te noemen "staatsobligaties", hebben een hoger risico ten opzichte van liquiditeiten vanwege de langere looptijd en daarmee een grotere gevoeligheid voor renteschommelingen.

Vanwege de matching met de verplichtingen wordt er voor de RCP in principe uitgegaan van euro gedenomineerde staatsobligaties. Voor de RP kunnen staatsobligaties echter ook non-euro staatsobligaties van ontwikkelde markten zijn, zoals obligaties van de VS, Zwitserland en het VK. Daar zit dan een valutarisico aan vast, dat weer afgedekt kan worden met valutahedge-contracten. Een staatsobligatie is een verhandelbare contractuele verplichting van een nationale overheid. Staatsobligaties worden uitgegeven om begrotingstekorten te dekken en schulden te herfinancieren. De uitgifte van staatsobligaties vindt plaats op de primaire markt. Obligaties worden op de secundaire markt voornamelijk buiten gereguleerde handelsplatformen (i.e. over-the-counter (OTC)) verhandeld. De wereldwijde staatsobligatiemarkt is zeer groot. De voornaamste spelers zijn commerciële banken, centrale banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggings- en pensioenfondsen. De gemiddelde transactiegrootte is veel groter dan op de aandelenmarkt. Particuliere beleggers vormen slechts een klein deel van de markt.

Een obligatie met een langere looptijd is, bij een gelijke coupon, gevoeliger voor rente- en kredietveranderingen dan obligaties met een kortere looptijd. Het rendement bestaat uit de risicovrije rente plus een opslag voor het kredietrisico. In Europa wordt de Duitse rente op staatsobligaties gezien als de risicovrije rente en dus vaak als ijkpunt gebruikt. Daarnaast wordt een belegger vergoed voor het liquiditeitsrisico. Naast de coupon dragende staatsobligatie bestaan er afgeleide instrumenten, of instrumenten die veel kenmerken met een staatsobligatie delen. Voorbeelden zijn: obligatie future, zero-coupon obligatie, renteswap, credit default swap, obligaties uitgegeven door agentschappen, obligaties uitgegeven door een supranationale entiteit en staatsgegarandeerde obligaties.

Binnen het eurogebied is er onderscheid naar landen; dit onderscheid komt tot uiting in de kredietwaardigheidsrating van de staatsobligaties van de verschillende landen. Landen worden dus beoordeeld op hun kredietrisico,

met behulp van indicatoren van de 'bereidheid om te betalen' en de 'houdbaarheid van de schuld'. Ditzelfde geldt voor de ontwikkelde markten (westerse landen) buiten Europa.




Impact euro staatsobligaties op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Staatsobligaties zijn zeer geschikt ter reductie van het renterisico vanwege de nauwe 'tracking' tussen de staatsobligaties en de swapcurve
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen
S3: Valutarisico	Geen
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Enige impact voor obligaties met rating lager dan AAA
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing op obligaties

Voor non-euro staatsobligaties van ontwikkelde markten geldt m.b.t. S1 dat zij niet of minder geschikt zijn voor reductie van het renterisico en er bij S3 additioneel een valutarisico optreedt wat het VEV-beslag verhoogt.

3.1.3 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie (die kan immers wijzigen in de tijd en komt jaarlijks terug bij de portefeuilleconstructie). Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (return portefeuille) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Euro staatsobligaties leveren een (nagenoeg) risicovrije kasstroom en worden ingezet voor matching. Staatsobligaties binnen de RCP kennen (vooruitkijkend) geen hoog direct rendement (coupon). Als rentes terugkeren naar langjarige gemiddelden, zal het rendement negatief zijn. Het primaire doel van staatsobligaties is veiligheid en daarmee waardebehoud, die komt dan onder druk. Normaal wordt het risico verlaagd met staatsobligaties. Er bestaat in theorie een kans op het niet aflossen van de lening door een land. Indien wordt belegd in “veilige landen” is het kredietrisico relatief verwaarloosbaar. Koersen van met name langlopende staatsobligaties (hoge duration) kunnen volatiel zijn en negatieve uitschieters vertonen, maar in het kader van de matching met verplichtingen mitigeren staatsobligaties het dekkingsgraadrisico. Non-euro staatsobligaties van ontwikkelde markten kennen vrijwel dezelfde kenmerken, maar kennen een iets hogere couponrente momenteel en kunnen een risicopremie bevatten voor de return portefeuille. Ook zijn, indien zij een korte looptijd kennen, zij geschikt om als (near)cash gebruikt te worden	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Staatsobligaties zijn een transparante beleggingscategorie	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Staatsobligaties is geen beleggingscategorie die zich direct onderscheidt op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Er is wel sprake van een uitsluitingenlijst. Het uitlenen van geld aan de Nederlandse overheid kan opgevat worden als maatschappelijk verantwoord beleggen.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	De staatsobligaties vormen de 'veilige basis' en de andere categorieën dienen te zorgen voor het extra rendement en diversificatievoordelen ten opzichte van die veilige basis. Indien wordt gekozen om in de RCP alleen in de "veilige landen" te beleggen, is er binnen de beleggingscategorie geen sprake van hoge diversificatie (Nederland, Duitsland, Finland en Oostenrijk). In de RCP zijn meer diversificatie-mogelijkheden	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	Staatsobligaties zijn een beleggingscategorie met (zeer) lage kosten.	

3.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie staatsobligaties (euro en non-euro staatsobligaties van ontwikkelde markten) investeerbaar voor SPA.

Voor zover het zeer kortlopende staatsobligaties betreft zijn deze instrumenten ook geschikt om als near cash aan te houden binnen het fonds.

3. IG Credits

3.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

3.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

Investment grade (IG) credits zijn allerlei soorten obligaties⁴⁰ uitgegeven door bedrijven en instellingen met een relatief hoge kredietwaardigheid. De categorie kent een breed scala aan verschijningsvormen. De belangrijkste risico-rendements drivers van IG credits zijn rente en credit. Door de lage credit exposure gedragen IG-credits zich meer als een vastrentende waarde categorie dan als aandelen. Ook de creditcomponent zorgt voor andere exposure dan aandelen, ondanks dat beide exposure naar ondernemingsrisico hebben. IG credits kennen een andere plaats in de financiële structuur van ondernemingen en vertonen daardoor ook ander gedrag in de business cycle. IG credits werken daarom diversifiërend in de totale beleggingsportefeuille.

De markt voor US-dollar IG-credits wijkt af van de euro IG-credits. Zo is de Amerikaanse obligatiemarkt meer en breder ontwikkeld dan de Europese markt. Daarnaast geven Amerikaanse ondernemingen over het algemeen obligaties met een langere looptijd uit. De kapitaalmarkten verschillen ook wat betreft sectorverdeling. In de Verenigde Staten vormen financiële instellingen, nutsbedrijven en telecombedrijven een kleiner onderdeel van de markt. Daar staat tegenover dat het gewicht van retail, olie & gas en de gezondheidzorgsector groter is.

Vanwege de relatief goede 'tracking' met de rentetermijnstructuur kunnen IG-credits onderdeel zijn van de matchingportefeuille. Dit is alleen van toepassing op euro IG-credits. Voor IG-credits uitgegeven in andere valuta, is het valutarisico dominant, en past de categorie beter in de rendementsportefeuille. Een 'global credits' categorie past daarom ook het best in de rendementsportefeuille, ook als het valutarisico wordt afgedekt.

Onder IG-credits vallen diverse vormen IG-credits, zoals covered bonds, waarbij de credits met extra zekerheden zijn omgeven. Deze kunnen bij de huidige renteomgeving een aantrekkelijk rendement bieden. In de meeste landen bieden covered bonds een gemiddelde opslag van ongeveer 0.5 tot 1% ten opzichte van staatsobligaties van deze landen. Covered bonds vormen een belangrijke financieringsbron voor banken, en een defensieve belegging voor beleggers. Hoewel deze categorie minder bekend is, is de totale markt met een bedrag van tegen de 900 miljard erg groot. Covered bonds zijn gedekt door een onderpand (de 'cover pool'), dat doorgaans bestaat uit een hypotheekleningenportefeuille van een bank. De cover pool is meestal voorzien van stringente eisen, zoals stringente eisen m.b.t. de loan to value vereisten en ruime onderpand vereisten, waarbij het onderpand actief gemanaged wordt. Het grote verschil met andere, door hypotheekleningen gedekte credits, zoals Asset-backed securities, is dat covered bonds veelal worden uitgegeven door een bank of kredietverlener zelf en niet door een separate entiteit. Hierdoor zijn covered bonds altijd gegarandeerd door deze uitgevende instelling. De belegger heeft hierbij zowel een claim op de uitgevende instelling, maar ook op het onderpand in geval een uitgevende instelling in gebreke blijft. Met een tot dusver goede reputatie wat betreft betalingen van coupons en

⁴⁰ In deze categorie kunnen zich bijvoorbeeld ook achtergestelde leningen/obligaties en convertibele bedrijfsobligaties voordoen, indien de rating hoog genoeg is.

aflossingen, zijn covered bonds in het verleden een solide belegging gebleken en zullen dat waarschijnlijk ook blijven. Niet in het minst omdat ze een cruciale rol spelen in het goed gereguleerde financiële verkeer tussen banken en de ECB. Zij kennen ook een gunstige behandeling in de EU-regelgeving (o.a. Solvency II).⁴¹

Andere IG-credits die in het verlengde liggen van covered bonds, zoals Asset backed securities⁴² en “Collateralized Debt Obligations (CDO’s)”, worden uitgegeven door een separate entiteit, een zogenaamd “special purpose vehicle” en kennen als onderpand ook andere vorderingen zoals creditcardvorderingen en persoonlijke leningen, etc. Kenmerk van CDO’s is dat ze typisch zijn onderverdeeld in *tranches* waarbij een rangorde is bepaald voor de terugbetaling van de schuld aan de houders van elke tranche. Het onderpand is daarom wat minder doorzichtig en de onzekerheden zijn daarom groter. Bij CDO’s hangt het rendement uiteindelijk af van de vraag of de debiteuren van de onderliggende vorderingen hun verplichtingen nakomen. Als dat niet zo is, komt dat ten laste van de houders van de CDO, in de aangegeven rangorde. Het is in deze markt van belang een goede inschatting te maken van de vermoedelijke frequentie van de mogelijke wanbetaling. Een dergelijke inschatting is vaak moeilijk te maken: niet alleen zou dat een gedetailleerd onderzoek van de “pool” van onderliggende vorderingen vergen, maar vooral omdat historische gegevens omtrent betalingsgedrag niet noodzakelijkerwijs een goede voorspeller van het toekomstige betalingsgedrag hoeven te zijn. Men gebruikt vaak statistische modellen, die echter later de werkelijkheid niet goed benaderd blijken te hebben. Dit kan tot problemen leiden in situaties waarin er sprake is van een (vermoeden van) verslechtering van het betalingsgedrag van de debiteuren in de “pool”. De houders van de lagere tranches van de CDO moeten dan constateren dat het risico dat hun deel niet volledig betaald wordt toeneemt, zonder daar veel aan te kunnen doen. De verhandelbaarheid van CDO’s op de secundaire markt is beperkt: er is normaliter geen beursnotering. De problemen op de CDO-markt hebben in belangrijke mate bijgedragen aan de crisis die in de zomer van 2007 op de financiële markten is ontstaan, om die reden beperkt SPA sindsdien directe credit-beleggingen in Asset backed securities, MBS en CDO’s in haar Return Portefeuille.

Financieringsstructuur bepaalt verschil tussen IG credits en aandelen

IG credits en aandelen bieden beide exposure naar ondernemingsrisico.

- De payoff van de beleggingen is duidelijk verschillend
- Obligatiehouders hebben een andere, meer seniore claim op de bezittingen dan aandeelhouders.
- Obligatiehouders krijgen een additionele vergoeding voor de achterstand in aandelen zeggenschap over de strategie en management van het bedrijf.

Houders van IG credits en aandeelhouders hebben beide een claim op de bezittingen van de onderneming of uitgevende instelling dan wel de geboden zekerheden. Toch gaan hun belangen niet altijd hand in hand. Aandeelhouders verliezen het meest bij een drastische koersdaling, terwijl obligatiehouders getroffen worden door een default (en spreadwijzigingen). Vooral als het eigen vermogen de nul nadert is er voor de aandeelhouder niet veel meer te verliezen, terwijl de obligatiehouder juist het meeste gevaar loopt.

Aandeelhouders hebben de meeste zeggenschap over het management van een bedrijf. Managers van bedrijven die op de rand staan van een faillissement zullen eerder geneigd zijn tot leverage en het aangaan van risicovolle activiteiten. Bij mislukking verliest men niet veel meer, terwijl bij succes de voordelen vooral voor de managers en

⁴¹ Volgens onderzoek van Nordea Asset Management. Volgens dit onderzoek zou ook geen enkele covered bond een default hebben gekend over de laatste decennia.

⁴² Inclusief mortgage backed securities (MBS).

de aandeelhouder zijn. Obligatiehouders dekken zich hiertegen zo goed mogelijk in door het opstellen van convenanten.

Impact Investment grade credits op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Euro IG credits (onderdeel van de RP en de matchingportefeuille): beperkt het renterisico vanwege match met rentecurve van de verplichtingen, zij het dat de looptijd gemiddeld korter is dan van staatsobligaties. Niet-euro IG credits (onderdeel van de RP) kennen geen relatie met rentecurve van de verplichtingen, dus verhogen het renterisico.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Enige impact vanwege relatief hoge ratings van obligaties
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing op obligaties

Voor verdere toelichting en achtergrondinformatie over de beleggingscategorie IG Credits wordt verwezen naar Appendix G.

3.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oordeel

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (return portefeuille) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Credits kennen in theorie een hoger rendement dan staatsobligaties (credit spread) vanwege het inherent grotere kredietrisico van bedrijven dan van overheden. Op lange termijn wordt die verhouding ook gerealiseerd.	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	IG credits zijn een transparante beleggingscategorie	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Binnen de categorie IG credits is het mogelijk om handen en voeten te geven aan het MVB-beleid, door middel van bijvoorbeeld een uitsluitingenlijst.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	IG credits dragen bij aan diversificatie ten opzichte van de veilige staatsobligaties. De rendementen op IG credits hangen deels samen met de rendementen op staatsobligaties omdat beide mede afhankelijk zijn van de rente. De portefeuille kan worden gespreid over landen, sectoren en ondernemingen	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	IG credits zijn een beleggingscategorie met lage kosten.	

3.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, blijft de brede categorie investment grade credits – inclusief asset backed securities, mortgage backed securities, CDO's, covered bonds, achtergestelde leningen/obligaties en convertibele bedrijfsobligaties – investeerbaar voor SPA. IG credit-beleggingen als asset backed securities, mortgage backed securities en CDO's worden daarbij als risicovoller en m.n. minder voorspelbaar beschouwd en daarom minder aantrekkelijk om in substantiële hoeveelheden in te beleggen. Daarom zullen beleggingen in deze laatste 3 categorieën conform staand beleid beperkt worden in het strategisch beleggingsbeleid.

Voor zover het hoofdzakelijk kortlopende IG-credits betreft zijn deze instrumenten ook geschikt om – in de vorm van een beleggingsfonds – als (near)cash aan te houden binnen het fonds, voor zover dit breed gespreide fondsen betreft die binnen een aantal dagen opvraagbaar zijn (T+0 tot T+4).

Inkadering beleggingen in IG-credits

Ondanks het feit dat de hele categorie IG-credits investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen begrenzings kent die bewaakt en geëvalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

In de SAA-studie van SPA is de BOFAML Glob. Corporates IG index gebruikt voor de modelmatige berekening van het aandeel beleggingen in de categorie IG-credits. Dit is echter niet een index die de meeste marktpartijen gebruiken en deze sloot ook niet aan bij de gangbare beleggingsfondsen die de vermogensbeheerders gebruiken voor een asset categorie. Gangbare aanbieders van benchmark indices in het credits beleggingsuniversum zijn Bloomberg Barclays Indices en JP Morgan indices. Deze aanbieders bieden verschillende benchmark indices die een goed beeld geven van beleggingen binnen credits. Om praktische redenen is daarom bij de concrete invulling van de beleggingsfondsen in de mandaten aangesloten bij meer gangbare indices. Hierbij geldt dat veel karakteristieken en het risicoprofiel in hoge mate vergelijkbaar zijn. Voor de categorie IG-credits is in lijn daarmee besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie te beperken door in de mandaten te eisen dat de beleggingen in deze categorie moeten aansluiten bij de

- a) Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index;
- b) Bloomberg Barclays US Aggregate Index; en
- c) JP Morgan GBI Global Index,

Bloomberg Barclays Indices biedt een brede indexfamilie met vele sub-indices. In Appendix G is een uitgebreide omschrijving opgenomen van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index, met o.a. tabellen waarin een verdere uitsplitsing wordt gegeven van de regio en sectoren verdeling binnen de belangrijkste index. Daar worden ook deze beleggingscategorie nader besproken.

Uitgaande van deze indices mag GMO in deze asset categorie alleen voor 30% beleggen in het GMO Multi-Sector Fixed Income Fund (met een bandbreedte van +/-10%) en voor 70% in het GMO Global Bond Investment Fund (met een bandbreedte van +/-10%). Uitgaande van deze indices mag BR in deze asset categorie alleen beleggen in het iShares ESG Screened Global Corporate Bond Index Fund. Hierbij geldt de restrictie dat gezien het passieve karakter van het gekozen beleggingsfonds voor de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index een maximum tracking error wordt gehanteerd van 0,20% en voor de andere 2 indices gezien het actieve karakter van de gekozen beleggingsfondsen een notificatie tracking error wordt toegestaan van 3%. De karakteristieken, fondsvoorwaarden en restricties van deze fondsen worden nader beschreven in het beleggingsplan, bijlagen 2A en 2B inzake de mandaten.

Bij de laatste SAA-studie was de rendementverwachting voor deze categorie overigens maar 0,05%. Dit was lager dan de andere categoriën; de categorie kreeg daarom ook een relatief lichte weging dan die andere categoriën in de RP portefeuille. Omdat de risico's ook het laagst zijn in deze categorie is de categorie toch nog relevant.

4. High yield

4.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

4.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

High Yield (HY) bevat allerlei soorten (bedrijfs)obligaties met een lagere kredietwaardigheid dan 'investment grade' obligaties (lager dan BBB-). Hier kunnen ook achtergestelde leningen /obligaties, covered bonds, CDO's, andere ABS en convertibele obligaties onder vallen. High Yield obligaties worden ook wel sub-investment grade, speculative grade of junk bonds genoemd. HY-obligaties leveren een bijdrage aan de doelstellingen van een pensioenfonds door het behalen van (over)rendement ter compensatie van krediet- en spreadrisico. De beleggingscategorie vormt daarmee een onderdeel van de return portefeuille.

Naast obligaties bestaat het universum van schuldfinanciering ook uit bankleningen. In tegenstelling tot credits worden bankleningen niet publiek uitgegeven. De lening wordt verstrekt door een bank en doorverkocht aan institutionele beleggers. Beleggingsinhoudelijk vormen bankleningen een aanvulling op het universum van hoogrentende credits omdat hiermee een vergelijkbaar kredietrisico wordt gelopen als op andere emittenten. Daarnaast wordt diversificatie verkregen omdat de acterende marktpartijen tussen bankleningen en hoogrentende credits van elkaar verschillen en bankleningen meestal een variabele rente kennen. Bij stijgende rentes is er dan geen waardeverlies. Daar staat tegenover dat de complexiteit van bankleningen, zowel beleggingsinhoudelijk (geen standaard creditrating en leningendocumentatie, verschillende optionaliteiten) als operationeel (geen instrument maar een overeenkomst en dus afwijkende settlement en waardering) lastiger is dan die van hoogrentende credits.

Het universum van hoogrentende credits en bankleningen is zeer divers. Binnen dit product beperkt het zich voornamelijk tot ondernemingen met een kredietrating van BB t/m B. Ondernemingen met een C tot CCC-rating of lager kennen een beperkte plaats in de portefeuille, omdat die weinig toegevoegde waarde bieden onder de voorwaarde van het behalen van overrendement onder aanvaardbare risico's. In dat kader worden financiële instellingen met een sub-investment grade rating ook zeer beperkt gebruikt. Op totaal portefeuilleniveau dragen deze namelijk bij aan systeemrisico. Financiële instellingen kunnen daarnaast in tijden van stress in meerdere mate te maken hebben met serieuze overlevingsproblemen. Ondernemingen die in euro of US-dollar gedenomineerde schulden uitgeven die aan de asset classvoorwaarden voldoen, komen voor opname in de portefeuille in aanmerking.

Impact High Yield op marktrisico's vereist eigen vermogen

Risico

Impact

Impact High Yield op marktrisico's vereist eigen vermogen

Risico	Impact
S1: Renterisico	De waarde van de High Yield portefeuille is niet direct afhankelijk van de Europese rente-curve doordat de spread significant kan afwijken en er mogelijk sprake is van curves van andere valuta. Wordt niet meegenomen in de solvabiliteitsberekening omdat de schok van de euro rentecurve niet van invloed wordt verondersteld op de waarde van High Yield.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Grote impact vanwege lage ratings van obligaties.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing op obligaties


Een allocatie aan High Yield in de totale beleggingsportefeuille heeft een diversifiërend effect.

Voor verdere toelichting en achtergrondinformatie over de beleggingscategorie High Yield wordt verwezen naar Appendix G.

4.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)

Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (return portefeuille) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Het verwachte rendement is hoger dan het rendement op staats- en investment grade credits. Het risico op default (het niet of gedeeltelijk terugbetalen van de investering) is hoger dan bij staats- en investment grade (bedrijfs) obligaties. Daarnaast is er sprake van een hogere volatiliteit ten opzichte van de verplichtingen dan bij staats- en investment grade credits. Historisch gezien wordt het extra risico gecompenseerd met een hoger rendement.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	HY-obligaties zijn transparante beleggingen en eenzelfde type belegging als investment grade credits. Het is eenvoudig vast te stellen waar exact in wordt belegd. De basisprincipes van de beleggingscategorie zijn eenvoudig uitlegbaar. De uitgevende instelling kan overigens minder transparant blijken te zijn.	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Maatschappelijk verantwoord beleggen is over het algemeen minder ver ontwikkeld voor de categorie hoogrentende credits ten opzichte van bijvoorbeeld aandelen. Er zijn echter binnen de categorie wel mogelijkheden om handen en voeten te geven aan het MVB-beleid. Denk daarbij aan het ondertekenen (door de beheerder) van de UNPRI, het voeren van een engagement beleid en het voeren van een uitsluitingenbeleid.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	De correlatie met staatsobligaties is beperkt. Het kredietrisico 'overheerst' het renterisico. Daarom worden high yield obligaties wel gezien als een categorie tussen aandelen en obligaties in. High yield draagt bij aan diversificatie van de portefeuille. Het universum hoogrentende credits is zeer divers. Er kan worden gediversifieerd in regio's (Europa vs US), ratings, sectoren en over een grote hoeveelheid aan ondernemingen.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	De kosten voor hoogrentende obligaties zijn over het algemeen iets hoger dan de kosten voor het beheer van een staatsobligatie of investment grade credits mandaat. In tijden van stress kunnen de bid/ask spreads flink oplopen.	

4.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie High yield investeerbaar voor SPA.

Voor zover het hoofdzakelijk kortlopende High yield betreft zijn deze instrumenten ook geschikt om - in de vorm van een beleggingsfonds - als (near)cash aan te houden binnen het fonds, voor zover dit breed gespreide fondsen betreft die binnen een aantal dagen opvraagbaar zijn (T+0 tot T+4).

Inkadering beleggingen in High yield

Ondanks het feit dat de hele categorie High yield investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen begrenzings kent die bewaakt en geëvalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

In de SAA-studie van SPA is de BofAML Glob. HY BB-B Constrained index gebruikt voor de modelmatige berekening van het aandeel beleggingen in de categorie High yield. Bank of America Merrill Lynch (BofAML) en Markit zijn gangbare aanbieders van benchmarks in het High Yield beleggingsuniversum. Intercontinental Exchange (ICE) en BofAML bieden samen 362 indices aan binnen de Global High Yield Index familie. In Appendix G is een uitgebreide omschrijving opgenomen van deze indices, met o.a. tabellen waarin een verdere uitsplitsing wordt gegeven van de regio en sectoren verdeling binnen de belangrijkste index. Daar worden ook deze beleggingscategorie en andere gangbare indices die aangeboden worden nader besproken. Om praktische redenen is bij de concrete invulling van de beleggingsfondsen in de mandaten aangesloten bij vergelijkbare indices, zowel uit de serie ICE/ BofAML als van Markit. Hierbij geldt dat veel karakteristieken en het risicoprofiel in hoge mate vergelijkbaar zijn.

Voor de categorie High yield is in lijn hiermee besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie in te perken door in de mandaten te eisen dat de beleggingen in deze categorie moeten aansluiten bij de

- a) ICE BofAML Dev. Markets HY Constrained 100% EUR Hedged Index; of
- b) Markit Iboxx USD Liquid High Yield Index,

Uitgaande van deze indices mag GMO in deze asset categorie alleen beleggen in het GMO High Yield Fund. En mag BR in deze asset categorie alleen beleggen in het 'BlackRock Global High Yield ESG and Credit Screened Fund 100% EUR hedged'. De karakteristieken, fondsvoorwaarden en restricties van deze fondsen worden nader beschreven in het beleggingsplan, in bijlagen 2A en 2B inzake de mandaten. Hierbij geldt de restrictie dat gezien het semi actieve karakter van het gekozen beleggingsfonds voor de ICE BofAML Dev. Markets HY Constrained 100% EUR Hedged Index een maximum tracking error wordt gehanteerd van 0,40% en voor de Markit Iboxx USD Liquid High Yield Index gezien het actieve karakter van de gekozen beleggingsfondsen een notificatie tracking error wordt toegestaan van 3%.

Bij de laatste SAA-studie was de rendementverwachting voor deze categorie overigens maar 2,1%. Dit was lager dan de andere vastrentende categoriën en de aandelenkategoriën; de categorie kreeg daarom ook een relatief lichtere weging dan die andere categoriën in de RP portefeuille.

5. EMD

5.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

5.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

De categorie Emerging Market Debt (hierna: EMD) bestaat in algemene zin uit staatsobligaties die zijn uitgegeven door opkomende landen. Er kan binnen de categorie onderscheid gemaakt worden tussen twee hoofdgroepen: EMD Hard Currency (HC) en EMD Local Currency (LC).

EMD is een vastrentende waarden categorie die in tegenstelling tot staatsobligaties van ontwikkelde landen behoort tot het credit universum. Staatsobligaties van ontwikkelde landen kennen geen of een in het algemeen beperkte kredietrisicocomponent. Spreads ten opzichte van de 'risicovrije' swaprente zijn voor sommige ontwikkelde landen zelfs negatief.

Voor EMD is er wel sprake van een substantieel kredietrisico. De opkomende landen die obligaties uitgeven, hebben doorgaans een relatief lage credit rating. Dit reflecteert een grotere kans dat die landen niet kunnen voldoen aan de betalingsverplichtingen. Het risico-rendementprofiel van EMD heeft dan ook meer gemeen met dat van andere credit categorieën zoals investment grade credits en High Yield dan met het risico-rendementprofiel van staatsobligaties uit ontwikkelde landen. Om die reden wordt EMD meestal ondergebracht in de returnportefeuille.

Door het hogere risico wordt er een risicopremie geëist door de markt, waardoor het verwachte rendement op deze categorie relatief hoog is. Het rendement op een EMD-obligatie bestaat uit twee elementen: het rendement op de Amerikaanse of lokale rentecurve en de kredietvergoeding voor het landenrisico. Het kredietrisico bestaat uit sovereign risk: het risico dat een land niet meer kan voldoen (ability to pay) of wil voldoen (willingness to pay) aan zijn betalingsverplichtingen. In de praktijk is de kans echter relatief laag dat landen failliet gaan (ten opzichte van bedrijven met gelijkwaardige ratings). In de gevallen dat dit wel is voorgekomen, is er meestal sprake geweest van een herstructurering van de schuld en maar in enkele gevallen van een verlaging van de schuld (direct verlies belegger).

EMD HC

De Hard Currency in EMD HC heeft betrekking op het feit dat de staatsobligaties zijn uitgegeven in wereldwijd verhandelde, en daarmee sterke, valuta, zoals US-dollar, euro, pond sterling of Japanse yen. De obligaties worden echter uitgegeven door een land met een andere lokale valuta. De reden dat landen obligaties uitgeven in een andere valuta dan de lokale valuta is om (betere) toegang te verkrijgen tot de internationale kapitaalmarkt. In dit geval is de lokale valuta van het land vaak niet sterk genoeg om voldoende kapitaal op te halen.

Het uitgeven van obligaties in een niet-lokale valuta brengt echter wel risico's met zich mee. Een daling van de lokale valuta maakt het immers duurder voor het uitgevende land om de harde valuta te verkrijgen. Het bijdrukken van de eigen valuta is in dit geval geen optie, aangezien dit naar verwachting zal leiden tot verdere daling van de

lokale valuta. Om risico's te beperken moeten deze landen daarom voldoende voorraad hebben van de harde valuta waarin de obligaties zijn uitgegeven om aan de verplichtingen te kunnen voldoen.

EMD LC

De local currency in EMD LC heeft betrekking op het feit dat de staatsobligaties zijn uitgegeven in de lokale valuta. De landen in deze categorie hebben doorgaans een hogere rating dan de landen in EMD HC. Dit heeft te maken met het feit dat de handelsvolumes in obligaties uitgegeven in de lokale valuta groter zijn naarmate de markt meer vertrouwen heeft in het betreffende land en de lokale valuta van dit land. Hoe hoger de rating van het land, des te groter zal de vraag zijn naar obligaties die in de lokale valuta zijn uitgegeven. Het aandeel van de obligaties die zijn uitgegeven in de lokale valuta, ten opzichte van alle obligaties die worden uitgegeven door het land, zal hiermee toenemen.

Het kredietrisico van deze categorie is daarmee lager. Het valutarisico is echter wel groter, omdat er exposure is naar een lokale valuta. Als deze valuta in waarde daalt, daalt ook de waarde van de belegging, ook in het geval dat de kredietwaardigheid gelijk blijft. EMD LC wordt daarom ook wel gezien als een 'bet' op de lokale valuta. De belegger gaat ervan uit dat het land waarin wordt belegd economische sterker zal groeien dan ontwikkelde landen. Hierdoor zal de lokale munt sterker worden en de rating stijgen. Per saldo zal dit extra rendement opleveren, bovenop de ingeprijsde yield.

Vergelijking EMD HC versus EMD LC

Aan de ene kant is de diversificatie binnen de categorie EMD HC hoger dan bij EMD LC, aangezien er meer landen zijn die obligaties in harde valuta uitgeven. Bovendien is er bij EMD LC sprake van valutarisico ten aanzien van lokale valuta, terwijl de categorie EMD HC doorgaans gehedged wordt naar euro⁴³.

Aan de andere kant zijn de ratings van de landen in de categorie EMD LC gemiddeld hoger en zijn de looptijden gemiddeld korter, waardoor het risico lager ligt.

Per saldo is het risico voor EMD HC hoger dan voor EMD LC (gebaseerd op 9 jaar historie). Het verwacht rendement ligt voor EMD HC ook hoger, omdat door het hogere risico en de gemiddeld langere looptijd een hogere risicopremie wordt geëist op de markt.

De categorie EMD HC heeft een hogere correlatie met andere beleggingscategorieën dan EMD LC. Het diversificatievoordeel van EMD HC is daarmee beperkt, terwijl dit bij EMD LC relatief hoog is. Dit wordt met name veroorzaakt door de exposure naar de lokale valuta.

In onderstaande tabel is weergegeven welke/hoe de marktrisico's van het vereist eigen vermogen worden geraakt door een belegging in EMD:

Impact EMD HC op marktrisico's vereist eigen vermogen

⁴³ Het hedgen van EMD HC is relatief goedkoop, omdat er meestal gehedged moet worden van USD naar EUR. Voor EMD LC is dit niet het geval, omdat lokale valuta gehedged moeten worden, wat relatief duur is.

Risico	Impact
S1: Renterisico	De waarde van de EMD-portefeuille is niet direct afhankelijk van de Europese rente-curve (wel van de Amerikaanse rentecurve). Wordt niet meegenomen in de solvabiliteitsberekening omdat de schok van de euro rentecurve niet van invloed wordt verondersteld op de waarde van EMD.
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Relatief grote impact mede afhankelijk van de ratingverdeling van de onderliggende landen
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Niet van toepassing op EMD

Een allocatie aan EMD HC in de totale beleggingsportefeuille heeft een diversifiërend effect met staatsobligaties en euro credits. Er is echter wel een hoge correlatie met aandelen in opkomende markten; de verklaring hiervoor is dat de economieën van opkomende landen (in de ogen van beleggers) zowel bepalend zijn voor de winstgevendheid van bedrijven in die landen als de mate zekerheid waarmee die landen hun schulden kunnen terugbetalen.

Vergelijking EMD HC versus EMD LC

Aan de ene kant is de diversificatie binnen de categorie EMD HC hoger dan bij EMD LC, aangezien er meer landen zijn die obligaties in harde valuta uitgeven. Bovendien is er bij EMD LC sprake van valutarisico ten aanzien van lokale valuta, terwijl de categorie EMD HC enkel uit dollar risico bestaat.

Aan de andere kant zijn de ratings van de landen in de categorie EMD LC gemiddeld hoger en zijn de looptijden gemiddeld korter, waardoor het risico lager ligt.

De categorie EMD HC heeft een hogere correlatie met andere beleggingscategorieën dan EMD LC. Het diversificatievoordeel van EMD HC is daarmee beperkt, terwijl dit bij EMD LC relatief hoog is. Dit wordt met name veroorzaakt door de exposure naar de lokale valuta.

Voor verdere toelichting en achtergrondinformatie over de beleggingscategorie Emerging Markets Debt wordt verwezen naar Appendix G.

5.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (return portefeuille) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Het verwachte rendement is hoger dan het rendement op staats- en investment grade (bedrijfs)obligaties. De vergoeding is grotendeels een vergoeding voor het risico dat de lener niet meer aan zijn rente- en terugbetaalverplichting kan voldoen (kredietrisico). Voor HC bestaat de risicopremie uit twee elementen: het rendement op de Amerikaanse rentecurve en de kredietvergoeding voor het landenrisico. Voor LC is het kredietrisico lager en het valutarisico hoger. Voor HC is er sprake van een valutarisico (van een andere harde valuta naar euro) dat niet (noodzakelijkerwijs) wordt beloond, maar dit kan via afdekking worden geëlimineerd. EMD obligaties zijn doorgaans goed verhandelbaar en bevatten niet een specifieke vergoeding voor illiquiditeit.	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	EMD zijn transparante beleggingen	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Binnen de categorie EMD is het mogelijk om handen en voeten te geven aan het MVB-beleid door middel van bijvoorbeeld het toepassen van een uitsluitingen-lijst en het integreren van ESG-beleid bij de manager selectie en het beleggingsproces.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	Op asset class niveau is er sprake van diversificatie: de correlatie met staatsobligaties is beperkt. Binnen de categorie EMD is sprake van diversificatie over landen, valuta en kredietwaardigheid.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	De kosten voor EMD zijn over het algemeen iets hoger dan de kosten voor het beheer van een staatsobligatie of investment grade (bedrijfs)obligatie mandaat.	

5.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie EMD investeerbaar voor SPA.

Inkadering beleggingen in Emerging Market Debt

Ondanks het feit dat de hele categorie Emerging Market Debt, hard en local currency, investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen begrenzingen kent die bewaakt en geëvalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

In de SAA-studie van SPA is de BOFAML EM Sovereign Bond Index (100% eur hedged) gebruikt voor de modelmatige berekening van het aandeel beleggingen in de categorie EMD. Dit is echter niet een index die de meeste marktpartijen gebruiken en deze sloot ook niet aan bij de gangbare beleggingsfondsen die de vermogensbeheerders gebruiken voor een asset categorie. Om praktische redenen is daarom bij de concrete invulling van de beleggingsfondsen in de mandaten aangesloten bij meer gangbare indices. Voor de categorie Emerging Market Debt worden in de praktijk vrijwel altijd de benchmarks van JP Morgan gebruikt. Wat betreft EMD biedt JP Morgan een aantal belangrijke indices aan. Voor obligaties uitgegeven in local currency (LC) is er de Government Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM). Voor staatsobligaties uitgegeven in hard currency (HC) zijn er de Emerging Markets Bond Indices (EMBI), met een ruimere selectie aan landen waarin wordt belegd. In Appendix G is een uitgebreide omschrijving opgenomen van deze indices, met o.a. tabellen waarin een verdere uitsplitsing wordt gegeven van de regio en sectoren verdeling binnen de index. Daar worden ook deze beleggingscategorie en andere gangbare indices die aangeboden worden nader besproken. Voor de categorie EMD is in lijn hiermee besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie te beperken door in de mandaten te eisen dat de beleggingen in deze categorie moeten aansluiten bij de

- a) JP Morgan (ESG) GBI-EM Global Diversified index; en
- b) JP Morgan EMBI Global Index,

Hierbij geldt voor de JP Morgan (ESG) GBI-EM Global Diversified index dat veel karakteristieken en het risicoprofiel in hoge mate vergelijkbaar zijn met de BOFAML EM Sovereign Bond Index uit de SAA studie. Voor de JP Morgan EMBI Global Index, die GMO gebruikt, geldt dat in mindere mate. Voor GMO geldt dat zij met de vrijheden die tot voor kort golden voor het mandaat zich strategisch voor een lange termijn gepositioneerd hebben in andere beleggingsfondsen waarbij een deel van de beleggingen niet aansluit bij een local currency Index die SPA voortaan als uitgangspunt wil hanteren. Het bestuur acht het niet in het belang van de deelnemers om - gezien een nieuwe binnen afzienbare termijn te plannen ALM - GMO door de beleidswijziging te dwingen op korte termijn een andere benchmark en daarbij behorende voorgestelde nieuwe spil en bandbreedtes in te voeren. Daarom worden de afwijkingen van de strategische benchmark van SPA in het GMO mandaat aan een tijdelijke periode gekoppeld. Het bestuur acht het gezien het feit dat de BOFAML EM Sovereign Bond Index een 100% euro hedged benchmark is (en dus geen zuivere local currency benchmark), gezien de beperkte tijdshorizon voor aanpassing aan het (nieuwe) mandaat en gezien de randvoorwaarde is afgesproken dat de beleggingen in het fonds dat aansluit bij de JP Morgan EMBI Global Index niet meer uitgebreid worden, dit een acceptabel risico is dat andere risico's ook verminderd en onnodig hoge kosten voorkomt.

Uitgaande van deze gekozen indices mag GMO in deze asset categorie beleggen in het GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund en in het GMO Emerging Country Debt Fund. Uitgaande van deze indices mag BR in deze asset categorie alleen beleggen in het BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund. Hierbij geldt de restrictie dat gezien het actieve karakter van het BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund BR t.o.v. de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index een maximum tracking error mag hanteren van 4% en voor de 2 beleggingsfondsen die GMO moet gebruiken gezien het actieve karakter van de gekozen beleggingsfondsen een notificatie tracking error wordt toegestaan van 5%. De karakteristieken,

fondsvoorwaarden en restricties van deze fondsen worden nader beschreven in het beleggingsplan, in bijlagen 2A en 2B inzake de mandaten.

Bij de laatste SAA-studie was de rendementverwachting voor deze categorie overigens 2,7%. Dit was hoger dan de 2 andere vastrentende categoriën; de categorie kreeg daarom ook een relatief zwaardere weging dan de 2 andere vastrentende categoriën (credits en HY) in de RP portefeuille.

6. Aandelen Ontwikkelde Markten

6.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

6.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

De wereldwijde aandelenmarkt (inclusief aandelen in vastgoedbeleggingsfondsen) is vooral sinds 1970 zeer snel gegroeid en is sindsdien meer dan 50 maal groter geworden. Wereldwijd zijn er in totaal ruim 67 duizend verschillende bedrijven beursgenoteerd, zowel small cap, mid cap als big cap aandelen. De ontwikkelde landen uit Noord-Amerika, Europa en Japan zijn de dominante aandelenmarkten. De categorie 'Aandelen' vormt één van de traditionele onderdelen van beleggingsportefeuilles. Een aandeel is een waardepapier dat zeggenschap in de onderneming geeft. Alle aandeelhouders samen kunnen als economisch eigenaar van de onderneming worden gezien. De houder van een aandeel kan dividend ontvangen, maar dit is geen automatisch recht zoals een rentevergoeding. Het rendement op aandelen bestaat daarnaast uit koerswinst of -verlies, afhankelijk van de beurskoers. De liquiditeit en transparantie van aandelen zijn over het algemeen zeer hoog vanwege de grote handelsvolumes en het brede aanbod. Daarnaast wordt de regulering en eisen aan de rapportages mondiaal steeds verder gesynchroniseerd. Zeker in de ontwikkelde markten is hierdoor ook de kostenefficiëntie zeer hoog in termen van transactie- en managementkosten.

Impact Aandelen op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Hoog
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Geen
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error

Voor verdere toelichting en achtergrondinformatie over de beleggingscategorie Aandelen Ontwikkelde Markten wordt verwezen naar Appendix G.

6.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (RP) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	<p>Het rendement is in theorie hoger dan obligaties vanwege een vereiste risicopremie als gevolg van het inherent hogere risico. Er zijn evenwel ook langjarige (15 jaars-) perioden geweest waarin het rendement op aandelen niet hoger was dan het rendement op obligaties. Dit wordt verklaard door de gedaalde rente (positief rendement obligaties) en de internet bubbel/kredietcrisis (negatief rendement aandelen).</p> <p>Tegenover het hogere (verwachte) rendement staat ook een hoger risico. Bij faillissement van een onderneming, is de aandeelhouder als eerste zijn geld kwijt. Koersen van aandelen zijn gevoelig voor marktsentiment en kuddegedrag ("bubbels"). De uitslagen in het rendement kunnen fors zijn zoals bijvoorbeeld in 2008 (-40%).</p>	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Aandelen vormen een transparante beleggingscategorie. Het is eenvoudig vast te stellen waar exact in wordt belegd. De fundamenten van aandelen zijn eenvoudig uitlegbaar en leiden niet tot bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Voor aandelen is het goed mogelijk om het MVB-beleid uit te voeren door toepassing van een uitsluitingenlijst en door engagement. Er zijn ESG-benchmarks beschikbaar.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	Aandelen diversifiëren goed ten opzichte van bijvoorbeeld vastrentende waarden. De mate van correlatie met andere beleggingscategorieën varieert wel over de tijd. Zo is bijvoorbeeld de samenhang van aandelen met de rente afhankelijk van de economische omgeving. Er zijn marktomstandigheden waarbij diversificatie voordelen (fors) verminderen. Binnen de categorie aandelen is een goed gespreide portefeuille goed realiseerbaar door te spreiden over landen (en dus valuta), regio's, sectoren en ondernemingen.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	Met name wanneer er gekozen wordt voor passief beheer zijn de kosten voor het beheer van aandelen laag te noemen (<0,1%). Voorts zijn de transactiekosten bij passief beheer op voorhand beperkt. Actief beheer is duurder, waarbij beheerfee's afhankelijk van de subcategorie waarin wordt belegd op kunnen lopen richting 1%.	

6.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie Aandelen Ontwikkelde Markten investeerbaar voor SPA. Aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen hebben een hybride karakter en maken veelal deel uit van een aandelenbeleggingsfonds of een aandelenindex. De beleggingen in deze aandelen, die indirect beleggen in vastgoed, mogen maximaal 2,0% van het totaal belegd vermogen uitmaken.

Inkadering beleggingen in Aandelen Ontwikkelde Markten

Ondanks het feit dat de hele categorie Aandelen Ontwikkelde Markten investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen begrenzingen kent die bewaakt en geevalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

Voor de categorie Aandelen Ontwikkelde Markten is besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie te beperken door als uitgangspunt te nemen dat de beleggingen in deze categorie in het nieuwe beleid voortaan zo veel mogelijk moeten aansluiten bij de in de SAA-studie gebruikte MSCI World Net Total Return Index. In Appendix G is een uitgebreide omschrijving opgenomen van deze MSCI World Index, met o.a. tabellen waarin een verdere uitsplitsing wordt gegeven van de regio en sectoren verdeling binnen de index.

Daar worden ook deze beleggingscategorie en de andere gangbare indices die aangeboden worden nader besproken.

Om praktische redenen is bij de concrete invulling van de beleggingsfondsen in de mandaten in dat kader besloten om voor BR de MSCI World ex Select Controversies Net Total Return Index te gebruiken. Deze index wijkt in karakteristieken en risicoprofiel niet significant af van de bij de SAA-studie gebruikte index. Voor GMO geldt dat zij met de vrijheden die tot voor kort golden voor het mandaat zich strategisch voor een lange termijn gepositioneerd hebben in andere beleggingsfondsen waarbij een deel van de beleggingen niet aansluit bij MSCI World Net Total Return Index die SPA voortaan als uitgangspunt wil hanteren. GMO is uit het large cap segment in de US gestapt en heeft een (beperkte) positie genomen in US small cap. Het bestuur acht het niet in het belang van de deelnemers om gezien de huidige hoge marktwaarderingen met name in de US regio en een nieuwe binnen afzienbare termijn te plannen ALM, GMO door de beleidswijziging te dwingen op korte termijn de nieuwe voorgestelde index met nieuwe spil en bandbreedtes in te voeren. Daarom worden de afwijkingen van de MSCI World Net Total Return Index bij GMO in het mandaat aan een tijdelijke periode gekoppeld. Daarbij weegt het bestuur mee dat large cap US aandelen in de GMO portefeuille thans zijn vervangen door large cap aandelen Europa en in mindere mate small cap aandelen US waardoor wel sprake is van een beperktere diversificatie (regio allocatie) maar gezien de hoge correlaties tussen de 2 markten en de beperkte tijdschhorizon voor aanpassing aan het (nieuwe) mandaat, acht het bestuur dit een acceptabel risico dat andere risico's m.b.t. deelmarkten verminderd en onnodig hoge kosten voorkomt.

Om bovenstaande redenen worden voor deze beleggingscategorie derhalve meerdere indices gehanteerd. De voorgeschreven indices zijn:

- a) MSCI World ex Select Controversies Net Total Return Index;
- b) de Russel 3000 index;
- c) De MSCI EAFE Index; en
- d) De S&P SmallCap 600 Value Index.

De keuze wordt daarmee beperkt tot beleggingsfondsen die aansluiten bij deze indexes en waarbij voor de daartoe gekozen beleggingsfondsen – die per vermogensbeheerder verschillend zijn – als verdere restrictie een notificatie tracking error of een maximum tracking error wordt toegepast die aansluit bij het actieve of passieve karakter van de gekozen beleggingsfondsen. Het aandeel van de beleggingen die aansluiten bij de S&P SmallCap 600 Value Index index (i.c. small cap aandelen) is hierbij beperkt tot 1 mandaat (GMO) en tot maximaal 20% van het totaal van de beleggingen in deze beleggingscategorie in dat mandaat, waarbij als randvoorwaarde in het mandaat is opgenomen dat de per oktober 2020 bestaande positie niet mag worden uitgebreid. Voor de overige restricties wordt verwezen naar het strategische beleggingsbeleid en de in de bijlagen van het beleggingsplan uitgewerkte mandaten.

Bij de laatste SAA studie was de rendementverwachting voor deze categorie overigens maar 3,80%. Dit was hoger dan de 3 vastrentende categoriën; de categorie kreeg daarom ook een relatief zwaardere weging in de RP portefeuille.

7. Aandelen Emerging Markets (Opkomende markten)

7.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie aandelen Emerging Markets (inclusief aandelen in vastgoedbeleggingsfondsen) en een evaluatie op de investment beliefs.

7.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

De definitie van een land uit een opkomende markt is voor het eerst toegepast in 1981 als: “een land met een laag tot middeninkomen per inwoner”. Tegenwoordig wordt deze definitie, waarvan de uitkomsten worden gepubliceerd door de Wereldbank, nog steeds algemeen gehanteerd. Volgens de gehanteerde definitie worden rond de 140 landen als opkomend geclassificeerd. Kenmerkend aan deze landen is de snelle, maar soms ook onstuimige groei van de economie en financiële markten. Het grootste deel van de opkomende landen is niet investeerbaar. Toonaangevende indexsamenstellers als MSCI, S&P en FTSE gebruiken aanvullende selectiecriteria die het universum van opkomende landen reduceren tot circa 20 indexlanden.

De term ‘frontier markets’ werd voor het eerst in 1992 door de Wereldbank gebruikt om een deel van de opkomende markten aan te duiden. Ondanks het ontbreken van een definitie worden vaak de landen bedoeld waarvan de economieën zich in een vroeg ontwikkelingsstadium bevinden. Doorgaans is de toegankelijkheid voor investeerders beperkt, ontbreekt er een goede financiële infrastructuur en/of is de marktkapitalisatie en liquiditeit laag. Beleggers beschouwen ‘frontier’ markten als het voorportaal van opkomende markten.

Het universum van opkomende markten is dynamisch. Het komt regelmatig voor dat opkomende markten bij voortgaande ontwikkeling als ‘ontwikkeld’ geclassificeerd worden of dat ‘frontier’ markten zich kwalificeren als opkomend. Qatar en de Verenigde Arabische Emiraten verdwenen in 2014 uit de MSCI frontier markets index en werden een onderdeel van de opkomende markten index van MSCI. Andersom kan een ontwikkelde markt, door negatieve ontwikkelingen, weer als opkomende markt gecategoriseerd worden. Griekenland was hier in 2013 een voorbeeld van.

Kenmerkend aan opkomende landen is de snelle, maar soms ook onstuimige groei van de economie en financiële markten. Het rendement/risicoprofiel van aandelen opkomende landen ligt dan ook hoger dan dat van aandelen ontwikkelde markten, wat tot een hoger verwacht rendement leidt. De voornaamste economische drijvers voor de hogere premie zijn de hervormingen in opkomende markten en het verschil in economische groei. Afgelopen 10 jaar werden beleggers in opkomende markten gecompenseerd voor het additionele risico dat zij liepen ten opzichte van ontwikkelde markten. De economische groeiverschillen tussen opkomende en volwassen landen zullen de komende decennia hoogstwaarschijnlijk positief blijven.

Impact Aandelen op marktrisico's vereist eigen vermogen

Risico


Impact





Impact Aandelen op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Hoog
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Geen
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error

Voor verdere toelichting en achtergrondinformatie over de beleggingscategorie aandelen Emerging Markets Ontwikkelde Markten wordt verwezen naar Appendix G.

7.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (RP) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matcing)	Door de hogere groeipotentie van opkomende landen is de verwachting dat EM aandelen beter renderen dan ontwikkelde landen. Het rendement is in theorie hoger dan obligaties vanwege een vereiste risicopremie. Deze risicopremie wordt veelal gesteld op 3% tot 5% boven de risicovrije rente. Door de historisch lage rentestand hanteren de meeste fondsen nu echter een hogere risicopremie. Door de hogere groeipotentie van opkomende landen is de verwachting dat EM aandelen beter renderen dan ontwikkelde landen.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Aandelen vormen een transparante beleggingscategorie. Het is eenvoudig vast te stellen waar exact in wordt belegd. De fundamenten van aandelen zijn eenvoudig uitlegbaar en leiden niet tot bijzondere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Maatschappelijk verantwoord beleggen voor EM-aandelen wordt nog niet door alle beheerders aangeboden, maar is in principe wel mogelijk. Aandelen uit EM-regio's scoren over het algemeen slecht als het gaat om behoud van het milieu en bescherming van mensenrechten.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	Binnen de categorie EM-aandelen is een goed gespreide portefeuille goed realiseerbaar door te spreiden over landen, regio's, sectoren en ondernemingen. Op totaal portefeuilleniveau draagt de categorie bij aan diversificatie.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	De kosten voor EM-aandelen liggen aanmerkelijk hoger dan voor aandelen ontwikkelde markten. Vooral bij actieve beleggingsfondsen kunnen de beheerkosten oplopen tot wel 1,0%. Wanneer er gekozen wordt voor passief beheer zijn de kosten voor het beheer van EM-aandelen acceptabel te noemen.	

7.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie aandelen Emerging Markets geschikt voor SPA. Aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen hebben een hybride karakter en maken veelal deel uit van een aandelenindex of een aandelenbeleggingsfonds. De totale⁴⁴ beleggingen in deze aandelen mogen maximaal 2,0% van het totaal belegd vermogen uitmaken.

Inkadering beleggingen in Aandelen Emerging Markets

Ondanks het feit dat de hele categorie Aandelen Emerging Markets investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie

⁴⁴ D.w.z. zowel aandelen ontwikkelde markten als emerging markets.

consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen begrenzings kent die bewaakt en geëvalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

Voor de categorie Aandelen Emerging Markets is besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie te beperken door in de mandaten te eisen dat de beleggingen in deze categorie moeten aansluiten bij de MSCI EM Net Total Return Index. In Appendix G is een uitgebreide omschrijving opgenomen van de MSCI World EM Equity Index, met o.a. tabellen waarin een verdere uitsplitsing wordt gegeven van de regio- en sectorenverdeling binnen de index. Daar worden ook deze beleggingscategorie en de andere gangbare indices die aangeboden worden nader besproken.

De keuze wordt daarmee beperkt tot beleggingsfondsen die aansluiten bij deze index en waarbij voor de daartoe gekozen beleggingsfondsen - die per vermogensbeheerder verschillend zijn - als verdere restrictie een notificatie tracking error wordt toegestaan van 10% bij een actief fonds of een maximum tracking error van 0,5% bij een passief fonds. Voor de overige restricties wordt verwezen naar het strategische beleggingsbeleid en de in de bijlagen van het beleggingsplan uitgewerkte mandaten.

Bij de laatste SAA studie was de rendementsverwachting voor deze categorie overigens 6,45% en daarmee de aantrekkelijkste categorie. De categorie kreeg daarom ook de zwaarste weging in de RP portefeuille.

8. Commodities

8.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

8.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

De handel in commodities verloopt normaliter via de commodity futures markt; vanwege de kosten van opslag en transport – en de daarvoor benodigde expertise – zullen beleggers normaliter niet in fysieke grondstoffen handelen. Een commodity future is een contract waarin wordt overeengekomen om een specifieke hoeveelheid van een bepaalde commodity te kopen (of verkopen) op een toekomstige datum tegen een van tevoren vastgestelde prijs (de future prijs).

De commodity markt kan worden opgesplitst in vijf deelmarkten, in afnemende omvang van productiewaarde:

- Energy: de grondstoffen die hieronder vallen zijn olie en gas
- Agriculture: de tweede grootste deelmarkt gemeten naar productiewaarde. Belangrijkste grondstoffen die hieronder vallen zijn tarwe, mais en sojabonen
- Industrial metals: belangrijkste grondstoffen die hieronder vallen zijn aluminium en koper
- Livestock: belangrijkste markt binnen deze categorie is live cattle
- Precious metals: belangrijkste grondstoffen binnen deze categorie zijn goud en zilver

Beleggen in grondstofderivaten gebeurt met termijncontracten op onderliggende commodities. Hierbij worden geen daadwerkelijke commodity's gekocht en opgeslagen, maar worden futures contracten gekocht, een claim op een toekomstige levering van de commodities. De structuur van een commodity belegging is daarmee complex. De claims worden na verloop van tijd verkocht en vervangen door een nieuw contract met een langere looptijd, dit heet het doorrollen van de future. Op die manier wordt voorkomen dat er daadwerkelijk levering van de fysieke grondstof plaatsvindt. Dit betekent dat er moet worden gehandeld.

Onderliggend zorgen de volgende 3 rendementsbronnen voor het rendement:

- De grondstoftermijnpremie, of 'roll rendement' volgt uit het doorrollen van futures. Dit rendement is te interpreteren als een combinatie van een verzekeringspremie en een verwachte prijsontwikkeling van de commodity. De omvang van het 'roll rendement' is afhankelijk van de marktomstandigheden: de prijs waarvoor een kortlopend futurescontract voor een grondstof wordt verhandeld, kan afwijken van de prijs voor een langerlopend futurescontract voor diezelfde grondstof. Dit prijsverschil leidt ofwel tot een markt in 'backwardation' ofwel tot een markt in 'contango'.
 - Bij een markt die in 'backwardation' is, ligt de prijs van het aangekochte langerlopende futurescontract lager dan de prijs van het verkochte korterlopende futurescontract voor de specifieke grondstof. In dit geval wordt bij het doorrollen een winst op het futurescontract gerealiseerd. Deze 'backwardation' wordt veroorzaakt door een hogere vraag naar het afdekken van risico door producenten van grondstoffen dan van afnemers van grondstoffen. Afnemers van grondstoffen brengen hiermee een verzekeringspremie in rekening bij de producenten van grondstoffen. Deze situatie zal zich voordoen als een grondstof relatief schaars is (er lage voorraden zijn).

- Als de markt in 'contango' is, dan resulteert een negatieve premie. De prijs van het langerlopende futurescontract van de grondstof waarnaar wordt doorgerold, ligt hoger dan de prijs op het verkochte korterlopende futurescontract. Er wordt in deze situatie een premie betaald voor het de operationele en financiële kosten van het opslaan van de grondstof gedurende de looptijd van het futurescontract, bovenop de verwachte marktprijs van de aan het contract onderliggende grondstof(fen). 'Contango' kan ook voorkomen als er grote voorraden van een grondstof zijn gevormd of als de marktvraag naar een specifieke grondstof verzwakt.
- De 'roll yield' kan door de genoemde oorzaken zowel positief (backwardation) als negatief (contango) zijn.
- Het spot rendement, is de ontwikkeling in de prijs die voor de fysieke commodity wordt betaald indien deze op het huidige moment wordt gekocht.
- De onderliggende kaspositie, om leverage te voorkomen wordt naast de futures posities onderpand (collateral) aangehouden. Dit wordt meestal belegd in een kaspositie. Voor de totale portefeuille draagt die kaspositie bij aan een verbetering van de liquiditeiten; het zorgt ervoor dat er een kasrendement wordt behaald, bovenop het commodity rendement.

Het beleggen in commodities brengt de volgende risico's met zich mee:

- Het grootste risico op korte termijn van beleggen in commodity futures is een grote prijsschok die op kan treden. Die schok kan groot zijn, omdat productie lastig snel aan te passen is als het evenwicht in vraag en aanbod wordt verstoord. Daardoor zijn vaak forse prijsreacties vereist om de fysieke vraag bij te sturen.
- Op lange termijn is er een risico dat rendementen achterblijven bij de verwachtingen. Daardoor kan de bijdrage aan totale rendement van het fonds tegenvallen, en kan de pensioenambitie van het fonds in gevaar komen.
- Zoals eerder beschreven is één van de doelen van een belegging in commodities inflatiebescherming. Historische analyses geven enig comfort bij deze relatie, maar in de afgelopen 30 jaar zijn inflatieschokken beperkt geweest. De inflatielink in tijden van hoge inflatie is daardoor lastig te verifiëren. Wanneer we onder het huidig monetair beleid kijken naar een kortere historie, is er geen onderbouwing te vinden voor deze relatie.
- Diversificatie is in wisselende mate aanwezig. In tijden van stress of in tijden van ruim monetair beleid is dit minder sterk. Dit uit zich in een oplopende correlatie tussen commodities en aandelen. In de afgelopen jaren loopt de correlatie juist weer terug.
- Bij futures worden alle transacties afgehandeld door een centrale partij, het zogenaamde clearing house. Hiermee is de clearing house de directe tegenpartij van de belegger in commodity futures. Bij een faillissement van de futures clearer kan het onderpand, circa 15% van de contractwaarde, plus het rendement van de laatste handelsdag verloren gaan.

Impact Grondstoffen op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen

S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Hoog
S5: Kredietrisico	Geen
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Geen

8.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oordeel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Grondstoffen kent geen zelfstandige kasstroom. Binnen de beleggersleer is er geen consensus over een zelfstandig risicopremie voor grondstoffen. Er bestaat wel de mogelijkheid tot het verdienen van een verzekeringspremie. Grondstoffen is een beleggingscategorie die een hoge volatiliteit kent.	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Beleggen in grondstoffen is niet eenvoudiger dan beleggen in traditionele beleggingscategorieën. Hoewel iedereen vertrouwd is met grondstoffen (olie, goud e.d.), zijn de fundamentele van het beleggen in commodities wat lastiger te begrijpen. Er wordt immers niet in de grondstoffen zelf belegd, maar in termijncontracten (futures). Dit leidt tot hogere eisen aan de organisatie en bijbehorende deskundigheid.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Grondstoffen is geen beleggingscategorie die zich onderscheidt in goede mogelijkheden voor maatschappelijk verantwoord beleggen. De maatschappelijke discussie over de wenselijkheid van beleggen in grondstoffen door institutionele beleggers neemt de laatste tijd toe.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	In theorie is de correlatie van grondstoffen met traditionele categorieën laag. Echter in tijden van crisis is de correlatie met bijvoorbeeld aandelen hoog. Binnen de categorie is vooral de olieprijs een belangrijke driver. Diversificatie binnen de categorie is sterk afhankelijk van de gekozen benchmark. Diversificatie binnen de categorie is te bereiken door te spreiden over sectoren (energie, metalen, voedsel) en individuele grondstoffen (olie, gas, goud, zilver).	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	De kosten voor beleggen in grondstoffen zijn door middel van een passieve oplossing van een zelfde niveau als passieve aandeelfondsen en goedkoper dan hoogrentende obligaties. De transactiekosten zijn wel hoog.	

8.1.3 Conclusie

Gezien de overwegend minder positieve scores op de investment beliefs, is de categorie Commodities niet geschikt voor SPA als strategische beleggingscategorie.

9. Private Equity

9.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

9.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

PE bevat in algemene zin de volgende specifieke eigenschappen:

- PE-beleggingen zijn hoofdzakelijk beleggingen in niet-beursgenoteerde beleggingsinstellingen. Hierdoor wordt toegang verkregen tot een groot universum van bedrijven en sectoren die niet of verminderd toegankelijk zijn via de publieke markten (bijvoorbeeld kleinere ondernemingen, nieuwe technologieën). Naar schatting zijn ongeveer 95% van de ondernemingen wereldwijd niet aan een beurs genoteerd.
- In tegenstelling tot bij genoteerde beleggingen kan via PE-beleggingen worden ingespeeld op specifieke kansen en strategieën. Denk bijvoorbeeld aan (familie)bedrijven met opvolgingsproblematiek, het van de beurs halen van een bedrijf of het inspelen op kredietschaarste als gevolg van een economische crisis.
- In het geval van buyout investeringen wordt vaak een substantieel of meerderheidsbelang verkregen in een onderneming hetgeen resulteert in direct invloed op management en strategie. Deze hoge mate van invloed, gecombineerd met de lange termijn horizon van de belegging, biedt de investeerder de mogelijkheid middels actief managementwaarde toe te voegen aan de onderneming. Tevens schept dit de mogelijkheid om binnen een onderneming de duurzaamheidsfactoren gerelateerd aan bijvoorbeeld maatschappelijk verantwoord beleggen actief te verbeteren.

Binnen Private Equity (PE) beleggingen wordt er in grote lijnen onderscheid gemaakt tussen 2 soorten; venture capital en buyout capital. Venture capital is voornamelijk gericht op startende ondernemingen en minder volwassen bedrijven die veelal nog niet winstgevend zijn en gekenmerkt worden door hoge groei en hoog risico. Venture capital investeerders nemen vaak een minderheidsbelang en helpen de oprichter van de onderneming om de onderneming verder te ontwikkelen en de producten op de markt te introduceren. Buyout capital wordt gebruikt voor investeringen in bestaande volwassen bedrijven die al meerdere jaren van winstgevendheid hebben gekend. Vaak wordt een substantieel of meerderheidsbelang verkregen die de investeerder in staat stelt een businessplan uit te voeren dat veelal gericht is op uitbreiding, consolidatie, turnarounds, het afstoten van divisies of dochtermaatschappijen te verzelfstandigen.

PE-beleggingen zijn beleggingen met een langere termijn horizon. De looptijd bedraagt gemiddeld tussen de 4 en 6 jaar. De looptijd van een PE-fonds is langer (doorgaans 10-12 jaar) doordat eerst de investeringen in een periode van 4 tot 5 jaar worden aangekocht. In principe vindt er dus een 'commitment' plaats voor een langere periode, hetgeen de categorie uiterst illiquide maakt. Pas na de investeringsperiode vindt de waardecreatie plaats. Dit neemt doorgaans enige tijd in beslag doordat de noodzakelijke stappen daartoe (zoals nieuw management, nieuwe producten ontwikkelen, nieuwe markten aanboren) tijdsintensief zijn. Mede vanwege deze lang termijnstrategie is het mogelijk het gewenste hoge rendement van PE te behalen. Mocht er onverhoopt toch noodzaak bestaan om posities in een PE-fonds te verkopen, dan is dat enkel mogelijk in de secundaire (onderhandse) markt. Portefeuilles kunnen daar echter handelen tegen substantiële kortingen ten opzichte van de intrinsieke waarde. Dit risico is tevens een van de belangrijkste drijfveren achter een hoog PE-rendement en vanuit strategisch oogpunt dan ook een kenmerk dat wordt geaccepteerd.

Een ander specifiek risico voor PE is het waarderingsrisico; er vindt immers geen dagelijkse koersvorming plaats op basis van vraag en aanbod. Daardoor geldt er onzekerheid met betrekking tot de nauwkeurigheid van tussentijdse waarderingen (die doorgaans op kwartaalbasis worden bekendgemaakt).





In Private equity kan worden belegd op een directe wijze, via een fonds of via een fund of funds. Het zal met name afhankelijk zijn van de omvang van de beleggingen welke wijze het meest geschikt is.

Impact Private Equity op marktrisico's vereist eigen vermogen	
Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Zeer hoog
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Geen
S7: Liquiditeitsrisico	Mogelijk verhogend effect vanwege risico dat niet aan de commitments kan worden voldaan. Risico dat pensioenfonds PE moet verkopen in tijden van stress.
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Hoog vanwege de verwachte hoge tracking error

9.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Het rendement is in theorie hoger dan obligaties vanwege een vereiste risicopremie en illiquiditeitspremie. Het werkelijke rendement is sterk afhankelijk van de manager. Het gebruik van leverage (financiering met vreemd vermogen), de moeilijkheid van waarden en de grote spreiding van rendementen over de verschillende managers herbergen een potentieel (financieel) risico.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Private equity funds zijn een illiquide, alternatieve beleggingscategorie. De investeringsconstructie is complexer dan voor bijvoorbeeld aandelen en obligaties. De waardering van private equity is vaak lastig doordat er niet op gezette tijden een marktprijs tot stand komt.	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Private Equity is een beleggingscategorie die zich kan onderscheiden in maatschappelijk verantwoorde projecten. Ervaring leert dat het toepassen van MVB-beleid praktisch lastig uitvoerbaar kan zijn. Tevens bestaat het gevaar van reputatieschade (bijv. V&D).	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	De correlatie van Private Equity met traditionele categorieën is gemiddeld tot hoog (aandelen). Binnen de categorie is een gespreide portefeuille realiseerbaar door verschillende managers te selecteren.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	Er is sprake van hoge management fees. Daarnaast zijn er performance fee afspraken. De performance fee afspraken zijn aan de stevige kant. Tenslotte is er bij een fund of fund structuur ook nog sprake van kosten in de onderliggende fondsen. Totale kostenloading illustratief >2% per jaar.	

9.1.3 Conclusie

Gezien een aantal negatieve scores op de investment beliefs, is de categorie Private Equity niet geschikt voor SPA als strategische beleggingscategorie. Bovendien is de categorie niet liquide, hetgeen één van de eisen is van SPA aan beleggingscategorieën.

10. Hedge funds

10.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

10.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

Het is lastig om een eenduidige definitie van hedgefondsen te geven, aangezien er hedgefondsen zijn in veel verschillende smaken. Sommige fondsen spelen in op trends in de financiële markten, terwijl andere aan de hand van de macro-economische omgeving bepaalde posities innemen. Ook zijn er fondsen die inspelen op prijsverschillen tussen twee vergelijkbare financiële beleggingsobjecten, ervan uitgaande dat op de lange termijn deze prijzen dienen te convergeren. Een ander bekend type hedgefonds koopt en verkoopt bepaalde stukken binnen een markt dusdanig, dat er per saldo geen blootstelling naar de markt is. Bij de posities die hedgefondsen innemen in bepaalde vermogenscategorieën, hebben zij vanzelfsprekend een blootstelling aan meerdere risico's. Vaak dekken zij dan de risico's af waarvan zij niet verwachten ervoor beloond te worden. De term hedgefondsen komt dan ook van het Engelse "hedgen", dat afdekken betekent.

Hedgefondsen maken vaak gebruik van derivaten in combinatie met leverage om hoge rendementen te genereren. Sommige hedgefondsen gebruiken strategieën die zonder leverage een laag rendement opleveren, waardoor er een hoge leverage toegepast moet worden om toch een hoog rendement te kunnen behalen. In de hedgefonds-industrie is de leverage factor gemiddeld 2 tot 3. Echter, in het verleden gebruikten sommige hedgefondsen een substantieel hogere leverage. Het LCTM-fonds startte bijvoorbeeld met een leverage factor van 25 (\$5 miljard vermogen tegen \$125 miljard geleend geld). Toen de waarde van het fonds begon te dalen, liep deze factor op tot meer dan 100.

Zoals gezegd bestaan er veel typen strategieën om rendement te genereren. Wij beschrijven de categorieën zoals gebruikt in de Credit Suisse Tremont (CST) database:

- **Convertible Arbitrage:** Bij deze strategie worden convertible bonds gekocht, waarbij het marktrisico gehedged wordt door middel van een shortpositie in het corresponderende aandeel. Deze strategie gaat ervan uit dat de convertible bond een premie bevat ten opzichte van het aandeel. Ook wordt het renterisico op de bond vaak afgedekt.
- **Dedicated Short Bias:** Dit type fondsen wordt gekenmerkt door een netto shortpositie in de aandelenmarkt, of derivaten op deze markt.
- **Emerging Markets:** Fondsen die tot deze categorie behoren, beleggen in aandelen, vastrentende waarden en valuta van opkomende markten. In opkomende markten zijn vaak minder derivaten beschikbaar en/of is short selling niet toegestaan, waardoor deze fondsen meestal long-only fondsen zijn.
- **Equity Market Neutral:** Deze fondsen beleggen in de aandelenmarkt, waarbij er in theorie geen of hooguit eenkleine netto marktpositie ingenomen wordt. Dit betekent dat er qua omvang evenveel long- als shortposities ingenomen worden. In de praktijk blijken fondsen die stellen marktneutraal te zijn, soms toch substantiële netto long- of shortposities te hebben.

- Long/Short Equity: Binnen deze fondsen worden er zowel long- als shortposities ingenomen in aandelen. Vaak is de nettopositie naar de markt echter nog steeds positief. Dit is ook het verschil met Equity Market Neutral, die stellen geen nettopositie naar de markt te hebben.
- Event Driven: Zoals de naam zegt, speelt deze strategie in op speciale gebeurtenissen. Bijvoorbeeld posities innemen tijdens overnames, of speculeren op herstel van in problemen geraakte bedrijven. Onder Event-Driven vallen strategieën zoals Merger Arbitrage en Distressed Debt.
- Fixed Income Arbitrage: In deze categorie zitten fondsen die prijsverschillen op de vastrentendewaardenmarkt gebruiken om goede rendementen te genereren. Een voorbeeld is een longpositie in hypotheek en een shortpositie in overheidspapier. Wanneer de hypotheekrente naar de rente op de staatslening convergeert, zal het hedgefonds winst maken. Een ander voorbeeld betreft fondsen die inspelen op het steiler of vlakker worden van de rentetermijnstructuren. Omdat de marges vaak klein zijn hier, wordt binnen deze categorie vaak gebruik gemaakt van hoge leverage.
- Global Macro: Hedgefondsen in deze categorie nemen zowel long- als shortposities in globale financiële markten, bijvoorbeeld zowel aandelen-, vastrentend waarden- als valutamarkten. Posities worden ingenomen aan de hand van fundamentele visies op markten en/of trends in markten.
- Managed Futures: Dit type fondsen maakt gebruik van futures in (voornamelijk) valuta en grondstoffenmarkten. Zij speculeren, vaak gebaseerd op trendregels, op stijgingen en dalingen in de betreffende markten. Het grootste verschil met de vorige categorie is dat bij Global Macro vaker een economische rationale gebruikt wordt om posities in te nemen.
- Multi-Strategy: Tot deze categorie behoren fondsen die meerdere van de bovenstaande strategieën uitvoeren. Dit kan zijn doordat het fonds diversifieert met verschillende strategieën, maar ook dat het fonds tussen strategieën roteert. Tot slot worden fondsen die tot geen enkele andere categorie behoren, binnen deze categorie geschaard.

Impact Hedgefonds op marktrisico's vereist eigen vermogen

Risico	Impact
S1: Renterisico	Geen
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Hoog, aangezien de categorie onder niet-beursgenoteerde aandelen wordt geschaard
S3: Valutarisico	Hoog, tenzij in euro en/of afgedekt naar euro
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Geen
S7: Liquiditeitsrisico	Afhankelijk van de belegging: soms is er sprake van een lock-up periode hetgeen de liquiditeit vermindert
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Afhankelijk van de tracking error

10.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie. Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching)	Het rendement is in streven hoger dan de risicovrije rente. Of dat gerealiseerd wordt is volledig afhankelijk van de kwaliteiten van de manager want hedge funds kennen in het algemeen geen zelfstandige risicopremie. In theorie hebben hedge funds bij tijden van negatieve koersvorming van risicovolle activa (lage correlatie) een positief effect op de portefeuille. Bij stijgende markten blijven hedge funds achter bij bijvoorbeeld traditionele zakelijke waarden. Hedge funds maken wel veelal gebruik van strategieën met leverage. Dit herbergt een potentieel financieel risico.	
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Hedge funds is geen eenvoudige beleggingscategorie. Er zijn veel verschillende soorten strategieën mogelijk, die complex kunnen zijn met snel wisselende posities en veelvuldig gebruik van derivaten.	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Hedge funds is niet een beleggingscategorie die zich leent voor maatschappelijk verantwoorde beleggingen, en ook niet voor dit doel worden opgericht.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	Binnen de categorie is diversificatie mogelijk door voldoende spreiding aan te brengen. Op totaal portefeuilleniveau is de correlatie van hedge funds met beleggingscategorieën zoals Aandelen, HY en EMD in theorie laag.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	Relatief hoge management fees, vooral bij fund of fund structuren. Daarnaast zijn er soms performance fee afspraken. (illustratief >2%).	

10.1.3 Conclusie

Gezien de overwegend negatieve scores op de investment beliefs, is de categorie Hedgefunds niet geschikt voor SPA als strategische beleggingscategorie.

11. Liquiditeiten en (near) cash

11.1 Investeerbaarheid

Dit hoofdstuk bevat een korte beschrijving van de beleggingscategorie en een evaluatie op de investment beliefs.

11.1.1 Beschrijving van de beleggingscategorie

SPA hanteert een ruime benadering van liquiditeiten en near cash. Onder normale omstandigheden zou dit niet direct nodig zijn, maar door het monetaire beleid en het feit dat dientengevolge het rendement op puur kasgeld (bankrekeningen e.d.) negatief is geworden, is een ruimere benadering wenselijk teneinde zoveel mogelijk gegarandeerde negatieve rendementen te voorkomen. Er is overigens niet veel verschil tussen liquiditeiten en (near) cash, maar de termen “near cash” en ‘liquiditeiten’ worden in deze ABTN met name gebruikt voor die situaties waar assets wel liquide moeten zijn en weinig koersrisico moeten lopen en tevens bruikbaar kunnen zijn om op zeer korte termijn gebruikt te worden om betalingen te doen of onderpand te leveren. Near cash is een ruime categorie (met overlap met bedoelde liquiditeiten), waarbij de middelen in zeer liquide assets zijn belegd, i.c. met name money market funds. Near cash en liquiditeiten worden ook om andere redenen aangehouden, bijvoorbeeld om het risico te verminderen en/of om tijdelijk geld aan te houden voor in de toekomst te verrichten beleggingen (dry powder).

Onder liquiditeiten en (near) cash wordt daarom door SPA verstaan: kasgeld (in euro's met een looptijd van maximaal één jaar), rekeningen courant en spaarrekeningen, uitstaande deposito's met een looptijd minder dan 1 jaar, overige banktegoeden, geldmarktfondsen/money market funds (liquiditeitsfondsen) en short duration euro bond fondsen. De 2 laatstgenoemde fondsen kunnen dan ook beleggen in IG-credits en High Yield, waaronder covered bonds, CDO's en MBS/ABS's. Dit is m.b.t. CDO's, MBS en ABS's voor de totale SPA-portefeuille per categorie tot een hoogte van 1% van de totale portefeuille toegestaan. Ook zeer kortlopende euro staatsobligaties kunnen als liquiditeit of (near) cash aangehouden worden. Er mogen voorts alleen rekeningen courant en spaarrekeningen worden aangehouden bij een financiële instelling met een minimale (investment-grade) rating van Baa3 volgens Moody's of BBB- volgens S&P of Fitch. Caceis heeft thans een Fitch Rating van A+. De gemiddelde rating van de liquiditeitsfondsen mag niet onder het niveau BB liggen, de gemiddelde duration moet onder de 3 jaar liggen. Als vergoeding voor liquide middelen dient minimaal een marktconform tarief te gelden, waarbij als referentiebenchmark geldt ESTR overnight rate index.

Impact liquiditeiten en (near) cash op marktrisico's vereist eigen vermogen





Risico	Impact
S1: Renterisico	Cash kent geen renterisico. Liquiditeiten en near cash kennen een beperkt effect op het renterisico maar zijn daarom ook geschikt ter reductie van het korte termijn renterisico vanwege de nauwe 'tracking' tussen deze instrumenten en de korte termijn swapcurve
S2: Aandelen- en vastgoedrisico	Geen

S3: Valutarisico	Geen
S4: Grondstoffenrisico	Geen
S5: Kredietrisico	Enige impact omdat de liquiditeitsfondsen obligaties met een rating lager dan AAA bevatten en de spread duration laag is, zodat zelfs bij een lagere credit rating de impact van S5 zeer beperkt blijft.
S7: Liquiditeitsrisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S8: Concentratierisico	Kan doorgaans op 0% blijven
S10: Actief beheer risico	Zeer beperkt van toepassing op liquiditeiten en (near) cash

1.1.2 Evaluatie van de investment beliefs van SPA

Deze evaluatie staat los van de huidige waardering van de betreffende categorie (die kan immers wijzigen in de tijd en komt jaarlijks terug bij de portefeuilleconstructie). Deze evaluatie is dus een meer fundamentele evaluatie en hoeft daarom niet jaarlijks te worden uitgevoerd.

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
SPA belegt voor lange termijn, met ook oog voor middellange termijn + Extra rendement alleen met extra risico + Illiquiditeit loont + Beleid gericht op kapitaalbehoud, waardoor het verminderen van risico en aanhouden van cash en liquiditeiten soms de voorkeur heeft	De categorie dient een risicopremie te bevatten die kan worden onderbouwd (return portefeuille) dan wel een risicovrije kasstroom te leveren (matching) dan wel een laag risico in zich dragen en negatief rendement op cash zoveel mogelijk te voorkomen.	Liquiditeiten en (near) cash leveren een (nagenoeg) risicovrije kasstroom en worden ingezet bij liquiditeitenbeheer, dry powder, risicovermindering en in zeer beperkte mate voor matching. Liquiditeiten en (near) cash kennen (vooruitkijkend) geen hoog direct rendement (coupon). Als rentes terugkeren naar langjarige gemiddelden, zal het rendement tijdelijk negatief kunnen zijn maar door de korte looptijden daarna weer snel positief kunnen worden. Het primaire doel van Liquiditeiten en (near) cash is veiligheid en daarmee waardebehoud, die komt dan onder druk. Er bestaat in theorie een kans op het niet aflossen van de leningen in de fondsen. Indien breed gespreid wordt belegd in relatief "veilige" instrumenten is het krediet- en default risico zeer beperkt. Koersen kunnen licht volatiel zijn, maar bijna geen negatieve uitschieters vertonen. Ze mitigeren op het korte stuk in het kader van de matching met verplichtingen een klein beetje het dekkingsgraadrisico.	

Confrontatie met investment beliefs (lange termijn)			
Investment Belief	Criterium	Evaluatie	Oor-deel
Beleggingen dienen transparant te zijn	De waardering van de categorie dient begrijpelijk te zijn en de risico's van de categorie dienen begrijpelijk te zijn	Liquiditeiten en (near) cash zijn een transparante beleggingscategorie	
SPA belegt maatschappelijk verantwoord	De categorie dient aan het ESG-beleid van het fonds te kunnen voldoen	Liquiditeiten en (near) cash zijn geen (beleggings)categorieën die zich direct onderscheidt op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Er is wel sprake a) bepaalde liquiditeitsfondsen die ESG-maatstaven naleven en b) van een uitsluitingenlijst. SPA gebruikt indien mogelijk en efficiënt de onder a) genoemde fondsen ook als deze door de vermogensbeheerder worden aangeboden.	
Diversificatie loont	De categorie dient bij te dragen aan de diversificatie van de gehele portefeuille	De Liquiditeiten en (near) cash vormen de 'veilige basis' en de andere categorieën dienen te zorgen voor het extra rendement en diversificatievoordelen ten opzichte van die veilige basis. De fondsen zijn zeer breed gespreid met soms wel meer dan 3000 titels. Omdat wordt gekozen om bij Caceis en ABNAMRO de cash aan te houden, is er binnen de categorie cash geen sprake van grote diversificatie.	
SPA is kostenbewust	De kosten van het beleggen in de categorie dienen in verhouding te staan tot het rendement	Liquiditeiten en (near) cash Staatsobligaties zijn normaal een (beleggings)categorie met (zeer) lage kosten. Door de negatieve rente ligt dit momenteel anders. Door cash ook te beleggen in liquiditeitsfondsen wordt getracht dit negatieve rendement te mitigeren, ten koste van iets meer risico.	

11.1.3 Conclusie

Gezien de positieve scores op de investment beliefs, is de categorie cash en (near) cash investeerbaar voor SPA.

Inkadering beleggingen in cash en (near) cash

Ondanks het feit dat de hele categorie cash en (near) cash investeerbaar is voor SPA, wil het bestuur dit universum in de mandaten inkaderen en van restricties voorzien, teneinde te waarborgen dat 1) de allocatie consistent is met de strategische asset allocatie, 2) de discretionaire ruimte bij de actief beheerde onderdelen

begrenzings kent die bewaakt en geevalueerd kunnen worden; en 3) de risico's van actief beheer in voldoende mate beheerst wordt.

Voor de categorie is besloten om de keuzevrijheid voor de vermogensbeheerders in deze beleggingscategorie te beperken door in de mandaten te eisen dat de beleggingen in deze categorie in bepaalde fondsen wordt aangehouden. Om redenen van diversificatie en risicospreiding worden meerdere (near) cashfondsen gehanteerd:

- a) BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (IE00B9346255)
ICS staat voor Institutional Cash Series
- b) BlackRock Ultra Short Duration Bond Fund (IE00B1B82251)
- c) BlackRock Euro Short Duration Bond Fund (LU0147388861)

Als benchmark voor deze (near) cashfondsen wordt de Euro 7 day LIBID Index gebruikt. De keuze wordt in het RCP-mandaat beperkt tot deze 3 beleggingsfondsen. In het RP mandaat is de keuze nog verder beperkt, daar wordt voor de categorie cash namelijk alleen het BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (IE00B9346255) toegestaan.

Bijlage 4 - RACI matrix

Appendix F

Versie 7.0

Stichting Pensioenfonds Atos Beleggingsplan 2021/Q1 2023

17 mei 2021

Inhoudsopgave

Inleiding	187
1. Acties in 2022.....	188
2. Investment beliefs	188
3. Doel en stijl van het beleggingsbeleid.....	188
4. Uitvoering beleggingsbeleid	189
5. Risicohouding.....	190
6. Strategische beleggingsportefeuille	190
7. Afdekking van renterisico	193
8. Randvoorwaarden Risk Control Mandaat	196
9. Randvoorwaarden Return portefeuille	196
10. Liquiditeitenbeleid	198
11. Dynamisch beleid	199
12. Derivatenbeleid.....	199
13. Securities Lending	199
14. Maatschappelijk verantwoord beleggen	199
BIJLAGE 1 - Mandaat voor het Risk Control Mandaat	201
BIJLAGE 2A en 2B - Mandaten voor Return Portefeuille (RP)	207
BIJLAGE 3 – Allocatie naar beheerders	236
BIJLAGE 4 Strategisch VEV	236

Inleiding

Dit beleggingsplan is geldig vanaf 17 mei 2021 tot en met 31 maart 2023. Het beleggingsplan heeft uitsluitend betrekking op de regelingen voor risico van het Pensioenfonds.

De Stichting Pensioenfonds Atos (hierna: SPA) stelt zich ten doel pensioenen te verstrekken ten behoeve van (gewezen) werknemers van Atos en hun nabestaanden. SPA streeft naar duurzame toeslagverlening (indexatie) op pensioenen welke voortvloeien uit uitkeringsovereenkomsten van de gewezen deelnemers van 100% van de CPI en naar optimale pensioenen welke voortvloeien uit premieovereenkomsten van de deelnemers. SPA organiseert het vermogensbeheer zodanig dat er gestreefd kan worden naar duurzame toeslagverlening en houdt daarbij rekening met de looptijd van de verplichtingen om de pensioenen op de overeengekomen momenten uit te betalen. SPA is een 'gesloten' pensioenfonds. SPA ziet als belangrijkste onderdeel van de uitvoering en realisatie van haar missie en visie, het vermogensbeheer zo te organiseren dat het leidt tot duurzame toeslagverlening, met adequaat risicomanagement en binnen de kaders van de Pensioenwet en toepasselijke regelgeving.

In dit beleggingsplan worden alle nieuwe en bestaande afspraken voor 2022 met betrekking tot het beheer van de beleggingsportefeuille weergegeven. Jaarlijks of zoveel vaker als wenselijk wordt geacht wordt het beleggingsplan geëvalueerd en waar nodig aangepast. Het Pensioenfonds maakt op dit moment voor de uitvoering van het beleggingsbeleid gebruik van haar externe vermogensbeheerders en laat zich daarbij adviseren door de Beleggingsadviescommissie (BAC).

Het strategisch beleggingsbeleid is tot stand gekomen door middel van een Asset Liability Management studie ("ALM-studie"), waarin onderzoek is gedaan naar de optimale afstemming van beleggingen ten opzichte van de verwachte pensioenverplichtingen, rekening houdend met de specifieke (ontwikkeling van de) deelnemerspopulatie van het Pensioenfonds en toeslagenbeleid (toeslag vanaf 110% beleidsdekkingsgraad mogelijk). Daarnaast is van belang dat op het moment van een dekkingstekortsituatie het Pensioenfonds het risicoprofiel niet mag vergroten.

M.b.t. het beleggingsplan is door het bestuur een advies gevraagd aan de BAC. Het beleggingsplan is in werking getreden op 17 mei 2021 en sindsdien in 2022 verlengd en op details gewijzigd.

1. Acties in 2022

De BAC is voornemens de volgende specifieke onderwerpen aandacht te geven in 2022:

- Advies uitbrengen over opzet, uitvoering en uitkomsten nieuwe ALM studie teneinde strategisch beleid september 2022 – december 2025 vast te stellen;
- Valutahedgebeleid nader bestuderen en de optie van een ander afdekkingspercentage c.q. beperking tot afdekken van alleen bepaalde assets (bijvoorbeeld de vastrentende waarden) te bezien en dit af te wegen tegen de risico's c.q. effecten op de valutahedge;

2. Investment beliefs

Het bestuur heeft een aantal beleggingsovertuigingen geformuleerd die de richting van het te voeren beleggingsbeleid aangeven. Deze overtuigingen zijn opgenomen in de ABTN, i.c. in het strategisch beleggingsbeleid (Appendix E, bijlage 1).

Een belangrijke overtuiging uit de beleggingsovertuigingen is dat SPA toegevoegde waarde ziet in het dynamisch hedgen van renterisico en in dynamische asset allocatie.

3. Doel en stijl van het beleggingsbeleid

Naast de beleggingsbeginselen als uitgangspunt, wenst het bestuur van het Pensioenfonds de beoogde pensioenuitkeringen op korte en lange termijn veilig te stellen en de toevertrouwde middelen op een verantwoorde en solide wijze te beleggen.

Het lange termijn strategische beleggingsbeleid van het Pensioenfonds wordt vastgesteld aan de hand van een ALM-studie.

De portefeuille bestaat uit

- 1) een matchingsportefeuille (waaronder de Risk Control Portefeuille (RCP, met het daarbij horende mandaat (RCM)) ter dekking van een variabel deel van de nominale verplichtingen op lange termijn inclusief een klein overrendement o.b.v. een efficiënte portefeuille-invulling en
- 2) een Return portefeuille (RP) om extra rendement ten behoeve van indexatie te kunnen realiseren. Beide portefeuilles worden extern en actief belegd. Leidend hierbij is dat er een risicobudget voor rente- en beleggingsrisico's is opgesteld dat is getoetst met behulp van de ALM-studie. Het risicobudget voldoet aan de risicohouding en doelstellingen van het Pensioenfonds. Dit risicobudget wordt uitgedrukt in termen van een bandbreedte voor het vereist eigen vermogen (VEV) zoals dat is gedefinieerd onder het Financieel Toetsingskader (FTK). Het risicobudget wordt jaarlijks vertaald naar richtniveaus met bandbreedtes. De

voor 2022 geldende richtniveaus, rendementsvergelijkings-niveaus⁴⁵, bandbreedtes en overige restricties zijn opgenomen in dit document.

Het fonds controleert de beheerders en restricties middels de risicorapportages die door de custodian opgesteld wordt. Afwijkingen op die condities en voorwaarden ten opzichte van de relevante bepalingen in de beleggingen en de door het fonds eerder goedgekeurde condities en voorwaarden, zullen steeds, voorzien van een advies van de BAC, ter beoordeling aan het bestuur van het fonds worden voorgelegd. Het beleggingsbeleid gaat uit van actief beheer door multi asset class vermogensbeheerders, mede deels met gebruik van passieve beleggingsfondsen. Omstandigheden en afwegingen, zoals naar voren zijn gekomen bij de vaststelling van de beleggingsbeginselen, leiden er toe dat de keuze in een aantal gevallen uitgaat naar passief beheer. “Passief” beleggen van fondsbeheerders houdt in dat de vermogensbeheerders conform een index of benchmark beleggen. “Actief” beleggen houdt in dat de doelstelling van de beheerder is om een beter rendement te behalen dan de afgesproken strategische of fondsbenchmark.

4. Uitvoering beleggingsbeleid

Het bestuur van het Pensioenfonds is eindverantwoordelijk voor het strategisch beleggingsbeleid.

Hieronder wordt verstaan het vaststellen van:

- Het doel en de stijl van het beleggingsbeleid.
- De strategische beleggingsportefeuille en bandbreedtes.
- De strategische benchmarks.
- De organisatie rondom de uitvoering van het beleggingsbeleid.
- De selectie van de vermogensbeheerder(s) en andere externe partijen die worden ingeschakeld ten behoeve van de uitvoering van het beleggingsbeleid en voor de resultaatsevaluatie.

In dit kader heeft het Pensioenfonds een beleggingsadviescommissie ingesteld (de BAC), die het bestuur adviseert over beleggingstechnische zaken en mogelijke aanpassingen binnen de portefeuille.

⁴⁵ Een rendementsvergelijkings-niveau is een niveau waarop de vermogensbeheerder op afgerekend wordt, maar waar de vermogensbeheerder zich niet precies op hoeft te richten gezien de gewenste dynamische invulling van het mandaat. In de RP worden bandbreedtes gehanteerd, waarbij het de bedoeling is dat de vermogensbeheerder actief gebruik maakt van de bandbreedtes indien de marktomstandigheden daar naar zijn mening aanleiding toe geven. Bij een richtniveau wordt de vermogensbeheerder wel geacht zich op dit niveau te richten, zoals bij de 20% rentehedge in het RCM.

5. Risicohouding

Het Pensioenfonds heeft haar risicohouding vastgelegd in de ABTN en het strategisch beleggingsbeleid. De korte-termijn risicohouding wordt ingevuld met een maximaal vereist eigen vermogen (VEV) van 22,5% van de pensioenverplichtingen. Het bestuur heeft de bandbreedte voor het VEV vastgesteld op 8% tot 22,5%. De ALM-berekeningen hebben aangetoond dat uitkomsten op basis van deze bandbreedte leiden tot aanvaardbare uitkomsten in termen van pensioenresultaat (98%) en kans op tekorten (kans op korting - gemiddeld over 15 jaar - 8,10%). De risicohouding is afgestemd met het Verantwoordingsorgaan, dat enerzijds onderschrijft dat de risicohouding de doelstelling van het fonds zou kunnen realiseren en anderzijds er mee in heeft gestemd om deze risicohouding vast te leggen in de ABTN.

6. Strategische beleggingsportefeuille

ALM-studie

Het strategische beleggingsbeleid wordt vormgegeven en onderbouwd door het minimaal om de drie jaar uitvoeren van een ALM-studie. Onderdeel van de input bij de studie is het bepalen en kiezen van de visie op de relevante uitgangspunten zoals de risicopremie, etc. Daartoe wordt een voorstel gedaan door het gespecialiseerde adviesbureau - de uitvoerder van de ALM-studie - en de BAC geeft advies over dit voorstel. In een ALM-studie wordt vervolgens op basis van deze en andere dan geldende lange termijn economische vooruitzichten en door het bestuur vastgestelde sturingsvarianten een voor het Pensioenfonds optimale beleggingsstrategie vastgesteld. Ook wordt hierbij berekend wat het optimale niveau van afdekking van het renterisico voor het Pensioenfonds is en wordt door middel van scenario-analyses de robuustheid van de beleggingsmix getoetst.

SAA-studie

Waar in de ALM-studie de nadruk ligt op het onderscheid tussen vastrentende waarden en zakelijke waarden, wordt op basis van een frequente SAA-studie een specifieke allocatie naar beleggingscategorieën vastgesteld. Voor het huidige beleggingsplan is in december 2019 een SAA-berekening gemaakt; de marktverwachtingen zijn sindsdien niet zodanig verandert dat nu een nieuwe SAA-studie nodig wordt geacht, mede in het licht van het feit dat er de komende maanden een nieuwe ALM-studie zal worden afgerond waarbij de SAA eveneens aan de orde zal zijn. De o.b.v. de berekening en de daarna vastgestelde strategische asset allocatie binnen de RP is opgenomen in dit beleggingsplan. De door de BAC geadviseerde en door het bestuur overgenomen allocatie resulteerde niet direct uit de kwantitatieve berekeningen, maar is een combinatie van afwegingen op basis van efficiënte portefeuilles uit de SAA-berekeningen, de huidige portefeuille allocaties, het zwaar wegen van korte termijn risico's en de VEV-impact. Hetzelfde geldt voor de keuzes van de beleggingsfondsen binnen de beleggingscategorieën.

Richtniveaus, performancevergelijkingsniveaus en bandbreedtes

Het beleggingsbeleid van SPA wordt vastgelegd in richtniveaus, performancevergelijkings-niveaus, bandbreedtes en restricties. Het startpunt hiervoor is het risicobudget en de uitkomsten van de ALM-studie. Het risicobudget wordt uitgedrukt als het maximale VEV-percentage. Op dit moment geldt een maximum percentage van 22,5%.

SPA staat haar gespecialiseerde multi asset vermogensbeheerders binnen beperkte bandbreedtes en alleen met door het bestuur geselecteerde beleggingsfondsen en met tracking errors grenswaarden en andere restricties toe een actief asset allocatie- en selectiebeleid te voeren, in overeenstemming met SPA's beleggingsbeginselen, zodat hierdoor een outperformance te behalen is. Om te bewaken dat het risicobudget ex-ante noch ex-post wordt overschreden, zijn er bandbreedtes rondom de performancevergelijkingsniveau-allocaties per mandaat opgesteld zodanig dat bij maximale invulling van het risicobudget van één of meerdere mandaten, het totale risicobudget niet wordt overschreden. Concreet houdt dit in dat voor de RP mandaten, indien er geen cash in het mandaat wordt aangehouden (de portefeuillewaarde is volledig belegd), een maximale allocatie naar de meest risicovolle categorieën in de RP nog binnen het risicobudget valt.

Een belangrijk uitgangspunt voor het beleggingsplan is dat eerst de rentehedge wordt bepaald op basis van de huidige rente en de dynamische staffel (zie hieronder). De rentehedge legt dan het resterend risicobudget (gerelateerd aan de actueel gewenste VEV hoogte en de maximum VEV-hoogte) vast voor de allocatie naar zakelijke waarden.

Gegeven de uitkomsten van de ALM-studie en de bij de ALM-studie gebruikte rentehedge-staffel is het beleidsmatige renteafdekkingspercentage per 1 april 2021 gelijk aan 20% (marktrente).

In tabel 1 is de normverdeling opgenomen vanaf Q4 2020.

Tabel 1: Strategische Asset allocatie 2021⁴⁶

Categorie	Richtniveau	Bandbreedte	Benchmark
RCP:			
Vastrentende waarden	50%	+/-5%	Verplichtingen Benchmark + 0,30%
Waarvan: Kortlopende	10%	-7,5%/+7,5%	0%

⁴⁶ Als percentage van het totaal belegd vermogen.

vorderingen (<1 jaar) en liquide middelen

RP:	50%	+/-5%	
	rendementsvergelijkingsniveau	Richtniveau waarbinnen belegd moet worden t.o.v. rendementsvergelijkingsniveau	rendementesvergelijkingsbenchmark ⁴⁷
Credits IG (inclusief non-euro DM staatsobligaties)	5%	+2%/ -4%	BOFAML Glob. Corporates IG
Global HY	5,5%	+2%/ -4%	BOFAML Glob. HY BB-B Constrained
Emerging Market Debt	10%	+2%/ -4%	BOFAML EM Sovereign Bond Index
Aandelen ontwikkelde markten ⁴⁸	17,5%	+/-5%	MSCI World Net Total Return Index
Aandelen opkomende markten ⁴⁹	12%	+/-3%	MSCI EM Net Total Return Index
Cash	0%	+20%	Estr overnight rate index

In bijlagen 1, 2a en 2b worden de mandaten gespecificeerd en zijn tabellen opgenomen van hoe deze bandbreedtes zich vertalen naar bandbreedtes binnen het RCM en de RP ten behoeve van de 3 mandaten. In bijlage 3 is de allocatie in euro's per mandaat opgenomen. In bijlage 4 is het strategische beleggingsbeleid zoals hierboven weergegeven in de strategische asset allocatie-tabel vertaald naar de rubrieken die de wet hanteert voor het berekenen van het VEV ter vaststelling van het strategisch VEV.

Het percentage in de asset categorieën is afgeleid uit het na aftrek van het VEV-beslag van het RCM resterende risicobudget en is op basis van een SAA-studie opgesteld, gegeven de volgende invulling van de verschillende risico's (S_i) uit de wortelformule van het FTK:

- Het rentedekkingspercentage is vastgelegd (bij aanvang 20% marktrente).
- Het VEV moet onder de 22,5% blijven. De modelmatige actuele allocatie in de RP is ter beheersing van de VEV-grens daartoe vastgelegd (richtniveau 50% met bandbreedte van +/- 5%). Bij het bereiken van een bandbreedtegrens bij de RP (+ of - 5%) of RCP is er een duidelijk signaal waarna het bestuur bewust een keuze moet maken om het VEV te wijzigen (of niet) binnen de bandbreedte 8-22,5% en of na een ALM-studie de actuele spilverdeling RP/RCP moet wijzigen (of niet).

⁴⁷ Zie voetnoot 48.

⁴⁸ Deze categorie omvat ook voor een klein deel aandelen in beursgenoteerde beleggingsfondsen die beleggen in vastgoed. Dientengevolge kan een deel van de beleggingen op doorkijkbasis door rapportageregels toch als vastgoedbelegging kwalificeren. Deze aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 2,0% van het belegd vermogen uitmaken.

⁴⁹ Zie voetnoot 50.

- De strategisch toegestane valuta-exposure van 47,5 – 52,5% van de totale valuta-exposure in de RP is daarbij als randvoorwaarde vastgelegd (minimaal 47,5% wordt dus afgedekt).
- De overige risico's (concentratierisico, verzekeringstechnisch risico, operationeel risico en actief beheer-risico) zijn bekend en worden gemonitord door de mandaathouders, de BAC en het bestuur.

RCP versus RP

Het bestuur heeft ervoor gekozen om binnen de beleggingsportefeuille een expliciet onderscheid te maken tussen een Risk Control Portefeuille (RCP), het Risk Control Mandaat (RCM) en een RP teneinde de VEV-ontwikkelingen actueler te kunnen monitoren. De RCP is overigens het RCM inclusief de afspraak dat de euro IG-credits uit de RP worden meegemodeleerd bij het uitvoeren van het RCM. Deze constructie beoogt de relatieve veiligheid en robuustheid van de matchingsportefeuille te vergroten en de transparantie van de portefeuille als geheel te vergroten.

Verderop in dit beleggingsplan worden de details van de RCP, het RCM en de RP besproken.

7. Afdekking van renterisico

In de ALM-studie is bepaald met welk percentage of staffel van percentages SPA het renterisico afdekt. Hierbij wordt uitgegaan van het markt-renterisico.

Curverisico

Als input voor de rentehedge gelden de actuele kasstromen van het Pensioenfonds. Deze worden vervolgens gehedged op het beleidsmatig afgesproken niveau (een percentage van de verplichtingen op UFR-basis). Bij de curvepositionering is er sprake van een benadering met 12 buckets van 1, 2, 3, 5, 7, 10, 15, 20, 25, 30, 40 en 50 jaar looptijd. Per bucket mag er maximaal een afwijking van 3% van de totale DV01 van de totale verplichtingen optreden. Om praktische redenen⁵⁰ vindt er niet precies een gelijkmatige hedge op targetniveau plaats op bepaalde looptijden (met name in het 20 en 25 jaar segment) die elders in andere buckets gecompenseerd wordt.⁵¹

De bandbreedte van 3%-punt dient om veranderingen in de procentuele afdekking van het renterisico, die door marktbevingen ontstaan, op te vangen. Het is de vermogensbeheerder niet toegestaan om door middel van tactisch beleid af te wijken van de beoogde rentegevoeligheid van de verplichtingen.

Hoogte afdekking

Op strategisch niveau wordt het renterisico van de verplichtingen afhankelijk van het renteniveau afgedekt. De portefeuille is derhalve opgezet om het renterisico adequaat te beheersen door middel van het hedgen van een bepaald percentage van de verplichtingen (het hedgebeleid). Het

⁵⁰ O.a. om te voorkomen dat er voortdurend inefficiënte corrigerende transacties verricht moeten worden en omdat er weinig handel is in obligaties met langere looptijden.

⁵¹ Zie voetnoot 30 inzake curverisico.

hedgagebeleid is dynamisch en anticyclisch. Dit betekent dat de afdekking hoger is naarmate de rente hoger is, zoals aangegeven in onderstaande staffel⁵²:

Tabel 2: Rentehedge

Opwaartse overschrijding rente (20 y euro swap)	Neerwaartse overschrijding rente (20 y euro swap)	Afdekking renterisico	Bandbreedte
> 4,75%		100%	+/-3%-punt
	< 4.50%	90%	+/-3%-punt
	< 4.25%	85%	+/-3%-punt
	< 4.00%	80%	+/-3%-punt
> 4%		80%	+/-3%-punt
	< 3.75%	75%	+/-3%-punt
	< 3.50%	70%	+/-3%-punt
	< 3.25%	65%	+/-3%-punt
	< 3.00%	60%	+/-3%-punt
> 3%		60%	+/-3%-punt
	< 2.75%	55%	+/-3%-punt
	< 2.50%	50%	+/-3%-punt
	< 2.25%	45%	+/-3%-punt
	< 2.00%	40%	+/-3%-punt
> 2%		40%	+/-3%-punt
	< 1.75%	35%	+/-3%-punt
	< 1.50%	30%	+/-3%-punt
	< 1.25%	25%	+/-3%-punt
	< 1.00%	20%	+/-3%-punt
≤ 2% (huidige situatie)		20%	+/-3%-punt

Het hedgagebeleid is geoptimaliseerd en getoetst in de ALM-studie en is daarmee expliciet gebaseerd op de risicohouding en doelstellingen van het Pensioenfonds. Het hedgagebeleid wordt (ex ante) uitgevoerd conform de staffel, tenzij de uitkomst niet meer in overeenstemming zou zijn met risicohouding of doelstellingen. Voorts gelden de volgende uitgangspunten voor de uitvoering:

⁵² Omdat het in de staffel opgenomen strategisch afdekkingsniveau ex ante is en bij rapportages de ex post resultaten worden gerapporteerd, wordt voor rapportagedoeleinden een ondergrens en bovengrens van plus en min 2% gehanteerd ten opzichte van de strategische doelstelling.

- De rentehedge wordt bij rentestijgingen stapsgewijs met 20%-punt opgehoogd om het stijgende neerwaartse risico af te dekken. Indien de rente stijgt en een triggerniveau uit de staffel passeert, dan wordt de rentehedge in één keer verhoogd naar het in de staffel genoemde 20%-punt hogere percentage. Binnen 3 maanden wordt het proces voor de verhoging van de rentehedge afgerond. Nadat de BAC constateert dat een triggerniveau is gepasseerd, stelt ze een advies op aan het bestuur om over te gaan naar het volgende (hogere) rentehedgeniveau. Het bestuur stelt bij het beoordelen van het BAC-advies vast of de rente nog steeds boven het triggerniveau ligt en besluit vervolgens om de verhoging door te voeren, Het bestuur geeft vervolgens opdracht aan de vermogensbeheerder om de rentehedge naar het hogere niveau te brengen. Het bestuur zal op dat moment de IMA en de richtlijnen met de vermogensbeheerder zodanig aanpassen dat aan het nieuwe afdekkingspercentage wordt voldaan.
- Als de rente weer daalt nadat een hoger (trigger) niveau is bereikt en de rentehedge is verhoogd, wordt niet direct weer ge-dehedged. De rente moet dan significant lager zijn, voordat weer een stap terug wordt genomen: indien de rente minstens twee maanden 25bp of meer onder het oude triggerniveau ligt wordt de rentehedge met 5%-punt verlaagd. Nadat de BAC constateert dat een triggerniveau 2 maanden lang neerwaarts is gepasseerd, stelt ze een advies op aan het bestuur om over te gaan naar het lagere rentehedgeniveau. Het bestuur stelt bij het beoordelen van het BAC-advies vast of de rente nog steeds 25 bp beneden het triggerniveau ligt en besluit vervolgens om de verlaging door te voeren. Het bestuur geeft vervolgens opdracht aan de vermogensbeheerder om de rentehedge naar het lagere niveau te brengen.
- Bij iedere verdere daling met 25bp die minstens twee maanden aanhoudt wordt iedere keer de rentehedge, analoog aan bovenstaande procedure, met 5%-punt verlaagd.
- Als de BDG boven de 130% (c.q. duurzame indexatie binnen bereik) komt wordt deze tabel herzien met als waarschijnlijk doel om op alle genoemde renteniveaus meer te hedgen.
- Er wordt bij rentehedgeverlagingen niet “rule based” maar “principle based” gehandeld, waarbij geldt dat bij het neerwaarts doorbreken van een trigger er zeer zwaarwegende redenen moeten worden overeengekomen om af te wijken van deze rentestafel. Aanpassing van het afdekkingspercentage zal vooraf worden gegaan door een bestuursbesluit. De zwaarwegende redenen kunnen zijn gelegen in de dekkingsgraad, volatiliteit op de markt, transitiekosten en impact op VEV.
- De effectiviteit van de renteaftdekking wordt maandelijks gerapporteerd en op kwartaalbasis besproken in de vergadering van de beleggingsadviescommissie.

Bij het opstellen van het beleggingsplan 2021/2022 is bezien of ook een aanpassing van het rentehedgebeleid wenselijk was. De conclusie was dat het langetermijnbeleid dat in de tabel is vastgelegd nu niet aangepast hoeft te worden. Toekomstige renteontwikkelingen zouden dit oordeel kunnen doen wijzigen.

Instrumenten

Omdat de looptijden van de obligaties kunnen afwijken van de looptijden van de verplichtingen, kan er soms sprake zijn van leverage. Met derivaten (swaps) wordt dat deel van de portefeuille gehedged dat niet met de staatsobligatieportefeuille kan worden afgedekt of gecompenseerd voor die onderdelen die door de obligaties te veel worden gehedged.

8. Inkadering en randvoorwaarden Risk Control Mandaat (RCM)

Doel van het RCM is om op een relatief veilige wijze grotendeels invulling te geven aan de gewenste afdekking van het nominale renterisico. De totale matchingportefeuille bestaat uit het RCM (die mogelijkterwijs uit staatsobligaties, renteswaps, geldmarktfondsen en liquide middelen bestaat) en de euro gedenomineerde credits uit de RP. De mandaathouder modelleert de euro gedenomineerde credits uit de RP mee bij het vorm geven van zijn hedge.

De RCM is een discretionair mandaat hetgeen het pensioenfonds de mogelijkheid biedt om zelf de richtlijnen te bepalen. De huidige benchmark van het discretionaire mandaat is 20% van de rentegevoeligheid van de verplichtingen in een marktrente omgeving. Alhoewel de beoogde afdekking van het renterisico van het pensioenfonds wordt bepaald in een marktrente-omgeving, houdt het pensioenfonds rekening met de mogelijke impact in een UFR-omgeving.

In bijlage 1 hieronder wordt het RCM gespecificeerd en zijn tabellen opgenomen van hoe het mandaat ingevuld moet worden en hoe de inkadering en restricties uit het strategisch beleggingsbeleid worden verwezenlijkt en welke randvoorwaarden er daarbij gelden.

Herbalancering RCP

Op maandbasis dient de beheerder verslag te doen over de allocaties en hedgeresultaten. De beheerder moet binnen de bandbreedtes werken. Ingeval er door omstandigheden toch sprake is van overschrijdingen van de gestelde bandbreedtes zoals weergegeven in de tabel, zal de beheerder hiervan direct verslag doen (aan o.m. de SFH-ricisomanagement) en de allocatie binnen 10 werkdagen herstellen naar een allocatie waarbij de feitelijke allocaties en de rentegevoeligheden zich weer binnen de bandbreedtes bevinden.

9. Inkadering en randvoorwaarden Return portefeuille

De RP heeft als hoofddoelstelling het realiseren van een overrendement ten opzichte van de verplichtingen mede ter financiering van de indexatieambitie. De omvang en het risicoprofiel van de RP is gebaseerd op de resterende risicoruimte van het fonds, rekening houdende met het solvabiliteitsbeslag van de matchingportefeuille. De RP bestaat uit 2 mandaten. In bijlage 2A en 2B hieronder worden de 2 mandaten gespecificeerd en zijn tabellen opgenomen van hoe het mandaat ingevuld moet worden en hoe de inkadering en restricties uit het strategisch beleggingsbeleid worden verwezenlijkt en welke randvoorwaarden er daarbij gelden.

Strategische verdeling/herbalancering RP

De samenstelling van het vermogen dient binnen de gestelde bandbreedtes te blijven. Indien wordt geconstateerd dat buiten een van de gestelde RP-bandbreedtes is getreden, wordt binnen 5 werkdagen nadat de overschrijding ter kennis is gekomen van de beheerder het bestuur hierover door de beheerder geïnformeerd. Uiterlijk binnen 10 werkdagen zal de beheerder de allocatie zo wijzigen dat weer binnen de bandbreedte wordt belegd. Bij uitzonderlijke (markt)omstandigheden kan de beheerder het bestuur adviseren en toestemming vragen (tijdelijk) overschrijdingen toe te staan. Er vindt in beginsel geen herbalancering plaats tussen de 2 RP-mandaten.

Rendements-benchmarks

De rendements-benchmark voor de RP wordt per asset categorie opgesteld: de performance wordt in het mandaat per asset categorie afgezet tegen de afgesproken strategische of fondsbenchmarks. De benchmarks uit de SAA-studie dienen als uitgangspunt. Om praktische redenen kan in overleg met de mandaathouders een bij de specifieke asset categorie passende andere benchmark voor de gebruikte fondsen worden vastgesteld. Voor het hele multi asset mandaat geldt een uit de asset categorie rendements-benchmarks samengestelde rendements-benchmark die naar de gewichten van de asset categorie op grond van de richtniveaus berekend wordt.

Valuta

Het bestuur hanteert conform het in de ABTN (waaronder de Appendix 'Strategische beleggingsbeleid') opgenomen beleid het volgende valutabeleid:

- Het richtniveau van de valutahedge is 50%⁵³ met een bandbreedte van plus en min 2,5%.
- Minimaal 47,5% van de totale valutaexposure wordt afgedekt. Deze afdekking vindt als volgt plaats:
 - Alle valuta-exposure in USD-, JPY- en GBP in vastrentende waarden in de RP-portefeuille wordt in principe voor 100% gehedged. De EMD-positie wordt niet afgedekt;⁵⁴
- De valutahedge wordt voorts zodanig opgetuigd dat feitelijk een deel van de valuta-exposure van de aandelenposities in de RP wordt afgedekt, waarbij de afdekking alleen gebeurt m.b.t. dollar-, yen- en pond- (aandelen-) valutaexposure, en alleen voor zover nodig om ervoor te zorgen dat de totale valuta-exposure voor minstens 47,5% gehedged wordt door de combinatie van de 100% vastrentende waarden hedge (uitgezonderd de EMD positie) en de aanvullende valutahedge m.b.t. de aandelenposities met dollar-, yen- en pond- valutahedgecontracten. De volgorde is dus eerst de vastrentende waarden posities afdekken en vervolgens - indien met het afdekken van de vastrentende waarden valutaexposure-posities (uitgezonderd de EMD-positie) het minimum van

⁵³ Zie voetnoot 37.

⁵⁴ De afdekking vindt dus niet plaats met hedgecontracten in de overige valutaposities;

47,5% van de totale valutaexposure in de RP-portefeuille nog niet gehaald wordt - de equity posities afdekken tot dat het minimum van 47,5% wel gehaald wordt. De 3 valuta's (dollar, yen, pond) die gebruikt worden voor de aanvullende hedge worden voor eenzelfde percentage afgedekt.

- Het maximum van de valutahedge is 52,5% van de totale valutaexposure in de RP-portefeuille; komt de valutahedge van de vastrentende waarden in de RP-portefeuille daarboven dan wordt deze positie niet volledig gehedged teneinde onder het maximum van 52,5% te blijven.
- Maandelijks worden de totale valuta exposures berekend en waar nodig de te hedgen bedragen aangepast.
- Caceis verzorgt de valutahedge en krijgt opdracht om op maandbasis de hedge iedere keer op minimaal 47,5% van de totale valutaexposure in de beleggingsportefeuille te stellen.
- De bandbreedte die m.b.t. het richtniveau-percentage van 50% ten behoeve van het bestuur gehanteerd wordt is +/- 10 procent. Alleen in bijzondere omstandigheden die m.b.t. de valuta-exposure (c.q. individuele valuta) zouden kunnen optreden (waaronder de situatie waarbij het VEV de bovengrenzen benaderd), kan het bestuur in het kader van risicomanagement gebruik maken van deze bandbreedte en dan voor een aanpassing kiezen m.b.t. het valuta-hedge percentage van maximaal 10%.

10. Liquiditeitenbeleid

Onder liquide middelen wordt verstaan het saldo van:

- Rekeningen courant en spaarrekeningen.
- Uitstaande deposito's.
- Geldmarktfondsen (liquiditeitsfondsen) en short duration euro credit fondsen.
- Overige banktegoeden.

Binnen het Pensioenfonds is er sprake van verschillende potentiële behoeften aan liquide middelen:

- Om salarissen en rekeningen te betalen
- Om pensioenen uit te keren aan gepensioneerde deelnemers.
- Om individuele uitgaande waardeoverdrachten te financieren.
- Om onderpand te storten betreffende de afdekking van het rente- en valutarisico.
- Om risico te verminderen.

Het liquiditeitsbeleid wordt uitgevoerd door

- de mandaathouder BR (RCM) m.b.t. onderpand te storten i.h.k.v. de afdekking van het renterisico (en eventuele andere liquiditeits-issues binnen het RCM);

- Caceis m.b.t. onderpand te storten i.h.k.v. de afdekking van het valutarisico; en
- APS i.s.m. het Pensioenfonds m.b.t. pensioenen uit te keren aan gepensioneerde deelnemers en om individuele uitgaande waardeoverdrachten te financieren;
- het bestuur m.b.t. het betalen van salarissen en rekeningen.

11. Dynamisch beleid

De externe vermogensbeheerders kunnen een actief asset allocatie beleid voeren binnen de bandbreedtes van de SAA die zijn opgenomen in dit beleggingsplan en de respectievelijke mandaten. De risico's (in VEV-termen) die in het beleggingsplan genomen worden zijn lager dan de maximaal toegestane 22,5%, omdat conform de uitgangspunten van het dynamische beleid (uitgangspunt van 'mean reversion') er wat aandelen en obligaties betreft beperkt belegd wordt. Op dit moment is het huidige VEV van de portefeuille als gevolg daarvan lager dan 22,5%; dit reflecteert de voorzichtige houding van het bestuur en reflecteert tevens de voorzichtige houding van de beheerders n.a.v. de historisch hoge koersen van aandelen en obligaties. De voorzichtige positionering betekent dat een aanzienlijk deel van het beschikbare vermogen nu niet risicovol belegd wordt en wordt aangehouden binnen de RCP portefeuille in cash of near cash (liquiditeits- en (ultra) short duration fondsen). Het VEV bevindt zich met deze uitgangspunten dan ook nog ruim onder het maximum.

12. Derivatenbeleid en onderpandbeheer

De vermogensbeheerders mogen gebruik maken van derivaten. Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Voor het beleid en de beperkingen (zoals bijvoorbeeld de rating van de tegenpartijen) wordt verwezen naar het strategisch beleggingsbeleid.

De vermogensbeheerders zijn bevoegd om alle verplichtingen te voldoen die eventueel uit de derivatenposities aangehouden door het Pensioenfonds voortvloeien of daarmee samenhangen. Hiertoe wordt onder meer, doch niet uitsluitend, gerekend het storten van gelden en/of financiële instrumenten als margin en het anderszins (doen) verbinden van (een deel van) de belegde middelen tot zekerheid. De vermogensbeheerder mag de toegestane derivatentransacties uitvoeren zowel op beurzen en markten waar financiële instrumenten worden verhandeld, als ook onderhands ("OTC").

13. Securities Lending

Het Pensioenfonds heeft met Caceis een "securities lending"-overeenkomst. Voor het beleid inzake securities lending wordt verwezen naar het strategisch beleggingsbeleid.

14.

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Voor het beleid inzake maatschappelijk verantwoord beleggen wordt verwezen naar het hoofddocument van de ABTN en Appendix E.

BIJLAGE 1 - Mandaat voor het Risk Control Mandaat

In het mandaat voor een mandaathouder van het RCM zijn in ieder geval de volgende zaken opgenomen:

1. Doelstelling:

Doelstelling: matchen van de verplichtingen met een opgegeven renteafdeckingspercentage (momenteel 20% op markttrente) d.m.v. het zo efficiënt mogelijk vorm geven van de portefeuille binnen de aangegeven grenzen en opdrachten van het bestuur alsmede het behalen van een overrendement van + 0,30%.

Benchmark: 20% van de verplichtingen op markttrente basis

Voor de samenstelling van de staatsobligaties zijn voor het RCM in het strategisch beleggingsbeleid de restricties vastgelegd die bepalen waarin in dit mandaat belegd kan worden en voor hoeveel en met welke spread times duration restrictie. In lijn met het strategisch beleggingsbeleid en dit beleggingsplan is de volgende inkadering en zijn de volgende restricties in het mandaat opgenomen: Een selectie van een beperkt aantal landen en SSA-bonds en bandbreedtes t.b.v. allocatieomvang en rentegevoeligheid

De bandbreedtes t.b.v. allocatie en rentegevoeligheid voor de verschillende toegestane instrumenten en landen zijn in onderstaande tabel weergegeven:

Tabel inkadering en restricties RCP:

Categorie / instrument	Minimum marktwaarde als % van de marktwaarde van RCP	Maximum marktwaarde als % van de marktwaarde van RCP	Minimum DV01 als % van de DV01 van RCP	Maximum DV01 als % van de DV01 van RCP
Government bonds issued by Germany	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by the Netherlands	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by France	0%	40%	0%	40%
Government bonds issued by Austria	0%	25%	0%	25%
Government bonds issued by Finland	0%	10%	0%	10%
Government bonds issued by Belgium	0%	20%	0%	20%

Government bonds issued by Spain	0%	15%	0%	5%
Government bonds issued by Ireland	0%	20%	0%	10%
Government bonds issued by Italy	0%	15%	0%	5%
Supranational, Sub-sovereign and Agency (SSA) bonds	0%	10%	0%	10%
BlackRock Global Funds - Euro Short Duration Bond	15%	30%	N/A	N/A
Cash, Cash Funds, Cash equivalents and OTC Derivatives mark-to-market	N/A	50%	0%	50%

M.b.t. de aanwezige posities kan de mandaathouder binnen de grenzen van de toegestane maximale allocatie naar zijn discretie deze posities invullen indien er in- of outflows zijn in de portefeuille of indien er rebalanced moet worden dan wel de hedge verhoogd moet worden.

2. Restricties en randvoorwaarden

- Alle obligaties moeten gedenomineerd zijn in euro en een nominale uitgifte hebben van minimaal € 500 miljoen.
- Het pensioenfonds laat op maandbasis een analyse opstellen van de effectiviteit van de renteafdekking. Het pensioenfonds is zich er immers van bewust dat zaken als kredietrisico en curverisico een duidelijke impact kunnen hebben op deze effectiviteit. De analyse wordt ieder kwartaal in de beleggingsadviescommissie besproken. De beleggingsadviescommissie vormt zich een oordeel of op basis van de uitkomsten van de analyse aanpassingen in de RCP noodzakelijk zijn en adviseert het bestuur hierover.
- De beleggingsadviescommissie bespreekt twee keer per jaar de gehele portefeuille met de vermogensbeheerder. Eenmaal per jaar wordt de vermogensbeheerder door de beleggingsadviescommissie uitgebreid geëvalueerd.
- Met uitzondering van het afdekken van renterisico mag er geen leverage ontstaan in de portefeuille door het gebruik van derivaten. Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken (bijvoorbeeld swaps en futures).
- Bij het berekenen van de hedge houdt de mandaathouder op modelmatige basis ook rekening met de in de RP aanwezige euro genomineerde credits conform de benchmarkverdeling naar eurocredits en in lijn met het daadwerkelijk in de RP in de beleggingscategorie credits belegde percentage van het vermogen.
- De swaps in het RCM moeten via central clearing afgesloten worden waardoor het tegenpartijrisico gemitigeerd wordt.
- Kosten: de kosten dienen marktconform te zijn en mogen geen performance-based fee bevatten.
- Rapportage: BlackRock rapporteert maandelijks over de RCP. In de rapportage komen in ieder geval de volgende zaken aan bod:
 - Feitelijke renteafdekking versus normafdekking en bandbreedte;
 - Rendement, relatief rendement en attributie van het rendement;

- Monitoring van het curverisico (afwijkingen tussen de rentegevoeligheid van de portefeuille en de rentegevoeligheid van de benchmark voor de verschillende looptijden);
- Monitoring van de bandbreedtes voor allocatie en rentegevoeligheid van de toegestane instrumenten;
- Risico, relatief risico en attributie van beide;
- Marktwaaarde, exposure en tegenpartijrisico vanuit derivaten;
- Onderpand.
- SPA wenst de mogelijkheid van dagelijks inzicht in de portefeuille;
- Rapportage op Look-through-basis nodig vanwege risico-inschattingen;
- SPA wenst een jaarlijkse rapportage van alle kosten in het mandaat, inclusief een schatting van de transactiekosten (cf. pensioenfederatie-eisen)

3. Uitgebreide beschrijving van de specificaties van de ‘cash’-fondsen die BR mag gebruiken in het RCP mandaat:

BR mag de volgende fondsen gebruiken voor het aanhouden van cash en near cash:

- BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (IE00B9346255, ICS staat voor Institutional Cash Series).
- BlackRock Ultra Short Duration Bond Fund (IE00B1B82251)
- BlackRock Euro Short Duration Bond Fund (LU0147388861)

Onderstaand is een uitgebreide beschrijving van deze fondsen opgenomen.

3.1 BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)

Het beleggingsfonds streeft naar een rendement dat minimaal gelijk is aan de Euro 7 day LIBID Index. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in verschillende beursgenoteerde effecten zowel binnen als buiten de Eurozone. In euro genoteerde effecten kunnen zijn leningen uitgegeven door lidstaten van de EU of andere overheden of hun agentschappen en effecten uitgegeven door of gegarandeerd door supranationale entiteiten of publieke internationale entiteiten, banken, ondernemingen of andere commerciële emittenten.

Het beleggingsfonds hanteert een weighted average maturity van 60 dagen of minder en een weighted average life van 120 dagen of minder.

Het beleggingsfonds belegt uitsluitend in effecten met een looptijd bij uitgifte of een resterende looptijd van 397 dagen of minder.

Minimaal 7,5% van het vermogen zal dagelijks expireren en minimaal 15% van het vermogen zal wekelijks expireren. Indien het beleggingsfonds belegt in andere fondsoptlossingen dienen dit short-term money market funds te zijn welke voldoen aan de MMF-regulering.

In aanvulling op bovenstaande zal de vermogensbeheerder rekening houden met milieu en andere karakteristieken bij het selecteren van beleggingen voor het beleggingsfonds als een niet-financieel doel en zal meer dan 80% van het vermogen van het beleggingsfonds directe investeringen uitsluiten in uitgevende instellingen die op het moment van aankoop:

- i) Exposure hebben naar de productie van controversiële wapens (nucleair, cluster munitie, biologisch-chemisch, landmijnen, verrijkt uranium of brandwapens);
- ii) Exposure hebben naar de productie van, of 5% of meer van hun omzet behalen via de distributie van, vuurwapens en munitie voor handvuurwapens voor burgergebruik;
- iii) 15% of meer van hun omzet behalen uit het winnen van fossiele brandstoffen, exploratie en/of raffinage;
- iv) 15% of meer van hun omzet behalen uit steenkoolwinning en/of opwekking van nucleaire energie;
- v) 15% of meer van hun omzet behalen uit de productie of distributie van teerzanden of oliezanden;
- vi) Enige exposure hebben naar de productie van en/of 15% of meer van hun omzet behalen uit de detailhandel, distributie en/of verkregen licenties rondom tabak;
- vii) Minder dan gemiddelde praktijken voeren op het gebied van milieu op basis van MSCI of een andere vergelijkbare ESG-research provider die door de vermogensbeheerder wordt gebruikt; en/of
- viii) Betrokken zijn geweest bij schendingen van de UN Global Compact principles vastgesteld door MSCI of een andere vergelijkbare ESG-research provider die door de vermogensbeheerder wordt gebruikt.

De hierboven weergegeven criteria worden niet in aanmerking genomen bij het selecteren van effecten en instrumenten uitgegeven door overheden en publieke instellingen.

Het beleggingsfonds belegt uitsluitend in euro genoteerde effecten.

Het is het beleggingsfonds niet toegestaan gebruik te maken van securities lending.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

3.2. BlackRock ICS Euro Ultra Short Bond Fund

Het beleggingsfonds streeft naar een rendement dat minimaal gelijk is aan de ICE BofAML Euro Currency 3-Month Deposit Bid Rate Constant Maturity Index. Het is het BlackRock ICS Euro Ultra Short Bond Fund toegestaan te beleggen in verschillende beursgenoteerde effecten zowel binnen als buiten de Eurozone. In euro genoteerde effecten kunnen zijn leningen uitgegeven door lidstaten van de EU of andere overheden of hun agentschappen en effecten uitgegeven door of gegarandeerd door supranationale entiteiten of publieke internationale entiteiten, banken, ondernemingen of andere commerciële emittenten.

Minimaal 75% van het totale vermogen van het beleggingsfonds wordt belegd in euro. De exposure van effecten genoteerd in een andere valuta dan euro worden afgedekt naar de euro door middel van vreemde valutatransacties.

Het beleggingsfonds hanteert een weighted average maturity van 6 maanden of minder, een weighted average life van 12 maanden of minder en belegt uitsluitend in effecten met een resterende looptijd van 2 jaar of minder op het moment van aankoop met het voorbehoud dat de resterende looptijd tot de volgende rente reset datum minder is dan of gelijk is aan 397 dagen en dat de reset plaatsvindt naar een money market rente of index.

Minimaal 7,5% van het vermogen zal dagelijks expireren en minimaal 15% van het vermogen zal wekelijks expireren. Indien het beleggingsfonds belegt in andere fondsoptlossingen dienen dit short-term money market funds of standaard money market funds te zijn welke voldoen aan de MMF-regulering.

Het is het beleggingsfonds niet toegestaan gebruik te maken van securities lending.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

3.3 BlackRock Global Funds – Euro Short Duration Bond

Het Euro Short Duration Bond Fund belegt minimaal 80% van de totale activa in investment grade vastrentende waarden. Hiertoe behoren obligaties en geldmarktinstrumenten (d.w.z. schuldefecten met een korte looptijd). Het overige deel kan beleggingen omvatten met een below investment grade rating of zonder rating. De vastrentende waarden kunnen zijn uitgegeven door overheden en overheidsinstanties, bedrijven en supranationale organisaties, gevestigd in landen binnen of buiten de eurozone.

Minimaal 70% van de totale activa wordt belegd in vastrentende waarden genoteerd in euro's met een duration van minder dan 5 jaar. De gemiddelde duration is niet meer dan drie jaar. De exposure naar beleggingen genoteerd in andere valuta dan euro worden afgedekt naar de euro.

Als onderdeel van de beleggingsdoelstelling van het beleggingsfonds is het toegestaan tot maximaal 20% van de totale activa te beleggen in ABS en MBS zowel investment grade als below investment grade. Hieronder kunnen vallen asset-backed commercial paper, collateralised debt obligations, collateralised mortgage obligations, commercial mortgage-backed securities, credit-linked notes, real estate mortgage investment conduits, residential mortgage-backed securities en synthetic collateralised debt obligations.

De onderliggende beleggingen van de ABS en MBS kunnen bevatten loans, leases of receivables (zoals creditcard debt, automobile loans en student loans in het geval van ABS en commercial en residential mortgages georigineerd van een gereguleerd en geautoriseerd financieel instituut in het geval van MBS). De ABS en MBS waarin het beleggingsfonds belegt kunnen gebruik maken van leverage. Sommige ABS kunnen gestructureerd zijn door middel van derivaten zoals credit default swaps of een mandje van derivaten om op die manier exposure te krijgen naar de performance van effecten of meerdere uitgevende instellingen zonder direct in de effecten zelf te moeten beleggen.

De exposure van het beleggingsfonds naar contingent convertible bonds (coco's) is gelimiteerd op 20% van het totale vermogen. Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van derivaten voor beleggingsdoeleinden en voor efficiënt portefeuille management.

Het beleggingsfonds kan een materiële exposure hebben naar ABS, MBS en non-investment grade vastrentende waarden.

Het beleggingsfonds wordt actief beheerd. Hierbij zal de vermogensbeheerder zich richten op de Bloomberg Barclays Euro-Aggregate 500mm 1-3 Years Index voor het samenstellen van de

portefeuille van het beleggingsfonds, alsook voor doeleinden in verband met risicobeheer om ervoor te zorgen dat het actieve risico dat het beleggingsfonds neemt, op het juiste niveau blijft met het oog op de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid van het beleggingsfonds. De vermogensbeheerder is bij de selectie van beleggingen niet gebonden aan de onderdelen of de weging van de index. De vermogensbeheerder kan ook naar goeddunken beleggen in effecten die niet in de index zijn opgenomen om gebruik te maken van specifieke beleggingskansen. De geografische reikwijdte en de looptijdsvereisten van de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid kunnen er echter toe leiden dat de posities van de portefeuille slechts in beperkte mate van de index zullen afwijken. De performance van de index wordt door het pensioenfonds gebruikt om de prestatie van het beleggingsfonds te vergelijken.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

BIJLAGE 2A - Mandaat GMO voor Return Portefeuille (RP)

In het mandaat voor de RP voor mandaathouder GMO zijn in ieder geval de volgende zaken opgenomen:

1. Doelstelling

De doelstelling is een jaarlijkse outperformance van de strategische benchmark van SPA. SPA heeft per beleggingscategorie een benchmark vastgesteld die overeenkomt met de benchmark die in de SAA-studie als uitgangspunt diende. Voor het hele multi asset mandaat geldt een uit de asset categorie benchmarks samengestelde rendementsbenchmark die naar de gewichten van de asset categorie op grond van de richtniveaus berekend wordt (zie onderstaande tabel). De doelstelling voor GMO is als volgt geconcretiseerd::

- Een outperformance doelstelling over de samengestelde benchmark zoals in de tabel hieronder weergegeven op basis van de weergegeven normwelingen door tactische asset allocatie over de beleggingscategorieën van 100 bps.
- Een outperformance doelstelling door actief beheer binnen de beleggingscategorie van 100 bps.

•

De volgende tabel is hierbij van toepassing (als percentage van het RP-mandaatvermogen)

Tabel asset allocatie

Categorie	Rendementvergelijkings-niveau	Richtniveau-bandbreedte waarbinnen belegd moet worden t.o.v. rendementsvergelijkingsniveau	Strategische-benchmark ⁵⁵
RP:			
Credits IG (inclusief non- euro DM staatsobligaties)	10%	+4%/ -8%	BOFAML Glob. Corporates IG
Global HY	11%	+4%/ -8%	BOFAML Glob. HY BB-B Constrained
Emerging Market Debt	20%	+4%/-8%	BOFAML EM Sovereign Bond Index

⁵⁵ Voor rapportagedoeleinden wordt overigens de euro versie van de benchmark gehanteerd.

Aandelen ontwikkelde markten	35%	+/-10%	MSCI World Net Total Return Index
Aandelen opkomende markten	24%	+/-6%	MSCI EM Net Total Return Index
Cash	0%	+40%	ESTR

2. Restricties:

Op hoofdlijnen zijn de volgende restricties opgenomen of gerealiseerd met het mandaat:

- Een positie in een individueel financieel instrument⁵⁶ mag niet meer dan 1,25%⁵⁷ bedragen. Bij aandelen wordt zoveel mogelijk belegd in gereguleerde markten.
- De omvang in lager dan B gerate high yield producten (inclusief non-rated) producten wordt op 7,5% van het totale mandaatvermogen gemaximeerd.
- De landenverdeling of regio verdeling wijkt bij aandelenfondsen niet meer dan een vooraf bepaald maximum af van de toepasselijke benchmark. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- The sector-verdeling wijkt bij aandelenfondsen niet meer dan een vooraf bepaald maximum af van de toepasselijke benchmark. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- The option-adjusted duration wijkt bij vastrentende fondsen niet meer dan een gelimiteerd aantal jaren van de toepasselijke benchmark af. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- The option-adjusted spread duration wijkt bij vastrentende fondsen niet meer dan een gelimiteerd aantal jaren van de toepasselijke benchmark af. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- Aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 4,0% van het mandaatvermogen uitmaken.
- Mortgage Asset Backed Securities (MBS), Asset Backed Securities (ABS, commercial en andere) en Collateral Debt Obligations (bijvoorbeeld CMO's) mogen niet separaat als financieel instrument worden aangekocht, en indien deze instrumenten deel uitmaken van een gespreid belegd liquiditeits-, obligatie- of mix beleggingsfonds dat voor een toegestane beleggingscategorie gebruikt wordt, dan zijn CDO's, MBS en ABS's tot een hoogte van maximaal 3% van het totale mandaatvermogen toegestaan.
- Kosten: de kosten dienen marktconform te zijn en mogen geen performance-based fee bevatten.
- Maatschappelijk verantwoord beleggen: SPA heeft een uitsluitings-lijst opgesteld waarop een aantal bedrijven en landen staan n.a.v. een screening op grond van de wettelijke verboden en andere ESG-criteria. Een verwijzing naar de lijst is opgenomen in het mandaat.
- Rapportage:

⁵⁶ Bij beleggingsfondsen gelden dus de onderliggende individuele financiële instrumenten als meetpunt (doorkijk) en niet het beleggingsfonds zelf.

⁵⁷ Als percentage van de totale beleggingsportefeuille. Voor beleggingen in DM-staatsobligaties en (goed gespreide) beleggingsfondsen geldt dit maximum niet

SPA wenst maandelijks en per kwartaal inzicht in de portefeuille. In de rapportage komen in ieder geval de volgende zaken aan bod:

- Feitelijke portefeuillesamenstelling, allocatie en afwijking van de strategische benchmark van SPA, concentraties en regio- en landenverdeling;
 - Rendement en attributie van het rendement (zowel t.o.v. fondsbenchmark als t.o.v. strategische benchmark van SPA);
 - Monitoring van de tracking errors en andere restricties;
 - Er moet op Look-through-basis gerapporteerd worden nodig vanwege risico-inschattingen;
 - SPA wenst een jaarlijkse rapportage van alle kosten in het mandaat, inclusief een schatting van de transactiekosten (cf. pensioenfederatie-eisen).
- Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken (bijvoorbeeld swaps en futures). Er mag geen leverage ontstaan in de portefeuille door het gebruik van derivaten.
 - Voor de overige eisen die gesteld worden aan de mandaten wordt verwezen naar de ABTN, m.n. het strategische beleggingsbeleid.
 - Het bestuur heeft per beleggingscategorie en per vermogensbeheerder vooraf bepaald waar wel actief beheer wordt toegepast en waar passief beheer wordt toegepast en welke beleggingsfondsen er mogen worden gebruikt. De beheersing en monitoring van het actief beheer risico wordt onder nadere vormgegeven door een maximum tracking error t.o.v. de fondsspecifieke benchmark (zie tabel hieronder) en bovengenoemde restricties. Er mag slechts belegd worden in de volgende specifieke beleggingsfondsen:

Lijst van toegestane beleggingsfondsen:

De toegestane categorieën financiële instrumenten zoals deze volgen uit de investment cases zijn beperkt en ingekaderd d.m.v. het voorschrijven van bepaalde beleggingsfondsen (zie bijlage 3 Appendix E van de ABTN). In de mandaten wordt die limitatieve lijst met de beleggingsfondsen waarin belegd mag worden opgenomen (en die dus consistent zijn met de toegestane categorieën financiële instrumenten zoals deze volgen uit de investment cases), Daarmee wordt strak ingekaderd wat voor GMO de reikwijdte van het beleggingsuniversum is. Er wordt per beleggingscategorie gespecificeerd welk beleggingsfonds geschikt is voor de beleggingscategorie, inclusief de bij het fonds behorende index en andere restricties en voorwaarden waar met een bepaalde tracking error van afgeweken mag worden. Voorts wordt vastgelegd of het fonds actief beheerd wordt of passief en wat de outperformance-verwachting is. Voor een aantal asset categorieën is in het GMO mandaat ruimte voor een andere invulling dan de indices die in de strategische benchmark van SPA zijn gebruikt, zie voor een toelichting bijlage 3 Appendix E);

In onderstaande tabel zijn de in het mandaat van GMO toegestane beleggingsinstellingen en de belangrijkste karakteristieken, restricties en outperformance-verwachtingen opgenomen.

Deze tabel is ook in het mandaat opgenomen:

Beleggingscategorie	Minimum	Norm	Maximum	Beleggingsfondsen	Benchmark	Actief / passief	tracking error limiet	Out-performance target
Developed Equity	25%	35%	45%					
	Binnen beleggingscategorie							
	50%*	65%	80%	GMO US Equity Fund	Russell 3000 Index	Actief	6%	1,50%
	20%	35%	50%*	GMO International Equity Fund	MSCI EAFE Index	Actief	6%	1,50%
	0%	0%	20%**	GMO U.S. Small Cap Value Fund	S&P SmallCap 600 Value Index	Actief	6%	1,50%
Emerging Equity	18%	24%	30%	GMO Emerging Markets Fund	MSCI EM Net Total Return Index	Actief	6%	1,50%
Credits IG (inclusief non- euro DM staatsobligaties)	2%	10%	14%					
	Binnen beleggingscategorie							
	20%	30%	40%	GMO Multi-Sector Fixed Income Fund	Bloomberg Barclays US Aggregate Index	Actief	3%	1,00%
	60%	70%	80%	GMO Global Bond Investment Fund	JP Morgan GBI Global	Actief	3%	1,00%
Emerging Market Debt	12%	20%	24%					
	Binnen beleggingscategorie							
	0%	100%	100%	GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund	J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified	Actief	5%	1,50%
	0%	0%	100%**	GMO Emerging Country Debt Fund	J.P. Morgan EMBI Global Index	Actief	5%	1,50%
Global High Yield	3%	11%	15%					
				GMO High Yield Fund	Markit Iboxx USD Liquid High Yield Index	Actief	3%	0,50%
Cash / Cash Plus	0%	0%	40%	BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)	Euro 7 day LIBID Index	N/A	N/A	0,00%

* De in de tabel bij Developed Equity opgenomen ondergrens m.b.t. het GMO US Equity Fund en de bovengrens bij het GMO Internationa Equity Fund gelden pas na 1 jaar nadat de tabel in het mandaat van GMO is opgenomen. Voor die periode is de ondergrens m.b.t. het GMO US Equity Fund 0% en de bovengrens bij het GMO Internationa Equity Fund 100%. Deze transitieperiode is gewenst gezien de verregaande financiële implicaties van het vernieuwde beleid - met meer restricties en inkadering - qua kosten en rendementsverwachtingen (zie bijlage 3 bij Appendix E).

** De positie in aantal aandelen in dit fonds per 1 oktober 2020 mag niet meer uitgebreid worden.

Onderstaand wordt ieder beleggingsfonds uit bovenstaande tabel nader beschreven.

4. Uitgebreide beschrijving van de specificaties van de fondsen die GMO mag gebruiken in het mandaat:

A. GMO U.S. Equity Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen ontwikkelde markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar aandelen ontwikkelde markten heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. Een deel van de belegging vindt plaats via het GMO U.S. Equity Fund, het overige deel vindt plaats via het GMO International Equity Fund en het US Small Cap Fund. Het GMO U.S. Equity Fund is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de Russell 3000 Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 10%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door hoofdzakelijk in de aandelenmarkt van de V.S. te beleggen. GMO selecteert de aandelen die het beleggingsfonds koopt en verkoopt gebaseerd op evaluaties van de financiële informatie die de ondernemingen publiceren, maar ook op basis van corporate governance, duurzaamheidscriteria, de totale economie en overheidsbeleid.

Bij het selecteren van effecten voor het beleggingsfonds maakt GMO gebruik van een combinatie van methoden om effecten te identificeren waarvan GMO denkt dat deze relatief aantrekkelijk zijn. Sommige van deze methoden evalueren individuele ondernemingen of groepen ondernemingen gebaseerd op de ratio van de koers ten opzichte van historische financiële informatie en voorspellingen voor de financiële informatie zoals geïnvesteerd kapitaal, winstgevendheid, cashflow en winst en een vergelijking van ratio's ten opzichte van gemiddeldes voor de sector, markt of de onderneming. Andere methoden focussen op informatie als koersontwikkeling of de volatiliteit van een categorie, effect of een groep effecten relatief ten opzichte van de US-aandelenmarkt. Bij het construeren van de portefeuille houdt GMO rekening met een aantal factoren als omvang van de positie, industrie en sector, marktkapitalisatie, liquiditeit en transactiekosten.

Het is mogelijk dat het beleggingsfonds van tijd tot tijd een substantiële exposure kent naar een bepaalde categorie, industrie, sector of marktkapitalisatie. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in effecten van ondernemingen van alle marktkapitalisaties. Als een alternatief voor het direct beleggen in aandelen kan het beleggingsfonds beleggen in derivaten en ETF's. Het beleggingsfonds kan ook in het kader van vergemakkelijken van doeltreffend (efficiënt) portefeuillebeheer beleggen in derivaten en ETF's om een bepaald niveau van exposure te bereiken en als substituut voor securities lending. Derivaten kunnen zijn futures, opties en swaps.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" van Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door onder normale omstandigheden minimaal 80% van het vermogen direct en indirect (via onderliggende beleggingsfondsen of derivaten) te beleggen in aandelen die economisch verbonden zijn aan de V.S. De term "aandelen" refereert aan

directe en indirecte beleggingen in reguliere aandelen en preferente aandelen en andere aan aandelen gerelateerde effecten als convertibles, depositary receipts en REIT's.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd en direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

B. GMO International Equity Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen ontwikkelde markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar aandelen ontwikkelde markten heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. Een deel van de belegging vindt plaats via het GMO International Equity Fund, het overige deel vindt plaats via het GMO U.S. Equity Fund en het US Small Cap Fund. Het GMO International Equity Fund is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de MSCI EAFE Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 10%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door hoofdzakelijk in de aandelenmarkt van ontwikkelde markten exclusief de V.S. te beleggen. GMO selecteert de aandelen die het beleggingsfonds koopt en verkoopt gebaseerd op evaluaties van de financiële informatie die de ondernemingen publiceren, maar ook op basis van corporate governance, duurzaamheidscriteria, koersen, andere markten (obligaties en valuta), de totale economie en overheidsbeleid.

Bij het selecteren van effecten voor het beleggingsfonds maakt GMO gebruik van een combinatie van methoden om effecten te identificeren waarvan GMO denkt dat deze relatief aantrekkelijk zijn. Sommige van deze methoden evalueren individuele ondernemingen of groepen ondernemingen gebaseerd op de ratio van de koers ten opzichte van historische financiële informatie en voorspellingen voor de financiële informatie zoals geïnvesteerd kapitaal, winstgevendheid, cashflow en winst en een vergelijking van ratio's ten opzichte van gemiddeldes voor de sector, markt of de onderneming. Andere methoden focussen op informatie als koersontwikkeling of de volatiliteit van een categorie, effect of een groep effecten relatief ten opzichte van de internationale aandelenmarkt. Bij het construeren van de portefeuille houdt GMO rekening met een aantal factoren als omvang van de positie, de industrie en de sector, marktkapitalisatie, liquiditeit, transactiekosten en exposure naar specifieke industrieën en sectoren, landen, regio's en valuta.

Het is mogelijk dat het beleggingsfonds van tijd tot tijd een substantiële exposure kent naar een bepaalde categorie, industrie, sector, land, regio of valuta. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in effecten van ondernemingen van alle marktkapitalisaties. Als een alternatief voor het direct beleggen in aandelen kan het beleggingsfonds beleggen in derivaten en ETF's. Het beleggingsfonds kan ook beleggen in derivaten en ETF's om een bepaald niveau van exposure te

bereiken en als substituuat voor securities lending. Derivaten kunnen zijn futures, opties, valuta forwards en swaps.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door onder normale omstandigheden minimaal 80% van het vermogen direct en indirect (via onderliggende fondsen of derivaten) te beleggen in aandelen. De term "aandelen" refereert aan directe en indirecte beleggingen in reguliere aandelen en preferente aandelen en andere aan aandelen gerelateerde effecten als convertibles, depositary receipts en REIT's.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd en direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

C. GMO U.S. Small Cap Value Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen ontwikkelde markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar emerging market debt heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder

Omdat beleggingen in het GMO U.S. Small Cap Value Fund wel conform de investment cases tot de geschikt geachte categorie aandelen ontwikkelde markten behoort en periodiek aantrekkelijker zijn gewaardeerd dan big- or mid cap aandelen, maar deze aandelen minder goed aansluiten bij de aandelen die in de MSCI World index - die om praktische redenen in de SAA-studie is gebruikt - zitten, is de allocatie naar het GMO U.S. Small Cap Value Fund begrensd. Het actief beheer-risico neemt t.o.v. de bij de SAA-studie gebruikte benchmark iets toe, maar door de diversificatie neemt het risico m.b.t. de gehele categorie ook weer af. De begrenzing betekent dat het bestuur toestaat dat de bestaande hoeveelheid aandelen in het GMO U.S. Small Cap Value Fund door koerswinsten mag aangroeien tot maximaal 20% van de categorie aandelen ontwikkelde markten., maar dat het de vermogensbeheerder niet is toegestaan deze positie actief uit te breiden. Bij de volgende SAA-studie zal vooraf beter beoordeeld worden of de keuze voor een World index niet te restrictief is en uitgebreid moet worden met andere indices die aanwezig zijn in de markt voor aandelen ontwikkelde markten teneinde de diversificatiemogelijkheden te vergroten. Het is de vermogensbeheerder overigens natuurlijk wel toegestaan de allocatie actief te verkleinen, indien dit kan geschieden middels zeer lage transactiekosten en het naar de mening van de vermogensbeheerder opportuun is de allocatie te verkleinen.

Het bestuur heeft bovenstaande restrictie in de IMA en de beleggingsrichtlijnen opgenomen. Bij het monitoren of categorieën en beleggingsfondsen de bandbreedtes niet overschrijden wordt de exposure naar het GMO U.S. Equity Fund vanzelfsprekend meegenomen op de regel voor aandelen ontwikkelde markten.

Het GMO U.S. Small Cap Value Fund is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de S&P small cap 600 value index (de officiële benchmark van het fonds) en de Russell 2000 Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 10%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door hoofdzakelijk te beleggen in aandelen van Amerikaanse ondernemingen die opgenomen zijn in de benchmark of waarvan de marktkapitalisatie op het moment van aankoop kleiner is dan dat van de 1.000 grootste beursgenoteerde ondernemingen. GMO bepaalt de te kopen en te verkopen aandelen gebaseerd op haar evaluatie van gepubliceerde financiële informatie en corporate governance, duurzaamheidscriteria, koersen, de totale economie en overheidsbeleid.

Bij het selecteren van effecten voor het beleggingsfonds maakt GMO gebruik van een combinatie van methoden om effecten te identificeren waarvan GMO denkt dat deze relatief aantrekkelijk zijn. Sommige van deze methoden evalueren individuele ondernemingen of groepen ondernemingen gebaseerd op de ratio van de koers ten opzichte van historische financiële informatie en voorspellingen voor de financiële informatie zoals geïnvesteerd kapitaal, winstgevendheid, cashflow en winst en een vergelijking van ratio's ten opzichte van gemiddeldes voor de sector, markt of de onderneming. Andere methoden focussen op informatie als koersontwikkeling of de volatiliteit van een categorie, effect of een groep effecten relatief ten opzichte van de US-aandelenmarkt. Bij het construeren van de portefeuille houdt GMO rekening met een aantal factoren als omvang van de positie, industrie en sector, marktkapitalisatie, liquiditeit en transactiekosten.

Het is mogelijk dat het beleggingsfonds van tijd tot tijd een substantiële exposure kent naar een bepaalde categorie, industrie, sector of marktkapitalisatie. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in effecten van ondernemingen van alle marktkapitalisaties.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd en direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

D. GMO Emerging Markets Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen opkomende markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar aandelen opkomende markten heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het GMO Emerging Markets Fund. Dit is een actief beheerd

beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de MSCI Emerging Markets Index. GMO gebruikt zowel kwantitatieve als fundamentele technieken om op basis van factoren landen, sectoren en aandelen te selecteren. De factoren bestaan onder andere uit waardering, kwaliteit, koerspatronen en volatiliteit, macro-economische factoren en ESG-criteria. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 10%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door onder normale omstandigheden minimaal 80% van het vermogen direct en indirect (via onderliggende fondsen of derivaten) te beleggen in opkomende markten. Additioneel op het primair beleggen in aandelen van ondernemingen in opkomende markten kan het beleggingsfonds beleggen in aandelen van ondernemingen waarvan GMO verwacht dat deze zullen profiteren van groei in opkomende markten. GMO past de portefeuille ook aan voor factoren als omvang, marktkapitalisatie en exposure naar specifieke sectoren, landen, regio's en valuta. Op sommige momenten kan het beleggingsfonds substantiële exposure kennen naar een aandeel, industrie, sector, land, regio of valuta. Het beleggingsfonds mag in aandelen beleggen van alle marktkapitalisaties.

Als een alternatief voor het direct beleggen in aandelen kan het beleggingsfonds ook beleggen in ETF's en derivaten. Het beleggingsfonds mag ook in derivaten en ETF's beleggen om elementen van haar beleggingsexposure aan te passen en als een substituuut voor securities lending. Derivaten kunnen bestaan uit opties, futures, valuta forwards, swapcontracten en repo's.

Het beleggingsfonds kan haar posities in valuta over- en onderwegen ten opzichte van de benchmark.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd en direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

E. GMO Multi-Sector Fixed Income Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar credits investment grade. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar credits investment grade heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt gedeeltelijk plaats via het GMO Multi-Sector Fixed Income Fund. Dit is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,00% ten opzichte van de Bloomberg Barclays US Aggregate Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 3%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

Het beleggingsfonds kent in principe twee componenten. De eerste component streeft naar een rendement in lijn met de benchmark. De tweede component tracht waarde toe te voegen relatief ten opzichte van de benchmark door te beleggen in instrumenten die niet de benchmark tracken. Dit zijn hoofdzakelijk beleggingen in rente- en valutaderivaten en indirect via andere GMO beleggingsfondsen en ETF's en directe beleggingen in asset-backed, corporate, government en emerging country debt effecten. Deze tweede component kan ervoor zorgen dat de performance van het beleggingsfonds significant afwijkt van de benchmark.

GMO gebruikt een kwantitatieve benadering die ook rekening houdt met fundamentele en op prijs gebaseerde factoren. GMO evalueert de relatieve aantrekkelijkheid van markten en instrumenten gebruikmakend van verschillende vastrentende risicoparameters o.a. rentetermijnstructuur, valutarisico, volatiliteit, kredietrisico en liquiditeitsrisico.

GMO kan ook de relatieve aantrekkelijkheid van rentecurves en duration posities in deze markten beoordelen. Aanvullend tracht GMO kansen te identificeren die zich voordoen door ongebruikelijke marktomstandigheden die niet worden geïdentificeerd door de kwantitatieve modellen. GMO gebruikt diverse modellen en portefeuilleconstructie technieken om het risico te beheersen.

GMO gebruikt eigen modellen om opportunistisch te alloceren over sectoren (bijvoorbeeld investment grade en high yield) en systematisch beleggingen identificeren in deze sectoren met de beste risico/rendement profielen.

Het beleggingsfonds kan beleggen in:

- (i) obligaties gedemoneerd in verschillende valuta inclusief non-U.S. en U.S. government bonds en bedrijfsobligaties;
- (ii) aandelen van het GMO Opportunistic Income Fund;
- (iii) aandelen van het GMO Emerging Country Debt Fund;
- (iv) ETF's;
- (v) aandelen van het GMO U.S. Treasury Fund, money market funds die niet door GMO worden beheerd en direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

Het is het beleggingsfonds verder toegestaan te beleggen in short sales en derivaten, waaronder futures, valuta- en rente-opties, valuta forwards, repo's en reverse repo's, swapcontracten, total return swaps, interest rate swaps en valutaswaps. Het beleggingsfonds is niet gelimiteerd in het gebruik van derivaten of in de totale notional van de derivatenposities.

Het beleggingsfonds verwacht materiële (historisch 0 tot 6%) exposure te hebben naar US ABS en emerging market debt met een below investment grade credit rating hoofdzakelijk als een resultaat van de belegging in aandelen van het GMO Opportunistic Income Fund en het GMO Emerging Country Debt Fund.

GMO hanteert een tracking error ten opzichte van de benchmark van 1% tot 3% over een volledige marktcyclus en een verwachte duration die varieert binnen twee jaar van de duration van de benchmark.

Het beleggingsfonds belegt direct en indirect minimaal 80% van de totale activa in obligaties. Het beleggingsfonds mag beleggen in effecten van ondernemingen van allerlei marktkapitalisaties.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf “Securities lending (uitlenen van effecten)” in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Hoewel leverage geen belangrijke component is van de beleggingsstrategie van het beleggingsfonds kan het voorkomen dat het beleggingsfonds op enig moment een exposure kent die groter is dan het vermogen en dat daardoor het risico ook verhoogd is.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

F. GMO Global Bond Investment Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar credits investment grade. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar credits investment grade heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt gedeeltelijk plaats via het GMO Global Bond Investment Fund. Dit is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,00% ten opzichte van de JP Morgan GBI Global Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 3%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

Het beleggingsfonds tracht haar doelstelling te bereiken door minimaal 50% van de totale activa te beleggen in staatsleningen, investment grade obligaties (inclusief converteerbare obligaties) gedenomineerd in verschillende valuta of in multi-currency units en in derivaten die hieraan relateren. Het beleggingsfonds kan beleggen in vastrentende waarden van alle looptijden van zowel U.S. als non-U.S. uitgevende instellingen.

Het beleggingsfonds kan tevens beleggen in floating rate securities en zero coupon securities. Voor efficiënt portefeuille management kan het beleggingsfonds beleggen in repurchase agreements, reverse repurchase agreements en dollar roll agreements. Daarnaast kan het beleggingsfonds beleggen in mortgage backed en andere asset backed securities, inclusief collateral mortgage obligations en interest-only of principal-only securities.

Het beleggingsfonds mag ook beleggen in geïndexeerde securities waarbij de hoofdsom en/of de coupon geïndexeerd worden op basis van de prijs van andere effecten, indices, valuta of andere financiële indicatoren. Het beleggingsfonds mag beleggen in fondstoplossingen waarvan de onderliggende beleggingen een korte rentegevoeligheid hebben. Deze kunnen worden beheerd door de vermogensbeheerder, dochterondernemingen van de vermogensbeheerder of derde partijen.

Niet meer dan 20% van de totale activa van het beleggingsfonds mag worden belegd in closed-end fondstoplossingen. Het beleggingsfonds mag maximaal 40% beleggen in één enkel Fund-of-funds.

De vastrentende waarden waarin het beleggingsfonds mag beleggen dienen een rating van investment grade te hebben of als deze geen rating kennen dan dient de vermogensbeheerder van

mening te zijn dat deze minimaal een equivalente rating kent. In afwijking van deze regel mag het beleggingsfonds tot maximaal 25% van de totale activa beleggen in vastrentende waarden met een rating lager dan investment grade. Het fonds mag tot maximaal 15% van de totale activa beleggen in illiquide beleggingen, waarbij de limieten van toepassing zijn op het moment van aankoop van de betreffende belegging.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van derivaten voor beleggingsdoeleinden, het afdekken van risico's of efficiënt portefeuillebeheer. Als een resultaat hiervan is het mogelijk dat het beleggingsfonds leverage kent. Hoewel er geen absolute of procentuele limitering geldt voor de mate van leverage, beheerst het beleggingsfonds de netto marktexposure door het beheersen van de tracking error relatief ten opzichte van de benchmark en de totale volatiliteit.

Het beleggingsfonds mag tot een maximum van 25% gebruik maken van geleend geld onder de voorwaarde dat het een tijdelijke lening betreft.

Bij het aangaan van derivatenposities zorgt het beleggingsfonds ervoor dat de totale exposure van het beleggingsfonds naar een tegenpartij niet meer bedraagt dan 30% van de totale activa van het beleggingsfonds. De exposure naar ieder tegenpartij wordt door zowel de vermogensbeheerder als de custodian van het beleggingsfonds gemonitord op continue basis.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

G. GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar emerging market debt. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar emerging market debt heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging kan plaats vinden via het GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund. Dit is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 5%. De feitelijke ex-post tracking error wordt op maandbasis door GMO gerapporteerd.

Het beleggingsfonds belegt hoofdzakelijk in schulden ("local currency debt") van overheden en semi-overheidsinstellingen (waarvan de verplichtingen door een overheid zijn gegarandeerd) van opkomende landen, maar het beleggingsfonds kan tevens beleggen in leningen uitgegeven door ondernemingen uit opkomende landen in local currencies.

Het beleggingsfonds streeft naar valuta- en rentekarakteristieken die overeenkomen met de benchmark door te beleggen direct en indirect (bijvoorbeeld via andere beleggingsfondsen en derivaten) hoofdzakelijk in vastrentende waarden uitgegeven door overheden en semi-overheidsinstellingen economisch verbonden met opkomende markten.

Gegeven het beperkte aantal landen in de benchmark in vergelijking met het universum van opkomende landen, zijn de exposures in aantal van het beleggingsfonds naar credit, valuta of rente typisch groter dan van de benchmark.

Het beleggingsfonds verkrijgt haar exposure door het kopen van vastrentende waarden uitgegeven door overheden en semi-overheidsinstellingen of door het gebruik van derivaten zoals renteswaps, valutaforwards of total return swaps. De intentie is om op die manier vergelijkbare exposures als de benchmark te creëren. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in vastrentende waarden van ondernemingen, maar het is niet de verwachting dat deze exposure substantieel zal zijn.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in alle kredietkwaliteiten inclusief vastrentende waarden die in default zijn. Bij het samenstellen van de portefeuille houdt de vermogensbeheerder rekening met risico's zowel op portefeuilleniveau als op het niveau van de individuele effecten en houdt daarbij rekening met factoren als duration, spread duration, default duration en de individuele risico's van ieder instrument. De vermogensbeheerder gebruikt een bottom-up benadering gebruikmakend van fundamentele analyse bij het selecteren van beleggingen. De vermogensbeheerder houdt tevens rekening met de outlook van het land.

Het beleggingsfonds belegt hoofdzakelijk in local currencies of valuta afgedekt naar de local currencies van de benchmark. Het is het beleggingsfonds toegestaan andere valuta van opkomende landen te gebruiken voor beleggingsdoeleinden of voor het afdekken van valutarisico's. Het is de verwachting dat de volatiliteit van het beleggingsfonds hoger is dan de volatiliteit van de benchmark.

Het beleggingsfonds past haar valuta exposure aan om gebruik te maken van de relatieve aantrekkelijkheid van wereldwijde valutamarkten terwijl het grotendeels neutraal blijft ten opzichte van de US-dollar op portefeuilleniveau. Op de zelfde wijze past het beleggingsfonds de rentegevoeligheid aan om gebruik te maken van de relatieve aantrekkelijkheid van wereldwijde rentemarkten terwijl op portefeuilleniveau de duration grotendeels gelijk wordt gehouden aan de benchmark.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in beursgenoteerde en OTC-derivaten, inclusief opties, swaps (inclusief credit default swaps), valuta forwards, reverse repurchase agreements en futures. Het beleggingsfonds mag ook derivaten gebruiken om exposures en risico's af te dekken. Het beleggingsfonds is niet beperkt in het gebruik van derivaten of in de notional waarde van de derivaten. Als een resultaat van de derivatenposities kan het beleggingsfonds een gross exposure hebben dat groter is dan de netto waarde (het beleggingsfonds zal dan leverage kennen).

Het is mogelijk dat het beleggingsfonds indirect exposures kent naar effecten door te beleggen in andere fondsoplossingen. Dergelijke fondsoplossingen kunnen gevestigd zijn in gereguleerde en ongereguleerde rechtsgebieden en kunnen worden beheerd door de vermogensbeheerder, haar dochterondernemingen of derde partijen. Niet meer dan 20% van de totale activa van het beleggingsfonds mag belegd zijn in closed-end fondsoplossingen. Niet meer dan 60% van de totale activa van het beleggingsfonds mag belegd zijn in open-end fondsoplossingen. Het beleggingsfonds mag beleggen in beleggingsfondsen die beleggen in vastrentende waarden met een korte looptijd of die een gelijk beleggingsdoel kennen als het beleggingsfonds zelf.

Eventuele wijzigingen in de beleggingsdoelstelling of materiële wijzigingen in het beleggingsbeleid kunnen uitsluitend worden besloten nadat de aandeelhouders met een meerderheid hebben ingestemd. Wanneer tot een wijziging wordt besloten krijgen aandeelhouders een redelijke

notificatieperiode zodat zij hun belegging terug kunnen halen voordat de wijzigingen worden doorgevoerd.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in Appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

H. GMO Emerging Country Debt Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar emerging market debt. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar emerging market debt heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. Het GMO Emerging Country Debt Fund belegt in hard currency.

Omdat beleggingen in het GMO Emerging Country Debt Fund conform de investment cases tot de geschikt geachte categorie emerging market debt behoren en periodiek aantrekkelijker zijn gewaardeerd dan EMD local currency, wordt in dit fonds door GMO belegd. Bij de SAA-studie is voor de benchmarkkeuze gekozen voor een local currency 100% euro hedged benchmark. De beleggingen van dit GMO-fonds wijken dus ietwat af van die in de bij de ALM-studie gebruikte benchmark zitten, maar risicoteknisch liggen ze door de euro-hedge minder ver uit elkaar. Ook is de in de SAA-studie gebruikte benchmark sterk geconcentreerd in China, wat ook additionele risico's met zich brengt. Om die reden en diversificatieoverwegingen is ook de mogelijkheid van allocatie naar het GMO Emerging Country Debt Fund opgenomen in de categorie emerging market debt. Bij de volgende SAA-studie zal beoordeeld worden of de verschillende keuzes tot significant andere uitkomsten leiden, hetgeen niet de verwachting is. Tot die tijd zal de positie in het GMO Emerging Country Debt Fund niet uitgebreid worden. Het is de vermogensbeheerder ook toegestaan een positie op te bouwen in het GMO Emerging Country Local Debt Investment Fund (zie bovenstaand) dat ook onderdeel uitmaakt van het huidige strategische beleggingsbeleid van het pensioenfonds.

Het bestuur heeft vermogensbeheerder GMO bovenstaande restrictie in de IMA en de beleggingsrichtlijnen opgenomen. Bij het monitoren of categorieën en beleggingsfondsen de bandbreedtes voor de categorie Emerging Market Debt niet overschrijden worden de exposures naar beide fondsen vanzelfsprekend meegenomen.

Het GMO Emerging Country Debt Fund is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 1,50% ten opzichte van de J.P. Morgan EMBI Global Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 5%.

Het beleggingsfonds belegt hoofdzakelijk in hard currency debt van overheden en semi-overheidsinstellingen van opkomende landen of van instellingen die eigendom zijn van deze overheden of waarvan de leningen door deze overheden zijn gegarandeerd. Onder normale omstandigheden belegt het beleggingsfonds direct en indirect minimaal 80% van het vermogen in leningen die economisch verbonden zijn met opkomende landen. Het beleggingsfonds verstaat onder

opkomende landen, landen die opgenomen zijn in de benchmark of landen die een vergelijkbaar BNP kennen of een vergelijkbare geschiedenis kennen voor wat betreft defaults. Het is de verwachting dat de performance van het beleggingsfonds volatieler is dan de performance van de benchmark.

Het beleggingsfonds verkrijgt haar exposure door het aankopen van leningen of door het aangaan van derivaten, meestal credit default swaps. Het beleggingsfonds mag in leningen beleggen van alle kredietkwaliteiten inclusief leningen die in default zijn. Het is het beleggingsfonds tevens toegestaan te beleggen in bedrijfsobligaties. De beleggingen waarin het beleggingsfonds belegt zijn normaliter genoteerd in US dollar, euro, Japanse yen, Zwitserse franc of Britse pond, echter na valuta-afdekking is normaliter circa 75% van de exposure van het beleggingsfonds in US dollar.

Het beleggingsfonds belegt normaliter in minder liquide leningen met de intentie deze aan te houden voor een lange periode.

Bij het construeren van de portefeuille houdt GMO rekening met het risico op zowel portefeuilleniveau als op individueel effect niveau en houdt verder rekening met factoren als duration, spread duration, liquiditeit, transactiekosten, default duration en het idiosyncratische risico van ieder instrument. Bij het nemen van beleggingsbeslissingen benadrukt GMO de analyse van risico-rendement karakteristieken van het individuele instrument in een bepaald land en de outlook voor het betreffende land. GMO gebruikt fundamentele analysetechnieken als basis voor de totale analyse.

GMO tracht de doelen van het beleggingsfonds te realiseren door tevens te beleggen in derivaten (opties, renteswaps, credit default swaps, valuta forwards en repo's) en ETF's.

Hoewel leverage geen belangrijk component is van de beleggingsstrategie van het fonds kan het voorkomen dat het fonds op enig moment een exposure kent die groter is dan het vermogen en dat daardoor het risico ook verhoogd is. De performance van het fonds kan substantieel worden beïnvloed door de beleggingen en indices onderliggend aan de derivaten.

GMO streeft overwegend naar een duration voor het fonds die hetzelfde is als die van de benchmark.

Het is het fonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd, direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het fonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

I. GMO High Yield Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar global high yield. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar global high yield heeft het pensioenfonds GMO geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het GMO High Yield Fund. Dit is een actief beheerd beleggingsfonds dat streeft naar een outperformance op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar van 0,50% ten opzichte van de Markit iBoxx USD Liquid High Yield Index. De maximale tracking error gemeten over een voortschrijdende periode van 3 jaar bedraagt 3%.

GMO gebruikt een systematische factor benadering. GMO gebruikt kwantitatieve modellen, index sampling technieken en diversificatie, liquiditeit en kostenoverwegingen om beleggingsbeslissingen te nemen voor het beleggingsfonds. Het beleggingsfonds belegt in U.S. high yield obligaties en andere instrumenten die high yield obligatie exposure bieden. Hieronder vallen fallen angel obligaties (obligaties die aanvankelijk als investment grade zijn uitgegeven, maar sindsdien downgraded zijn tot below investment grade), obligaties met een korte resterende looptijd, ETF's, credit default swaps op high yield indices en swaps op ETF's. Het is het beleggingsfonds ook toegestaan te beleggen in non-U.S. high yield obligaties en andere instrumenten die non-U.S. high yield obligatie exposure bieden. In aanvulling op de obligaties en derivaten die hierboven zijn weergegeven, mag het beleggingsfonds beleggen in beursgenoteerde en over-the-counter (OTC) derivaten voor efficiënt portefeuille management of het verlagen van risico's. Dit zijn onder andere derivaten als repo's, opties, futures, swapcontracten, swaptions en valutaderivaten.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" in appendix E staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Hoewel leverage geen belangrijk component is van de beleggingsstrategie van het beleggingsfonds kan het voorkomen dat het beleggingsfonds op enig moment een exposure kent die groter is dan het vermogen en dat daardoor het risico ook verhoogd is.

Voor onderpand en cash management doeleinden mag het beleggingsfonds beleggen in cash equivalenten (zoals treasury bills, treasury floating rate notes en Federal Home Loan Bank discount notes en andere agency notes), money market instrumenten, andere vastrentende waarden (inclusief non-U.S. vastrentende waarden) en instrumenten als corporate notes, convertible debt securities en preferente securities. Ook kan het beleggingsfonds beleggen in ETF's, investment trusts en closed-end funds die hoofdzakelijk beleggen in high yield obligaties.

Onder normale omstandigheden belegt het beleggingsfonds direct en indirect minimaal 80% van haar beleggingen in high yield obligaties. High yield obligaties zijn in het algemeen obligaties met een credit rating van BB+ en lager van S&P Global Ratings of Ba1 en lager van Moody's Investors Service, Inc. De beleggingen kunnen ook unrated obligaties bevatten waarvan GMO heeft beoordeeld dat deze van vergelijkbare kwaliteit zijn met dergelijke ratings.

Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in het U.S. Treasury Fund, in money market funds die niet door GMO worden beheerd, direct in instrumenten die typisch door money market funds worden aangehouden en in vastrentende waarden uitgegeven door non-U.S. ontwikkelde landen en hun agencies en instrumenten.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

GMO rapporteert periodiek over de posities, het risico en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

J. BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)

Het beleggingsfonds streeft naar een rendement dat minimaal gelijk is aan de Euro 7 day LIBID Index. Het is het beleggingsfonds toegestaan te beleggen in verschillende beursgenoteerde effecten zowel

binnen als buiten de Eurozone. In euro genoteerde effecten kunnen zijn leningen uitgegeven door lidstaten van de EU of andere overheden of hun agentschappen en effecten uitgegeven door of gegarandeerd door supranationale entiteiten of publieke internationale entiteiten, banken, ondernemingen of andere commerciële emittenten.

Het beleggingsfonds hanteert een weighted average maturity van 60 dagen of minder en een weighted average life van 120 dagen of minder.

Het beleggingsfonds belegt uitsluitend in effecten met een looptijd bij uitgifte of een resterende looptijd van 397 dagen of minder.

Minimaal 7,5% van het vermogen zal dagelijks expireren en minimaal 15% van het vermogen zal wekelijks expireren. Indien het beleggingsfonds belegt in andere fondsoptlossingen dienen dit short-term money market funds te zijn welke voldoen aan de MMF-regulering.

In aanvulling op bovenstaande zal de vermogensbeheerder rekening houden met milieu en andere karakteristieken bij het selecteren van beleggingen voor het beleggingsfonds als een niet-financieel doel en zal meer dan 80% van het vermogen van het beleggingsfonds directe investeringen uitsluiten in uitgevende instellingen die op het moment van aankoop:

- ix) Exposure hebben naar de productie van controversiële wapens (nucleair, cluster munitie, biologisch-chemisch, landmijnen, verrijkt uranium of brandwapens);
- x) Exposure hebben naar de productie van, of 5% of meer van hun omzet behalen via de distributie van, vuurwapens en munitie voor handvuurwapens voor burgergebruik;
- xi) 15% of meer van hun omzet behalen uit het winnen van fossiele brandstoffen, exploratie en/of raffinage;
- xii) 15% of meer van hun omzet behalen uit steenkoolwinning en/of opwekking van nucleaire energie;
- xiii) 15% of meer van hun omzet behalen uit de productie of distributie van teerzanden of oliezanden;
- xiv) Enige exposure hebben naar de productie van en/of 15% of meer van hun omzet behalen uit de detailhandel, distributie en/of verkregen licenties rondom tabak;
- xv) Minder dan gemiddelde praktijken voeren op het gebied van milieu op basis van MSCI of een andere vergelijkbare ESG-research provider die door de vermogensbeheerder wordt gebruikt; en/of
- xvi) Betrokken zijn geweest bij schendingen van de UN Global Compact principes vastgesteld door MSCI of een andere vergelijkbare ESG-research provider die door de vermogensbeheerder wordt gebruikt.

De hierboven weergegeven criteria worden niet in aanmerking genomen bij het selecteren van effecten en instrumenten uitgegeven door overheden en publieke instellingen.

Het beleggingsfonds belegt uitsluitend in euro genoteerde effecten.

Het is het beleggingsfonds niet toegestaan gebruik te maken van securities lending.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

BIJLAGE 2B - Mandaat BlackRock voor Return Portefeuille (RP)

In het mandaat voor de RP voor mandaathouder BlackRock (BR) zijn in ieder geval de volgende zaken opgenomen:

1. Doelstelling

De doelstelling is een jaarlijkse outperformance van de fondsspecifieke samengestelde benchmark. SPA heeft per beleggingscategorie een fondsbenchmark vastgesteld waarbij de benchmarks uit de SAA-studie als uitgangspunt dienen. Voor het hele multi asset mandaat geldt een uit de asset categorie rendements-benchmarks samengestelde rendementsbenchmark die naar de gewichten van de asset categorie op grond van de richtniveaus berekend wordt. De doelstelling voor BR is als volgt geconcretiseerd:

- Een outperformance doelstelling over de fondsspecifieke samengestelde benchmark zoals in de tabel hieronder weergegeven op basis van de weergegeven normwegingen door tactische asset allocatie over de beleggingscategorieën van 25 bps.
- Een outperformance doelstelling door actief beheer binnen de beleggingscategorie van 25 bps.

De volgende tabel is hierbij van toepassing (als percentage van het RP-mandaatvermogen)

Tabel asset allocatie en samengestelde benchmark

Beleggings-categorie	Minimum	Norm	Maximum	Beleggingsfondsen	Benchmark	Actief / passief	Maximale tracking error	Outperformance target
Developed Equity	25%	35%	45%	BlackRock CCF Developed World ESG Screened Index Fund	MSCI World ex Select Controversies Net Total Return Index	Passief	0,30%	0,00%
Emerging Equity	18%	24%	30%	iShares Emerging Markets Index Fund	MSCI EM Net Total Return Index	Passief	0,70%	0,00%
Credits IG (inclusief non- euro DM staatsobligaties)	2%	10%	14%	iShares ESG Screened Global Corporate Bond Index Fund	Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index	Passief	0,50%	0,00%
Emerging Market Debt	12%	20%	24%	BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund	J.P. Morgan ESG GBI - EM Global Diversified	Actief	5,00%	2,00%
Global High Yield	3%	11%	15%	BlackRock Global High Yield ESG and Credit Screened Fund 100% EUR hedged	ICE BofAML Dev. Markets HY Constrained 100% EUR Hedged Index	Semi-actief	1,50%	0,00%
Cash / Cash Plus	0%	0%	40%	BlackRock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund (LEAF)	Euro 7 day LIBID Index	N/A	N/A	0,00%

De prestaties van BR zullen conform het beleid overigens ook worden vergeleken met de strategische benchmark van SPA zoals opgenomen in tabel 1 van het beleggingsplan (Appendix F). Die strategische benchmark van SPA maakt echter geen deel uit van de outperformance-doelstelling in het mandaat.

2. Restricties:

Op hoofdlijnen zijn de volgende restricties opgenomen of gerealiseerd met het mandaat:

- Een positie in een individueel financieel instrument⁵⁸ mag niet meer dan 1,25%⁵⁹ bedragen. Bij aandelen wordt zoveel mogelijk belegd in gereguleerde markten.
- De omvang in lager dan B gerate high yield producten (inclusief non-rated) producten wordt per toegestaan beleggingsfonds gemaximeerd.
- De landenverdeling of regio verdeling wijkt bij aandelenfondsen niet meer dan een vooraf bepaald maximum af van de toepasselijke benchmark. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.

⁵⁸ Bij beleggingsfondsen gelden dus de onderliggende individuele financiële instrumenten als meetpunt (doorkijk) en niet het beleggingsfonds zelf.

⁵⁹ Als percentage van de totale beleggingsportefeuille. Voor beleggingen in DM-staatsobligaties en (goed gespreide) beleggingsfondsen geldt dit maximum niet

- The sector-verdeling wijkt bij aandelenfondsen niet meer dan een vooraf bepaald maximum af van de toepasselijke benchmark. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- The option-adjusted duration wijkt bij vastrentende fondsen niet meer dan een gelimiteerd aantal jaren van de toepasselijke benchmark af. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- The option-adjusted spread duration wijkt bij vastrentende fondsen niet meer dan een gelimiteerd aantal jaren van de toepasselijke benchmark af. De specificatie per fonds vindt in de IMA plaats.
- Aandelen in beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen mogen maximaal 3,0% van het mandaatvermogen uitmaken.
- Mortgage Asset Backed Securities (MBS), Asset Backed Securities (ABS, commercial en andere) en Collateral Debt Obligations (bijvoorbeeld CMO's) mogen niet separaat als financieel instrument worden aangekocht, en indien deze instrumenten deel uitmaken van een gespreid belegd liquiditeits-, obligatie- of mix beleggingsfonds dat voor een toegestane beleggingscategorie gebruikt wordt, dan zijn CDO's, MBS en ABS's per categorie tot een hoogte van maximaal 2,25% van het totale mandaatvermogen toegestaan.
- Kosten: de kosten dienen marktconform te zijn en mogen geen performance-based fee bevatten.
- Maatschappelijk verantwoord beleggen: SPA heeft uitsluitend ESG beleggingsfondsen voor het BR mandaat gekozen die een ESG screening op grond van de wettelijke verboden en andere ESG-criteria hanteren. Onderstaand worden deze criteria bij de beschrijving van de fondsen nader beschreven.
- Rapportage: SPA wenst maandelijks en per kwartaal inzicht in de portefeuille. In de rapportage komen in ieder geval de volgende zaken aan bod:
 - Feitelijke portefeuillesamenstelling, allocatie en afwijking van de strategische benchmark van SPA, concentraties en regio- en landenverdeling;
 - Rendement en attributie van het rendement (zowel t.o.v. fondsbenchmark als t.o.v. strategische benchmark van SPA);
 - Monitoring van de tracking errors en andere restricties;
 - Er moet op Look-through gerapporteerd worden vanwege risico-inschattingen;
 - SPA wenst een jaarlijkse rapportage van alle kosten in het mandaat, inclusief een schatting van de transactiekosten (cf. pensioenfederatie-eisen).
- Beleggen in derivaten is toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken (bijvoorbeeld swaps en futures). Er mag geen leverage ontstaan in de portefeuille door het gebruik van derivaten.
- Voor de overige eisen die gesteld worden aan de mandaten wordt verwezen naar de ABTN, m.n. het strategische beleggingsbeleid.
- Het bestuur heeft per beleggingscategorie en per vermogensbeheerder vooraf bepaald waar wel actief beheer wordt toegepast en waar passief beheer wordt toegepast en welke beleggingsfondsen er mogen worden gebruikt. De beheersing en monitoring van het actief beheer risico wordt vormgegeven door maximum tracking errors t.o.v. de fondsspecifieke benchmark (zie tabel hierboven) en bovengenoemde restricties. Er mag in lijn met bovenstaande tabel slechts belegd worden in de volgende specifieke beleggingsfondsen:

Lijst van toegestane beleggingsfondsen:

De toegestane categorieën financiële instrumenten zoals deze volgen uit de investment cases zijn beperkt en ingekaderd d.m.v. het voorschrijven van bepaalde beleggingsfondsen (zie bijlage 3 Appendix E van de ABTN). In de mandaten wordt die limitatieve lijst met de beleggingsfondsen waarin belegd mag worden opgenomen (en die dus consistent zijn met de toegestane categorieën financiële instrumenten zoals deze volgen uit de investment cases), Daarmee wordt strak ingekaderd wat voor BR de reikwijdte van het beleggingsuniversum is. Er wordt per beleggingscategorie gespecificeerd welk beleggingsfonds geschikt is voor de beleggingscategorie, inclusief de bij het fonds behorende index en andere restricties en voorwaarden waar met een beperkte tracking error van afgeweken mag worden. Voorts wordt vastgelegd of het fonds actief beheerd wordt of passief en of en welke outperformance-target er is afgesproken.

In bovenstaande tabel zijn de in het mandaat van BR toegestane beleggingsfondsen opgenomen en de belangrijkste karakteristieken, restricties en outperformance-verwachtingen op opgenomen. Onderstaand wordt ieder beleggingsfonds uit deze tabel uitgebreid beschreven.

3. Uitgebreide beschrijving van de specificaties van de fondsen die BR mag gebruiken in het RP mandaat:

A. BlackRock CCF Developed World ESG Screened Index Fund

De beleggingen in dit beleggingsfonds maken onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen ontwikkelde markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar aandelen ontwikkelde markten heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het BlackRock CCF Developed World ESG Screened Index Fund dit is een zogeheten common contractual fund die de MSCI World ex Select Controversies Index volgt. Het pensioenfonds heeft hiervoor gekozen om voor dit deel van de beleggingsportefeuille een zo zuiver mogelijke exposure naar aandelen ontwikkelde markten te krijgen. Het is een belegging die passief wordt beheerd en die over een 3-jaars periode een maximaal toegestane tracking error heeft van 0,5%.

De benchmark die het pensioenfonds in het mandaat aan BlackRock uiteindelijk gebruikt wijkt af van de benchmark die voor de categorie aandelen ontwikkelde markten is gebruikt in de SAA-studie. Het pensioenfonds heeft echter na onderzoek kunnen vaststellen dat het risicoprofiel van de gebruikte benchmark index gelijk is aan het risicoprofiel van de MSCI World Index die in de SAA-studie is gebruikt.

Dit beleggingsfonds streeft naar een rendement door een combinatie van kapitaalgroei en inkomsten uit de activa van het beleggingsfonds dat het totale rendement weerspiegelt van de MSCI World ex Select Controversies Index, de benchmark index van het beleggingsfonds. Het beleggingsfonds

belegt voor zover dit mogelijk en praktisch haalbaar is in aandeleneffecten die deel uitmaken van de index van het beleggingsfonds.

De Index van het beleggingsfonds is erop gericht de prestatiekenmerken te weerspiegelen van een onderliggend aantal aandeleneffecten binnen de MSCI World Index (de 'Parent Index') die overblijven nadat de indexaanbieder (MSCI) effecten heeft uitgesloten op basis van de ratings op ecologisch, sociaal en governancegebied ("ESG"), zoals vastgesteld door de indexaanbieder. De Parent Index meet de prestaties van large- en mid-cap aandelen in ontwikkelde markten en een brede reeks aan sectoren die voldoen aan de criteria van MSCI voor omvang, liquiditeit en free float. Deze uitsluitingenlijst is opgesteld in samenwerking met meerdere Nederlandse pensioenfondsen en past in het beleggingsbeleid van het pensioenfonds om ESG mee te nemen in de overwegingen bij het selecteren van een beleggingsfonds.

Het beleggingsfonds maakt gebruik van optimalisatietechnieken om een rendement te behalen dat vergelijkbaar is met dat van zijn benchmark index. Deze technieken kunnen onder meer bestaan in de strategische selectie van bepaalde effecten die deel uitmaken van de benchmark index of andere effecten die een rendement bieden dat vergelijkbaar is met dat van bepaalde samenstellende effecten. Ze kunnen ook gebruik maken van derivaten.

Het Common Contractual Fund (CCF) is een Ierse fondsoptlossing die belastingvoordelen biedt voor Nederlandse pensioenfondsen. Hierdoor zijn de opbrengsten duidelijk hoger dan bij een ETF, waar minder bronbelasting teruggevraagd kan worden.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het beleggingsfonds mag gebruik maken van derivaten, maar alleen ten behoeve van het verlagen van risico's of efficiënt portefeuille beheer. Het beleggingsfonds mag tot een maximum van 10% gebruik maken van geleend geld onder de voorwaarde dat het een tijdelijke lening betreft.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

BlackRock rapporteert periodiek over de posities en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

B. iShares Emerging Markets Index Fund

De belegging in deze ETF maakt onderdeel uit van de strategische allocatie naar aandelen opkomende markten. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar aandelen opkomende markten heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het iShares Emerging Markets Index Fund dit is een zogeheten exchange traded fund (ETF) of indextracker die de MSCI Emerging Markets Index volgt. Het pensioenfonds heeft hiervoor gekozen om voor dit deel van de beleggingsportefeuille een zo zuiver mogelijke exposure naar aandelen opkomende markten te krijgen. Het is een belegging die passief wordt beheerd en die over een 3-jaars periode een verwachte tracking error heeft van 0,5%.

Om de doelstelling van het beleggingsfonds te realiseren is het beleid zoveel als mogelijk gericht op het beheren van een portefeuille die bestaat uit constituents van de MSCI Emerging Markets Index.

Het beleggingsfonds mag optimalisatietechnieken gebruiken om een performance te realiseren gelijk aan de benchmark. Het is derhalve niet de verwachting dat het beleggingsfonds te allen tijde ieder onderliggend aandeel uit de benchmark index zal aanhouden in dezelfde hoeveelheid als de wegingen in de benchmark index. Het is mogelijk dat het beleggingsfonds op enig moment belegt in aandelen die geen onderliggende constituents zijn van de benchmark index, maar wel een vergelijkbaar risicoprofiel kennen. Het is ook mogelijk dat het beleggingsfonds belegt in alle constituents van de benchmark index.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het beleggingsfonds mag gebruik maken van derivaten, maar alleen ten behoeve van efficiënt portefeuille beheer. Het beleggingsfonds mag tot een maximum van 10% gebruik maken van geleend geld onder de voorwaarde dat het een tijdelijke lening betreft.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in de prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

BlackRock rapporteert periodiek over de posities en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

C. iShares ESG Screened Global Corporate Bond Index Fund

De belegging in dit beleggingsfonds maakt onderdeel uit van de strategische allocatie naar de beleggingscategorie credits investment grade. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar credits investment grade heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via de iShares ESG Screened Global Corporate Bond Index Fund. Dit is een beleggingsfonds dat de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index volgt. Het pensioenfonds heeft hiervoor gekozen om voor dit deel van de beleggingsportefeuille een zo zuiver mogelijke exposure naar wereldwijde bedrijfsobligaties te krijgen. Het is een belegging die passief wordt beheerd en die over een 3-jaars periode een verwachte tracking error heeft van 0,2%.

Om de doelstelling van het beleggingsfonds te realiseren is het beleid zoveel als mogelijk gericht op het beheren van een portefeuille die bestaat uit constituents van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index. Het beleggingsfonds mag optimalisatietechnieken gebruiken om een performance te realiseren gelijk aan de benchmark.

Het beleggingsfonds belegt in vastrentende waarden (zoals obligaties) die deel uitmaken van de benchmark en past daarbij het hieronder beschreven beleid inzake milieu, maatschappij en governance ('ESG') toe.

De benchmark meet de prestaties van de vastrentende waarden van beleggingskwaliteit met vaste rente en vast-naar-variabele-rente met een looptijd van ten minste één jaar tot aan de eindvervaldag, uitgegeven door ondernemingen uit de industriële, nuts- en financiële sector op wereldwijde basis. De benchmark wordt gewogen op basis van de marktkapitalisatie en wordt maandelijks herzien.

De vastrentende waarden moeten van beleggingskwaliteit zijn (d.w.z. dat ze moeten voldoen aan een bepaald kredietwaardigheidsniveau) of volgens de indexaanbieder of BlackRock op het moment van

de aankoop over een gelijkwaardige rating beschikken. Indien de kredietrating van een vastrentende belegging wordt verlaagd, mag het beleggingsfonds het effect blijven houden tot het praktisch haalbaar is om het te verkopen.

Het beleggingsfonds maakt gebruik van technieken voor efficiënt portefeuillebeheer, om zich te beschermen tegen wisselkoersrisico, of om een rendement te realiseren dat lijkt op dat van de benchmark. Deze technieken kunnen bestaan uit de strategische selectie van bepaalde effecten die deel uitmaken van de benchmark of andere vastrentende waarden die een rendement bieden dat vergelijkbaar is met dat van bepaalde samenstellende effecten. Deze kunnen onder meer betrekking hebben op het gebruik van afgeleide financiële instrumenten (d.w.z. beleggingen waarvan de prijzen zijn gebaseerd op een of meer onderliggende activa).

Bij de selectie van de beleggingen van het beleggingsfonds zal de vermogensbeheerder een ESG-beleid toepassen om rekening te houden met ecologische, sociale en governance kenmerken (ESG). De vermogensbeheerder is voornemens om af te zien van directe belegging in onder andere, maar niet uitsluitend, emittenten van effecten die: actief zijn in of anderszins blootgesteld zijn aan de productie van controversiële wapens (clustermunitie, biochemische wapens, landmijnen, verarmd uranium, verblindende laserwapens of brandwapens); actief zijn in de productie van kernwapens, onderdelen daarvan of daarmee verbonden diensten; actief zijn in de productie, of een deel van hun inkomsten, dat volgens de beoordeling van de vermogensbeheerder substantieel is, ontlenen aan de verkoop van vuurwapens voor civiel gebruik; een deel van hun inkomsten, dat volgens de beoordeling van de vermogensbeheerder substantieel is, ontlenen aan warmteopwekking met ketelkool en daarmee verbonden energieopwekking; actief zijn in de productie van tabak of een deel van hun inkomsten, dat volgens de beoordeling van de vermogensbeheerder substantieel is, ontlenen aan de verkoop, distributie en licentiëring van tabaksproducten; volgens de beoordeling van de vermogensbeheerder het Global Compact-initiatief van de VN niet naleven; of betrokken zijn bij andere soortgelijke activiteiten waarvan de vermogensbeheerder (geheel naar eigen oordeel) heeft bepaald dat ze in strijd zijn met de ESG-beginselen van het beleggingsfonds. De vermogensbeheerder kan deze analyse verrichten aan de hand van gegevens die zijn verstrekt door externe leveranciers van ESG-onderzoek en interne modellen.

Het beleggingsfonds kan indirect worden blootgesteld aan effecten die niet aan deze ESG-criteria voldoen.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het beleggingsfonds mag gebruik maken van derivaten, maar alleen ten behoeve van efficiënt portefeuillebeheer. Het beleggingsfonds mag tot een maximum van 10% gebruik maken van geleend geld onder de voorwaarde dat het een tijdelijke lening betreft.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

BlackRock rapporteert periodiek over de posities en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

D. BlackRock Global High Yield ESG and Credit Screened Fund

De belegging in dit beleggingsfonds maakt onderdeel uit van de strategische allocatie naar de beleggingscategorie global high yield. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar global high yield heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het BlackRock Global High Yield ESG and Credit Screened Fund (euro hedged). Dit is een beleggingsfonds die de ICE BofAML Dev. Markets HY Constrained 100% Hedged Index volgt. Het pensioenfonds heeft hiervoor gekozen om voor dit deel van de beleggingsportefeuille een zo zuiver mogelijke exposure naar wereldwijde sub-investment grade bedrijfsobligaties te krijgen. Het is een belegging die passief wordt beheerd en die over een 3-jaars periode een verwachte tracking error heeft van 0,4%.

Het beleggingsfonds streeft ernaar zijn doelstelling te verwezenlijken door ten minste 80% van zijn activa te beleggen in door bedrijfsemissanten uitgegeven hoogrentende (d.w.z. onder beleggingskwaliteit of zonder rating) vastrentende effecten (zoals obligaties) en in instrumenten gerelateerd aan zulke vastrentende effecten, waaronder derivaten.

Het beleggingsfonds kan ook beleggen in vastrentende effecten uitgegeven door overheden, overheidsinstellingen en supranationale instellingen en/of vastrentende effecten van beleggingskwaliteit, instrumenten gerelateerd aan zulke vastrentende effecten, geldmarktinstrumenten, deposito's en cash.

De bedrijfsobligaties waarin het beleggingsfonds belegt kunnen zowel een vaste coupon als een variabele coupon kennen en zullen op het moment van aankoop voldoen aan de credit rating vereisten van de benchmark index, die sub-investment grade is. Hoewel het de bedoeling is dat de bedrijfsobligaties een sub-investment grade rating zullen hebben, is het mogelijk dat obligaties upgraded of downgraded worden. In een dergelijk geval zal het beleggingsfonds investment grade issues of issues met een rating van CC of lager aanhouden tot deze geen onderdeel meer uitmaken van de benchmark index en wanneer het volgens de vermogensbeheerder mogelijk en praktisch uitvoerbaar is de positie te liquideren.

Het beleggingsfonds zal ten minste 80% van zijn activa beleggen in vastrentende effecten en in instrumenten gerelateerd aan dergelijke in ontwikkelde landen uitgegeven effecten. Het beleggingsfonds kan tot maximaal 20% van zijn activa beleggen in opkomende markten.

Om bij te dragen aan de verwezenlijking van de beleggingsdoelstelling van het beleggingsfonds zal de vermogensbeheerder gebruikmaken van een 'credit screening'-strategie, waardoor de blootstelling aan vastrentende effecten die geacht worden het grootste risico te lopen op een sterke koersdaling, tot een minimum wordt teruggebracht. De vermogensbeheerder zal gebruikmaken van kwantitatieve modellen om effecten een score toe te kennen en grofweg te classificeren volgens drie categorieën: essentiële informatie over de desbetreffende emittent van het effect (zoals financiële verslagen), marktsentiment tegenover het desbetreffende effect en een vergelijking van de marktprijs van het effect met zijn intrinsieke waarde. Effecten met de laagste scores worden dan verder geanalyseerd door de vermogensbeheerder voor uitsluiting uit de portefeuille van het beleggingsfonds.

Bij de selectie van de beleggingen van het beleggingsfonds zal de vermogensbeheerder rekening houden met ecologische, sociale en governance kenmerken ('ESG'). De vermogensbeheerder is voornemens om emittenten van effecten uit te sluiten die actief zijn in of anderszins blootgesteld worden aan bepaalde sectoren, waaronder maar niet beperkt tot: controversiële wapens (kernwapens, clustermunities, biochemische wapens, landmijnen, verarmd uranium, verblindende

laserwapens of brandwapens); munitie voor vuurwapens en handwapens voor civiel gebruik; ontginning van en warmteopwekking met ketelkool; productie, verkoop, distributie en licentiëring van tabak; en schendingen van het Global Compact-initiatief van de VN. De vermogensbeheerder zal er ook naar streven om emittenten met de laagste ESG-ratings te vermijden of te onderwegen. Middels deze methodes streeft het beleggingsfonds ernaar een ESG-profiel van een hogere kwaliteit te behalen dan dat van de ICE BofA Merrill Lynch developed Markets High Yield Constrained Index, hoewel dit niet gegarandeerd kan worden.

Het beleggingsfonds kan indirect worden blootgesteld aan effecten die niet aan deze ESG-criteria voldoen. De vermogensbeheerder kan gebruikmaken van gegevens die zijn verstrekt door externe leveranciers van ESG-onderzoek en interne modellen.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het beleggingsfonds mag gebruik maken van derivaten, maar alleen ten behoeve van efficiënt portefeuille beheer. Het beleggingsfonds mag tot een maximum van 10% gebruik maken van geleend geld onder de voorwaarde dat het een tijdelijke lening betreft.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

BlackRock rapporteert periodiek over de posities en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

E. BlackRock BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund

De belegging in dit beleggingsfonds maakt onderdeel uit van de strategische allocatie naar de beleggingscategorie emerging market debt local currency. Voor het beheer van een deel van de allocatie naar emerging market debt local currency heeft het pensioenfonds BlackRock geselecteerd als vermogensbeheerder. De belegging vindt plaats via het BlackRock BGF ESG Emerging Markets Local Currency Bond Fund. Dit beleggingsfonds wordt actief door BlackRock beheerd en streeft naar een outperformance van de benchmark (J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index) van 200 bps op jaarbasis gemeten over een periode van 3 tot 5 jaar. Over dezelfde periode gemeten is de maximaal toegestane tracking error 4%.

Het beleggingsfonds wordt actief beheerd en de vermogensbeheerder kan naar goeddunken de beleggingen van het beleggingsfonds selecteren, mits het beleggingsfonds ten minste 70% van zijn totale activa belegt in vastrentende effecten binnen de J.P. Morgan ESG Government Bond Index-Emerging Market Global Diversified, die vastrentende effecten omvat die zijn uitgegeven door overheden van opkomende markten en uitgedrukt in de lokale valuta van die opkomende markten. Het beleggingsfonds zal zich ook richten op de benchmark voor risicobeheerdoeleinden om ervoor te zorgen dat het actieve risico dat door het beleggingsfonds wordt genomen, op het juiste niveau blijft met het oog op de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid van het beleggingsfonds.

De vermogensbeheerder is bij de selectie van effecten binnen de benchmark niet gebonden aan de weging van de benchmark. De geografische reikwijdte en de vereisten in verband met de ecologische, sociale en governance kenmerken ("ESG") van de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid

kunnen ertoe leiden dat de posities van de portefeuille slechts in beperkte mate van de benchmark zullen afwijken.

Bij de selectie van effecten binnen de benchmark en vastrentende effecten die deel uitmaken van de overige 30% van de portefeuille van het beleggingsfonds, zal de vermogensbeheerder, naast andere beleggingscriteria, de ESG-kenmerken van de betreffende emittent in aanmerking nemen en analyseren aan de hand van gegevens die zijn verstrekt door externe leveranciers van ESG-scores, interne modellen en lokale informatie. Het beleggingsfonds kan indirect zijn blootgesteld aan effecten die mogelijk niet aan deze ESG-criteria voldoen.

Tot de vastrentende effecten waarin het beleggingsfonds belegt, kunnen obligaties en geldmarktinstrumenten behoren die van beleggingskwaliteit, onder beleggingskwaliteit of zonder rating kunnen zijn. Beleggingen in hoogrentende vastrentende effecten zullen naar verwachting meer dan 50% van de netto-inventariswaarde van het beleggingsfonds uitmaken.

De vermogensbeheerder kan derivaten gebruiken om de beleggingsdoelstelling van het beleggingsfonds te helpen bereiken en het risico binnen de portefeuille van het beleggingsfonds te verminderen. Het beleggingsfonds kan, via derivaten, een marktheffboomwerking genereren.

Het beleggingsfonds belegt minimaal 70% van haar vermogen in effecten in local currency gedemineerde fixed income transferable securities uitgegeven door overheden, agencies en ondernemingen gevestigd in of hoofdzakelijk uitvoeren van hun economische activiteiten in opkomende markten. Het volledige spectrum van beschikbare effecten, inclusief non-investment grade, mogen daarbij worden gebruikt.

De exposure van het beleggingsfonds naar distressed securities is gelimiteerd op 10% van het vermogen en de exposure naar convertible bonds is gelimiteerd op 5% van het totale vermogen.

Het beleggingsfonds mag meer dan 10% (maar niet meer dan 20%) beleggen in schuld papier uitgegeven door en/of gegarandeerd door overheden van Brazilië, Hongarije, Indonesië, Rusland, Zuid-Afrika en Turkije die op het moment van het opstellen van het meest recente prospectus, geclassificeerd zijn als non-investment grade. Hoewel dit beleggingsfonds geen passief beheerd fonds is zal de beheerder wel rekening houden met de wegingen van constituents in de benchmark en de outlook voor de kredietwaardigheid bij het maken van beleggingsbeslissingen.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van securities lending. In de paragraaf "Securities lending (uitlenen van effecten)" staat het beleid rondom securities lending nader beschreven.

Het is het beleggingsfonds toegestaan gebruik te maken van derivaten voor beleggingsdoeleinden en voor het doel van efficiënt portefeuillebeheer.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee.

BlackRock rapporteert periodiek over de posities en de behaalde resultaten. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

F. BLACKROCK ICS EURO ULTRA SHORT BOND FUND

Het beleggingsfonds streeft naar een rendement dat minimaal gelijk is aan de ICE BofAML Euro Currency 3-Month Deposit Bid Rate Constant Maturity Index. Het is het BlackRock ICS Euro Ultra Short Bond Fund toegestaan te beleggen in verschillende beursgenoteerde effecten zowel binnen als buiten de Eurozone. In euro genoteerde effecten kunnen zijn leningen uitgegeven door lidstaten van de EU of andere overheden of hun agentschappen en effecten uitgegeven door of gegarandeerd door supranationale entiteiten of publieke internationale entiteiten, banken, ondernemingen of andere commerciële emittenten.

Minimaal 75% van het totale vermogen van het beleggingsfonds wordt belegd in euro. De exposure van effecten genoteerd in een andere valuta dan euro worden afgedekt naar de euro door middel van vreemde valutatransacties.

Het beleggingsfonds hanteert een weighted average maturity van 6 maanden of minder, een weighted average life van 12 maanden of minder en belegt uitsluitend in effecten met een resterende looptijd van 2 jaar of minder op het moment van aankoop met het voorbehoud dat de resterende looptijd tot de volgende rente reset datum minder is dan of gelijk is aan 397 dagen en dat de reset plaatsvindt naar een money market rente of index.

Minimaal 7,5% van het vermogen zal dagelijks expireren en minimaal 15% van het vermogen zal wekelijks expireren. Indien het beleggingsfonds belegt in andere fondsoplossingen dienen dit short-term money market funds of standaard money market funds te zijn welke voldoen aan de MMF-regulering.

Het is het beleggingsfonds niet toegestaan gebruik te maken van securities lending.

De volledige beleggingsrichtlijnen van het beleggingsfonds zijn beschreven in het prospectus. Het pensioenfonds is hier bekend mee. De onderliggende beleggingen van het beleggingsfonds zijn geïntegreerd in de risicorapportage van het pensioenfonds.

BIJLAGE 3 – Actuele allocatie naar beheerders

Allocatie per 30 april 2022

Portefeuille	Beheerder	Allocatie (€m)	Allocatie (%)
Risk Control Portefeuille	BR LDI/RCM	969	44,3%
Return Portefeuille	GMO	823,8	35,5%
Return Portefeuille	BR MA	468	20,2%

BIJLAGE 4 – Normverdeling strategische beleggingsbeleid

Het strategisch beleggingsbeleid van SPA zoals opgenomen in Appendix E en Appendix F wordt op basis van de wettelijke rapportage-eisen per 1 april 2020 als volgt vertaald in een strategische normverdeling voor het bepalen van het strategisch VEV:

Aandelen mature markets:	17,5%
Aandelen emerging markets:	12%
Staatsobligaties, niet index-linked:	45%
Credits:	15,5%
Kortlopende vorderingen en liquide middelen:	10%

Appendix G

Toelichting en achtergrondinformatie bij de ‘investment cases’ van 5 beleggingscategorieën die voor SPA geschikt zijn bevonden

I. Aandelen ontwikkelde markten

Een land wordt als ontwikkeld geclassificeerd indien een land een hoog inkomen per inwoner heeft, open staat voor buitenlandse investeringen en een efficiënte infrastructuur voor het geldsysteem en de kapitaalmarkt heeft.

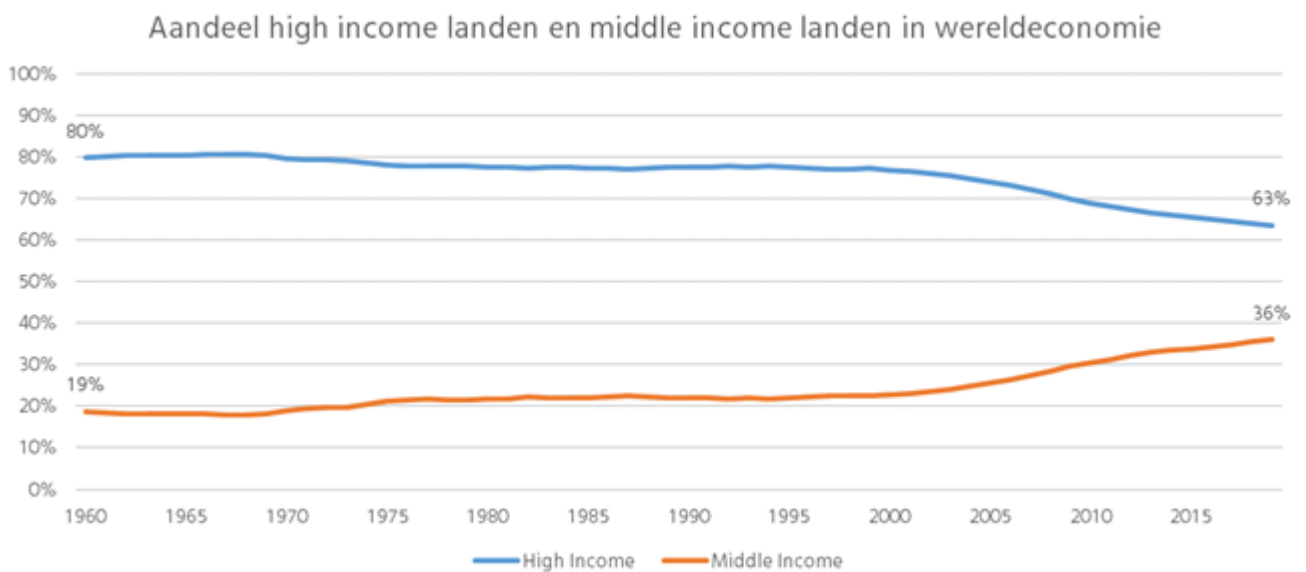
Jaarlijks publiceert de Wereldbank een lijst waarin landen worden gekwalificeerd in ‘laag’, ‘midden’ of ‘hoog’ voor wat betreft het inkomen per hoofd van de bevolking. Landen die voldoen aan de definitie van ontwikkeld kennen een hoog inkomen per inwoner. Indexsamenstellers als MSCI en FTSE hanteren daarnaast nog een eigen definitie.

Naast de ontwikkelde markten worden emerging (opkomende) en frontier markets onderscheiden.

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX					MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada	Austria	Australia	Argentina	Czech Republic	China	Croatia	Kenya	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Brazil	Egypt	India	Estonia	Mauritius	Jordan	Sri Lanka
	Denmark	Japan	Chile	Greece	Indonesia	Lithuania	Morocco	Kuwait	Vietnam
	Finland	New Zealand	Colombia	Hungary	Korea	Kazakhstan	Nigeria	Lebanon	
	France	Singapore	Mexico	Poland	Malaysia	Romania	Tunisia	Oman	
	Germany		Peru	Qatar	Pakistan	Serbia	WAEMU ²		
	Ireland			Russia	Philippines	Slovenia			
	Israel			Saudi Arabia	Taiwan				
	Italy			South Africa	Thailand				
	Netherlands			Turkey					
	Norway			United Arab Emirates					
	Portugal								
	Spain								
	Sweden								
	Switzerland								
	United Kingdom								

Het universum van ontwikkelde markten kan van tijd tot tijd wijzigen wanneer landen niet meer voldoen aan de gestelde criteria. Landen kunnen degraderen en de definitie van emerging markets krijgen.

Ontwikkelde markten maken ongeveer 88% uit van de totale beursgenoteerde aandelenmarkt van € 40.800 miljard (exclusief frontier markets); emerging markets de resterende 12%. Indien marktkapitalisatie als basis voor de strategische beleggingsportefeuille wordt gehanteerd, dan zal dit ook een logische verdeling zijn tussen developed en emerging markets (88%/12%) in de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers. De laatste jaren wordt de verdeling echter ook vaker gebaseerd op de omvang van de economie (bnp). Ontwikkelde markten maken dan een kleiner deel uit van een beleggingsportefeuille. In onderstaande grafiek worden de verhouding tussen high income landen en middle income landen weergegeven op basis van bnp (uitgedrukt in US-dollars, constant prijsniveau van 2010).



De categorie aandelen uit ontwikkelde markten bestaat voor ongeveer 70% uit 'large cap' bedrijven. Dit zijn beursgenoteerde bedrijven met een zeer grote beurswaarde (vaak meer dan €10 miljard). Large cap is afgeleid van large market capitalization. Mid en small cap bedrijven maken beide ongeveer 15% van alle beursgenoteerde bedrijven uit.

Voor de categorie aandelen ontwikkelde markten zijn er veel aanbieders van benchmarks. De meest voorkomende zijn MSCI en FTSE, maar ook partijen als S&P en Bloomberg bieden benchmarks aan.

Het verschil tussen MSCI en FTSE wordt voornamelijk veroorzaakt door de classificatie van landen als developed of als emerging en de classificatie van small caps en large caps. MSCI ziet Zuid-Korea bijvoorbeeld als emerging, FTSE als developed. Verder hanteert MSCI een iets hogere grens voor beurswaarde om een bedrijf als mid/large cap te klasseren.

Landen	MSCI World	FTSE World	LANDEN	MSCI EME	FTSE EME
Verenigde Staten	65.5%	60.7%	China	41.0%	44.9%
Japan	8.0%	8.2%	Taiwan	12.3%	13.7%
Verenigd Koninkrijk	4.4%	4.5%	Zuid-Korea	11.6%	-
Frankrijk	3.4%	3.2%	India	8.0%	9.5%
Zwitserland	3.2%	3.1%	Brazilië	5.1%	6.1%

Bron: MSCI per 30 juni 2020

De bekendste en meest gebruikte benchmark is de MSCI World Index. In tegenstelling tot wat de naam doet vermoeden volgt deze index alleen aandelen uit ontwikkelde markten. De MSCI All Countries World Index (MSCI ACWI) volgt zowel ontwikkelde als opkomende markten. De MSCI World Index is een free-float kapitaal gewogen benchmark en vertegenwoordigt de large- en midcap ondernemingen binnen de ontwikkelde markten. De index is verdeeld over zes verschillende regio's en 23 verschillende landen en vertegenwoordigt meer dan 1.600 ondernemingen.

Naast de MSCI World Index heeft MSCI ook indices ontwikkeld die specifiek van aard zijn en selecties maken naar omvang van ondernemingen of een scheiding maken tussen verschillende beleggingsstijlen.

Verder heeft MSCI verschillende benchmarks beschikbaar die meer focus hebben op duurzaam en verantwoord beleggen zoals:

- “ESG Leaders”: deze index past de best-in-class selectiemethode toe. Bij deze methodiek worden ondernemingen gesorteerd op basis van hun ESG-score. De ondernemingen met de hoogste ESG-score met een maximum van 50% van de index gebaseerd op marktkapitalisatie worden vervolgens opgenomen in deze index.
- “ESG Universe”: deze index sluit 59 ondernemingen uit die betrokken zijn bij de productie van nucleaire wapens, controversiële wapens, civiele vuurwapens, tabak, thermische kolen, olie en overtreders van de UN Global Compact.
- “ESG Focus”: de sectoren tabak en controversiële wapens worden in deze index uitgesloten. Daarnaast wordt de index geoptimaliseerd naar de hoogst ESG-score, waarbij overigens wel een maximale tracking error geldt.

In de onderstaande tabellen wordt een verdere uitsplitsing gegeven van de regio's en sectoren binnen de MSCI World Index.

Regioverdeling	in (%)
North America	68.7
Europe ex UK	15.1
Japan	8.0
United Kingdom	4.4
Asia ex Japan	3.6
Middle East	0.2
Sectorverdeling	in (%)
Information Technology	21.3
Health Care	14.1
Financials	12.7
Consumer Discretionary	11.0
Industrials	10.1
Communication Services	8.8
Consumer Staples	8.3
Materials	4.3
Utilities	3.3
Energy	3.2
Real Estate	3.0

Bron: MSCI per 30 juni 2020

II. Aandelen opkomende markten

De definitie van emerging markets (opkomende markten) wordt pas sinds 1981 gebruikt. Jaarlijks publiceert de Wereldbank een lijst waarin landen worden gekwalificeerd in ‘laag’, ‘midden’ of ‘hoog’ voor wat betreft het inkomen per hoofd van de bevolking. Landen die voldoen aan de definitie van opkomend kennen een inkomen van laag tot midden per inwoner. Indexsamenstellers als MSCI en FTSE hanteren daarnaast nog een eigen definitie.

Naast de term emerging markets bestaat ook nog de term frontier markets. Landen die tot deze officieuze categorie behoren zijn verder ontwikkeld dan de minst ontwikkelde landen maar behoren nog niet tot de emerging markets. Deze landen zijn te klein, te risicovol of te illiquide, maar hebben wel de potentie om in de toekomst tot de groep van emerging markets te behoren. De toegankelijkheid voor beleggers is vaak nog beperkt. Frontier markets vallen buiten de scope van deze beschrijving inzake emerging markets.

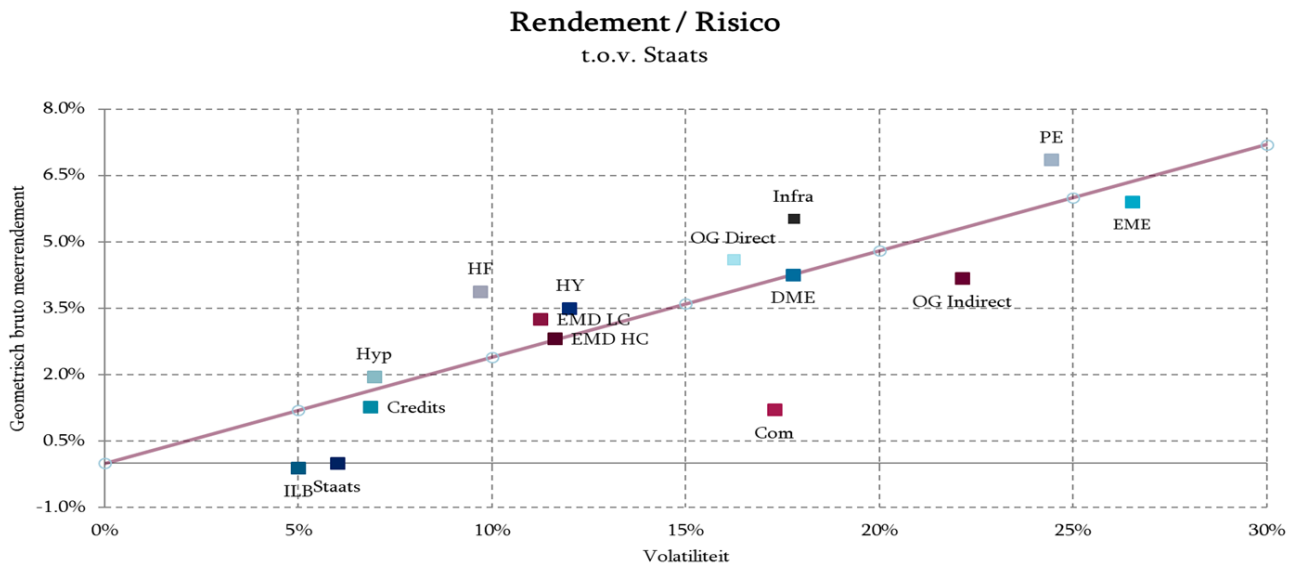
MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX						MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX			
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Argentina Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Poland Qatar Russia Saudi Arabia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Pakistan Philippines Taiwan Thailand	Croatia Estonia Lithuania Kazakhstan Romania Serbia Slovenia	Kenya Mauritius Morocco Nigeria Tunisia WAEMU ²	Bahrain Jordan Kuwait Lebanon Oman	Bangladesh Sri Lanka Vietnam

Bron: MSCI (Country Coverage)

Het universum van emerging markets kan van tijd tot tijd wijzigen wanneer landen niet meer voldoen aan de gestelde criteria. Landen kunnen degraderen en de definitie van frontier markets krijgen of promoveren tot een ontwikkelde markt.

Bedrijven die gevestigd zijn in opkomende landen en middels de beurs verhandelbaar zijn, voldoen daarmee aan de classificatie van “Emerging Markets Equity”.

Het verwachte rendement en risico van emerging markets equity ligt hoger dan dat van developed markets equity, zie ook de onderstaande grafiek. Dit komt omdat de reële economische groei van opkomende markten hoger wordt geschat dan voor ontwikkelde markten.



De valuta's van opkomende landen zijn volatieler dan die van ontwikkelde landen en zijn vaak gekoppeld aan de US-dollar, waarbij ze wel vrij kunnen bewegen binnen een bepaalde bandbreedte. Deze afhankelijkheid maakt landen kwetsbaar. Wanneer de Amerikaanse centrale bank de rente verhoogt, vertaalt dit zich in een sterkere US-dollar en daarmee ook een sterkere lokale valuta. Een sterkere lokale valuta heeft een negatief effect op export.

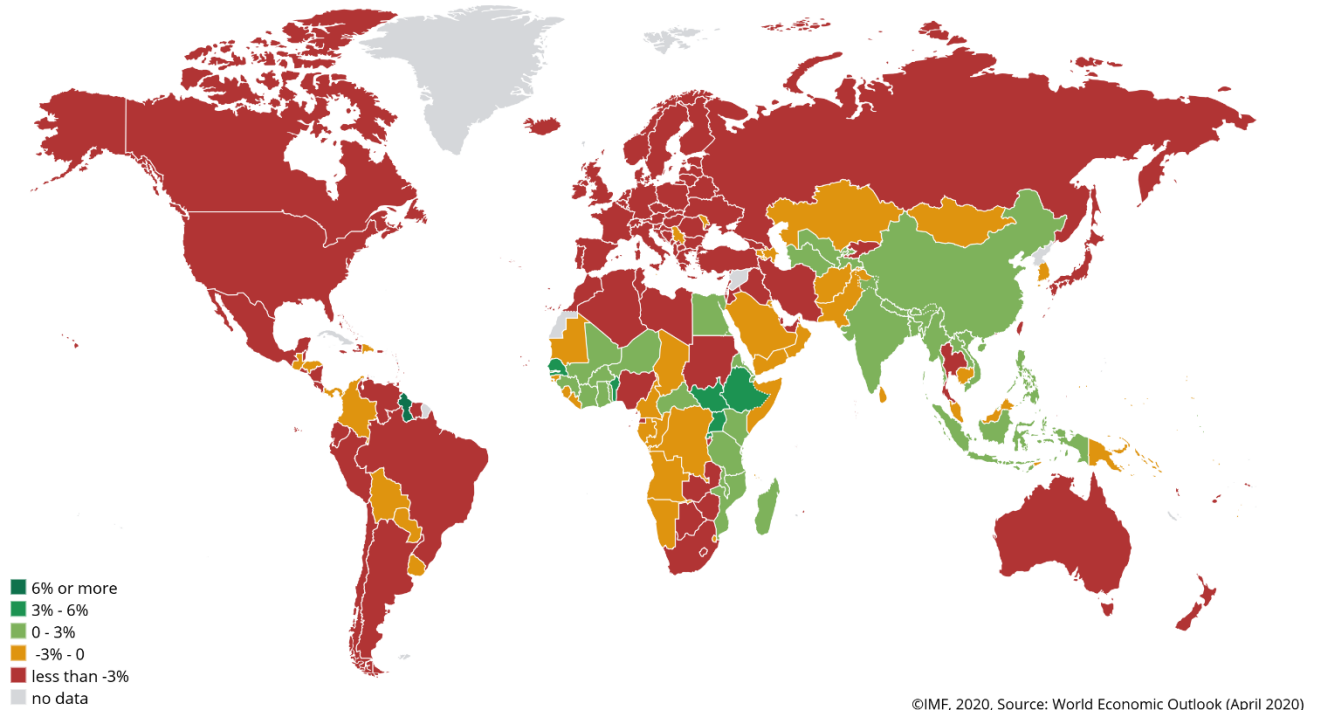
Een vertraging van de economische groei in de ontwikkelde landen heeft ook zijn gevolgen voor de opkomende landen. Dit komt omdat opkomende landen sterk afhankelijk zijn van de export naar de ontwikkelde landen.

China is qua omvang van de economie de grootste van de opkomende landen. Veel opkomende landen in de regio zijn sterk afhankelijk van de economische groei van China. China zit momenteel in een periode waarin het haar economie aan het transformeren is van een productie-economie naar een kennis- en diensteneconomie. De productie-economie heeft China in het verleden flinke economische groei opgeleverd. Door onder andere de importtarieven die de VS China oplegt, daalt de economische groei van China. De overheid probeert echter met monetair beleid de economie te blijven stimuleren, wat ook een gunstig effect heeft op omliggende landen.

Het IMF voorziet een groei van opkomende landen van -1.0% in 2020 en 6.6% in 2021 (per april 2020).

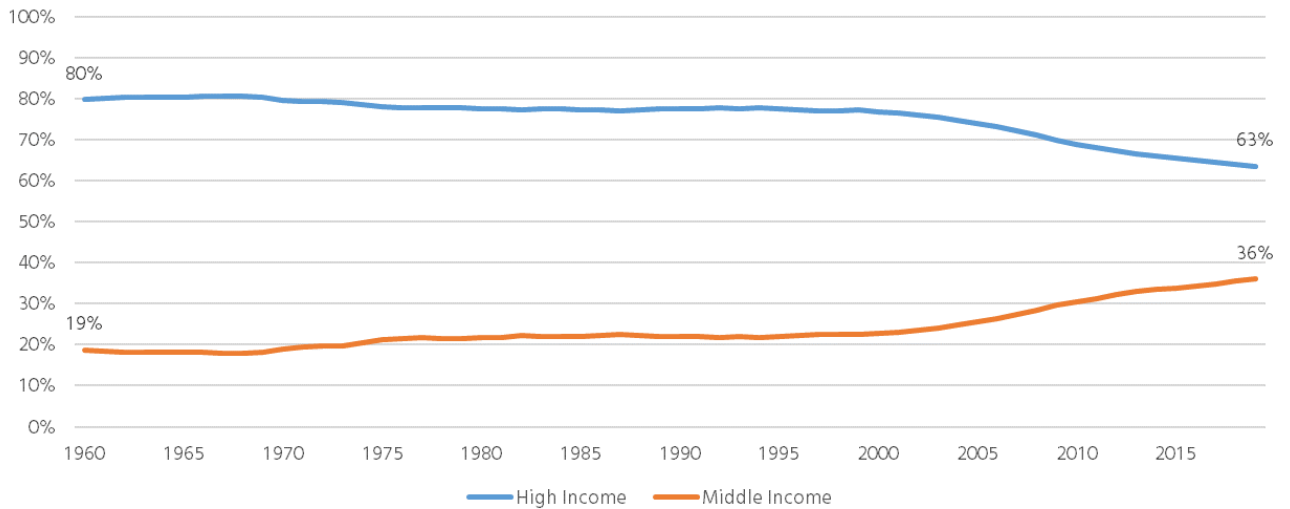
IMF DataMapper

Real GDP growth (Annual percent change, 2020)



De groei van het bruto binnenlands product heeft ook impact op de groei van bedrijfswinsten. In de afgelopen jaren is het aandeel van opkomende landen in de wereldwijde bnp steeds groter geworden, zie de onderstaande grafiek met de historische verdeling van het bruto binnenlands product naar high income landen en middle income landen. Daarnaast groeit het aantal grote bedrijven in opkomende landen. De totale marktkapitalisatie van emerging markets equity (totaal) is op de VS en Europa na de grootste, zelfs groter dan Japan. De positie van deze markt mag daarom niet worden onderschat.

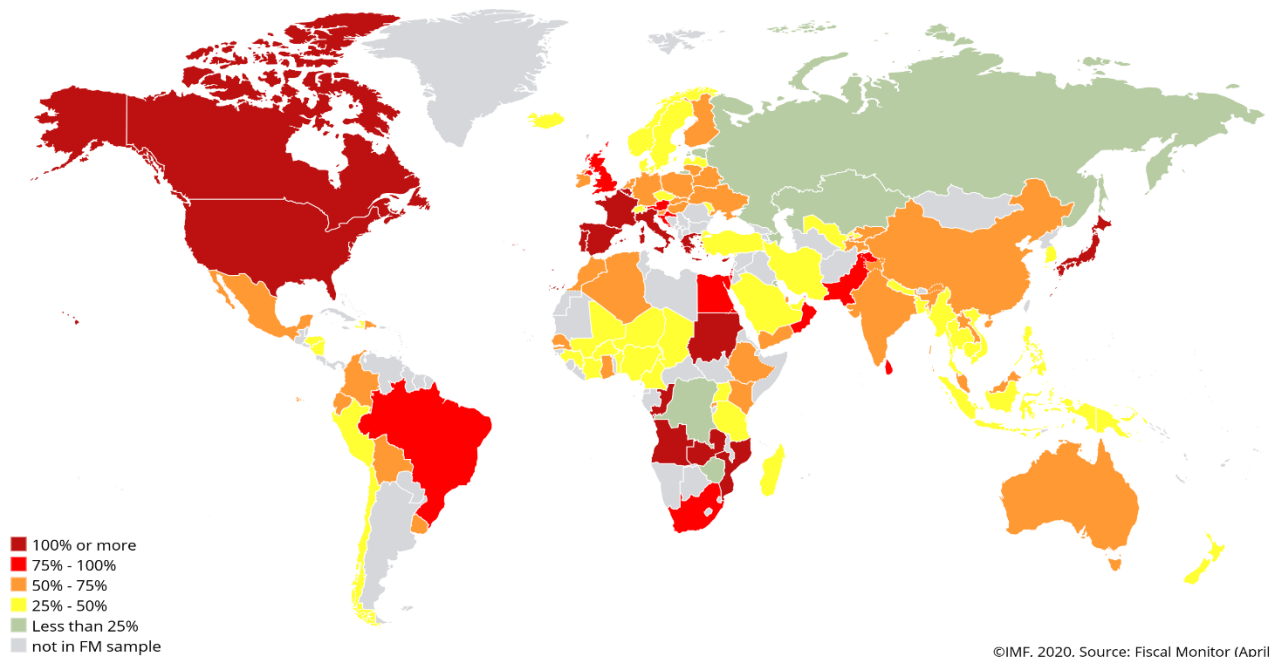
Aandeel high income landen en middle income landen in wereldeconomie



Overheden van opkomende landen hebben relatief lage overheidsschulden. De verhouding van de omvang van de economie en de overheidsschuld is zoals onderstaande figuur laat zien positiever dan bij ontwikkelde markten. Dit geeft landen de ruimte om een fiscaal en monetair beleid te voeren die de economie kunnen ondersteunen in tijden wanneer dit nodig is.

IMF DataMapper

Gross debt position (% of GDP, 2020)



Voor de categorie emerging markets equity zijn er meerdere aanbieders van benchmarks. De meest voorkomende zijn MSCI en FTSE, maar ook partijen als S&P en Bloomberg bieden benchmarks aan.

Het verschil tussen MSCI en FTSE wordt voornamelijk veroorzaakt door de classificatie van landen als developed of als emerging en de classificatie van small caps en large caps. MSCI ziet Zuid-Korea bijvoorbeeld als emerging, FTSE als developed. Verder hanteert MSCI een iets hogere grens voor beurswaarde om een bedrijf als mid/large cap te classificeren.

Landen	MSCI World	FTSE World	LANDEN	MSCI EME	FTSE EME
Verenigde Staten	65.5%	60.7%	China	41.0%	44.9%
Japan	8.0%	8.2%	Taiwan	12.3%	13.7%
Verenigd Koninkrijk	4.4%	4.5%	Zuid-Korea	11.6%	-
Frankrijk	3.4%	3.2%	India	8.0%	9.5%
Zwitserland	3.2%	3.1%	Brazilië	5.1%	6.1%

Bron: MSCI per 30 juni 2020

Verreweg de meest gehanteerde benchmark is echter de MSCI Emerging Markets Equity Index. Deze free-float kapitaal gewogen benchmark vertegenwoordigt de large- en midcap ondernemingen die in de opkomende markten gevestigd zijn. De index is verdeeld over 4 verschillende regio's en 26 verschillende landen en vertegenwoordigt meer dan 1.100 ondernemingen.

Naast de MSCI Emerging Markets Equity Index heeft MSCI ook indices ontwikkeld die specifiek van aard zijn en selecties maken naar omvang van ondernemingen of een scheiding maken tussen verschillende beleggingsstijlen.

Verder heeft MSCI verschillende benchmarks beschikbaar die meer focus hebben op duurzaam en verantwoord beleggen zoals:

“ESG Leaders”: deze index past de best-in-class selectiemethode toe. Bij deze methodiek worden ondernemingen gesorteerd op basis van hun ESG-score. De ondernemingen met de hoogste ESG-score met een maximum van 50% van de index gebaseerd op marktkapitalisatie worden vervolgens opgenomen in deze index.

“ESG Universe”: deze index sluit 59 ondernemingen uit die betrokken zijn bij de productie van nucleaire wapens, controversiële wapens, civiele vuurwapens, tabak, thermische kolen, olie en overtreders van de UN Global Compact.

“ESG Focus”: de sectoren tabak en controversiële wapens worden in deze index uitgesloten. Daarnaast wordt de index geoptimaliseerd naar de hoogst ESG-score, waarbij overigens wel een maximale tracking error geldt.

In de onderstaande tabellen wordt een verdere uitsplitsing gegeven van de regio's en sectoren binnen de MSCI Emerging Markets Equity Index.

Regioverdeling	in (%)
Asia ex Japan	79.3
Europe	4.9
Latin America	8.0
Middle East	7.8
Sectorverdeling	in (%)
Financials	19.1
Consumer Discretionary	17.4
Information Technology	16.9
Communication Services	13.5
Materials	6.9
Consumer Staples	6.5
Energy	5.9
Industrials	4.7
Health Care	4.3
Real Estate	2.6
Utilities	2.3

Bron: MSCI per 30 juni 2020

III. Investment Grade Credits

De beleggingscategorie Investment Grade Credits bestaat uit obligaties met een hoge kredietwaardigheid. Alle obligaties die een waardering hebben van minimaal BBB- bij S&P of Baa3 bij Moody's worden beschouwd als Investment Grade obligaties. Het is gebruikelijk om het gemiddelde van de kredietbeoordelingen te nemen van deze drie grootste kredietbeoordelaars om te bepalen of een obligatie al dan niet "Investment Grade" is.

Een beoordeling lager dan BBB- (of Baa3) wordt high yield, speculative grade of non-investment grade genoemd omdat het risico dat de uitgever van de obligatie niet aan zijn verplichtingen kan voldoen substantieel is. De belegger wordt voor het lopen van dit risico gecompenseerd door een hogere rente op de obligatie.

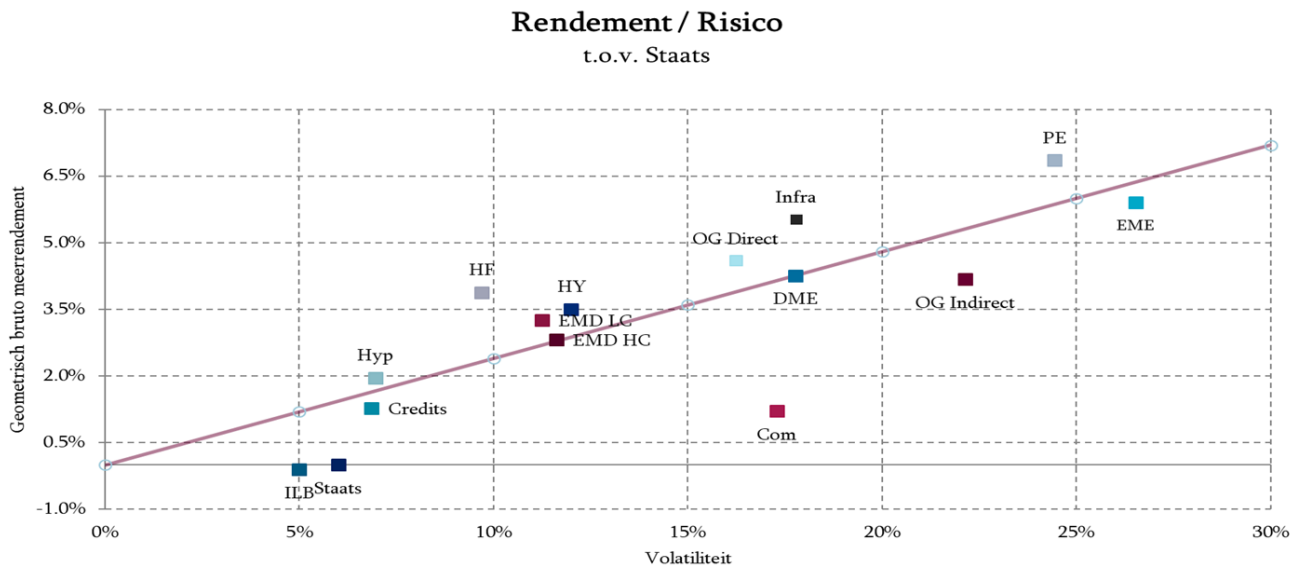
S&P	Moody's	Fitch	LEVEL	INVESTMENT TYPE
AAA	Aaa	AAA	Prime	INVESTMENT GRADE
AA+	Aa1	AA+	High Grade	
AA	Aa2	AA		
AA-	Aa3	AA-		
A+	A1	A+	Upper Medium Grade	
A	A2	A		
A-	A3	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade	
BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Speculative	NON-INVESTMENT GRADE
BB	Ba2	BB		
BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+	Highly Speculative	
B	B2	B		
B-	B3	B-		
CCC+	Caa1	CCC	Significant Risk	
CCC	Caa2		Imminent Default	
CCC-	Caa3		Default with low recovery expectations	
CC	Ca			
C	C			
D		DDD	Total Default	
		DD		
		D		

Bron: marketdeal.com

Doordat de definitie van deze categorie afhangt van de kredietbeoordeling van de kredietbeoordelaars, is het mogelijk dat een obligatie die op het moment van uitgifte tot investment grade wordt gerekend, door een verandering van de beoordeling later tot het high yield universum wordt gerekend. Andersom is dit natuurlijk ook mogelijk. Zuiver beleggen in deze categorie vereist dat van tijd tot tijd obligaties met een verlaagde kredietwaardigheid worden verkocht. Benchmarkleveranciers hebben regels opgesteld om dit proces te stroomlijnen.

Mercer schaaft Investment Grade Credits (in het vervolg wordt de term 'credits' gehanteerd) onder de categorie Defensive Fixed Income. Hoewel credits verschillende soorten leningen

kunnen bevatten, ligt het risicoprofiel van deze beleggingscategorie dichterbij dat van staatsobligaties dan dat van high yield obligaties. In onderstaand figuur is te zien dat de risico/rendementsverhouding van credits dichtbij die van hypotheekleningen ligt. Voor een vergelijkbaar risico in termen van volatiliteit leveren credits meer rendement op dan staatsobligaties.

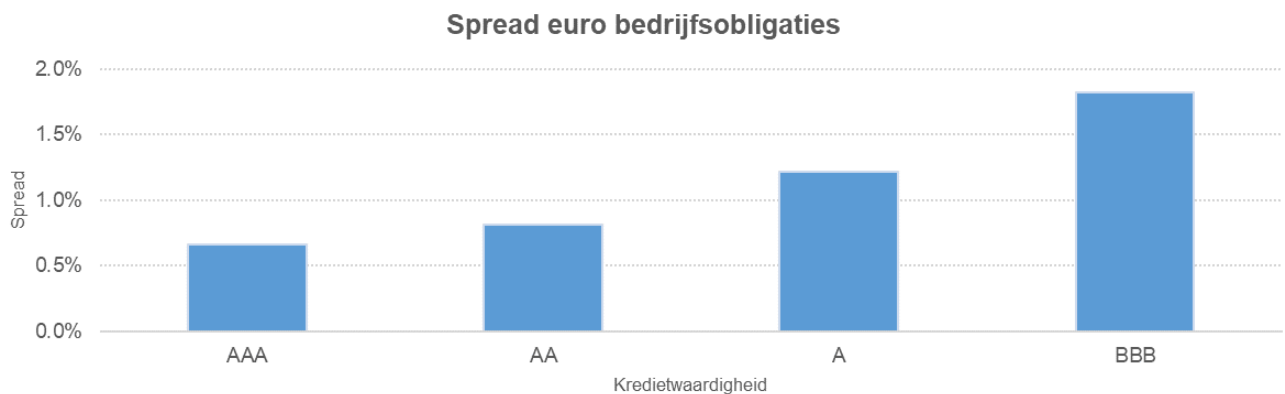


In het Mercer-universum worden credits onderverdeeld in bedrijfsobligaties en gesecuriseerde obligaties. In het Bloomberg Barclays-universum wordt de subcategorie staatsgerelateerde obligaties ook onder credits geschaard. In onderstaande beschrijving komen hoofdzakelijk de leningen uitgegeven door bedrijven en/of financiële instellingen aan bod. Staatsgerelateerde obligaties zijn daarmee geen onderdeel van deze beschrijving.

Bedrijfsobligaties (investment grade)

De voornaamste subcategorie van credits zijn de bedrijfsobligaties. Dit zijn gestandaardiseerde leningen die bedrijven uitgeven om hun bedrijfsvoering te financieren. In tegenstelling tot aandelen krijgt een obligatiehouder geen dividend en stemrecht, maar een periodieke rentevergoeding ('couponrente'). Bij verreweg de meeste bedrijfsobligaties is er sprake van een vaste rentevergoeding, maar in sommige gevallen kan ook sprake zijn van een variabele rentevergoeding ('floater'). Aan het einde van de looptijd krijgt de obligatiehouder het uitgeleende bedrag weer terug. Indien sprake is van een obligatie met de mogelijkheid tot vervroegde aflossing kan dit ook op een eerder moment plaatsvinden.

De couponrente wordt gebaseerd op de geldende marktrente bij uitgifte, plus een risico-opslag voor het defaultrisico van het betreffende bedrijf. Deze risico-opslag wordt ook wel de spread genoemd. Hoe hoger de kredietwaardigheid van het bedrijf, hoe lager de spread zal zijn. In onderstaande grafiek worden de actuele spreads per credit rating categorie weergegeven.



Bron: Bloomberg Barclays Indices per 30 juni 2020

Bedrijfsobligaties worden verhandeld op de beurs. De marktwaarde bij uitgifte is afhankelijk van het risicoprofiel van de onderneming en het verschil tussen de couponrente en de marktrente. Afhankelijk van bewegingen in de kredietwaardigheid van het bedrijf of veranderingen in de marktrente kan de bedrijfsobligatie in waarde veranderen.

Een obligatie die jaarlijks een rente van 4% betaalt bij een marktrente van 1% heeft een spread van 3% (bij een koers van 100%). Als de marktrente vervolgens stijgt naar 2%, zal de prijs van de obligatie dalen. De obligatiehouder krijgt nu immers een lagere vergoeding voor het risico op de obligatie in verhouding tot de marktrente. De relatie tussen de couponrente die wordt betaald en de prijs van een obligatie wordt de effectieve rente of yield genoemd. Als de risicoverwachting voor de uitgevende instantie niet is veranderd, zal de effectieve rente zodanig veranderen dat de spread hetzelfde blijft.

Pensioenfondsen kunnen bedrijfsobligaties gebruiken om het nominale renterisico beperken. De mate waarin de beleggingen de waardeontwikkeling van de verplichtingen volgen, wordt de mate van renteafdekking genoemd. Het pensioenfonds legt bij de strategische asset allocatie vast welke beleggingen deel uitmaken van de renteafdekking. Deze beleggingen vormen samen de zogeheten RCP, wat in de markt ook wel de 'matchingportefeuille' wordt genoemd. De matchingportefeuille wordt vaak ingevuld met instrumenten die een hoge rentegevoeligheid (duration) hebben en een voldoende positieve correlatie kennen met de waardeontwikkeling van de verplichtingen.

De waardeontwikkeling van bedrijfsobligaties, die een vaste couponrente hebben, is mede afhankelijk van de marktrente. Dit betekent dat bedrijfsobligaties in een zekere mate meebewegen met de waardeontwikkeling van de pensioenverplichtingen. Beiden worden immers gewaardeerd tegen de marktrente. Bedrijfsobligaties kunnen daarom deel uitmaken van de matchingportefeuille. Echter, het nadeel is dat de waardeontwikkeling, naast de marktrente, ook afhankelijk is van de risicoperceptie. Als het uitgevende bedrijf of de gehele markt of sector door beleggers risicovoller wordt geacht op een gegeven moment, zullen zij een hogere vergoeding voor dit extra risico willen ontvangen. De spread zal als gevolg daarvan toenemen en dat zal leiden tot een daling in de marktwaarde van bestaande

obligaties. Dit kan ertoe leiden dat hoewel de rente stijgt, bedrijfsobligaties toch in waarde dalen omdat de beleggers een hogere risico-opslag willen voor het toegenomen risico. De spreadontwikkeling beïnvloedt daarmee de effectiviteit van de renteafdekking.

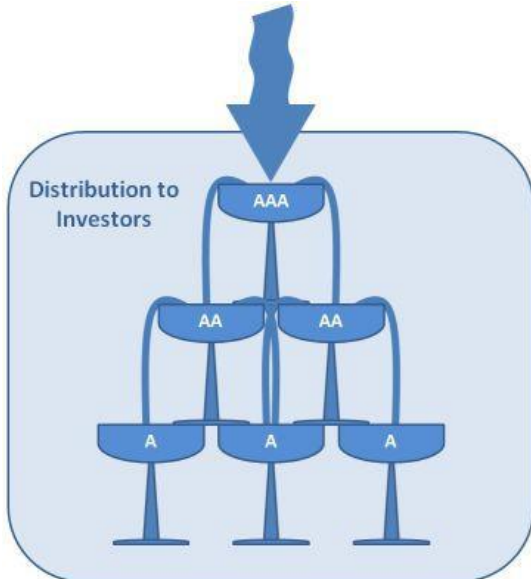
Gesecuriseerde obligaties

Gesecuriseerde obligaties worden veelal uitgegeven door financiële instellingen en hebben betrekking op het samenvoegen van activa om vervolgens claims op de kasstromen, die uit deze activa voortkomen, te verkopen. De activa worden daarbij meestal ondergebracht in een aparte juridische entiteit, het special purpose vehicle (SPV). De onderliggende activa dienen als onderpand in het geval van een faillissement van de uitgevende instelling.

Belangrijke redenen voor een uitgevende instelling om gebruik te maken van gesecuriseerde obligaties is om het risico van de onderliggende activa van de balans af te halen en het verkrijgen van betere leencondities. Zoals we eerder hebben gezien, zijn bij een reguliere bedrijfsobligaties de condities behorende bij de kredietwaardigheid van het onderliggende bedrijf van toepassing. Bij gesecuriseerde obligaties kunnen de condities min of meer door de SPV zelf bepaald worden. Rating agencies geven op basis van de kwaliteit van het onderpand een bepaalde rating af. Deze rating kan vervolgens worden verhoogd door bepaalde kredietversterkingen aan de lening toe te voegen. Hierbij kan worden gedacht aan bijvoorbeeld een borgstelling van een derde partij of het uitgeven van verschillende typen of klassen ('tranches') van claims elk met een verschillend risico/rendementsprofiel.

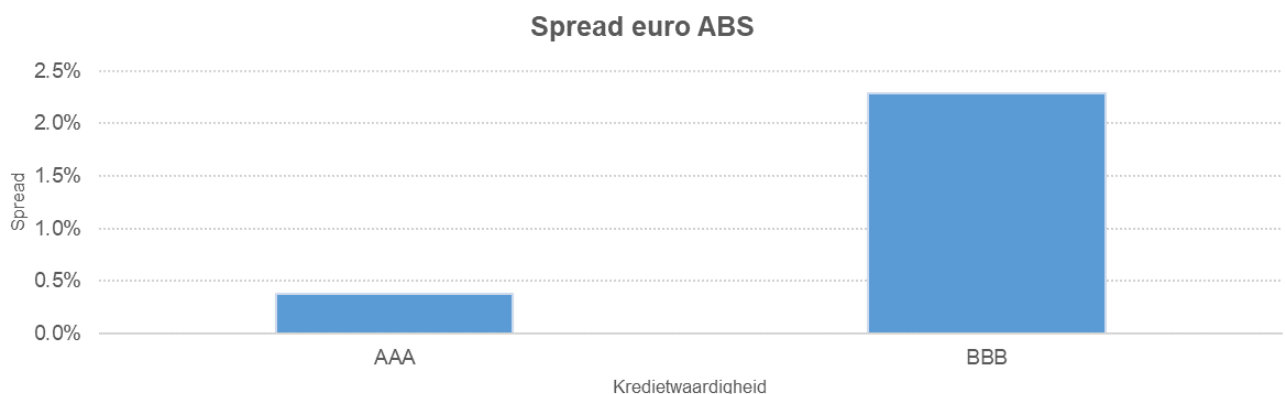
Per obligatie is veelal sprake van 3 tranches: senior, mezzanine en junior. Deze tranches kennen een watervalstelsel bij het uitbetalen van de claims. Senior obligaties zijn het meest kredietwaardig; zij krijgen als eerste uitbetaald. Junior loans zijn daarentegen het minst kredietwaardig: houders van deze obligaties krijgen pas uitgekeerd zodra de senior en mezzanine tranches hun claims uitgekeerd hebben gekregen. De senior tranches zijn dus het meest veilig, maar kennen daardoor ook de laagste vergoeding. De junior tranches kennen de hoogste vergoeding.

Het watervalprincipe kan als volgt worden weergegeven:



In tegenstelling tot bedrijfsobligaties hebben gesecuriseerde obligaties vaak een variabele rente. Als gevolg hiervan is de rentegevoeligheid dus vaak beperkt, ongeacht de looptijd. Dit maakt gesecuriseerde obligaties minder geschikt voor het gebruik binnen een matchingportefeuille. Het toevoegen van deze obligaties aan een beleggingsportefeuille zal vooral voortkomen uit het rendementsperspectief.

De couponrente is gebaseerd op de marktrente plus een opslag (bijvoorbeeld $\text{libor} + 1\%$ of $\text{ESTR} + 1\%$).



Bron: Bloomberg Barclays Indices per 30 juni 2020

De beleggingsinstrumenten die onder gesecuriseerde obligaties vallen bestrijken een breed spectrum, waarbij het verschil zit in de onderliggende activa. Deze activa kunnen variëren van relatief eenvoudige instrumenten tot complexe beleggingsinstrumenten.

Asset Backed Securities

Asset Backed Securities (ABS) zijn beleggingsproducten die voornamelijk consumentleningen en MKB-leningen bundelen. Voorbeelden van de kredieten die in een ABS kunnen zitten zijn consumentkredieten (koop op afbetaling), autoleningen (zowel lease als koop op afbetaling) en credit cardleningen. Consumentkredieten maken volgens vermogensbeheerder Amundi 18% uit van de totale gesecuriseerde markt, leningen aan het MKB zo'n 7%.

Mortgage Backed Securities

Mortgage Backed Securities (MBS) is in Europa de grootste categorie binnen de gesecuriseerde obligaties. In dit geval zijn het gebundelde hypotheekleningen die worden verkocht. Binnen deze categorie zijn twee subcategorieën: Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) en de Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). Een RMBS bestaat uit hypotheekleningen voor woningen. De hypotheekleningen in de RMBS kunnen van hetzelfde risicoprofiel zijn, maar het kan ook een mix zijn van verschillende risicoprofielen. Zo zijn er in Nederland hypotheekleningen met en zonder de Nationale Hypotheek Garantie. De hypotheekleningen voor woningen leveren maandelijks een variabel rentebedrag op. Naast het risico op wanbetaling, bestaat ook het risico dat een hypotheeknemer het geld eerder terugbetaald. Een CMBS bevat hypotheekleningen op bijvoorbeeld bedrijfspanden en fabrieken. De hypotheek wordt terugbetaald vanuit de huurinkomsten uit het pand. Dit maakt deze categorie risicovoller, maar zorgt over het algemeen wel voor een hoger verwacht rendement dan bij RMBS en ABS. Door verschillende soorten vastgoed aan te kopen kan een CMBS diversifiëren en het risico op wanbetaling verkleinen.

Collateralized Loan Obligation

Bij Collateralized Loan Obligations (CLO) worden bedrijfsleningen van grotere ondernemingen gebundeld op basis van het risicoprofiel en net als andere gesecuriseerde obligaties onderverdeeld in verschillende tranches. CLO's bieden doorgaans een hogere risico-opslag dan bedrijfsobligaties, omdat de onderliggende leningen vaak van mindere kwaliteit zijn. Dit is omdat de onderneming wiens lening terug te vinden is in een CLO vaak bedrijven zijn die met schulden zijn gefinancierd ("leveraged loan") of omdat het gaat om een specifiek project met een hoog bedrijfsrisico.

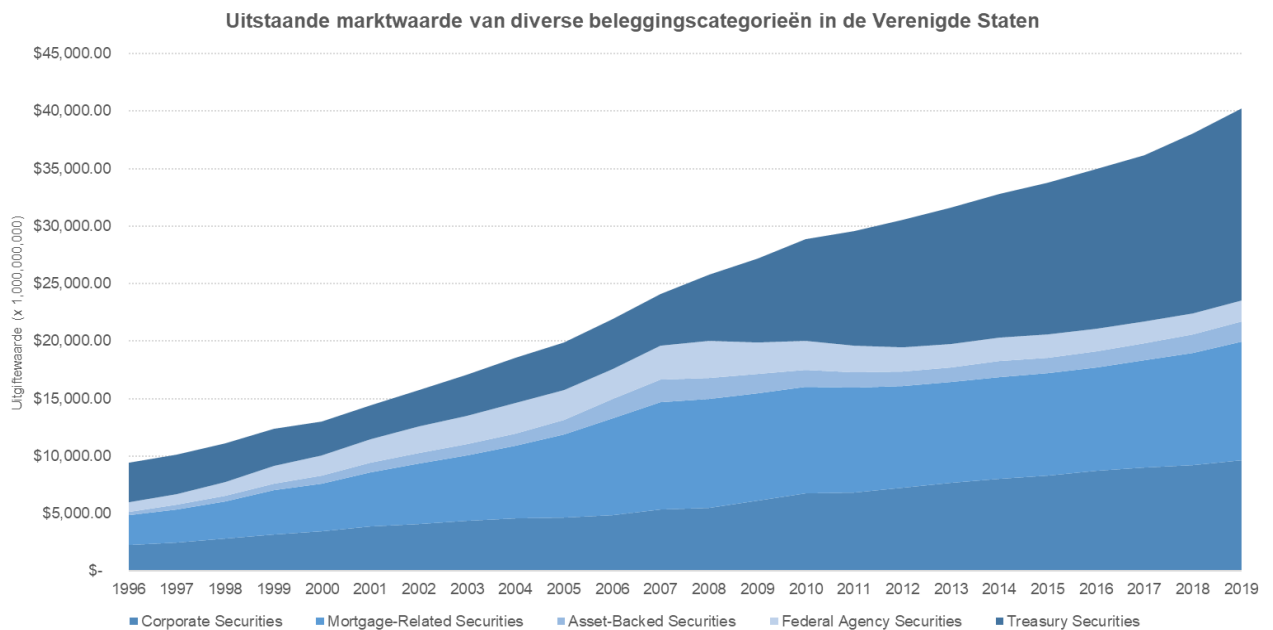
Sythetic Collateralized Debt Obligation

Synthetic Collateralized Debt Obligation (Synthetic CDO) zijn complexe gesecuriseerde obligaties waarbij de onderliggende activa bestaat uit derivaten. Na de kredietcrisis kwam er veel kritiek op het speculatieve karakter van synthetische CDO's. Hierdoor komen deze obligaties tegenwoordig bijna niet meer voor in beleggingsportefeuilles.

Marktomvang credits

Het aantal beschikbare credits is in de afgelopen jaren behoorlijk toegenomen. Wetgeving na de kredietcrisis van 2007-2008 heeft ervoor gezorgd dat financiële instellingen minder snel leningen uitgeven en er meer belang bij hebben om deze leningen/onderliggende activa door te verkopen en van de balans af te halen. Verder maakt het opkopen van

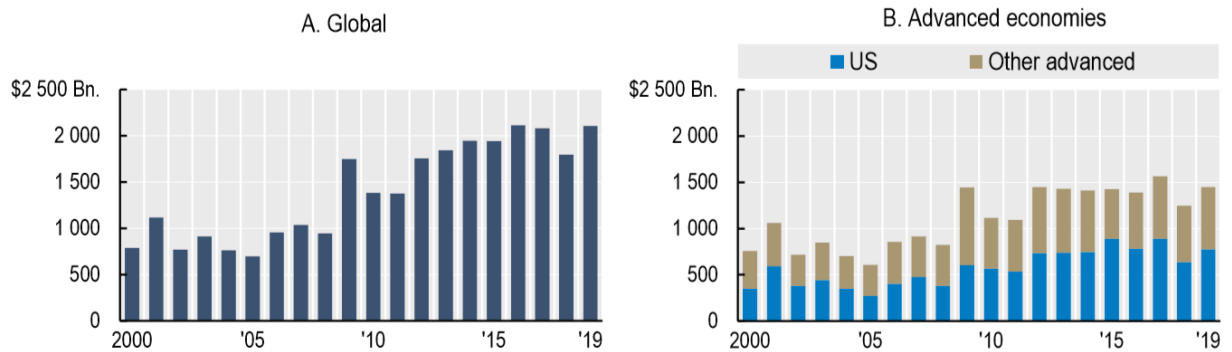
staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties door centrale banken de uitgifte van nieuwe obligaties aantrekkelijk. De lage rente zorgde ervoor dat bedrijven vaker kozen om zich te (her)financieren via bedrijfsobligaties, zoals ook te zien is in onderstaande grafiek. In de Verenigde Staten is de markt voor bedrijfsobligaties erg groot en deze groeit nog steeds.



Bron: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

De Amerikaanse markt voor bedrijfsobligaties bevat ook zogeheten Yankee bonds: bedrijfsobligaties van bedrijven buiten de VS, maar uitgegeven in dollar. Bedrijven doen dit om bijvoorbeeld onder Amerikaans recht obligaties te kunnen uitgeven of om een grotere diversiteit van beleggers te bereiken. De Europese tegenhangers hiervan zijn Eurobonds: obligaties van niet-Eurozone bedrijven uitgegeven in euro.

De onderstaande grafieken geven een overzicht van de wereldwijde uitgifte van bedrijfsobligaties.



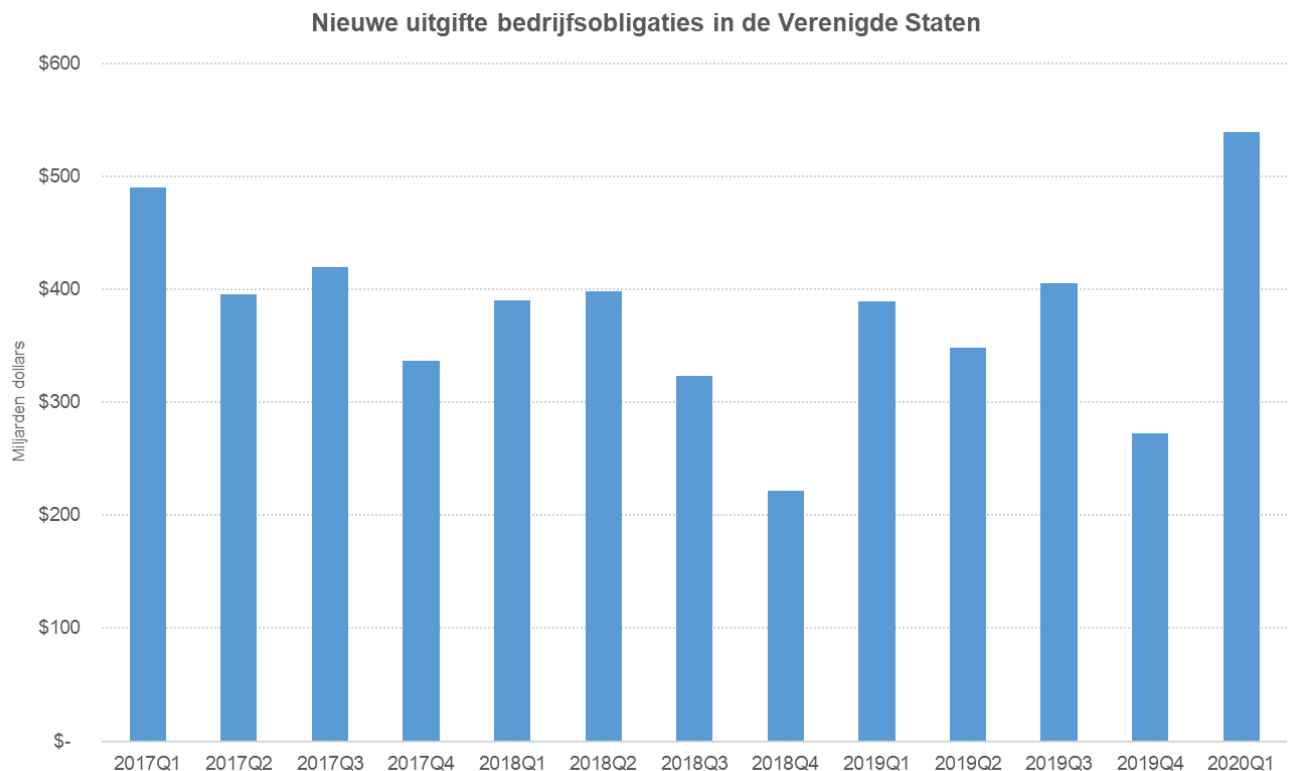
Note: The figures are based on the analysis of 92 069 unique corporate bond issues by non-financial companies from 114 countries.

Source: OECD Capital Market Series dataset, Thomson Reuters Eikon, see Annex for details.

Bron: "Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy", OECD

In verhouding is de markt voor gesecuriseerde obligaties kleiner, maar nog steeds aanzienlijk: in 2019 was de uitgiftewaarde van ABS bijna \$ 1,8 biljoen (€ 1,6 biljoen).

De verwachting is dat in 2020 als gevolg van de coronacrisis de uitgifte van bedrijfsobligaties verder zal toenemen.



Bron: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

In de SAA-studie van SPA is de BOFAML Glob. Corporates IG index gebruikt. Dit is echter niet een index die de meeste marktpartijen gebruiken en deze sloot ook niet aan bij de gangbare beleggingsfondsen die de vermogensbeheerders gebruiken voor een asset categorie. Om praktische redenen is daarom bij de concrete invulling van de

beleggingsfondsen in de mandaten aangesloten bij meer gangbare indices. Hierbij geldt dat het risicoprofiel in hoge mate vergelijkbaar is. De meest gangbare aanbieder van benchmark indices in het credits beleggingsuniversum is Bloomberg Barclays Indices. Deze aanbieder biedt verschillende benchmark indices die een goed beeld geven van beleggingen binnen credits.

Bloomberg Barclays Indices biedt een brede indexfamilie met vele sub-indices. Daarnaast zijn maatwerkbenchmarks beschikbaar. De hoofdbenchmark, Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index, omvat bedrijfsobligaties uitgegeven in Amerikaanse dollar, euro, Britse pond, Zwitserse frank, Deense kroon, Noorse kroon of Zweedse kroon.

De eigenschappen van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index worden weergegeven in onderstaande tabel (per 30 juni 2020).

Benchmark	Aantal uitgevers	Aantal landen	Aantal effecten	Duration	Yield
Barclays Global Corporate	3.129	77	16.489	6.82	2.59%

De Bloomberg Barclays Global Corporate Index bevat uitsluitend obligaties met een kredietwaardigheid van BBB- of hoger. De uitgiftewaarde van de obligatie moet minimaal 300 miljoen euro zijn (of een bedrag in andere valuta die omgerekend circa 300 miljoen euro bedraagt). Obligaties moeten een minimale resterende looptijd hebben van 12 maanden en uitsluitend obligaties met een vaste couponrente worden geaccepteerd. Herbalancering vindt iedere maand plaats.

De regioverdeling van de index is weergegeven in onderstaande tabel.

Marktspreiding



Verenigde Staten	54.9%	Overige	3.1%
Verenigd Koninkrijk	8.0	Japan	2.3
Frankrijk	6.5	Nederland	2.2
Duitsland	4.7	Zwitserland	1.9
Canada	4.5	Spanje	1.7

De kredietwaardigheid verdeling van de index is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	AAA	AA	A	BBB	Overige
Barclays Global Corporate	1%	7%	34%	43%	15%

De sectorverdeling van de index is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	Financials	Industrials	Utilities
Barclays Global Corporate	33%	60%	7%

IV. Emerging Market Debt

'Emerging markets' zijn landen waarvan wordt verwacht dat de economie zich steeds verder ontwikkelt. Deze landen worden ook wel opkomende landen genoemd. Om richting hieraan te geven, wordt vaak gebruik gemaakt van een lijst die de Wereldbank jaarlijks publiceert en waarin de economieën van landen worden geclassificeerd in 'laag', 'midden' of 'hoog' voor wat betreft het jaarinkomen per hoofd van de bevolking. Economieën die een inkomen van laag tot midden per inwoner kennen, worden over het algemeen geclassificeerd als opkomend.

Volgens het IMF maken opkomende landen momenteel 85% van de wereldbevolking uit (6.5 miljard van de totale 7.6 miljard). Verder beslaan de opkomende landen 75% van de landoppervlakte, hebben zij meer dan 60% van de natuurlijke bronnen en ondertussen meer dan 60% van de economische output.

Opkomende landen kennen over het algemeen de volgende karakteristieken:

- Meer en meer een geïndustrialiseerde economie;
- Relatief hoge economische groei;
- Enorm groeipotentieel (vooral door het arbeidspotentieel en door urbanisatie);
- Relatief lage schuldenratio's.

Risico's liggen met name op het gebied van politieke instabiliteit, beperkt financieel systeem, beperkte juridische bescherming voor investeerders, beperkingen ten aanzien van buitenlandse investeringen en grote volatiliteit door markt en valutabewegingen.

Schuldpapier (obligaties) uitgegeven door overheden, instellingen of bedrijven uit opkomende landen heet Emerging Market Debt (EMD). EMD heeft zich de afgelopen jaren ontwikkeld tot een grote, diverse en groeiende beleggingscategorie. Volgens de Bank of International Settlements (BIS) is tegenwoordig USD 20 biljoen aan EMD-obligaties uitgegeven, dat is ongeveer 20% van de totale wereldwijde uitgifte van schuldpapier. De obligaties worden op de beurs verhandeld en worden onder het accountingsysteem van de Financial Accounting Standards Board als 'level 1' beleggingen geclassificeerd.

Slechts een beperkt deel van het emerging market universum wordt ook daadwerkelijk gerekend tot het EMD-universum. Deels omdat landen geen obligaties uitgeven (door hoge kosten of zeer slechte kredietwaardigheid), deels omdat landen minder leenbehoefte hebben of meer beschouwd worden als ontwikkeld land (zoals Tsjechië).

Het EMD-universum kan van tijd tot tijd wijzigen wanneer landen niet meer voldoen aan de gestelde criteria of wanneer landen 'promoveren' naar de categorie ontwikkelde landen.

De volgende landen worden als basis binnen EMD-strategieën beschouwd.



EMD kan in vier groepen worden verdeeld, gebaseerd op de type uitgever (overheid of onderneming) en de valuta waarin schuld wordt uitgegeven (lokaal of internationaal).

1. Emerging Market Debt Sovereign Hard Currency
2. Emerging Market Debt Sovereign Local Currency
3. Emerging Market Debt Corporate Hard Currency
4. Emerging Market Debt Corporate Local Currency

Een schuld die uitgegeven wordt in Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen of Britse ponden en een andere valuta is dan de eigen lokale valuta, wordt 'hard currency' genoemd. Uitgifte in de eigen valuta wordt 'local currency' genoemd. Een belangrijk voordeel van het uitgeven van schuld in een hard currency is dat een overheid of onderneming relatief goedkoop toegang krijgt tot volwassen kapitaalmarkten (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten of Europa). Nadeel is dat een stijging van de desbetreffende hard currency ten opzichte van de eigen lokale valuta resulteert in een extra financiële last op het moment dat de uitgifte terug betaald moet worden.

Type of Issuer	Currency of Issue	
	Local Currency	Hard Currency
Sovereign	JPMorgan GBI-EM Global Diversified Number of Countries: 19 Size: \$1,123bn AUM: \$205bn	JPMorgan EMBI Global Diversified Number of Countries: 68 Size: \$873bn AUM: \$304bn
Corporate	ICE LOCL Number of Countries: 15 Size: \$217bn	JPMorgan CEMBI Broad Diversified Number of Countries: 50 Size: \$945bn AUM: \$69bn

Source: Mondrian Investment Partners, JPMorgan, ICE.

In bovenstaande tabel zijn de vier groepen binnen EMD weergegeven. Per groep is de meest gehanteerde benchmark, het aantal landen in de benchmark, de omvang van de benchmark (size) en het vermogen dat de benchmark volgt (AUM) weergegeven.

Uit de tabel blijkt dat de uitgifte door overheden (sovereign) het grootst is en dat ondernemingen met name in hard currency schulden uitgeven. Financiering van ondernemingen in lokale valuta gebeurt voornamelijk met banken als tegenpartij.

In onderstaande worden de volgende drie subcategorieën besproken:

- Staatsobligaties uitgegeven in harde valuta (Hard Currency, HC);
- Staatsobligaties uitgegeven in lokale valuta (Local Currency, LC);
- Bedrijfsobligaties uitgegeven in harde valuta (Hard Currency, HC).

Hard currency

Deze subcategorie refereert naar schulden uitgegeven door overheden van opkomende landen in harde valuta, waarbij de Amerikaanse dollar het meeste voorkomt. Andere valuta zijn de euro, Japanse yen en het Britse pond. Meer dan 80 landen geven obligaties uit in harde valuta, hiervan zijn er 68 opgenomen in de benchmark (JP Morgan EMBI Global Diversified Index) die JP Morgan sinds 1994 samenstelt. Veel van deze landen hebben een laag inkomen per hoofd van de bevolking en worden bij aandelen ingedeeld in de 'frontier markets'-categorie.

Er zijn verschillende redenen waarom landen besluiten om obligaties uit te geven in harde valuta. Ten eerste kan de lokale kapitaalmarkt onvoldoende groot zijn om de gewenste liquide middelen op te halen. Ten tweede kunnen landen verplichtingen hebben in harde valuta. Door eveneens obligaties uit te geven in harde valuta worden de karakteristieken beter op elkaar afgestemd. Ten derde is de rente vaak lager door uitgifte in harde valuta in plaats van lokale valuta, maar dat verhoogt uiteraard wel het terugbetalingsrisico.

Doordat deze staatsobligaties voornamelijk worden uitgegeven in Amerikaanse dollar, is de relatie tot de geld- en kapitaalmarkt van de Verenigde Staten erg sterk. De hoogte van de coupon is namelijk opgebouwd door de rente op staatsobligaties uitgegeven door de Verenigde Staten als basis te nemen en daar bovenop een kredietopslag (credit spread) voor het specifieke land te hanteren. Over de afgelopen drie jaar ligt deze opslag tussen de 2,9% en de 4,5%, op basis van de JP Morgan EMBI Global Diversified Index en de Bloomberg Barclays U.S. Treasury Index. EMD hard currency levert hierdoor een bijdrage aan de diversificatie en verhoogt het verwachte rendement (ten opzichte van bijvoorbeeld Duitse of Nederlandse staatsobligaties). Daar staat tegenover een, over het algemeen, hoger terugbetaal- en liquiditeitsrisico dan staatsobligaties die uitgegeven zijn door ontwikkelde landen. In de praktijk blijkt het risico dat landen de schulden niet terugbetalen gering te zijn. In de laatste 20 jaren is dat gemiddeld één keer per jaar voorgekomen.

De risico-rendementsverhouding van EMD HC is over het algemeen aantrekkelijk ten opzichte van high yield en investment grade bedrijfsobligaties. Momenteel wordt een groot

deel van de EMD HC index van JP Morgan gezien als 'investment grade' (53% per 30 juni 2020).

Nederlandse institutionele beleggers dekken vaak een deel van de totale valuta exposure naar de euro af. De subcategorie EMD hard currency maakt veelal deel uit van het afdekprogramma.

Local currency

Deze subcategorie bestaat uit staatsobligaties uitgegeven in lokale valuta. Aanzienlijk minder landen maken gebruik van de mogelijkheid om schulden uit te geven in de lokale valuta. De reden hiervoor is dat de lokale markt voldoende groot moet zijn om de uitgifte te kunnen plaatsen. Daarnaast is het voor overheden een stuk ingewikkelder om buitenlandse investeerders aan te trekken wanneer de lokale valuta historisch gezien zeer volatiel is geweest.

Midden 2000 is JP Morgan gestart met het samenstellen van een benchmark (JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index). Momenteel zijn er 19 landen die in de index zijn opgenomen. Over het algemeen hebben deze landen een hogere kredietwaardigheid dan landen die obligaties uitgeven in hard currency (85% per 30 juni 2020).

In tegenstelling tot HC is er bij LC geen sterk verband met de geld- en kapitaalmarkt van de ontwikkelde economieën, hoewel er wel indirecte relaties kunnen zijn als gevolg van connecties door internationale handel of de financiële markten. De rendementsdrijvers van EMD LC zijn vooral valuta-appreciatie en credit spread-dalingen als gevolg van veranderingen in inflatieverwachtingen, (hoge) economische groei en de kredietwaardigheid.

Hoewel LC net als HC een valutarisico kent, wordt deze bij LC als groter gezien. Statistisch gezien zijn de lokale valuta twee keer zo volatiel als harde valuta. Lokale valuta kunnen worden afgedekt, maar in de praktijk zien wij dat niet vaak. Enerzijds komt dat door de hoge afdekkosten, anderzijds omdat de valutabeweging juist een rendementsdrijver kan zijn.

Corporate debt HC

Bedrijfsobligaties worden in opkomende landen over het algemeen uitgegeven in harde valuta. Er zijn ook obligaties beschikbaar die zijn uitgegeven in lokale valuta, maar de meeste beleggers hebben een voorkeur voor de harde valuta om het risico te beperken.

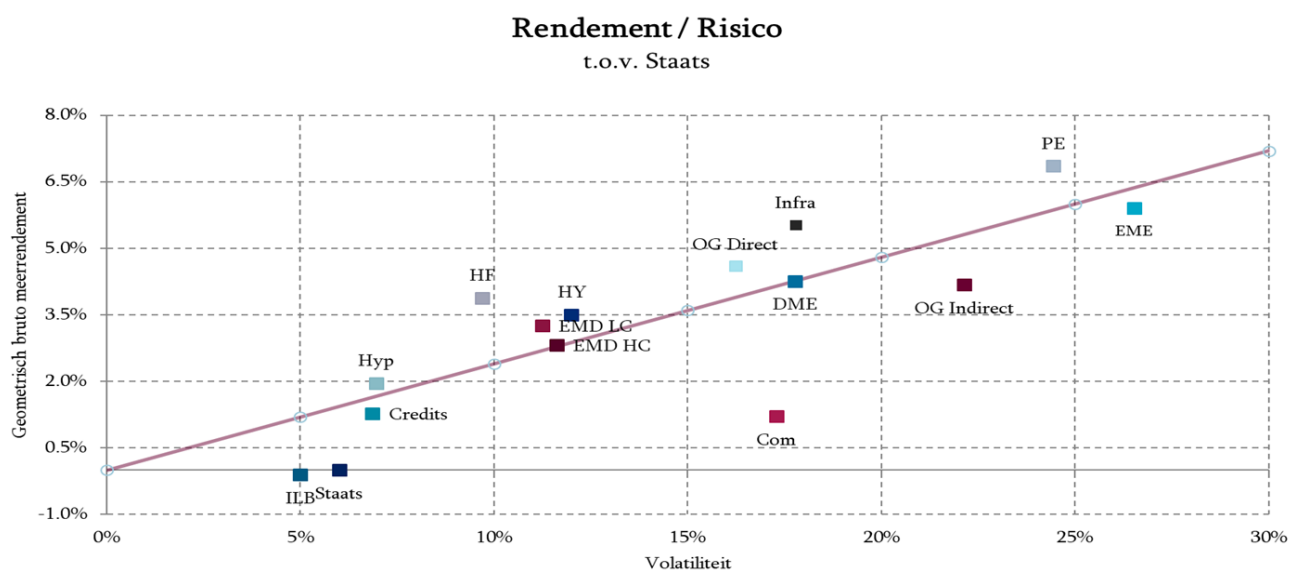
Er zijn ongeveer 50 landen die bedrijven hebben die deze obligaties uitgeven. Net als bij de staatsobligaties uitgegeven in hard currency hebben deze obligaties een relatie met de geld- en kapitaalmarkt van de Verenigde Staten als gevolg van de valuta waarin ze zijn uitgegeven.

Door de beperkte liquiditeit van de obligaties die uitgegeven zijn door ondernemingen in opkomende markten, geven institutionele beleggers vaak de voorkeur aan een EMD HC-

strategie die ingevuld wordt met staatsobligaties en eventueel tactisch aangevuld wordt met bedrijfsobligaties.

Eventuele valuta afdekkingsmogelijkheden komen overeen met die van staatsobligaties HC.

Het verwachte rendement en risico van EMD ligt hoger dan dat van schulden uitgegeven door landen of bedrijven uit de ontwikkelde markten. Eind maart 2020 lag het verwachte rendement van EMD HC en EMD LC boven het verwachte rendement van staatsobligaties van ontwikkelde landen.



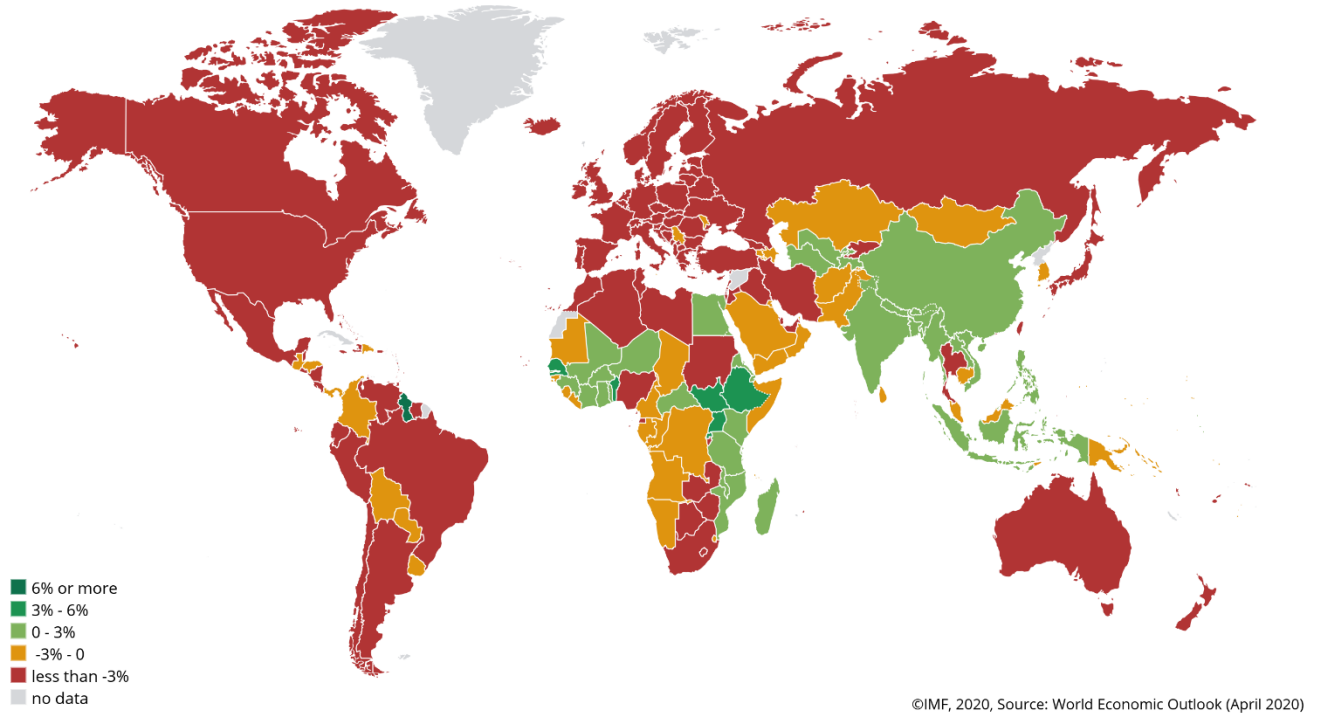
De economische groei in opkomende landen is sterk gecorreleerd met de groei in ontwikkelde landen. Een vertraging van de economische groei in de ontwikkelde landen heeft dan ook gevolgen voor de opkomende landen. Dit komt omdat opkomende landen sterk afhankelijk zijn van de export naar de ontwikkelde landen.

China is qua omvang van de economie de grootste van de opkomende landen. Veel opkomende landen in de regio zijn weer sterk afhankelijk van de economische groei van China. China zit momenteel in een periode waarin het de economie aan het transformeren is van een productie-economie naar een kennis- en diensteneconomie. De productie-economie heeft China in het verleden flinke economie groei opgeleverd. Door onder andere de handelsoorlog met de Verenigde Staten daalt de economische groei van China. De overheid probeert echter met monetair beleid de economie te blijven stimuleren, wat ook een gunstig effect heeft op de omringende landen.

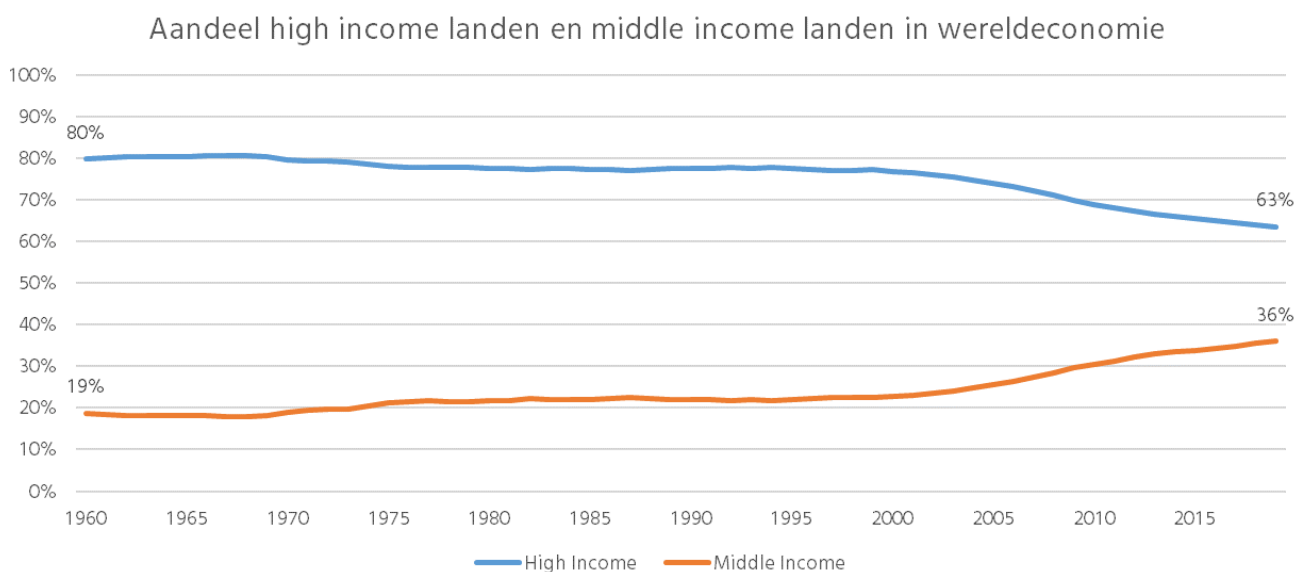
Het IMF voorziet een groei van opkomende landen van -1.0% in 2020 en 6.6% in 2021 (per april 2020).

IMF DataMapper

Real GDP growth (Annual percent change, 2020)



In de afgelopen jaren is het aandeel van opkomende landen in het wereldwijde bruto nationaal product (bnp) steeds groter geworden. Dit is goed zichtbaar in de volgende grafiek met de historische verdeling van het bnp naar high income landen en middle income landen.

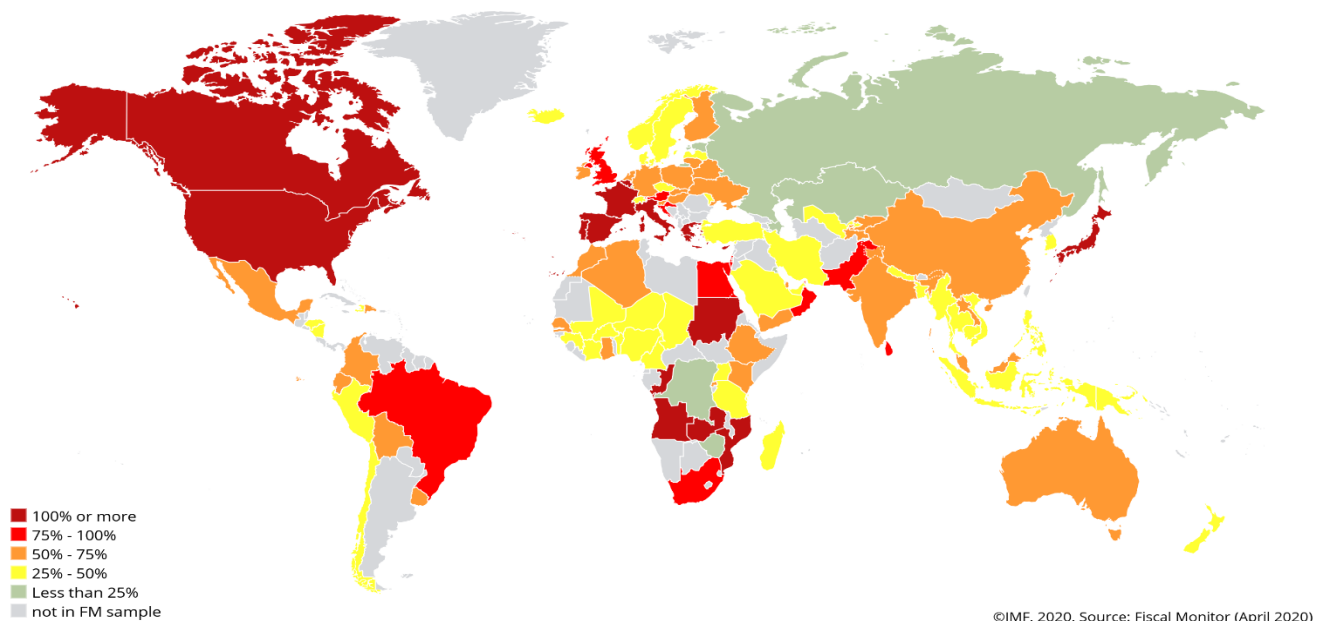


Bron: Wereldbank

Overheden van opkomende landen hebben relatief lage schulden. De verhouding tussen de omvang van de economie en de overheidsschuld is, zoals onderstaande figuur laat zien, positiever dan bij ontwikkelde markten. Dit geeft landen de mogelijkheid om een ruim fiscaal en monetair beleid te voeren die de economie kunnen ondersteunen in tijden wanneer dit nodig is.

IMF DataMapper

Gross debt position (% of GDP, 2020)



Voor de categorie Emerging Market Debt zijn er slechts enkele aanbieders van benchmarks. In de praktijk worden vrijwel altijd de benchmarks van JP Morgan gebruikt, al bestaan er strategieën die de benchmarks van Barclays Capital gebruiken. Omdat verreweg de meeste vermogensbeheerders de JP Morgan benchmarks gebruiken, zullen deze in dit hoofdstuk worden toegelicht.

Wat betreft EMD biedt JP Morgan drie belangrijke indices aan. Voor obligaties uitgegeven in local currency (LC) is er de Government Bond Index – Emerging Markets (GBI-EM). Deze benchmark selecteert staatsobligaties in een twintigtal opkomende economieën. Voor staatsobligaties uitgegeven in hard currency (HC) zijn er de Emerging Markets Bond Indices (EMBI), met een ruimere selectie aan landen waarin wordt belegd. Tenslotte is er voor bedrijfsobligaties de Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI).

Hieronder volgt een tabel met de karakteristieken van deze drie indices. De GBI-EM Global Diversified heeft twee landen meer in de benchmark dan de GBI-EM. De diversified-variant (de meest gebruikte variant) belegt in dezelfde landen als de GBI-EM Global, maar de maximum allocatie per land is vastgezet op 10% van de totale waarde van de obligaties in de benchmark. Hierdoor wordt de allocatie naar Brazilië, Indonesië en Mexico verlaagd naar 10%.

Benchmark	Aantal uitgevers	Aantal landen	Aantal effecten	Duration	Yield
GBI-EM Global Div	18	18	220	5.43	4.5%
EMBI Global	167	73	827	7.83	5.5%
CEMBI	450	40	670	4.97	4.8%

Bron: JP Morgan. Gegevens per 30 juni 2020.

Uit bovenstaande tabel wordt duidelijk dat de spreiding over zowel landen als het aantal effecten het kleinst is binnen de GBI-EM Global Diversified. De allocatie van de EMBI Global is meer divers, ook omdat deze benchmark voor een kwart bestaat uit staatsgegarandeerde leningen. Het gaat hierbij om leningen aan onder andere vliegvelden, investeringsbanken en nutsbedrijven die gelieerd zijn aan een overheid. Al deze ondernemingen zijn of volledig eigendom van de staat of de lening is volledig gegarandeerd door de staat.

Alleen effecten met een looptijd langer dan 2,5 jaar komen in aanmerking om te worden opgenomen in de EMBI Global. Als de looptijd van een obligatie korter is dan een jaar, wordt deze uit de index gehaald. De rentegevoeligheid (duration) van deze benchmark ligt daardoor iets hoger. Alle obligaties moeten in dollars gedenomineerd zijn en er moet minimaal 500 miljoen dollar zijn uitgegeven.

Voor de GBI-EM Global geldt dat er uitsluitend landen worden opgenomen die voor bijna alle internationale investeerders toegankelijk zijn om in te beleggen. Dit in tegenstelling tot de GBI-EM Broad, waarin alle landen zijn opgenomen, ongeacht kapitaalrestricties en belastingen. Een land wordt toegevoegd zodra de groei van het bruto nationaal product per persoon drie jaar lang onder het mondiaal gemiddelde ligt. Zodra een land drie jaar aaneengesloten een A-rating heeft, kan deze uit de index worden gehaald. De index bevat alleen staatsobligaties met een vaste rente.

De CEMBI bevat bedrijfsobligaties met een resterende looptijd van minimaal 13 maanden. Als de looptijd van een obligatie korter is dan een jaar, wordt deze uit de index gehaald. Alleen bedrijfsobligaties met een resterende looptijd van minimaal vijf jaar kunnen worden toegevoegd aan de index. Ook moet de obligatie zijn uitgegeven in Amerikaanse dollars. De uitgifte van deze obligaties moet minimaal 500 miljoen dollar bedragen (voor de CEMBI Broad/Diversified geldt een minimum van 300 miljoen dollar). Zodra een obligatie hieronder zakt, wordt deze uit de index gehaald. De CEMBI bevat alleen de twee grootste obligaties van een bedrijf, terwijl bij CEMBI Broad alle obligaties van een bedrijf in aanmerking komen voor opname in de index.

De regioverdeling van de indices is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	Europa	Azië	Afrika	Latijns-Amerika	Midden-Oosten
GBI-EM Global Div	32%	30%	7%	31%	0%
EMBI Global	19%	19%	12%	32%	18%
CEMBI	11%	47%	3%	25%	14%

De kredietwaardigheidsverdeling van de indices is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C	NR
GBI-EM Global Div	0%	9%	18%	58%	12%	3%	0%	0%
EMBI Global	0%	7%	14%	33%	14%	22%	2%	9%
CEMBI	0%	1%	13%	30%	13%	6%	2%	35%

De sectorverdeling van de CEMBI is weergegeven in onderstaande tabel.

Sector	Marktwaaarde (%)
Finance	29%
Industrials	7%
Transport	1%
Technology	12%
Infrastructure	3%
Consumer	9%
Diversified	2%
Energy	11%
Materials	8%
Utilities	7%
Real Estate	11%

Enige tijd geleden heeft JP Morgan van deze drie indices ook ESG-indices beschikbaar gemaakt. Dit zijn de JPM ESG Indices (JESG). Momenteel biedt JP Morgan de JESG GBI-EM, de JESG CEMBI, de JESG EMBI en de JESG JACI aan. De uitgiftewaarde van de obligaties in deze indices is de afgelopen tijd sterk gestegen.

V. Global High Yield

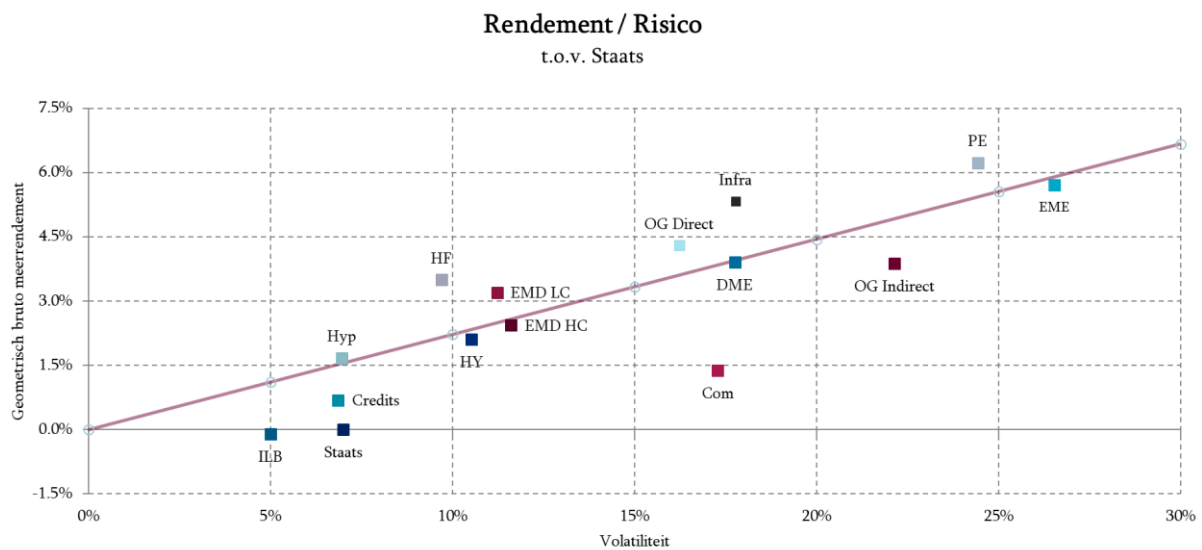
De beleggingscategorie High Yield bestaat uit obligaties met een lage kredietwaardigheid. Alle obligaties die een lagere waardering hebben dan een BBB- bij S&P en Fitch of Baa3 bij Moody's worden beschouwd als High Yield obligaties. Het is gebruikelijk om het gemiddelde van de kredietbeoordelingen te nemen van deze drie grootste kredietbeoordelaars om te bepalen of een obligatie al dan niet onder High Yield valt.

Een beoordeling lager dan BBB- of Baa3 wordt high yield, speculative grade of non-investment grade genoemd omdat het risico dat de uitgever van de obligatie niet aan zijn verplichtingen kan voldoen substantieel is. De belegger wordt voor het lopen van dit risico gecompenseerd door een hogere rente op de obligatie.

S&P	Moody's	Fitch	LEVEL	INVESTMENT TYPE
AAA	Aaa	AAA	Prime	INVESTMENT GRADE
AA+	Aa1	AA+	High Grade	
AA	Aa2	AA		
AA-	Aa3	AA-		
A+	A1	A+	Upper Medium Grade	
A	A2	A		
A-	A3	A-		
BBB+	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade	
BBB	Baa2	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Speculative	NON-INVESTMENT GRADE
BB	Ba2	BB		
BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+	Highly Speculative	
B	B2	B		
B-	B3	B-		
CCC+	Caa1	CCC	Significant Risk	
CCC	Caa2		Imminent Default	
CCC-	Caa3		Default with low recovery expectations	
CC	Ca			
C	C			
D		DDD	Total Default	
		DD		
		D		

Bron: marketdeal.com

Hoewel High Yield zowel staatsobligaties als bedrijfsobligaties bevat, deelt deze categorie meer eigenschappen met Emerging Market Debt dan met investment grade staatsobligaties en credits. Onderstaande figuur laat zien dat de rendement/risicoverhouding dicht bij die van Emerging Market Debt ligt. Op de lange termijn laat High Yield een hogere rendement/risicoverhouding zien dan investment grade staatsobligaties en credits.

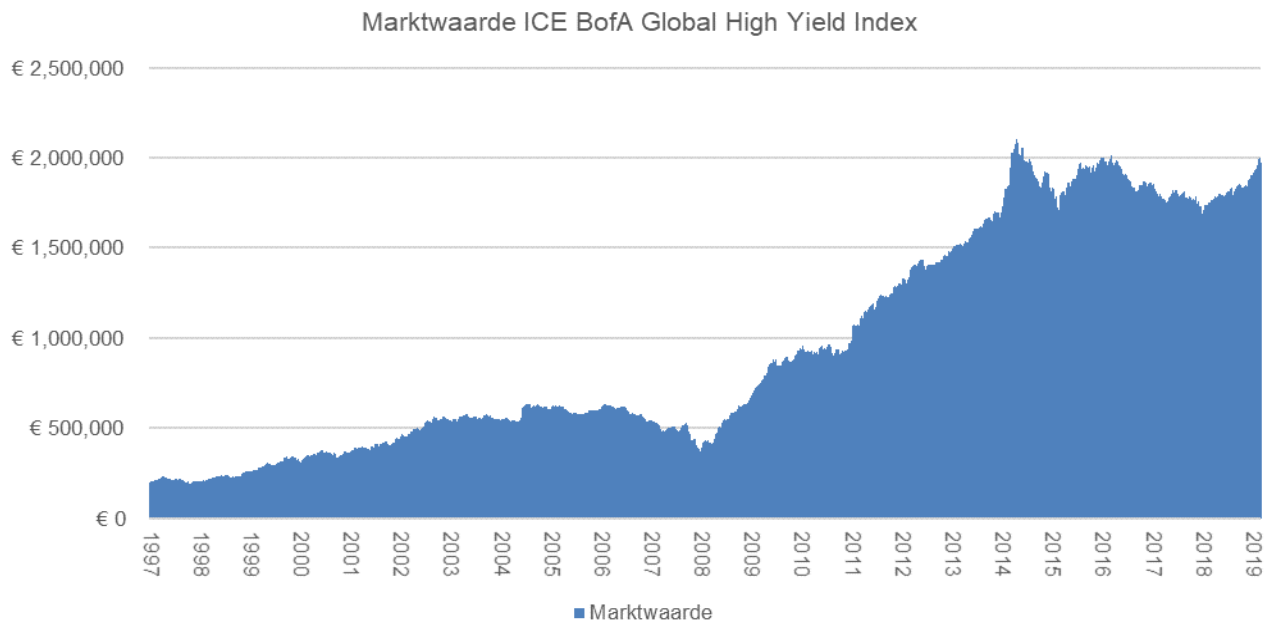


Doordat de definitie van deze categorie afhangt van de kredietbeoordeling van de kredietbeoordelaars, is het mogelijk dat een obligatie die op het moment van uitgifte tot investment grade credits werd gerekend, door een verandering van de beoordeling later tot het high yield universum wordt gerekend. Andersom is dit natuurlijk ook mogelijk. Zuiver beleggen in deze categorie vereist dus dat van tijd tot tijd obligaties met een verhoogde kredietwaardigheid worden verkocht voor obligaties waarvan de kredietwaardigheid is verlaagd. Ontwikkelaars van benchmarks hebben regels opgesteld om dit proces te stroomlijnen.

De categorie High Yield kent enkele variaties. Ten eerste is het mogelijk de beleggingen te beperken tot een bepaalde regio. In de praktijk wordt vaak onderscheid gemaakt tussen high yield uit de Verenigde Staten en high yield uit Europa. Een wereldwijde allocatie is ook mogelijk. Ten tweede is het mogelijk om obligaties uit de financiële sector uit te sluiten. Na de kredietcrisis van 2008, waarin enkele financiële instellingen failliet gingen, kwam de categorie die obligaties van financiële dienstverleners uitsluit in opkomst. Fondsen die in deze categorie beleggen, voegen vaak 'excluding financials' of 'non-financial' toe aan de naam van de strategie. Omdat 'financials' tot de meest volatiele sectoren behoort, zorgt het uitsluiten ervan voor minder volatiliteit en daarmee minder risico. Tot slot kan ook nog worden gevarieerd door een beperking te stellen op de weging van een enkele obligatie of uitgever van obligaties binnen de portefeuille. Dit wordt een 'issuer constraint' genoemd. Een limiet op de weging naar een uitgever beperkt het verlies op het moment dat deze partij niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen.

Het aantal beschikbare high yield obligaties is in de afgelopen jaren behoorlijk toegenomen. Tot en met de jaren '70 werden er geen high yield obligaties uitgegeven, maar ontstonden deze alleen door een verlaging in de kredietbeoordeling van de uitgevende partij. In de jaren '80 en '90 werden high yield obligaties voornamelijk in de Verenigde Staten uitgegeven. In de 21^e eeuw ontwikkelde deze markt zich wereldwijd. In onderstaande figuur is te zien hoe

de totale marktwaarde van high yield obligaties in de ICE BofA Global High Yield Index door de tijd heen is toegenomen.



Bron: ICE Index Platform

De markt voor high yield obligaties is het grootst in de Verenigde Staten. Deze werd eind 2019 geschat op \$ 1,9 biljoen. De Europese markt is kleiner en wordt geschat op € 510 miljard. Hoewel de markt in Europa kleiner is, is deze fors gegroeid sinds 2008. De Europese markt voor high yield obligaties werd in 2009 nog op € 110 miljard geschat.

Ook de vraag naar high yield obligaties is toegenomen. In 2014 lag het totaal beheerd vermogen van High Yield strategieën in Europa nog onder de € 30 miljard volgens Refinitiv Lipper. Eind 2017 is het vermogen in deze fondsen toegenomen naar € 55 miljard. Het opkopen van obligaties door centrale banken maakte staats- en investment grade bedrijfsobligaties minder aantrekkelijk. In de 'search for yield' werd er meer belegd in high yield obligaties.

De twee meest gangbare aanbieders van benchmarks in het High Yield beleggingsuniversum zijn Bank of America en Barclays. Beide aanbieders bieden verschillende benchmarks die een goed beeld geven van beleggingen binnen Global High Yield. De verschillende eigenschappen van deze benchmarks zullen in dit hoofdstuk worden toegelicht.

Intercontinental Exchange (ICE) en Bank of America (BofA) bieden 362 indices aan binnen de Global High Yield Index familie. De meest gangbare hiervan is de ICE BofA Global High Yield Index. Deze index volgt het rendement van high yield bedrijfsobligaties uitgegeven in Amerikaanse dollar, Canadese dollar, Britse pond en euro. BofA biedt een ruime selectie aan indices aan die een sector-, regio- of valutarestrictie hebben, een selectie maken in

kredietwaardigheid of financiële instellingen uitsluiten. BofA biedt indices aan met zowel bedrijfs- als staatsobligaties. Een van de meest gangbare indices is de ICE BofA Global High Yield Index, deze zal in dit hoofdstuk worden besproken.

Bloomberg en Barclays bieden een vergelijkbare indexfamilie met 14 sub-indices. Daarnaast zijn er vele maatwerkbenchmarks beschikbaar. De hoofdbenchmark, Bloomberg Barclays Global High Yield Index, omvat high yield bedrijfs- en staatsobligaties uitgegeven in Amerikaanse dollar, euro, Britse pond, Zwitserse frank, Deense kroon, Noorse kroon of Zweedse kroon. Om de vergelijking met ICE BofA goed te kunnen maken, worden in dit hoofdstuk de eigenschappen van de Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate Index besproken.

De verschillen tussen de ICE BofA Global High Yield Index en de Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate Index worden weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	Aantal uitgevers	Aantal landen	Aantal effecten	Duration	Yield
ICE BofA GHY	1515	84	3572	4.07	6.8%
Barclays GHY Corp	1320	69	3130	4.04	5.6%

Waar ICE BofA GHY effecten opneemt uit 84 landen, neemt Barclays GHY Corp 69 verschillende landen op. ICE BofA GHY heeft een yield die 1.2%-punt hoger ligt dan Barclays GHY Corp.

De ICE BofA Global High Yield Index bestaat uit obligaties met een minimale looptijd van 18 maanden op het moment van uitgifte en minimaal 12 maanden resterende looptijd op het moment van herbalancering. De rente op de obligatie moet vaststaan en de minimale waarde van de uitstaande obligaties moet 250 miljoen Amerikaanse dollar, 250 miljoen euro, 100 miljoen Britse pond of 100 miljoen Canadese dollar bedragen. De index wordt gewogen op basis van marktkapitalisatie. De weging van de index wordt maandelijks opnieuw vastgesteld.

De Bloomberg Barclays Global High Yield Index is opgebouwd uit de US High Yield, Pan-European High Yield en Emerging Markets (EM) Hard Currency High Yield indices. De Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate Index bevat alleen de bedrijfsobligaties van de Global High Yield Index. Naast obligaties met een lage kredietwaardigheid zijn enkele obligaties zonder kredietrating opgenomen. Voor de US High Yield Index en de Pan-European High Yield Indices geldt dat alleen vaste coupons worden geaccepteerd. Voor de EM Hard Currency High Yield Index worden daarnaast ook variabele coupons geaccepteerd, mits deze zijn uitgegeven in Amerikaanse dollar. De minimale uitgiftewaarde van de obligaties is voor US High Yield gelijk aan 150 miljoen Amerikaanse dollar; voor Pan-European High Yield gelijk aan 100 miljoen euro, 50 miljoen Britse pond, 100 miljoen Zwitserse franc, 500 miljoen Deense kroon, 500 miljoen Noorse kroon of 1 miljard Zweedse kroon; en voor EM Hard Currency High Yield gelijk aan 500 miljoen Amerikaanse dollar, 500

miljoen euro of 500 miljoen Britse pond. Obligaties moeten een minimale resterende looptijd hebben van 12 maanden. Herbalancering vindt iedere maand plaats.

De regioverdeling van de indices is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	Afrika	Australië en Nieuw-Zeeland	Azië	Europa	Latijns-Amerika	Noord-Amerika
ICE BofA GHY	1%	0%	13%	21%	8%	56%
Barclays GHY Corp	1%	0%	12%	21%	10%	56%

De kredietwaardigheidverdeling van de indices is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	BB	B	CCC	CC	C	D	NR
ICE BofA GHY	61%	29%	9%	0%	0%	0%	0%
Barclays GHY Corp	57%	31%	11%	0%	0%	0%	1%

De sectorverdeling van de indices is weergegeven in onderstaande tabel.

Benchmark	Financials	Industrials	Utilities
ICE BofA GHY	12%	84%	4%
Barclays GHY Corp	13%	85%	3%