

# Strategisch Beleggingsbeleid

Versie Bestuur 14 december 2021



# Inhoudsopgave

<b>1.</b>	<b>Inleiding.....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Organisatie en proces .....</b>	<b>4</b>
2.1	Doelstelling beleggingsbeleid	4
2.2	Organisatie beleggingen	4
2.3	Beleggingsproces	4
<b>3.</b>	<b>Strategisch kader: Beleggingsovertuigingen en Risicoprofiel .....</b>	<b>8</b>
3.1	Risicohouding	8
3.2	Beleggingsovertuigingen	9
3.3	Strategisch ALM risicoprofiel	12
3.4	Maatschappelijk verantwoord beleggen	13
<b>4.</b>	<b>Strategische asset allocatie .....</b>	<b>14</b>
4.1	Beleggingscategorieën	14
4.2	Normportefeuille en Benchmarks	14
4.3	Strategische afdekking rente- en valutarisico	15
4.4	Dynamisch beleid aandelenrisicopremie	17
4.5	Illiquide portefeuilles	17
4.6	Rebalancingbeleid en bandbreedtes	17
4.7	Procesgang totstandkoming investable benchmark voor nominale matching	19
<b>5.</b>	<b>Risicobeleid.....</b>	<b>21</b>
5.2	Marktrisico	21
5.3	Valutarisico	21
5.4	Kredietrisico	22
5.5	Liquiditeitsrisico	22
5.6	Concentratierisico	23
5.7	Tegenpartijrisico	23
5.8	Uitwerking Prudent Person Regel	24
<b>6.</b>	<b>Portefeuillebeheer .....</b>	<b>26</b>
6.1	Beleid en proces managersselectie	26
6.2	Proces ten aanzien van het ontslag van managers	29
6.3	Contracten met externe beheerders	31
6.4	Kostenbeleid	32
6.5	Derivatenbeleid	34
6.6	Actief beheer	34
6.7	Securities lending	36
6.8	Fiscale constructies	36
<b>7.</b>	<b>Evaluatiebeleid .....</b>	<b>37</b>
7.1	Strategische asset allocatie	37
7.2	Beleggingscategorieën/investment cases	37
7.3	Actief beheer	38
7.4	Externe managers	39
7.5	Coördinator Vermogensbeheer	40
7.6	Evaluatiekalender	41

# 1. Inleiding

Dit document beschrijft het Strategisch Beleggingsbeleid van Pensioenfonds Zoetwaren. Dit beleid bevat de uitgangspunten en kaderstelling voor

- De jaarlijkse beleggingsplannen
- De uitvoering van het beleggingsbeleid
- De evaluatie van beleggingsbeleid en uitvoering

Het document is besproken en vastgesteld in de bestuursvergadering van 9 december 2020, en geactualiseerd in de bestuursvergadering van 14 december 2021 op basis van de in 2021 doorgevoerde wijzigingen in het beleid.

Het Strategisch Beleggingsbeleid bouwt deels voort op de ALM studie die in 2020 is uitgevoerd.

Een aantal aspecten van het Strategisch Beleggingsbeleid is verder uitgewerkt in het Beleid Duurzaam Beleggen.

## 2. Organisatie en proces

### 2.1 Doelstelling beleggingsbeleid

Bpf Zoetwaren is het bedrijfstakpensioenfonds voor de zoetwarenindustrie. Bpf Zoetwaren voert de pensioenregeling uit namens alle verplicht en vrijwillig aangesloten werkgevers. Het fonds draagt er zorg voor dat de pensioenen van alle deelnemers (werknemers, pensioengerechtigden en gewezen deelnemers), nu en in de toekomst, volgens de met sociale partners gemaakte afspraken worden opgebouwd.

Het fonds belegt de ingelegde pensioenpremies met als doel voldoende rendement te behalen om aan de verplichtingen te voldoen en de ambities te realiseren. Daarbij neemt het bestuur verantwoorde risico's en houdt het rekening met kostenefficiëntie, transparantie en maatschappelijk verantwoord beheer. Het fonds streeft ernaar de pensioenen waardevast te houden, voor zover de financiële middelen hiertoe toereikend zijn. Daarbij houden wij oog voor de risico's en de verschillende belangen van alle deelnemers en werkgevers gezamenlijk.

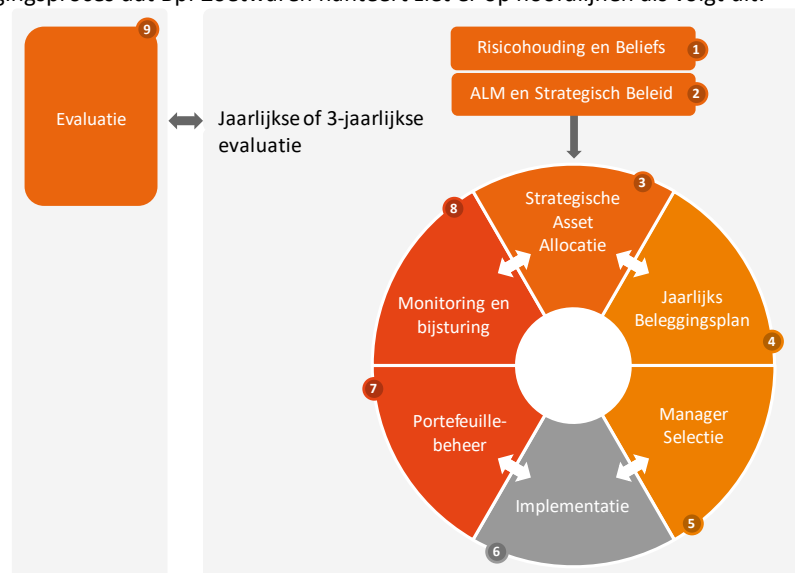
### 2.2 Organisatie beleggingen

De beschikbare gelden van het fonds dienen op een solide wijze te worden belegd. Met het oog op een professionele en verantwoorde besluitvorming ten aanzien van de beleggingen van het fonds is tot de volgende organisatie van activiteiten besloten.

- Het bestuur stelt het beschikbare risicobudget vast voor beleggingen en het strategisch beleggingsbeleid en de randvoorwaarden waarbinnen dit vorm wordt gegeven (het beleggingsraamwerk);
- Het bestuur draagt zorg voor en controleert de uitvoering van de (aansturing van de) beleggingen, daarbij ondersteund door de Coördinator Vermogensbeheer;
- Professionele vermogensbeheerders voeren het feitelijke vermogensbeheer uit en rapporteren daarover;
- De beleggingsadviescommissie (BAC) adviseert het bestuur over het beleggingsbeleid en monitort de implementatie van het beleggingsbeleid;
- De risicomanager toetst het beleggingsbeleid op risico-aspecten;
- De bewaarnemer van het fonds verzorgt naast de bewaarneming eveneens de administratie van de beleggingen, ook van de beleggingen die niet bij haar onder bewaring zijn.

### 2.3 Beleggingsproces

Het beleggingsproces dat Bpf Zoetwaren hanteert ziet er op hoofdlijnen als volgt uit:



Het beleggingsproces bestaat uit negen stappen en resulteert in een gebalanceerde werkelijke beleggingsportefeuille die aansluit bij de specifieke wensen en situatie van Bpf Zoetwaren.

**Stap 1:**

In de eerste stap van het beleggingsproces worden de belangrijkste uitgangspunten voor het beleggingsbeleid vastgesteld, te weten de risicohouding en de beleggingsovertuigingen.

*Stap 2: Strategisch kader, ALM en strategisch beleid*

In de tweede stap van het beleggingsproces wordt het strategisch beleggingsbeleid vastgesteld. Dit beleid bestaat naast het strategisch kader, bestaande uit de beleggingsovertuigingen en de risicohouding, uit de uitkomsten van de ALM studie en de uitgangspunten van het risicobeleid, het portefeuillebeheer en het evaluatiebeleid. De uitgangspunten van en uitkomsten uit de ALM studie vormen het startpunt voor de totstandkoming van de strategische asset allocatie (SAA). Om een goede aansluiting tussen de ALM studie en de SAA portefeuille te borgen, wordt de referentieportefeuille uit de ALM studie (de ALM portefeuille) vertaald in een risicohouding of risicobudget. Naast de risicohouding voor de totale SAA portefeuille worden de toegestane beleggingscategorieën, de bijbehorende benchmarks en de lange termijn rendement en risico aannames voor de individuele beleggingscategorieën expliciet gemaakt. Voor elke toegestane beleggingscategorie wordt in een separaat document een investment case opgesteld. .

*Stap 3: Strategische asset allocatie portefeuille*

Bij de strategische asset allocatie staat de lange termijn centraal en worden kwantitatieve analyses uitgevoerd, gericht op de belangrijkste risicofactoren van de pensioenbalans. Hierbij wordt de aandacht in eerste instantie gericht op hoofdcategorieën die op de lange termijn zowel kwantitatief als kwalitatief voldoende onderscheidend zijn. Voor iedere hoofdcategorie geldt dat er een motivatie dient te zijn om deze op te nemen in de portefeuille van een pensioenfonds. Deze motivatie kan gezocht worden in het (verwachte) rendement van de hoofdcategorie, de diversificatie met de rest van de strategische portefeuille en de meer kwalitatieve eigenschappen van de hoofdcategorie. Deze fase beperkt zich daarom tot hoofdcategorieën als rente-afdekking, bedrijfsobligaties, aandelen en vastgoed.

Met deze categorieën worden meerdere strategische beleggingsportefeuilles samengesteld die voldoen aan de eerder gestelde doelstellingen.

De op lange termijn meest efficiënte beleggingsportefeuilles worden geanalyseerd uit verschillende invalshoeken (via verschillende modellen en visies). Vervolgens wordt geanalyseerd of de voorgestelde verschuivingen overeenstemmen met kwalitatieve visies over de beleggingen. Een sterke kwalitatieve visie op de toegevoegde waarde en/of de transactiekosten kan ervoor zorgen dat een allocatie naar een belegging niet of vertraagd in de tijd plaats zal vinden.

Aanvullend ontstaat via de analyse van meerdere scenario's inzicht in het gedrag van de verschillende alternatieven en de ontwikkeling van bijvoorbeeld de dekkingsgraad op een middellange horizon. Het resultaat van deze stap is de asset allocatie op hoofdlijnen.

Naast de hoofdcategorieën worden diverse subcategorieën onderscheiden. Bij Emerging Markets Debt zijn dit bijvoorbeeld hard currency, local currency en bedrijfsobligaties. Voor elke hoofdcategorie geldt dat de deelrisico's een fundamentele link hebben met de betreffende hoofdcategorie. Daarnaast dient elk deelrisico voldoende substantie te hebben en onderscheidend te zijn ten opzichte van andere geïdentificeerde deelrisico's. Tenslotte moet een deelrisico investeerbaar zijn en wordt beoordeeld of er drempels zijn op het gebied van liquiditeit, de beschikbaarheid van producten en op gebied van wet- en regelgeving.

Selectie van een deelrisico of subcategorie vindt enkel en alleen plaats als er waarde wordt toegevoegd ten opzichte van de benchmark van de strategische beleggingscategorie. Bij de bepaling

van de aantrekkelijkheid en weging van een deelrisico of subcategorie wordt naast historische en toekomstige risico-rendementskarakteristieken ook rekening gehouden met duurzaamheidsaspecten en implementatiemogelijkheden.

#### *Stap 4: Jaarlijks Beleggingsplan*

Elk jaar resulteert het proces van portefeuilleconstructie in een normportefeuille die wordt opgenomen en beschreven in het jaarlijkse beleggingsplan. Hierin worden de gewenste allocatie naar de verschillende beleggingen opgenomen aangevuld met minimale en maximale allocaties (bandbreedtes) per categorie.

Onderdeel van het jaarlijks Beleggingsplan zijn de uitgangspunten voor een dynamisch beleggingsbeleid in de vorm van triggers. Bij de renteafdekking staat een rentestaffel centraal waarin verschillende renteniveaus als trigger zijn opgenomen voor het aanpassen van de hoogte van de renteafdekking. Uitgangspunt bij het raken van een rentetrigger is een “ja, tenzij” beleid. Dit betekent dat het raken van een trigger in principe resulteert in het verhogen of verlagen van de renteafdekking conform de rentestaffel en dat hier alleen van af wordt geweken op basis van zwaarwegende argumenten.

Daarnaast zijn niveaus voor de aandelenrisicopremie als trigger voor aandelenmarkten opgenomen. Uitgangspunt hierbij is het gegeven dat financiële markten constant in beweging en ontwikkeling zijn, waardoor risico's en rendementen op middellange termijn af kunnen wijken van de aannames op lange termijn. Het raken van de aandelentrigger start een discussie over de noodzaak van een aanpassing van het gewicht in zakelijke waarden.

#### *Stap 5: Managerselectie*

Per subcategorie wordt een analyse uitgevoerd over de te prefereren beheerstijl (bijvoorbeeld passief of actief). Op basis van de uitkomst van deze analyse worden managers en/of beleggingsfondsen geselecteerd. Door middel van een degelijk proces, ondersteund door een uitgebreide database met detailposities van duizenden strategieën wordt een shortlist van geschikte managers samengesteld. Hieruit kiest Bpf Zoetwaren uiteindelijk de best passende manager. Tevens wordt in deze fase de verdere implementatie van het gewenste duurzaamheidsprofiel vormgegeven. Deze stap valt buiten het bestek van dit beleggingsplan. Het resultaat van deze stap is dat voor elke categorie een manager is aangesteld die conform de door het bestuur geaccordeerde richtlijnen de portefeuille beheert.

#### *Stap 6: Implementatie*

Na de vaststelling van het jaarlijkse beleggingsplan volgt de implementatiefase. Bij grote verschuivingen, bijvoorbeeld bij mutatie van beleggingscategorieën of managers, wordt een transitieplan opgesteld. Waar nodig wordt een transitie, uit oogpunt van kostenefficiëntie, in meerdere stappen uitgevoerd.

#### *Stap 7: Portefeuillebeheer*

Na de implementatie wordt de portefeuille door de aangestelde managers beheerd op basis van de door Bpf Zoetwaren vastgestelde richtlijnen.

#### *Stap 8: Monitoring en bijsturing*

Na de implementatie vindt monitoring plaats door verschillende partijen. De richtlijnen per manager worden gecontroleerd door de aangestelde managers alsmede door Altis als specialist van de manager selectie en monitoring. De Coördinator Vermogensbeheer monitort de richtlijnen voor de totale beleggingsportefeuille en het beleid voor het afdekken van het rente- en valutarisico. De vastgestelde richtlijnen worden daarnaast onafhankelijk door de risicomanager gemonitord.

Gedurende het jaar vindt, binnen de geldende beleidskaders, bijsturing in de vorm van portefeuilleaanpassingen plaats.

*Stap 9: Evaluatie*

In stap negen worden de verschillende stappen van het beleggingsproces plus enkele beleidsonderdelen geëvalueerd. De evaluatie van stap 1, 2, 3 en 5 vindt in principe elke drie jaar plaats. Voor de overige stappen geldt een jaarlijks evaluatieproces. De opzet van de evaluatie van de beleidsonderdelen wordt beschreven in het strategisch beleidsdocument.

## 3. Strategisch kader: Beleggingsovertuigingen en Risicoprofiel

Dit hoofdstuk geeft de beleggingsovertuigingen en het beoogde risicoprofiel weer. De beleggingsovertuigingen zijn het uitgangspunt voor het beleggingsbeleid van het pensioenfonds en zijn vastgesteld door het bestuur. De risicohouding geeft weer welke ambitie het pensioenfonds nastreeft en welke risico's zij hierbij accepteert voor de verschillende belanghebbenden.

### 3.1 Risicohouding

De risicohouding geeft weer welke ambitie het pensioenfonds nastreeft en welke risico's zij hierbij accepteert voor de verschillende belanghebbenden. Sociale partners en het bestuur van het pensioenfonds hebben beleidsuitgangspunten en een risicohouding vastgesteld. Deze dienen als basis voor het financiële beleid van het pensioenfonds.

#### 3.1.1 Beleidsuitgangspunten

De beleidsuitgangspunten van het fonds kunnen worden samengevat tot:

- Stabiele premie
- Koopkrachtbehoud
- Kleine kans op of omvang van kortingen op opgebouwde rechten
- Beleggingsrisico is noodzakelijk voor een goed pensioen tegen een acceptabele prijs

#### 3.1.2 Risicomaatstaven

Op basis van bovenstaande beleidsuitgangspunten, zijn de volgende risicomaatstaven van belang:

- De wettelijk vereiste lange termijn risicomaatstaven uit de haalbaarheidstoets:
  - Het verwachte pensioenresultaat vanuit de feitelijke dekkingsgraad van het pensioenfonds is op het aanvangsmoment 93%. Het bestuur hanteert hiervoor een ondergrens van 90%
  - Het verwachte pensioenresultaat vanuit de situatie dat het pensioenfonds precies beschikt over het Vereist Eigen Vermogen is op het aanvangsmoment 98%. Het bestuur hanteert hiervoor eveneens een ondergrens van 90%.
  - Bij de jaarlijkse haalbaarheidstoets berekent het fonds vanuit de feitelijke dekkingsgraad zowel het verwachte pensioenresultaat als het pensioenresultaat in een slechtweerscenario. De maximale relatieve afwijking tussen het verwachte pensioenresultaat en het pensioenresultaat in het slechtweerscenario die het fonds dan acceptabel vindt is 35%. Dit betekent dat het pensioenresultaat in slechts 5% van de scenario's meer dan 35% lager mag zijn dan het verwachte pensioenresultaat vanuit de feitelijke dekkingsgraad. Op het aanvangsmoment bedraagt deze afwijking 33%.
- De wettelijk vereiste korte termijn risicomaatstaf:
  - Vereist Eigen Vermogen: 18% - 22%. Indien het Vereist Eigen Vermogen daalt of stijgt door een wijziging van de DNB RTS, zullen de bandbreedtes navenant meedalen of –stijgen. Bij het vaststellen van de bandbreedtes in 2015 bedroeg de 20-jaars swap rente circa 1,5%. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de impact van het niveau van de rente op de bandbreedtes.

20-jaars swap rente	VEV-bandbreedtes
< 0,5%	16% - 20%
0,5 - 1,5%	17% - 21%
> 1,5%	18% - 22%

Bij vaststelling van het jaarlijkse beleggingsplan worden tevens de VEV-bandbreedtes voor het betreffende jaar vastgesteld. Bij zeer grote rentebewegingen kunnen de VEV-



bandbreedtes ook intrajaar worden aangepast. Per december 2021 bedraagt de VEV-bandbreedte 16%-20%.

- Eigen risicomaatstaven, die in de risicokwartaalrapportage worden gemonitord en waarvoor grenzen in de ALM-studie worden vastgelegd:

Strategische risicomaatstaven	Horizon	Signaalwaarden
Mediaan UFR dekkinggraad	Eind 2025	> 100%
5% VaR UFR dekkinggraad	Eind 2025	> 90%
Mediaan opbouw	Eind 2022	> 1,6%
Mediaan cumulatieve herstelplankorting	Eind 2025	< 2%
5% VaR cumulatieve herstelplankorting	Eind 2025	< 10%
Mediaan koopkracht	Eind 2025	> 90%
Balansrisico	Jaar 1-15	13%-15%

### 3.2

#### Beleggingsovertuigingen

Het vastleggen van de beleggingsovertuigingen verbetert de kwaliteit, consistentie en de transparantie van het gevoerde beleid. Uitgangspunten en principes kunnen in de tijd wijzigen, door nieuwe inzichten, ontwikkelingen en wijzigingen in wet- en regelgeving. Op drie-jaarlijks basis evalueren wij de beginselen en indien wenselijk passen wij deze aan. Hieronder vatten wij de beleggingsovertuigingen kort samen.

##### 1. Verplichtingen structuur en risicohouding

Wij beheren de beleggingen in samenhang met de structuur van de verplichtingen met als uitgangspunt dat het balansrisico in lijn is met de onze risicohouding.

De strategische assetallocatie heeft de grootste impact op het risicoprofiel en het rendement van de beleggingen. Het is derhalve van groot belang dat wij de strategische asset-allocatie afstemmen op de structuur van de verplichtingen (de passivazijde van de balans). Hierbij maken wij onderscheid tussen de matchingfunctie en returnfunctie van de beleggingen. De matching portefeuille heeft primair tot doelstelling het afdekken van het renterisico van de verplichtingen (en in mindere mate het genereren van additioneel rendement). De returnportefeuille heeft tot doelstelling het genereren van additioneel rendement t.o.v. het rendement op de verplichtingen.

##### 2. Beleggingshorizon

De verplichtingen van het pensioenfonds hebben een lange termijn karakter en wij houden hiermee rekening bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

Dit betekent dat wij beleggingscategorieën beoordelen op basis van hun lange termijn verwachte karakteristieken en dat er ruimte is voor illiquide beleggingscategorieën in de portefeuille. Op basis van een driejaarlijkse ALM-studie bepalen wij de strategische asset allocatie. Via het jaarlijkse beleggingsplan verfijnen wij de portefeuille verder binnen de kaders van het risicoprofiel. Hierbij spelen middellange termijn verwachtingen (horizon 1-5 jaar) ook een rol.

##### 3. Risicopremies

In een markteconomie wordt het nemen van risico naar verwachting beloond met een risicopremie.

Wij geloven dat er voor marktrisico, kredietrisico en liquiditeitsrisico premies kunnen worden ontvangen en willen daarvan gebruik maken in het beleggingsbeleid. Dit is de basis voor het beleggen in zakelijke waarden, kredietobligaties en illiquide beleggingen. Wij geloven niet in een

structurele premie voor grondstoffenrisico, aangezien een belegging in grondstoffen geen economische activiteit met zich meebrengt.

#### 4. Actief beleid

Wij geloven dat markten niet volledig efficiënt zijn. Extra rendement vanuit actief beleid is echter geen vanzelfsprekendheid.

Door gebruik te maken van marktinefficiënties kunnen wij extra rendement behalen, bijvoorbeeld door de keuze van slimme benchmarks of factoren of via een actieve manager. Voor elke actieve strategie wegen wij de verwachte voordelen kritisch af tegen de kosten en de risico's. Er is geen reden om op voorhand 'actief tenzij' of 'passief tenzij' aan te houden. Afhankelijk van de beleggingscategorie en mogelijke partners maken wij de keuze voor actief versus passief beleid.

#### 5. Diversificatie

Wij zijn van mening dat spreiding over meerdere beleggingscategorieën en risicobronnen bijdraagt aan een stabiele ontwikkeling van de dekkingsgraad.

Diversificatie is een uitgangspunt bij de inrichting van de portefeuille. Hierbij kijken wij wel kritisch naar de verwachte diversificatievoordelen, omdat verschillende beleggingscategorieën in praktijk afhankelijk kunnen zijn van dezelfde onderliggende risicobronnen en correlaties oplopen in negatieve marktomstandigheden. Wij kijken ook kritisch naar (te) kleine allocaties (minimaal 2,5%).

#### 6. Duurzaamheid

Wij verwachten van duurzame beleggingen op lange termijn een betere rendement/risico verhouding dan van nietduurzame beleggingen. Wij geloven dat beleggingen alleen goed kunnen renderen als samenlevingen zich goed kunnen ontwikkelen.

Maatschappelijk verantwoord beleggen en duurzaamheid vormen een integraal uitgangspunt bij het beleggingsbeleid. Wij vullen dit principe in op alle onderdelen van de beleggingsportefeuille waarbinnen dit mogelijk is. Uiteindelijk draagt dit ook bij aan een betere leefomgeving voor iedereen. Wij hebben de ambitie om meer te doen dan wettelijk verplicht is. De mening van onze achterban weegt mee bij de bepaling van het duurzaamheidsbeleid. Wij onderschrijven de PRI en hebben het IMVB Convenant en het Nederlandse Klimaatakkoord ondertekend en geven hier uitvoering aan in ons duurzaamheidsbeleid.

#### 7. Complexiteit en implementatie

Wij zijn van mening dat wij de karakteristieken van een beleggingscategorie of -strategie goed moeten doorgronden, alvorens tot daadwerkelijke belegging over te gaan.

De capaciteit en het kennisniveau van het bestuur en de organisatie daaromheen moeten in overeenstemming zijn met de complexiteit van het beleggingsbeleid. Bij het beoordelen van beleggingen zijn zowel kwantitatieve als kwalitatieve karakteristieken van belang. Een te hoge complexiteit kan een reden zijn om niet in een categorie of strategie te beleggen. Wij hebben een voorkeur voor discretionair beheer omdat wij hierdoor meer zeggenschap hebben in de beleggingsrichtlijnen, waaronder het MVB-beleid. Vanwege BTW-voordeel, kosten en andere implementatieaspecten kiezen wij voor sommige beleggingen toch voor fondsen. Wij zien de Coördinator Vermogensbeheer als een strategische sparringpartner. Wij verwachten van de Coördinator Vermogensbeheer dat hij kritisch meedenkt met het fonds, echter het bestuur neemt uiteindelijk de besluiten.

#### 8. Kosten

De kosten van het vermogensbeheer moeten in overeenstemming zijn met de geleverde diensten en het gelopen aansprakelijkheidsrisico.

Schaalgrootte moet zich vertalen in lagere kosten. Wij staan kritisch tegenover het gebruik van performance related fees omdat deze kunnen aanzetten tot ongewenst gedrag. Bij het gebruik van performance related fees moet sprake zijn van gelijkgerichte belangen. Wij verwachten volledige transparantie van vermogensbeheerders over de kosten die zij maken, zowel de beheer- als de transactiekosten. Wij hebben een kostenbeleid geformuleerd om invulling te geven aan dit beleggingsbeginsel.

#### 9. Dynamiek in het beleggingsbeleid

Risicopremies, volatiliteiten en correlaties variëren door de tijd. Wij houden hiermee rekening bij de jaarlijkse beleggingsplancyclus.

Wij zijn kritisch over het kunnen voorspellen van financiële markten en de toegevoegde waarde van korte termijn tactisch beleid. Wij implementeren de dynamiek in het beleggingsbeleid op middellange termijn derhalve via een gestructureerd proces en binnen het strategische risicoprofiel. Wij volgen gedurende het jaar belangrijke economische variabelen.

#### 10. Renterisico

*Wij geloven dat er op lange termijn een evenwichtsniveau van de rente bestaat, maar dat dit evenwichtsniveau kan variëren door de tijd en moeilijk is te voorspellen.*

Hierbij past in de basis een hoge mate van rente-afdekking. Vanwege inflatierisico en implementatierisico's is de rentehedge wel lager dan 100%. Als de rente sterk afwijkt van het evenwichtsniveau dan kan via het aanpassen van de rentehedge geprofiteerd worden van de verwachte terugkeer naar het evenwichtsniveau.

#### 11. Valutarisico

*Valutarisico wordt op lange termijn niet beloond, maar (volledige) afdekking is niet altijd wenselijk*

Bij deze uitgangspunten hoort een hoge mate van valuta-afdekking. Vreemde valuta (zoals USD) kunnen in stress situaties wel enige bescherming bieden (flight to quality). Het kostenaspect wordt ook meegewogen bij de keuze voor de mate van valuta-afdekking. Voor kleine valuta exposures en emerging markets wegen de kosten van afdekking niet op tegen de risicoreductie.

#### 12. Risicomanagement

Wij geloven dat via integraal risicomanagement risico's beheerst kunnen worden en de kwaliteit van het beslissingsproces wordt verbeterd. Wij geloven niet in het automatisch aanpassen van risico als de dekkingsgraad verandert.

Als de dekkingsgraad zodanig daalt dat de risico's hoger worden dan de risicohouding, dan willen wij op het moment zelf inschatten wat de beste reactie is en hierbij gebruik maken van scenario analyse. Als de dekkingsgraad zodanig stijgt dat het risico niet meer nodig is, overwegen wij een verlaging van het risicoprofiel. Aangezien ook risicoinschattingen met onzekerheid zijn omgeven en het fonds een lange termijn belegger is, willen wij gedurende het jaar normaliter geen grote wijzigingen in het risicoprofiel doorvoeren. Materiële wijzigingen worden afgestemd met de sociale partners.

### 13. Transparantie

Wij geloven dat transparantie leidt tot een beter risicobeheer.

Om die reden eisen wij van de managers zo veel mogelijk inzicht in de portefeuille, de gevolgde strategie, de transacties, de operationele inrichting en de beloningsstructuur van de manager. Deze punten wegen wij mee bij de selectie van beleggingscategorieën en managers, samen met andere aspecten zoals kosten, rendement, risico en duurzaamheid. Wij beleggen niet in hedge funds vanwege het gebrek aan transparantie, de hoge kosten, te ruime beleggingsrichtlijnen, MVB-issues en reputatierisico's.

### 14. Derivaten

Wij geloven niet in de inzet van derivaten, anders dan voor risicoreductie en/of efficiënt portefeuillebeheer.

Via derivaten kunnen wij risico's efficiënt reduceren. Vanwege de complexiteit beleggen wij bij voorkeur alleen via de meest gangbare en lineaire derivaten, zoals renteswaps en valutatermijntransacties.

### 15. Leverage

Wij geloven dat een hoge mate van leverage in de portefeuille tot extra risico's en hoge kosten leidt.

Een matig gebruik van leverage kan voor een efficiënter portefeuillebeheer zorgen (zoals bijvoorbeeld door het gebruik van renteswaps in de matching portefeuille). Enige mate van leverage is daarom wel toegestaan, bijvoorbeeld binnen de vastgoedfondsen.

### 16. Extern tenzij

Wij hanteren de richtlijn 'extern tenzij' bij de uitbesteding van het vermogensbeheer.

Dit houdt in dat wij alleen mandaten intern laten beheren indien kan worden aangetoond dat de interne vermogensbeheerder ten minste dezelfde toegevoegde waarde kan bieden in vergelijking met externe vermogensbeheerders. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn bij passief beheer.

### 17. Governance

Wij geloven dat een duidelijk governanceframework voor een goede scheiding van taken en verantwoordelijkheden zorgt.

Wij worden op het gebied van balansrisico's en het beleggingsbeleid ondersteund door adviseurs. Het management van bepaalde beleggingen wordt via een Coördinator Vermogensbeheer uitbesteed aan externe managers. Wij zien toe op de gemaakte keuzes van de Coördinator Vermogensbeheer en wij monitoren de Coördinator Vermogensbeheer en de prestaties van de externe managers.

## 3.3

### Strategisch ALM risicoprofiel

Het strategische beleggingsbeleid van het pensioenfonds is gericht op:

- Het op lange termijn waarmaken van de koopkrachtambitie
- Het voorkomen van - grote - kortingen van de opgebouwde rechten

De beleidsuitgangspunten en de risicohouding van het fonds vormen de grondslag voor het strategische beleggingsbeleid.

In 2020 heeft het bestuur een ALM studie uitgevoerd, waarin onder andere de effecten van het beleggingsbeleid op premie, indexatie- en kortingskansen is geanalyseerd. Hieruit volgt onderstaand strategisch beleid:

Beleggingscategorie	ALM allocatie
Nominale staatsobligaties & swaps	23,9%
Kredietobligaties laagrentend (investment grade credits en hypotheke)	17,5%
Aandelen	32,5%
Kredietobligaties hoogrentend (high yield / EMD)	14,9%
Onroerend Goed	11,2%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>

Risico	Strategisch	
	ALM Beleid	
Rente	-	Dynamische renteafdekking op basis van marktwaarde: 40% bij een 20-jaars swaprente onder 0,5% tot 80% bij een 20-jaars swaprente boven 2,5%. De gehanteerde rentestafel wordt zowel gebruikt voor een verhoging van de renteafdekking naarmate de rente stijgt, als een verlaging van de renteafdekking wanneer de rente weer daalt (zie rentestafel paragraaf 4.3).
	-	Looptijdblokkenverdeling op basis van markt-rentegevoeligheden
Valuta	-	70% USD
	-	100% GBP en JPY

In het beleggingsplan kan door het bestuur worden besloten om binnen de bandbreedtes af te wijken van de Strategische Asset Allocatie, mits voldaan is aan de risiconormen zoals hieronder geformuleerd en de risicohouding zoals vastgelegd in hoofdstuk 3.

Balansrisico	Target	Bandbreedte
MW dekkingsgraad	14%	13% - 15%

Tabel Strategische normen risicobudget

### 3.4

#### Maatschappelijk verantwoord beleggen

Het fonds heeft een Beleid Duurzaam Beleggen opgesteld waarin de verschillende aspecten van het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid zijn beschreven.

## 4. Strategische asset allocatie

### 4.1 Beleggingscategorieën

Het bestuur van Bpf Zoetwaren sluit, met uitzondering van grondstoffen, op voorhand geen beleggingscategorieën uit. Een nieuwe beleggingscategorie kan pas worden opgenomen in de portefeuille na toestemming van het bestuur. Hiertoe wordt een investment case opgesteld en worden beleggingscategorieën beoordeeld op de volgende criteria:

- Bijdrage aan doelstellingen:
  - Behaald en verwacht rendement
  - Vermindering totaal risico/diversificatie
  - Bescherming tegen inflatie
- Randvoorwaarden
  - ESG
  - Transparantie
  - Complexiteit
  - Specifieke risico's
  - Kosten
  - VEV beslag
  - Liquiditeit
  - Implementatiemogelijkheden

Het bestuur zal daarbij aan de hand van een investment case beoordelen of in ieder geval aan de hierboven vermelde criteria is voldaan. Een nieuwe beleggingscategorie moet daadwerkelijk bijdragen aan een verbetering van het rendements-risicoprofiel van de portefeuille. In dat kader heeft het bestuur besloten dat een nieuwe beleggingscategorie qua omvang tenminste 2,5% van het vermogen zal bedragen. In geval van een opbouwfase is een lager gewicht toegestaan.

Op basis van de vastgestelde investment cases komen de volgende beleggingscategorieën in aanmerking:

- Nominale matching (euro staatsobligaties, geldmarktfondsen, renteswaps)
- Investment Grade Bedrijfsobligaties
- Green Bonds
- Hypotheken
- Hoogrentende bedrijfsobligaties
- Staatsobligaties opkomende markten (EMD)
- Aandelen
- Vastgoed
- Liquiditeiten en deposito's
- Valuta termijn contracten

Ter beoordeling van de toegevoegde waarde zal een investment case voor private equity worden opgesteld.

### 4.2 Normportefeuille en Benchmarks

De ALM allocatie is vertaald in een SAA portefeuille en een Normportefeuille, waarin de portefeuille nader wordt verdeeld over deelcategorieën. Per deelcategorie is een benchmark vastgesteld. In onderstaande tabel is dit weergegeven.

Categorie	ALM mix	SAA	Benchmark
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>41,4%</b>	<b>41,4%</b>	
Nominale matching	23,9%	23,9%	70% ESTER aangevuld met een swapbenchmark*) en Barcap Global Treasury 10+ Yrs landenindices met de volgende wegingen per land: 11,5% Nederland, 2,5% Duitsland, 6,0% Frankrijk, 4,0% Oostenrijk, 4,0% België en 2,0% Finland
Kredietobligaties laagrentend	17,5%	17,5%	
Green Bonds		2,5%	Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Bedrijfsobligaties		7,5%	Markit iBoxx Euro Corporate Bond Index
NL Woninghypotheken		7,5%	Barcap Global Treasury Netherlands Index
<b>Returnportefeuille</b>	<b>58,6%</b>	<b>58,6%</b>	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>	
Hoogrentende Bedrijfsobligaties		5,5%	US High Yield Master II Constrained
Obligaties Opk Markten HC		4,0%	JPM EMBI Global
Obligaties Opk Markten LC		5,4%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	<i>32,5%</i>	<i>32,5%</i>	
Wereldwijd		27,8%	MSCI World Net, MSCI World Climate Change Net
Opk Markten		4,7%	MSCI Emerging Mkts Free Net
<i>Onroerend Goed</i>	<i>11,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>Portefeuille</i>
<b>Totaal</b>		<b>100,0%</b>	
<b>Rente-afdekking</b>		<b>40,0%</b>	Op basis van staffel

\*) De swapbenchmark wordt gedefinieerd als een swapportefeuille die tezamen met de benchmarks van de geldmarktfondsen, de Euro staats- en bedrijfsobligaties en de hypotheek de af te dekken (nu: 40%) markt-rentegevoeligheid van de verplichtingen afdekt. Hierbij wordt de markt-rentegevoeligheid op meerdere looptijden bepaald (5jr, 10jr, 20jr, 30jr, 40jr en 50jr), van waaruit vervolgens een benchmark-swapportefeuille wordt vastgesteld (zie paragraaf 4.8). Gedurende het jaar kan de benchmark op aanwijzingen van de Risico Manager worden aangepast aan de actuele verplichtingen (zie hiervoor het rebalancingbeleid).

### 4.3 Strategische afdekking rente- en valutarisico

#### 4.3.1 Rente-afdekking

Bpf Zoetwaren hanteert een norm voor de rente-afdekking van 40% van het renterisico van de verplichtingen op basis van marktwaarde. Gegeven de beperkte ruimte voor een verdere rentedaling en wel veel ruimte voor een verdere stijging wordt een belangrijk deel van het economisch risicobudget bewust besteed aan renterisico. Een geleidelijke rentestijging naar een lange termijn evenwichtsniveau zit zowel verwerkt in de ALM studie als in de lange termijn verwachtingen van de Coördinator Vermogensbeheer. Als de rente gaat stijgen naar een lange termijn evenwichtsniveau, zal de strategische rente-afdekking in de loop van de tijd worden verhoogd. De beloning op strategisch renterisico neemt namelijk af als de rente stijgt richting dit verwachte evenwichtsniveau van de rente. Dit vormt de aanleiding om in het beleid een rentestaffel op te nemen. Als de rente weer daalt, geeft de rentestaffel ook aan wanneer de renteafdekking weer wordt verlaagd.

De rentestafel geeft de triggerniveaus voor de verhoging van de strategische rente-afdekking aan. Vanwege de verwachte mean reversion van de rente kennen dynamische variant van de renteafdekking beter resultaten dan een constant niveau van de renteafdekking. Aanpassingen van de rente-afdekking verlopen symmetrisch. Dit betekent dat zowel triggers die de rente-afdekking verhogen als rentetriggers worden opgenomen die aanleiding geven tot een verlaging van de rente-afdekking.

Rentestijging			Rentedaling		
Renteniveau	Trigger	Afdekking	Renteniveau	Trigger	Afdekking
<0,5%		40%	<0%	0,0%	40%
0,5%-1,0%	0,5%	48%	0,0%-0,5%	0,5%	48%
1,0%-1,5%	1,0%	56%	0,5%-1,0%	1,0%	56%
1,5%-2,0%	1,5%	64%	1,0%-1,5%	1,5%	64%
2,0%-2,5%	2,0%	72%	1,5%-2,0%	2,0%	72%
>2,5%	2,5%	80%	>2,0%		80%

Wanneer bijvoorbeeld het niveau van de 20-jaars swap rente de 1,0% raakt (het huidige niveau is circa 0%), zal de strategische rente-afdekking in principe worden verhoogd van 48% naar 56%. Vervolgens wordt niet direct de rente-afdekking weer verlaagd naar 48% als de rente onder de 1,0% is gekomen, maar pas wanneer deze is gedaald tot 0,5%, de trigger die hoort bij een rente-afdekking van 48%.

Om te bepalen of een trigger geraakt is en de rente-afdekking aangepast moet worden, wordt het volgende proces aangehouden:

- Wekelijks wordt de 20-jaars swaprente gemeten per slot van voorgaande week
- Als deze vier achtereenvolgende metingen boven of onder het triggerniveau uitkomt wordt de rente-afdekking in principe aangepast
- Na twee observaties zullen een ALM-toets en een liquiditeitstoetsen worden uitgevoerd. Aansluitend zullen de aanpassingen in benchmark en richtlijnen worden uitgewerkt. Na drie observaties kan een BAC vergadering worden ingepland.
- Binnen vijf werkdagen na de laatste meting wordt in een (telefonische) BAC vergadering de uitkomsten van de ALM- en liquiditeitstoetsen en de aangepaste beleggingsrichtlijnen voor de LDI beheerder besproken. Alleen indien de BAC hiervoor zwaarwegende argumenten heeft, wordt de aanpassing niet doorgevoerd, maar besproken in de volgende bestuursvergadering. Indien de BAC geen bezwaar heeft, worden de aangepaste beleggingsrichtlijnen voor de LDI beheerder ondertekend.
- De aanpassing in de rente-afdekking wordt vervolgens geïmplementeerd. Hiervoor wordt een termijn van maximaal vijf werkdagen tussen ondertekening en implementatie aangehouden.

#### 4.3.2

##### Valuta-afdekking

Het fonds dekt valuta waarvan het exposure in de normportefeuille groter is dan 1,5% voor 100% af, met uitzondering van de US Dollar die voor 70% wordt afgedekt (zie ook 5.3). Het valutabeleid wordt eens in de drie jaar geëvalueerd. In de analyse worden de volgende invalshoeken meegenomen.

- Een analyse op basis van risicogedreven factoren zoals de impact op het balansrisico, het VEV en neerwaarts risico.
- Een analyse op basis van risicogedreven factoren waarbij tevens aannames voor de kosten en het verwacht rendement worden gemaakt. In de analyse wordt in een variant met huidige kosten tevens een variant met lange termijn verwachte kosten meegenomen.
- Praktische aspecten, zoals de impact op de uitlegbaarheid, transparantie en governance.



Op basis van de uitkomst van deze breed ingestoken analyse wordt opnieuw de afweging gemaakt welke afdekking van valutarisico het meest passend is.

#### 4.4 Dynamisch beleid aandelenrisicopremie

De geschiedenis leert dat aandelen gemiddeld een aantrekkelijk rendement bieden, maar dat er tevens een aanzienlijk risico tegenover staat. Om te kunnen beoordelen of aandelen een voldoende vergoeding biedt voor het gelopen risico dient het rendement ook te worden bekeken ten opzichte van een zogeheten risicovrije belegging. Hiervoor wordt typisch cash of een staatsobligatie benchmark gebruikt. Het verschil tussen het aandelenrendement en het rendement op een risicovrije belegging is de aandelen risicopremie (ERP) en een maatstaf voor de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen ten opzichte van risicovrije beleggingen. Gemiddeld bedraagt de gerealiseerde aandelen risicopremie ten opzichte van staatsobligaties circa 3.5% per jaar en de aandelen risicopremie ten opzichte van cash zelfs ruim 6%.

De aandelenrisicopremie kan tevens vooruitkijkend worden ingezet als een trigger voor de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van schattingen van deze risicopremie door extern research bureau Absolute Strategy Research (ASR). Deze risicopremie is de mediaan van de uitkomsten van negen verschillende modellen voor wereldwijde aandelen conform een composite van circa 19 landen.

Het fonds heeft triggers voor de risicopremie gedefinieerd van 5% en 2,5%. Bij een niveau van 5% worden aandelen als relatief aantrekkelijk gezien. Wanneer de risicopremie uitkomt op of boven 5% dan is sprake van een trigger voor een discussie over een verhoging van het aandelenrisico. Bij een niveau van 2,5% of lager worden aandelen als relatief duur gezien. Wanneer de risicopremie uitkomt op of beneden 2,5% dan is sprake van een trigger voor een discussie over een verlaging van het aandelenrisico. Er is dus geen sprake van automatische aanpassing van het beleggingsbeleid. Bij een besluit tot aanpassing wordt naast de actuele marktomstandigheden en de risicobereidheid ook de impact op het z-score risico betrokken.

#### 4.5 Illiquide portefeuilles

De allocatie naar illiquide categorieën is niet op korte termijn te sturen. De afwijking van de werkelijke weging van deze beleggingen ten opzichte van de normweging wordt daarom bij de kwartaalrebalancing gealloceerd aan of onttrokken uit liquide categorieën met een vergelijkbaar risico:

- Hypotheken: allocatieverschillen worden verrekend met Euro Bedrijfsobligaties. Deze belegging ligt qua rendement en risico het dichtst bij een belegging in hypotheken.
- Vastgoed: allocatieverschillen worden verrekend met Wereldwijde Aandelen (50%) en Nominale Matching (50%). Deze verdeling wordt qua rendement en risico gezien als proxy voor vastgoedbeleggingen.

Als norm wordt gehanteerd dat maximaal 25% van de portefeuille mag worden belegd in illiquide beleggingscategorieën. Onder illiquide beleggingscategorieën vallen in ieder geval niet-beursgenoteerd vastgoed, private equity, hedge funds en infrastructuur.

#### 4.6 Rebalancingbeleid en bandbreedtes

De wegingen in de normportefeuille variëren door de tijd heen door de ontwikkelingen op financiële markten. Het fonds heeft een rebalancingbeleid vastgesteld waarmee de normportefeuille op vooraf bepaalde momenten of omstandigheden weer terug wordt gebracht naar de aanvangswegingen. Op deze wijze wordt voorkomen dat het risicoprofiel van de normportefeuille te ver gaat afwijken van het oorspronkelijke risicoprofiel.

De verhouding tussen de matching en de returnportefeuille wordt jaarlijks bepaald bij de opstelling van het beleggingsplan. Daarnaast zijn bandbreedtes rondom normwelingen gedefinieerd per onderdeel van de portefeuille. Dit beleid beschrijft daarom ook de acties op het moment dat een bandbreedte wordt geraakt. Om rekening te houden met het feit dat de liquiditeit en stuurbaarheid van de portefeuille niet in alle deelportefeuilles even hoog is wordt onderscheid gemaakt tussen liquide en illiquide beleggingen.

Het rebalancingbeleid wordt toegepast op de normportefeuille. Aangezien geen tactisch beleid wordt gevoerd zal de werkelijke portefeuille in principe deze normportefeuille volgen, met uitzondering van de illiquide portefeuilles (zie 4.5).

#### 4.6.1 Portefeuille indeling ten behoeve van rebalancing

Ten behoeve van de rebalancing worden vijf hoofdportefeuilles onderscheiden die weer onderverdeeld zijn in beleggingscategorieën en subcategorieën :

- 1) Matching Liquide
  - a) Nominale matching
  - b) Green Bonds
  - c) Euro Bedrijfsobligaties
- 2) Matching Illiquide
  - a) NL Hypotheken
- 3) Return Liquide
  - a) Hoogrentende Obligaties
    - i) Hoogrentende Bedrijfsobligaties
    - ii) Obligaties Opk Markten HC
    - iii) Obligaties Opk Markten LC
  - b) Aandelen
    - i) Wereldwijd
    - ii) Opkomende Markten
- 4) Return illiquide
  - a) Onroerend Goed
- 5) Valuta-afdekking

Op deze vijf niveaus zijn per onderdeel vaste bandbreedtes vastgelegd ten opzichte van de initiële wegelingen.

#### 4.6.2 Rebalancing Normportefeuille

Voor de rebalancing van de normportefeuille zijn er twee mechanismes van toepassing:

- Kwartaalrebalancing (1 februari, 1 april, 1 juli, 1 oktober):
  - De resultaten van de valuta-afdekking worden gealloceerd naar normwelingen van de subcategorieën waar de afdekking betrekking op had.
- Range rebalancing (bij het raken van een bandbreedte door marktbewegingen):
  - Indien de normweging van een hoofdportefeuille buiten de vaste bandbreedtes rondom de initiële normweging is geraakt wordt per 1<sup>e</sup> van de maand volgend op 10 werkdagen na constatering van de overschrijding de normweging van de hoofdcategorieën teruggezet naar de weging in paragraaf 4.2.
  - Dit wordt gefinancierd uit de overige liquide hoofdportefeuilles naar rato van de weging van deze portefeuilles, categorieën en subcategorieën. De wegelingen van de onderliggende categorieën en subcategorieën in de hoofdportefeuille die door de bandbreedte is getreden worden eveneens teruggezet op de normwelingen.
  - Voor categorieën geldt eenzelfde aanpak als voor hoofdportefeuilles, maar bij overschrijding van een bandbreedte van een categorie wordt rebalancing dan enkel toegepast op de

categorieën die binnen dezelfde hoofdcategorie vallen en de onderliggende subcategorieën hiervan.

- Voor subcategorieën wordt eenzelfde aanpak gehanteerd als voor hoofdportefeuilles, maar bij overschrijding van een bandbreedte van een subcategorie wordt rebalancing dan enkel toegepast op de subcategorieën die binnen dezelfde categorie vallen.

Indien de 1<sup>e</sup> van de maand volgend op 10 werkdagen na constatering van de overschrijding op een datum van de kwartaalrebalancing valt wordt eerst de range rebalancing doorgevoerd en daarna de kwartaalrebalancing.

De rebalancing heeft enkel effect op de normportefeuille. De werkelijke portefeuille kan hiervan afwijken, met name op illiquide beleggingen (zie ook 4.5). Indien hierdoor de werkelijke portefeuille op onderdelen een weging heeft die buiten de bandbreedte van de normportefeuille valt is dit geen trigger voor rebalancing.

#### 4.6.3

##### **Bandbreedtes**

De bandbreedtes per subcategorie, categorie en hoofdportefeuille zijn bepaald op basis van het uitgangspunt dat deze breed genoeg moeten zijn om normale marktbevingen op te vangen, en bij extreme bewegingen daadwerkelijk tot een signaal moeten leiden. Als een niet-normale marktbeving wordt een marktbeving beschouwd die op basis van de volatiliteit van een categorie eens in de vijf jaar voorkomt. Voor de volatiliteit van de portefeuilles wordt de volatiliteit zoals gebruikt in de analyses van de strategische asset allocatie gehanteerd. Vervolgens is berekend wat de weging is van de portefeuille als enkel de betreffende portefeuille een rendement dat eens in de vijf jaar voorkomt zou halen, startend op de normweging. Voor portefeuilles die elk kwartaal gerebalanceerd worden is tweemaal de kwartaalvolatiliteit gehanteerd. De resulterende weging wordt vergeleken met de normweging en naar boven afgerond in stappen van 0,5%<sup>1</sup>. De minimale bandbreedte is 1%. Dit geeft de benodigde bandbreedte op subcategorieën. Op categorie en hoofdportefeuille wordt uitgegaan van een gewogen optelling van de onderliggende volatiliteit, met als aanvullende randvoorwaarde dat de bandbreedte van een categorie of hoofdportefeuille niet groter mag zijn dan de som van de bandbreedtes op de lagere niveaus.

#### 4.7

##### **Procesgang totstandkoming investable benchmark voor nominale matching**

Startpunt bij de totstandkoming van de investable benchmark is de beoogde afdekking van de rentegevoeligheid van de verplichtingen op marktwaarde rekening houdend met de verdeling daarvan over looptijdsegmenten conform de markt-rentecurve. Deze rentegevoeligheden van de normgewichten voor de staatsobligaties, de bedrijfsobligaties en de hypotheke worden per looptijdsegment in mindering gebracht op de rentegevoeligheden van de verplichtingen. Wat overblijft is de benodigde rentegevoeligheid per looptijdsegment voor de swaps. Met ingang van 2021 worden op looptijden van 30 jaar en langer geen swaps aangekocht.

Staatsobligaties en swaps vormen vervolgens samen de investable benchmark voor de LDI manager. In de richtlijnen zal naast de verdeling over staatsobligaties en geldmarktfondsen deze investable benchmark worden omschreven met twee overzichten: één voor de normgewichten voor staatsobligaties en één voor de benodigde swaps. De swaps worden gedefinieerd met:

- Payer/receiver
- Looptijd (5, 10, 20, 30, 40, 50 jaar)

---

<sup>1</sup> Bijvoorbeeld: de normweging van categorie A is 20% met een jaarlijkse volatiliteit van 15%. De bandbreedtes worden berekend door uit te gaan van een "eens in de vijf jaar" schok op de belegging. Dit komt neer op een rendement van 1,28x de volatiliteit. Indien de portefeuille een rendement van 1,28x10% zou behalen zou categorie A met 2,6% toenemen, en aangezien wordt aangenomen dat de andere categorieën geen rendement halen neemt ook de portefeuille met 2,6% toe. De weging van A wordt dan  $(20\%+2,6\%)/(100\%+2,6\%) = 22\%$ . De benodigde bandbreedte is dan 2,0%.

- Nominale waarde
- Swap rente vaste coupon

Vaststelling van de investable benchmark gebeurt minimaal één keer per jaar ultimo januari en in principe bij het raken of doorbreken van de toegestane bandbreedte en vindt in twee stappen plaats :

- *Eerste stap is een voorlopige vaststelling.* Op basis van voorlopige marktwaarden van beleggingen wordt in de matching portefeuille en de verplichtingen een check uitgevoerd. Dit betekent dat zowel door de Coördinator Vermogensbeheer als door de Onafhankelijk Risicomanager op basis van deze voorlopige marktwaarden de investable benchmark wordt bepaald. Dit resulteert in een voorlopig overzicht van de benodigde swaps.
- *Tweede stap zorgt voor de finale investable benchmark.* De definitieve swap benchmark wordt vastgesteld één dag voor maandeinde op basis van de marktwaarden van de voorgaande dag en daarmee zo dicht als mogelijk bij de slotstanden einde maand. Omdat de tweede stap een verfijning is van de berekening tijdens de eerste stap kan dit relatief snel door de Onafhankelijk Risicomanager worden gecontroleerd. Uiteindelijk wordt voor de finale investable benchmark ten behoeve van de Z-score benchmark gebruik gemaakt van marktwaardes ultimo maand.

## 5. Risicobeleid

Het risicobeleid is vastgelegd in het risicohandboek. Hieronder volgt een samenvatting van de belangrijkste financiële risico's.

### 5.1.1

#### Renterisico

De rente-afdekking is vastgesteld op 40% van de marktwaarde-rentegevoeligheid van het fonds. Hier geldt een bandbreedte van +/- 5,0%. De omvang van de rente-afdekking wordt vastgesteld op basis van de rentegevoeligheid van de verplichtingen indien deze op nominale marktwaarde worden gewaardeerd. De verdeling over looptijden sluit aan bij de rentegevoeligheid per looptijdsegment indien de verplichtingen op basis van de markt-rentecurve worden gewaardeerd. De renteafdekking wordt ingevuld met staatsobligaties, Green Bonds, bedrijfsobligaties, hypotheken en renteswaps die samen met het benodigde onderpand in de vorm van cash (geldmarktfondsen) de matching portefeuille vormen. De omvang van de rente-afdekking kan worden aangepast op basis van een staffel, zie hiervoor paragraaf 4.3.

### 5.2

#### Marktrisico

Het pensioenfonds neemt bewust marktrisico's omdat hier een risicopremie tegenover staat en daarmee een hoger rendement wordt verwacht dan de risicovrije rentevoet. Het koersrisico van met name de returnportefeuille (aandelen, hoogrentende obligaties, vastgoed, ed.) wordt beheerst door diversificatie over verschillende beleggingscategorieën, volgens de overeengekomen beleggingsrichtlijnen. Bovendien wordt binnen elke beleggingscategorie een zorgvuldige spreiding over individuele effecten of andere beleggingsobjecten gewaarborgd, zodat de beleggingsportefeuille als geheel nooit bovenmatig wordt blootgesteld aan het koersrisico van één of enkele specifieke beleggingen.

### 5.3

#### Valutarisico

In de beleggingsbeginselen is benoemd dat valutarisico in principe wordt afgedekt, waarbij kosten, omvang van het exposure en de rol van valuta in stress situaties worden meegewogen (zie paragraaf 3.2.). Het hieruit volgende strategisch valutabeleid is dat de valuta afgedekt worden die een weging in de portefeuille hebben die boven 1,5% ligt. Valuta met een lagere weging worden om reden van kosten en materialiteit niet afgedekt. Strategisch worden de valuta voor 100% afgedekt alleen US Dollarrisico wordt voor 70% afgedekt. De achtergrond hiervan is dat de US dollar een *safe haven* is in tijden van stress, en kosten voor afdekking sterk zijn opgelopen waardoor in de afweging rendement versus risico een volledige afdekking niet optimaal is. In het beleid spelen currency pegs geen rol<sup>2</sup>. Rondom de afdekkingspercentages wordt een bandbreedte aangehouden van 5%.

De afdekking vindt plaats in een aparte portefeuille valuta-afdekking met behulp van driemaands forward contracten. De exposure naar Onroerend Goed in de VS geldt als een dollarbelegging en de benchmark exposure zal na de implementatie worden meegenomen in de afdekking. De overige exposure naar Onroerend Goed wordt beschouwd als Euro-belegging. Bij het implementeren van de valuta-afdekking wordt uitgegaan van de *werkelijke* waarde van de beleggingscategorie en de *benchmark* exposure naar de af te dekken valuta. Hiermee kan nauwkeurig worden geïmplementeerd en wordt voorkomen dat bewuste valuta-posities van managers onbedoeld worden afgedekt. Bij de uitvoering is sprake van best execution.

---

<sup>2</sup> Een wisselkoersbeleid waarbij de koers van de eigen valuta niet vrij wordt bepaald door vraag en aanbod op financiële markten, maar waarbij de koers wordt gekoppeld aan een andere valuta.

Het fonds dekt valuta uit opkomende landen niet af. Uit onderzoek dat het fonds heeft laten uitvoeren, blijkt dat de kosten die hiermee gemoeid zijn niet opwegen tegen de reductie van risico. De renteversillen met de Eurozone maken de afdekking erg kostbaar, wat op lange termijn niet blijkt te worden gecompenseerd met de depreciatie van de valuta.

#### 5.4

##### **Kredietrisico**

Het kredietrisico is het risico dat de waarde van beleggingen daalt als gevolg van een verslechtering in de kredietwaardigheid van de beleggingen. Waardedalingen als gevolg van stijgende credit spreads, downgrades en faillissementen zijn hier onderdeel van. Het kredietrisico van Pensioenfonds Zoetwaren wordt beperkt door een goede spreiding over de verschillende debiteuren aan te brengen. Obligaties met een hoog kredietrisico worden alleen in de returnportefeuille opgenomen. De volgende normen zijn van toepassing:

- Binnen de matching portefeuille wordt minimaal 60% van deze portefeuille belegd in obligaties met een rating van AAA of AA (waarbij geldmarktfondsen als AAA worden beschouwd)
- Binnen de matching portefeuille wordt maximaal 2% van deze portefeuille belegd in below investment grade obligaties
- Binnen de mandaten voor bedrijfsleningen worden beperkte afwijkingen ten opzichte van de ratingverdeling van de benchmark toegestaan

Voor de berekening van het kredietrisico (S5) in het Vereist Eigen Vermogen hanteert het fonds de volgende uitgangspunten:

- Voor hypotheken en geldmarktfondsen wordt de rating van het fonds gehanteerd
- De strategische ratingverdeling wordt gebaseerd op de strategische allocatie per beleggingscategorie, vermenigvuldigd met de feitelijke ratingverdeling per beleggingscategorie
- Voor High Yield wordt verondersteld dat de strategische rating gelijk is aan '<BBB'
- De strategische (spread)duration wordt gebaseerd op de feitelijke (spread)duration

#### 5.5

##### **Liquiditeitsrisico**

De portefeuille kent een hoge mate van liquiditeit gezien de forse allocaties aan staatsobligaties en aandelen. Als norm wordt een allocatie van maximaal 25% naar illiquide beleggingen gehanteerd. De risicomanager heeft onderzocht dat een maximale allocatie van 25% naar illiquide beleggingen voldoende liquiditeit biedt om aan de pensioenuitkeringen te voldoen en de allocaties naar liquide en illiquide beleggingen binnen de bandbreedtes te houden bij grote onttrekkingen of koersschommelingen.

Daarbij is de liquiditeitsbehoefte van het fonds beperkt. De swapportefeuille is voor het grootste deel "funded" wat impliceert dat een eventueel negatief resultaat uit de onderliggende obligaties en geldmarktfondsen gefinancierd kan worden. De valuta-afdekking is beperkt van omvang, eventuele afrekening van valuta-termijncontracten kan worden gecombineerd met een onttrekking uit de afgedekte beleggingscategorieën.

Het fonds heeft randvoorwaarden gedefinieerd voor de omvang van het onderpand. Als norm geldt dat er voldoende beleggingen die geschikt zijn als onderpand aanwezig moet zijn om aan de onderpandverplichting te voldoen. Hierbij worden de volgende eisen aangehouden als minimumnormen voor het onderpand:

- Valuta: schok van 10% van de afgedekte valutapositie in cash/geldmarktfondsen aanhouden
- Initial margin bij central clearing: 60 x DV01 van de swaps (in staatsobligaties Nederland, Duitsland, Frankrijk)
- Variation margin: 90 x DV01 in cash/geldmarktfondsen

De cash kan belegd worden in geldmarktfondsen. Voor deze geldmarktfondsen geldt dat deze dagelijks verhandelbaar moeten zijn en een gemiddelde looptijd van maximaal 6 maanden hebben.

Het mandaat van de LDI-manager bevat daarnaast liquiditeitsverhogende maatregelen:

- Mogelijkheid tot doorrollen van swaps, zodat marktwaarde afgerekend kan worden als er geen stress in de markt is
- Minimale investering in liquide geldmarktfondsen van Eur 250 mln

## 5.6

### Concentratierisico

De portefeuille wordt gespreid over regio's, landen, sectoren en issuers, waarmee concentratierisico wordt voorkomen. De volgende normen zijn van toepassing:

- Een allocatie naar een individueel aandeel mag niet meer bedragen dan 1,25% van de totale portefeuille
- Een allocatie naar obligaties van een individueel bedrijf met een investment grade rating mag niet meer bedragen dan 1% van de totale portefeuille
- Een allocatie naar obligaties van een individueel bedrijf met een below investment grade rating mag niet meer bedragen dan 0,5% van de totale portefeuille
- Een allocatie naar een individuele onderneming (aandeel + obligaties) mag niet meer bedragen dan 1,5% van de totale portefeuille
- De allocatie naar obligaties van een individueel land met een below investment grade rating mag niet meer bedragen dan 2% van de totale portefeuille
- De exposure naar een individuele valuta - niet zijnde de Euro of US dollar – in de normportefeuille mag na afdekking niet meer bedragen dan 10% van het totale belegd vermogen
- De exposure naar US dollar in de normportefeuille mag na afdekking niet meer bedragen dan 15% van het totale belegd vermogen
- De exposure naar een individuele valuta van emerging markets in de normportefeuille mag niet meer bedragen dan 5% van het totale belegd vermogen
- De allocatie naar een individuele actieve manager mag niet meer bedragen dan 15% van de totale portefeuille. De LDI manager wordt als een passieve manager gezien.

De limieten hebben een signaalfunctie voor verdere bestuurlijke behandeling en zijn daarmee geen harde limiet. In de investment cases en in de beleggingsrichtlijnen van de externe managers wordt de nadere invulling per beleggingscategorie vastgesteld. De limieten worden vooraf getoetst bij de vaststelling van het jaarlijkse normportefeuille op basis van de benchmarks en achteraf op kwartaalbasis op basis van de werkelijke portefeuille.

## 5.7

### Tegenpartijrisico

#### 5.7.1

##### Selectie en monitoring van tegenpartijen

Voor niet geclearde derivaten geldt dat deze uitsluitend worden verhandeld met tegenpartijen waarmee een ISDA/CSA is overeengekomen. De minimale rating van de tegenpartijen bij aanvang van de transacties bedraagt A-. De rating wordt bepaald op basis van de ratings van Moody's, S&P en Fitch waarbij de laagste van deze drie wordt gehanteerd.

De exposure per tegenpartij van bilaterale rente-derivaten wordt gemaximeerd tot 50% (A- of hoger) of 25% (BBB- of hoger) van de totale DV01 exposure van de portefeuille aan rentederivaten. Het bestuur kan besluiten aanvullende eisen te stellen aan tegenpartijen. Daarnaast wordt dagelijks onderpand uitgewisseld met tegenpartijen om het risico verder te verlagen.

Daarnaast toetst de LDI manager (continu, dus niet enkel tijdens selectie) de door de LDI manager gebruikte tegenpartijen en Clearing Members op andere indicatoren, zoals credit spreads, analyse van de financiële positie, relevante nieuws-events inzake de tegenpartij en eventuele andere indicatoren die nuttig worden geacht om het tegenpartijrisico goed te kunnen beoordelen.

**5.7.2 Contractuele afspraken**

De contractuele afspraken richten zich op het recht voor het fonds om voortijdig contracten te beëindigen en op afspraken voor onderpand. Het onderpand biedt enige zekerheid dat het fonds in geval van faillissement de waarde van de swapposities terugkrijgt. Hierbij zij aangetekend dat de uitwisseling van onderpand enige vertraging kent, ook bij dagelijkse uitwisseling, waardoor de waarde op moment van faillissement hoger kan zijn dan het onderpand en er dus een vordering overblijft.

**5.7.3 Overig**

Binnen beleggingsfondsen kunnen beheerders in sommige gevallen ook gebruik maken van derivaten, hierbij wordt het beleid van de beheerder voor beheersing van het tegenpartijrisico separaat beoordeeld.

De Coördinator Vermogensbeheer zal op kwartaalbasis rapporteren op de volgende aspecten:

- Rating per tegenpartij
- DV01 rentegevoeligheid per tegenpartij
- Marktwaaarde per tegenpartij
- Onderpand per tegenpartij

**5.8 Uitwerking Prudent Person Regel**

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

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

*Beleggingsbeleid in belang van aanspraak- en pensioengerechtigden*

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



Er zijn selectiecriteria vastgesteld voor de aanstelling van externe vermogensbeheerders. Deze zijn vastgelegd in paragraaf 6.1.2. De externe vermogensbeheerders worden periodiek geëvalueerd. De kosten van vermogensbeheer worden in detail inzichtelijk gemaakt.

*Veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van portefeuille als geheel*

Het risico van de portefeuille wordt gemeten ten opzichte van de verplichtingen. Voor deze risicomaatstaf zijn bandbreedtes vastgesteld. In het risicohandboek zijn grenzen vastgesteld aan de verschillende risico's. Onderdeel hiervan zijn kredietrisico's, concentratierisico's, liquiditeitsrisico's en risico's van actief beheer. Deze grenzen worden vertaald naar de mandaten van de vermogensbeheerders. In het Strategisch beleggingsbeleid is een beleid aangaande herbalancering vastgesteld.

*Belegging van waarden ter dekking van de technische voorzieningen*

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

*Beleggingen hoofdzakelijk op gereguleerde markten*

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

*Derivatenbeleid*

In paragraaf 4.6 en 5.7 is het beleid ten aanzien van derivaten en tegenpartijrisico's vastgelegd. Het fonds maakt alleen gebruik van derivaten voor risicomanagement en efficiënt portefeuillebeheer. Dit betreft onder andere valuta termijn contracten en renteswaps. Ten einde het renterisico ten opzichte van de verplichtingen te beheersen wordt het vastrentende beheerders toegestaan interest rate swaps aan te gaan namens het fonds. Via rapportages wordt het bestuur geïnformeerd over tegenpartijrisico's

*Diversificatie*

De portefeuille is gespreid over beleggingscategorieën, regio's, landen, sectoren en individuele namen. In het risicohandboek is beleid ten aanzien van concentratierisico's vastgelegd.

*Marktwaardering*

De beleggingen worden gewaardeerd op marktwaarde. Voor het grootste deel van de portefeuille zijn prijzen op basis van actieve markten beschikbaar. Uitzondering hierop vormen de hypotheek- en vastgoed portefeuille. De hypotheek worden gewaardeerd op basis van modellen van de beheerder, de vastgoedportefeuille op basis van onafhankelijke taxaties.

## 6. Portefeuillebeheer

### 6.1 Beleid en proces managersselectie

Bij de uitbesteding van beleggingen kunnen risico's ontstaan. Daarom wordt bij de keuze van een vermogensbeheerder voor deelmandaten gebruik gemaakt van de managersselectie-dienstverlening van de Coördinator Vermogensbeheer. Hierover wordt op kwartaalbasis gerapporteerd aan het bestuur. Naast deze kwartaalmonitoring worden de vermogensbeheerders eens in de drie jaar uitgebreid geëvalueerd.

Het bestuur kan daarnaast een onafhankelijke partij aanstellen voor het periodiek uitvoeren van due diligence-onderzoek op de intern beheerde mandaten.

#### 6.1.1 Selectieproces

Op basis van de gedefinieerde mandaatprofielen en/of beleggingsrichtlijnen worden investment managers, waaronder zowel vermogensbeheerders als beleggingsinstellingen worden verstaan, geselecteerd die hiervoor het best gekwalificeerd zijn. Het selectieproces wordt zowel voor de traditionele als de alternatieve beleggingscategorieën ondersteund door gespecialiseerde teams en experts van Coördinator Vermogensbeheer waarbij ook gebruik wordt gemaakt van externe bronnen en databases..

Het selectieproces omvat op hoofdlijnen vier stappen:

Phase	Total List	Work List	Long List	Short List
	1	2	3	4
Number	50 – 300 Mgrs	10 – 50 Mgrs	4 – 10 Mgrs	2 – 4 Mgrs
Analysis	<ul style="list-style-type: none"> <li>Market overview</li> <li>Assets under management</li> <li>Track record</li> <li>Analysis of the quality of the track record</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Analysis of the investability</li> <li>Analysis track record using Factor Model</li> <li>Analysis current positions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Attribution</li> <li>Consistency of positions</li> <li>Historical ESG Analysis</li> <li>Assessment Altis RFP</li> <li>Meeting / call manager</li> <li>Negotiating terms</li> <li>Manager score card</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Manager proposal</li> <li>Internal presentation</li> <li>Informing managers</li> <li>Final approval</li> <li>Approval Committee</li> </ul>
Sources	<ul style="list-style-type: none"> <li>Databases / Internet</li> <li>Prospects / Clients</li> <li>Consultants</li> <li>Managers</li> <li>Conferences</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Presentations</li> <li>Fact sheets</li> <li>Performance data</li> <li>Holdings data</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Managers</li> <li>Sustainalytics</li> <li>Altis RFP &amp; ESG RFP</li> <li>Historical positions</li> </ul>	

Elke stap in het selectieproces wordt gedocumenteerd. De stap van Work List naar Long List wordt in de BAC besproken en vastgesteld. De stap van Long List naar Short List wordt in het Bestuur besproken, het bestuur selecteert ook de beoogde manager van de Short List.

De geselecteerde investmentmanagers worden gemonitord en op kwartaalbasis worden gedetailleerde beleggingsverslagen en performance-evaluaties opgesteld en gerapporteerd aan het bestuur ('de Altis fact sheets').

Het fonds voert periodiek een uitgebreide evaluatie van de geselecteerde investmentmanagers uit. Hiervoor zijn evaluatiecriteria gedefinieerd (paragraaf 8.3).

## 6.1.2

**Selectiecriteria vermogensbeheerders**

Bij een voorgenomen aanstelling van een vermogensbeheerder stelt de Coördinator Vermogensbeheer een investeringsvoorstel op waarin in ieder geval de volgende punten zijn opgenomen.

criterium	Toepassing
<b>1. Gevolgde selectieproces</b>	
De aanleiding voor de selectie van de vermogensbeheerder.	De aanleiding is helder verwoord.
Beschrijving van de uitgevoerde stappen van het selectieproces.	Het is helder welk selectieproces is doorlopen, afwijkingen van het proces zoals beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid 2020-2022 worden expliciet toegelicht en gemotiveerd
Welke partijen zijn hierin geëvalueerd en waarom zijn partijen afgevallen.	Het moet inzichtelijk zijn welke kandidaten geëvalueerd zijn in het selectieproces en waarom deze zijn afgevallen.
Waarom is de keuze op de voorgestelde partij(en) gevallen?	De keuze voor de voorgestelde partijen is gemotiveerd, mede in de context van de aanleiding van de selectie en randvoorwaarden van het fonds.
<b>2. Mandaat en performance</b>	
De omvang van het voorgestelde mandaat.	De omvang in euro is opgenomen in het voorstel.
De beleggingsstijl van de vermogensbeheerder.	De stijl (passief of actief, en de wijze waarop actief beheer wordt ingevuld) is helder beschreven en sluit aan bij de richtlijnen van het fonds.
De samenstelling van het beleggingsteam voor het mandaat.	Het team is voldoende ervaren en robuust.
De prestaties van de vermogensbeheerder in het verleden.	Er is inzicht in de prestaties in het verleden, bij voorkeur over een langere periode (economische cyclus)
Wat is de rendementsverwachting en door welke factoren wordt deze beïnvloed?	Het moet helder zijn welke factoren van invloed zijn op het verwacht rendement.
Wat zijn de voorgestelde beleggingsrichtlijnen?	Het mandaat dient aan te sluiten bij de investment case voor deze categorie, indien dit niet het geval is worden uitzonderingen gemotiveerd. Compliance aan de beleggingsrichtlijnen dient te worden opgenomen in de reguliere compliance monitoring activiteiten
<b>3. Risicomanagement</b>	
Welke risico's hebben betrekking op de voorstelde strategie?	De risico's dienen te passen binnen het risicobeleid van het fonds zoals beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid.
Het gebruik van derivaten en securities lending	Dit dient in lijn te zijn met het beleid van het fonds zoals beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid.

Hoe gedraagt de voorgestelde strategie zich onder extreme marktomstandigheden?	Het moet helder zijn in welke marktomstandigheden de voorgestelde strategie slecht zal presteren.
Wat zijn exitmogelijkheden en kosten (liquiditeitsrisico)?	Het liquiditeitsrisico moet passen binnen het totale geaccepteerde liquiditeitsrisico van het fonds. Bij voorkeur is een mandaat dagelijks (op beheerste en efficiënte wijze) opzegbaar.
Het risicomanagement bij de voorgestelde vermogensbeheerder dient adequaat te zijn ingericht.	Het risicomanagementproces bij de vermogensbeheerder dient adequaat te zijn. Dit aspect is onderdeel van de Due Diligence.
Compliance monitoring dient adequaat te zijn ingericht.	De vermogensbeheerder is in staat zelf op gedegen wijze de compliance aan de beleggingsrichtlijnen te monitoren.
<b>4. ESG</b>	
De beheerder is in staat om het ESG beleid van het fonds uit te voeren.	Het uitsluitingenbeleid dient te worden uitgevoerd door beheerder, en de beheerder gaat akkoord met het hanteren van een eigen stembeleid door het fonds.
Wat is het ESG profiel van de vermogensbeheerder?	De beheerder heeft in ieder geval UN PRI ondertekend. Daarnaast wordt breder inzicht verschaft in de ESG karakteristieken van de beheerder.
<b>5. Kosten</b>	
Welke beheervergoedingen en overige vergoedingen worden in rekening gebracht.	De vergoedingsstructuur voor de vermogensbeheerder dient in lijn te zijn met het beleid van het fonds.
Bij een beleggingsfonds: wat zijn de in- en uitstapkosten	Zijn de in- en uitstapkosten marktconform zonder benadeling van huidige beleggers in een beleggingsfonds.
<b>6. Operationeel</b>	
De kwaliteit van de organisatie, processen, systemen en teams van de vermogensbeheerder.	Er is een gedegen operationele due diligence uitgevoerd op de vermogensbeheerder
Het is mogelijk een betrouwbare waardering vast te stellen.	Beleggingen moeten op marktwaarde gewaardeerd kunnen worden. Indien een verminderde liquiditeit en/of het gebrek aan een beursnotering dit niet mogelijk maakt of niet op dagelijks basis dan dient dit helder te zijn en dient een afweging plaats te vinden of dit risico acceptabel is.
Aansluiting op custodian	De vermogensbeheerder kan in geval van een mandaat goed aansluiten op de custodian van het fonds.
Welke specifieke operationele risico's zijn van toepassing?	Specifieke operationele risico's dienen inzichtelijk te zijn.
Kan de vermogensbeheerder voldoen aan rapportageverplichtingen van de toezichthouder?	De vermogensbeheerder levert tijdige en volledige rapportages ten behoeve van monitoring, toezichthouderrapportages, jaarverslag en kosten transparantie.
Zijn er specifieke aandachtspunten bij de transitie naar de vermogensbeheerder?	Specifieke transitie-issues dienen bij het voorstel reeds inzichtelijk te zijn.

<b>7. Juridisch/fiscaal/compliance</b>	
Wat zijn de contractuele condities?	De beheerder is bereid de standaard IMA van het fonds te accepteren inzake aansprakelijkheid, Nederlands recht, en bij voorkeur dagelijkse opzegbaarheid.
Wat is de juridische structuur in geval van een beleggingsfonds?	De structuur voldoet aan wet- en regelgeving.
Wat is het publiekrechtelijke toezicht waaraan de vermogensbeheerder is onderworpen.	De beheerder staat onder toezicht van relevante lokale toezichthouders.
Fiscale aspecten, zoals fiscale transparantie bij beleggingsfondsen.	Er is inzicht in domicilie van het beleggingsfonds.
Wat is het beloningsbeleid?	Het beloningsbeleid voldoet aan de eisen van het pensioenfonds.
Wat is het integriteitsbeleid?	De vermogensbeheerder heeft een degelijk integriteitsbeleid.

Naast een toets aan deze selectiecriteria wordt door de Coördinator Vermogensbeheer ook een operationele due diligence uitgevoerd op de beheerders. Het fonds heeft criteria gedefinieerd waaraan de uitkomst van deze ODD dient te voldoen. Indien beheerders niet aan een of meer van deze criteria voldoen, wordt dat betrokken in het besluit om deze beheerders al dan niet te selecteren.

## 6.2 **Proces ten aanzien van het ontslag van managers**

Het fonds hanteert 10 criteria om een mandaat of fondspositie te beëindigen. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen “harde stop”-criteria en “beoordelingsvraagstuk”. Opzegging van de samenwerking vanwege strategische herallocatie van de portefeuille of wijziging van de benchmark wordt hier buiten beschouwing gelaten.

### 6.2.1 **“Harde stop”**

#### *1) Cruciale personeelwisselingen in het beleggingsteam*

Dit is een van de belangrijkste redenen om een mandaat te beëindigen. Met de toewijzing van een mandaat wordt niet alleen gekozen voor een stabiele firma, een solide infrastructuur, een onderscheidend beleggingsproces en een kans op goede performance in de toekomst, maar vooral ook voor specifieke mensen met talent voor beleggen. Wanneer een heel team opstapt, is dat een reden om het mandaat te beëindigen.

#### *2) Breaches in het mandaat*

Wanneer een manager na waarschuwing de richtlijnen van het mandaat zoals vastgelegd in het contract blijft overtreden, is dit een reden om de manager te vervangen. Bijvoorbeeld: ESG richtlijnen niet handhaven, buiten het afgesproken universum beleggen, buiten de richtlijnen voor derivaten beleggen, cash limieten niet respecteren, afspraken met betrekking tot rapportage niet nakomen. Na twee breaches wordt de manager geagendeerd voor bespreking in de BAC.

#### *3) Fraude*

Wanneer sprake is van fraude, wordt de relatie ogenblikkelijk stopgezet.

### 6.2.2 **“Beoordelingsvraagstuk”**

#### *4) Instabiliteit van de moedermaatschappij en het beleggingsteam*

Wanneer de eigendomsverhoudingen van een asset managementfirma veranderen is dat een waarschuwingssignaal. Het is niet automatisch een reden tot terugtrekking van de belegging, maar we verscherpen dan de monitoring. Andere strategische doelstellingen, reorganisaties en druk op

budgetten voor research, support en systemen kunnen een bron van afleiding vormen voor de portfolio managers en de beleggingsresultaten onder druk zetten.

Opstappen van de lead portfoliomanager is een belangrijke waarschuwing, maar leidt niet per se tot ontslag. In geval van het vertrek van een enkeling hangt het af van de mate van teamdynamiek en het besluitvormingsproces of er voldoende vertrouwen blijft in de nieuwe beheerders. Doel is in de meeste gevallen een beleggingsproces te selecteren dat voldoende houvast geeft aan de rest van het team om verder uit te voeren wanneer een senior lid opstapt.

#### *5) Significante wijzigingen in het beleggingsproces of in de beleggingsstijl*

Het beleggingsproces is één van de belangrijkste elementen om voor een bepaalde manager te kiezen en is een kernpunt in de monitoring. Wanneer significante wijzigingen in het proces optreden, kan dit reden zijn het mandaat te beëindigen. Bijvoorbeeld: van een bottom-up naar een top-down proces, van lage turnover naar zeer hoge turnover, van een kwantitatief proces naar een fundamenteel proces of andersom. Ook een verandering van bijvoorbeeld value naar growth of van een geconcentreerde portfolio naar een breed gediversifieerde portfolio roept kritische vragen aan de manager op.

Bij een passieve manager kan verandering in de manier waarop de benchmark gerepliceerd wordt aanleiding geven de relatie te herzien.

#### *6) Onjuist of onvoldoende gebruik van het risicobudget*

Te veel of te weinig gebruik van tracking error kan de bijdrage van de beheerder aan het beoogde risicoprofiel van het pensioenfonds nadelig beïnvloeden. Hetzelfde geldt voor de aangehouden beta.

Een te lage active share verkleint de kans op outperformance. De 'juiste' active share is afhankelijk van de benchmark en van het belegbaar universum, maar op basis van de beleggingsliteratuur gebruiken we als richtlijn een active share van 70% of hoger.

Bij passieve managers geldt dat het risicoprofiel ten opzichte van de gekozen benchmark zo laag mogelijk dient te zijn.

#### *7) Performance onder of boven verwachting*

##### *(a) Performance onder verwachting*

Matige relatieve performance betekent niet per definitie gebrek aan skill. Het is immers onmogelijk om voortdurend en onder alle marktomstandigheden de benchmark te verslaan. Een belangrijke taak van de monitoring is de reden te achterhalen waarom underperformance ontstaan is.

Omdat het fonds lange termijn belegger is, is een belangrijker criterium dan korte termijn underperformance versus de benchmark de underperformance ten opzichte van de verwachtingen op basis van stijl, universum, benchmarkopbouw en gebruik van risicobudget. Zulke underperformance is op zijn minst een waarschuwingssignaal.

Tevens wordt peergroup analyse betrokken bij de beoordeling, omdat in sommige perioden het merendeel van de managers om oneigenlijke redenen underperformt (zoals groot aantal IPO's of issuance, versturende regulering als plotselinge invoering van capital controls, andere regels voor marktparticipatie voor binnenlandse beleggers, onvoorzien politieke gebeurtenissen).

Als de performance echter aanhoudend slecht is ten opzichte van de verwachtingen en er onvoldoende vertrouwen is in het *herstel*potentieel van de performance, zal de belegging beëindigd worden. Richtlijn hierbij is een periode van 3 jaar. Consistente underperformance gedurende een langere periode is overigens verontrustender dan een slecht jaar waardoor een reeks van 3 of 5 jaar negatief wordt beïnvloed.

##### *(b) Performance boven verwachting*

Sterk presterende managers kunnen eveneens vervangen worden. Hier geldt het omgekeerde: er is onvoldoende vertrouwen dat de goede resultaten zich in de toekomst kunnen voortzetten. Dit kan

bijvoorbeeld zijn oorzaak hebben in de stijl van de manager, veranderende marktomstandigheden of sterke groei van het beheerd vermogen.

#### 8) *Significante wijzigingen in beheerd vermogen*

Er wordt gemonitord op een ondergrens in de omvang van het beheerd vermogen, omdat het pensioenfonds niet met een te groot bedrag in een beleggingsfonds wil participeren, met het oog op kosten, performance en efficiënt portfeuillebeheer. Deze omvang kan per asset categorie verschillen.

Anderzijds kan afscheid genomen worden van een manager als het beheerd vermogen in een beleggingsstrategie te sterk is toegenomen, waardoor bepaalde segmenten van de markt niet goed meer benaderd kunnen worden (bijvoorbeeld small caps of minder liquide issues).

#### 9) *Operationele issues*

Terugkerende conflicten over bijvoorbeeld positiewaarderingen of operationele risico's omdat de manager onvoldoende investeert in bedrijfsprocessen en systemen, kunnen aanleiding zijn om de relatie te beëindigen.

#### 10) *Veranderende wensen van het fonds*

Soms zijn er redenen om van een manager afscheid te nemen, ondanks goede performance en tevredenheid over de dienstverlening. Deze situatie kan zich bijvoorbeeld voordoen als een manager niet in staat is om een mandaat of beleggingsfonds aan te passen aan veranderende wensen van het fonds. Bijvoorbeeld: striktere ESG criteria en uitsluitingen, strengere normen voor ODD of gewenst kostenniveau.

### 6.2.3

#### **Watchlist procedure**

Wanneer een beoordelingsvraagstuk daartoe aanleiding geeft, wordt een manager op de Watchlist geplaatst. Er wordt dan nader onderzoek verricht naar de oorzaken van de ontstane situatie. Dit betekent dat de monitoring verscherpt wordt en extra review binnen de peer group plaatsvindt. Na uiterlijk vier kwartalen wordt besloten de manager aan te houden of te vervangen. Op het moment dat een manager op de watchlist wordt gezet, wordt dit als agendapunt opgenomen in de eerstvolgende vergadering van de BAC met een plan van aanpak.

### 6.3

#### **Contracten met externe beheerders**

In het algemeen streeft het bestuur ernaar om zelf contracten met de externe beheerders af te sluiten, en een eigen Investment Management Agreement als basis te hanteren voor de onderhandelingen. In deze contracten worden in ieder geval onderstaande elementen opgenomen:

- Contracten worden aangegaan onder Nederlands recht
- Er is voldoende borging van de aansprakelijkheid van de beheerder
- De beheerder voldoet aan uitbestedingsregels en overige Nederlandse regelgeving
- In geval van derivaten wordt voldaan aan de EMIR regels
- De beheerder voldoet aan de eisen van het duurzaamheidsbeleid, waaronder het IMVB convenant en de SRD II wetgeving

Daarnaast worden de volgende richtlijnen gehanteerd voor onderdelen van de beleggingsrichtlijnen:

Onderwerp	Richtlijnen
Beleggingsinstrumenten	Instrumenten die publiek verhandeld worden en waarvoor een onafhankelijke partij een prijs bepaalt. Het deel van de portfeuille dat belegd is in instrumenten buiten de benchmark is beperkt.

Benchmarks	Objectieve marktbenchmarks voor zover beschikbaar, aansluitend bij de beleggingscategorie en de z-score benchmark van het fonds
Actief en passief beheer	Indien actief beheer wordt toegepast geldt een tracking error limiet: <ul style="list-style-type: none"> <li>• De staatsobligatiemandaten binnen de matchingportefeuille hebben een tracking error van maximaal 1%</li> <li>• De bedrijfsobligatiemandaten binnen de matchingportefeuille hebben een tracking error van maximaal 3%</li> <li>• De mandaten binnen de returnportefeuille hebben een tracking error van maximaal 6%</li> </ul>
Spreiding	De portefeuille dient voldoende gespreid te zijn, zodat op het niveau van de beleggingscategorie (investment grade bedrijfsobligaties, high yield bedrijfsobligaties en aandelen) de concentratie in individuele titels maximaal 5% is.
Renterisico	Er mag beperkt worden afgeweken van de benchmarkduration. In het LDI mandaat worden richtlijnen voor de rentegevoeligheid per looptijdblok opgenomen.
Valutarisico	Er mag beperkt worden belegd in valuta buiten de benchmark. Valutarisico mag worden afgedekt tot benchmark exposure
Kredietrisico	Het kredietrisico moet in lijn zijn met het kredietrisico van de benchmark, een beperkte afwijking is toegestaan. Binnen de matching portefeuille wordt minimaal 60% van deze portefeuille belegd in obligaties met een rating van AAA of AA. Voor geldmarktfondsen wordt de rating van het fonds gehanteerd. Binnen de matching portefeuille wordt maximaal 2% van deze portefeuille belegd in below investment grade obligaties.
Derivaten	Niet toegestaan, met uitzondering van valuta termijncontracten. Alleen toegestaan voor risicoreductie of efficiënt portefeuillebeheer. Geen niet-lineaire derivaten toegestaan, wel futures en valutatermijncontracten. Binnen de LDI portefeuille ook renteswaps toegestaan.
Liquiditeit	De portefeuille is in de regel vol belegd, een geringe cash allocatie is toegestaan. Een uitzondering is de matchingportefeuille waar geldmarktfondsen worden gebruikt in combinatie met swaps.
Tegenpartijrisico	Valuta termijncontracten en renteswaps mogen enkel worden aangegaan met goeude tegenpartijen conform beleid van het fonds. Binnen de derivatenportefeuilles (valuta afdekking en rente afdekking) moet worden voldaan aan het tegenpartijbeleid van het fonds.
Securities lending	Binnen de mandaten wordt niet aan securities lending gedaan.

Van deze uitgangspunten kan worden afgeweken indien het bestuur hier voldoende aanleiding toe ziet. De belangrijkste beleggingsrichtlijnen per beleggingscategorie zijn vastgelegd in Investment Cases.

## 6.4

### Kostenbeleid

In de beleggingsbeginselen heeft het fonds de visie op kosten als volgt beschreven: *“De beloning voor vermogensbeheerders moet in overeenstemming zijn met de geleverde diensten en het gelopen aansprakelijkheidsrisico.”* Deze visie wordt in dit beleid nader uitgewerkt voor de vermogensbeheerkosten.

#### 6.4.1

##### Scope

De vermogensbeheerkosten zijn onder te verdelen in verschillende componenten:



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

#### 6.4.2

#### Beleid en uitvoering

##### *Integrale afweging*

Het fonds hanteert geen vast kostenbudget, omdat kosten in de context van opbrengsten (zoals extra rendement, verlaging van risico) worden beoordeeld. Bij strategische beleggingsvoorstellen dient altijd inzicht gegeven te worden in alle kostenconsequenties, zodat het bestuur een gedegen afweging kan maken tussen de kosten en baten. Dit gebeurt op de volgende wijze:

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

##### *Fee-structuren*

Het fonds kiest bij voorkeur niet voor performance related fees, teneinde geen ongewenste korte termijn prikkels te creëren bij vermogensbeheerders. Hierbij wordt het 'comply-or-explain' principe toegepast. In voorkomende gevallen kan er, mits onderbouwd, sprake zijn van een performance-gerelateerde vergoeding aan een vermogensbeheerder.

Bij beleggingen in fondsen is een *total expense ratio* van toepassing. Het fonds beoordeelt of de hoogte van de beheervergoeding en die van de overige kosten marktconform zijn.

De te betalen beheervergoedingen worden eenduidig vastgelegd in de contracten met de diverse vermogensbeheerders. De Coördinator Vermogensbeheer verzorgt een controle op de daadwerkelijke betalingen van beheer-en eventuele performance-gerelateerde vergoedingen.

##### *Transactiekosten*

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

##### *Overige kosten*

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

##### *Transparante verantwoording*

Kostenbewustzijn vereist een hoge mate van transparantie over gerealiseerde kosten, en toelichting bij (substantiële) afwijkingen tussen verwachte en gerealiseerde kosten. De Coördinator

Vermogensbeheer levert jaarlijks een kostenrapportage over de beleggingsportefeuille van het fonds. Voor de kostenrapportage wordt aangesloten bij de richtlijnen van de Pensioenfederatie. Het fonds legt in het jaarverslag verantwoording af over het kostenniveau en de kostenontwikkeling.

Het kostenniveau en de kostenontwikkeling worden periodiek afgezet tegen de ontwikkelingen bij andere vergelijkbare pensioenfondsen om te bezien hoe de kosten van het fonds zich verhouden met de algemene marktontwikkelingen.

Bij de evaluatie van managers wordt ook het kostenaspect beoordeeld.

## 6.5

### Derivatenbeleid

Derivaten vormen, als afgeleide beleggingsinstrumenten, geen aparte beleggingscategorie. De vermogensbeheerder van een beleggingsmandaat mag slechts van derivaten gebruik maken onder de volgende voorwaarden:

- voor zover dit past binnen het beleggingsbeleid en binnen de gestelde beleggingsrestricties.
- voor zover dit wordt ingezet met als doel efficiënt portefeuillebeheer of risicoreductie

Uitgangspunt voor het pensioenfonds is dat alleen wordt belegd in derivaten waarvan de werking wordt doorgrond en de risico's beheerst.

In de mandaten kan gebruik gemaakt worden van de volgende derivaten:

Type derivaat	Doelstelling
Renteswaps, rentefutures	Beheersing van het renterisico, efficiënt portefeuillebeheer
Valutatermijncontracten, valutaswaps	Beheersing van het valutarisico, efficiënt portefeuillebeheer
Aandelenfutures	Beheersing van het aandelenrisico, efficiënt portefeuillebeheer

Binnen de beleggingsfondsen wordt bij de beoordeling van de managers uitgegaan van dezelfde type derivaten en doelstelling. Bovenstaande richtlijnen worden als wens gehanteerd en worden afgewogen tegen de overige beoordelingscriteria voor de fondsen.

In de mandaten wordt het gebruik van derivaten ingeperkt via de vastlegging van de toegestane instrumenten en de inperking van de toegestane derivatenexposure.

In de kwartaalrapportages wordt de exposure naar rente- en valutaderivaten getoond.

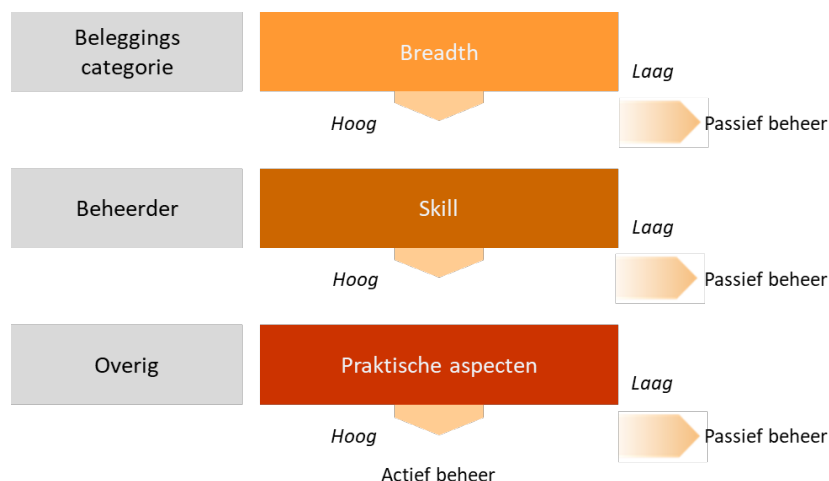
## 6.6

### Actief beheer

Het fonds zet actief beheer weloverwogen in. Hiervoor is het volgende beleid van toepassing:

- Bij de 3-jaarlijkse evaluatie van de investment case voor de categorie komt ook de afweging actief versus passief beheer expliciet aan de orde.
- Bij de onderbouwing van de keuze tussen actief en passief beheer worden in ieder geval de volgende aspecten betrokken:
  - De breedte van de markt waarin belegd wordt. Breedte wordt gedefinieerd als het aantal onderscheidende beleggingsmogelijkheden en de mate waarin de markt als efficiënt kan worden beschouwd.
  - De aanwezige *skill* bij beheerders. Een markt kan op papier geschikt zijn voor actief beheer, de vervolgvraag is of er ook partijen zijn die deze mogelijkheden daadwerkelijk kunnen omzetten in extra rendement ten opzichte van een passief alternatief. Bijvoorbeeld sterk inefficiënte markten kunnen bij hoge transactiekosten alsnog beter passief beheerd worden.
  - Overige aspecten. Hierbij worden de volgende factoren betrokken:
    - de meerkosten van actief beheer

- de mogelijkheid van het voeren van een eigen ESG beleid
- de extra belasting op de governance van actief beheer
- de impact op het risicoprofiel van de portefeuille



- De onderbouwing van de beslissing wordt zorgvuldig gedocumenteerd, en er worden meetbare evaluatiecriteria vastgesteld. Als meetbare evaluatiecriteria worden de volgende maatstaven betrokken: de netto outperformance over een 3-jaars periode en de tracking error over deze periode. Voor beiden wordt een doelstelling vastgesteld.
- Er worden limieten gesteld aan het actieve risico in de portefeuille, via de implementatie-richtlijnen in de investment case. Dit omvat zowel een limiet op de tracking error versus de benchmark als positielimieten.
  - Binnen de matchingportefeuille worden de volgende limieten opgelegd in de mandaten:
    - De staatsobligatiemandaten hebben een tracking error van maximaal 1%
    - De bedrijfsobligatiemandaten hebben een tracking error van maximaal 3%
  - Binnen de returnportefeuille worden de volgende limieten opgelegd in de mandaten:
    - De mandaten hebben een tracking error van maximaal 6%
  - Binnen fondsen gelden bovenstaande limieten als wens, maar kan hiervan in beperkte mate worden afgeweken.
  - De tracking error van de gehele portefeuille bedraagt maximaal 1,5% (bij veronderstelde correlatie van 0,2 tussen alle actieve beheerders).
- Het managersselectieproces en de monitoring van de manager worden afgestemd op een actieve beheerstijl.
- Het fonds heeft een Coördinator Vermogensbeheer aangesteld die in staat wordt geacht bij zowel bij passief als actief beheer uit de beschikbare managers een geschikte manager te selecteren. Het hiervoor gevolgde proces is onderdeel van het *Beleid manager selectie en monitoring* zoals beschreven in 6.1.
- Er wordt geen actief tactisch asset allocatie beleid gevoerd in de portefeuille.

Het Bestuur besluit, op advies van de BAC, voor het inzetten van passief of actief beheer. De Coördinator Vermogensbeheer verzorgt hiervoor op verzoek van de BAC de inhoudelijke onderbouwing. De monitoring van het actieve risico en rendement van de portefeuilles wordt uitgevoerd door de BAC, en in tweede instantie het Bestuur, op basis van rapportages van de Coördinator Vermogensbeheer. Op kwartaalbasis wordt door de Coördinator Vermogensbeheer het behaalde extra rendement en het actieve risico van de portefeuille gerapporteerd, dit laatste op basis van een ex-post tracking error. Tevens worden door de custodian de beleggingsrichtlijnen van mandaten gemonitord en overschrijding hiervan gerapporteerd.

**6.7****Securities lending**

BPF Zoetwaren beperkt de mate van securities lending zoveel mogelijk. Binnen de mandaten wordt niet aan securities lending gedaan. In een beperkt aantal beleggingsfondsen wordt wel aan securities lending gedaan. Voor securities lending binnen fondsen worden door Bpf Zoetwaren de volgende richtlijnen gehanteerd:

- Beperking van de omvang van het securities lending programma: maximaal 35% van het vermogen mag worden uitgeleend
- Er moet liquide en hoogwaardig onderpand (collateral) worden ontvangen voor de uitgeleende beleggingen
- Herbelegging van cash collateral in liquide en hoogwaardige geldmarktbeleggingen
- Opbrengsten van securities lending komen voor minimaal 70% ten goede aan de eindbelegger
- Adequaar beleid op en monitoring van tegenpartijrisico's door de vermogensbeheerder

Bij de selectie van fondsen is het beleid rondom securities lending een van de beoordelingscriteria. Bovenstaande richtlijnen worden als wens gehanteerd en worden afgewogen tegen de overige beoordelingscriteria voor de fondsen. Minimaal eens per drie jaar rapporteert de Coördinator Vermogensbeheer over securities lending binnen de fondsen.

**6.8****Fiscale constructies**

Het pensioenfonds heeft het volgende beleid ten aanzien van fiscale beleggingsconstructies vastgesteld:

- Het fonds vermijdt constructies die specifiek zijn opgezet om een fiscaal voordeel te behalen, maar niet in de geest van de wet zijn
- Het fonds hanteert het uitgangspunt dat de fiscale structuur de economische structuur volgt en niet andersom
- Fiscaliteit is een onderdeel van de manager selectie criteria
- Er wordt alleen belegd bij managers die onder toezicht staan van een geaccepteerde toezichthouder

## 7. Evaluatiebeleid

### 7.1 Strategische asset allocatie

Jaarlijks vindt een evaluatie plaats van de strategische asset allocatie. Deze evaluatie is opgesplitst in:

- De strategische asset allocatie versus de verplichtingen: hebben de gekozen risicobronnen waarde toegevoegd?
- De jaarlijkse normportefeuille versus de strategische asset allocatie: hebben de keuzes binnen de hoofdcategorieën waarde toegevoegd?

Deze evaluatie is enerzijds terugkijkend: hebben de keuzes in het betreffende jaar waarde toegevoegd voor het fonds? Anderzijds is deze evaluatie vooruitkijkend: is er, gegeven de verwachtingen op financiële markten en de situatie van het fonds, aanleiding om de inrichting van de portefeuille (binnen de ALM kaders) aan te passen?

De verhouding tussen de matching- en returnportefeuille wordt elke 3 jaar herijkt in een ALM studie. Hierbij wordt op basis van de geldende uitgangspunten (bijvoorbeeld beleggingsovertuigingen, hoogte van de dekkingsgraad, benodigd rendement, toegestaan risico en toegestaan VEV) getoetst of de huidige strategische beleggingsportefeuille nog steeds de best passende portefeuille is, wanneer rekening wordt gehouden met de nieuwe aannames voor verwachte rendementen en risico's. In de evaluatie kunnen naast lange termijn verwachtingen ook visies op de middellange termijn worden meegewogen.

De evaluatie resulteert in potentiële verschuivingen indien de verhouding tussen verwacht rendement en risico op basis van de nieuwe aannames fundamenteel kan worden verbeterd of wanneer een alternatieve portefeuille beter past bij de (eventueel veranderde) uitgangspunten. Of de evaluatie resulteert in een aanpassing is een afweging tussen verwacht rendement, risico en (transitie-)kosten.

### 7.2 Beleggingscategorieën/investment cases

#### 7.2.1 Investment Cases en Evaluatie beleggingen

Het fonds heeft voor de volgende categorieën een eigen beleid en evaluatiecriteria uitgewerkt in zogenoemde investment cases:

- Nominale matching
- Bedrijfsobligaties
- Green Bonds
- Hypotheken
- Hoogrentende bedrijfsobligaties
- Obligaties Opkomende Landen
- Aandelen
- Vastgoed
- Valuta

Ter beoordeling van de toegevoegde waarde wordt tevens een investment case voor de beleggingscategorie private equity opgesteld.

De onderdelen van deze categorieën (bijvoorbeeld EMD LC en HC) worden niet individueel geëvalueerd, maar als onderdeel van de hoofdcategorie.

De evaluatie van beleggingscategorieën vindt deels al jaarlijks plaats bij de vaststelling van het nieuwe beleggingsplan. Omdat het besluit om al dan niet in een categorie te beleggen een

strategisch karakter heeft, wordt eens per drie jaar een uitgebreide evaluatie van een categorie uitgevoerd. Hierbij wordt het gehele beleid doorgenomen en geactualiseerd op basis van de recente ontwikkelingen, ervaringen en vooruitzichten.

De tabel hieronder geeft de samenvatting van de beoordeling van deze beleggingscategorieën op de hiervoor gedefinieerde criteria. Bij de criteria is een onderscheid gemaakt tussen doelstellingen en randvoorwaarden.

	← Matching Portefeuille →					← Return Portefeuille →			
	LDI	Green Bonds	IG Bedr obligaties	Hypotheke	High Yield	EMD	Aandelen Ontw	Aandelen Opk	Vastgoed
Behaald en verwacht rendement	3	3	3	4	4	4	5	5	4
Vermindering totaal risico / diversificatie	5	4	4	5	3	3	2	2	5
Bescherming tegen inflatie	2	2	3	3	3	3	4	3	3
Kosten	5	4	4	3	2	2	4	2	1
VEV beslag	5	4	4	5	3	2	2	1	4
ESG toepassingsmogelijkheden	4	5	4	3	3	2	5	4	4
Liquiditeit	5	3	4	2	3	3	5	4	1
Transparantie	5	5	5	3	5	4	5	4	2
Complexiteit	4	4	5	3	4	4	5	4	2
Specifieke risico's	4	4	4	3	3	3	3	3	3
Implementatiemogelijkheden	5	4	5	2	5	4	5	5	2

### 7.2.2

#### Toets aan investment beliefs

Onderstaande tabel geeft met een score de relatie tussen de investment beliefs en een specifieke beleggingscategorie. Een aantal investment cases is vastgesteld voordat de nieuwe investment beliefs zijn ingegaan. Deze worden komende periode ook geactualiseerd en aan dit overzicht toegevoegd.

Belief	LDI	Green Bonds	Hypotheke	High Yield	Aand Ontw	Aand Opk	Vastgoed
Verpl structuur en risicoh	+	+	+	n.v.t.	n.v.t.	=	n.v.t.
Beleggingshorizon	=		+	=	=	=	+
Risicopremies	=/+	+	+	+	+	+	+
Actief beleid	=	+	=	+	=/+	=/+	+
Diversificatie	+	+	+	+	=/+	+	+
Duurzaamheid	=	=/+	=	+	+	+	+
Compl en implementatie	=/+	+	=	+	+	+	=
Kosten	+	+	=	=	+	=	-
Dynamiek in beleid	=		=	=	=	=	-
Renterisico			+	=	=	n.v.t.	n.v.t.
Valutarisico	n.v.t.		n.v.t.	=	=	=	+
Risicomangement	=		=	=	=	n.v.t.	n.v.t.
Transparantie	+	+	=	+	+	+	=
Derivaten	+	+	=	+	+	+	n.v.t.
Leverage			n.v.t.	=	n.v.t.	n.v.t.	=
Extern tenzij	+	+	+	+	+	+	+

### 7.3

#### Actief beheer

De evaluatie van het beleid actief beheer vindt eens in de drie jaar plaats (voor de laatste maal september 2020). Hierin wordt betrokken of dit beleid bijdraagt aan een goede afweging tussen actief en passief beheer en of de beheersingsmaatregelen voldoende effectief zijn. Het resultaat van het actief beheer zelf wordt geëvalueerd bij de evaluatie van de managers.

## 7.4

**Externe managers**

Het fonds evalueert elke drie jaar de externe vermogensbeheerders, conform vooraf vastgestelde criteria.

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

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

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

2. *Stabiliteit van de beleggingsmaatschappij*

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

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

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

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

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

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

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

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

5. *ESG*

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

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

6. *Performance*

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

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

7. *Risk management*

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

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

8. *Kosten*

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

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

### 9. Compliance

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

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

### 10. Securities lending

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

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

### 11. Operationele aspecten

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

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

### 12. Juridische aspecten

Zoetwaren sluit zelf het contract af met de manager, waarbij Altis ondersteuning verleent op het gebied van beleggingsrichtlijnen en fee-afspraken.

**Kernvraag evaluatie:** is het contract marktconform en in hoeverre sluit het aan bij het standaard contract van Bpf Zoetwaren. Nagaan of er toezichthouderonderzoeken hebben plaatsgevonden bij de manager.

## 7.5

### Coördinator Vermogensbeheer

Jaarlijks vindt een evaluatiegesprek plaats met de Coördinator Vermogensbeheer, waarbij de volgende criteria aan de orde komen:

- Organisatie
  - Financiële situatie
  - Bedrijfsmodel
  - Duurzaamheid in de keten
  - Personeel
- Service Level Agreement
  - Kwaliteit van notities, adviezen en presentaties in het algemeen
  - Beleidsadvisering: Strategische Asset Allocatie
  - Beleidsadvisering: Maatschappelijk Verantwoord Beleggen
  - Kennis eigen vakgebied
  - Kwaliteit portefeuille constructie (beleggingsplan, richtlijnen, mandaten)
  - Kwaliteit manager selectie door Altis (monitoring, due diligence)
  - Portefeuillebeheer (stortingen, onttrekkingen)
  - Kwaliteit beleggingsadministratie (operationele processen)
  - Rapportage (performance, kosten, z-score)
- Klantgerichtheid
  - Pro-activiteit
  - Onafhankelijk handelen/gedrag
  - Bereikbaarheid per telefoon en mail?
  - Persoonlijk contact / inlevingsvermogen
- Risicobeheersing
  - Best practices op risicomangement gebied?
- Kosten



- Hoe worden de kosten i.r.t. de dienstverlening ervaren?
- Zijn de kosten transparant en vindt er regelmatig rapportage over plaats?

Met de Coördinator Vermogensbeheer zijn KPI's overeengekomen. De evaluatie vindt plaats op basis van een vastgesteld evaluatietemplate.

## 7.6

### Evaluatiekalender

De volgende evaluaties zijn gepland in de periode van dit Strategisch Beleggingsbeleid:

Strategisch kader en beleid (Stap 1 en 2 beleggingsproces)	Frequentie	Laatste evaluatie	Volgende evaluatie
ALM portefeuille, inclusief risicohouding en beleggingsovertuigingen	3-jaarlijks	2020	2023
Investment case Obligaties Opkomende Landen	3-jaarlijks	2018 Q4	2022
Investment case Green Bonds	3-jaarlijks	2018 Q4	2023
Investment case Aandelen Ontw Markten	3-jaarlijks	2021 Q3	2023
Investment case Bedrijfsobligaties	3-jaarlijks	2020 Q2	2023
Investment case Hoogrentende bedrijfsobligaties	3-jaarlijks	2021 Q4	2023
Investment case Hypotheken	3-jaarlijks	2021 Q1	2024
Investment case Aandelen Opk Markten	3-jaarlijks	2021 Q4	2024
Investment case Nominale matching	3-jaarlijks	2020 Q3	2024
Investment case Vastgoed	3-jaarlijks	2021 Q4	2024

Strategische asset allocatie (Stap 3)	Frequentie	Volgende evaluatie
Analyse en vaststellen SAA	3-jaarlijks	Q4 2022

Jaarlijks Beleggingsplan (Stap 4)	Frequentie	Volgende evaluatie
Analyse normportefeuille	Jaarlijks	Q4 2022
Vaststellen normportefeuille	Jaarlijks	Q4 2022
Vaststellen Beleggingsplan	Jaarlijks	Q4 2022

Manager Selectie (Stap 5)	Frequentie	Volgende evaluatie
Manager-evaluatie	3-jaarlijks	Kwartaal na investment case

## Appendix 1 Definitie portefeuilles

Het fonds hanteert definities voor de verschillende (norm)portefeuilles:

- ALM portefeuille: De door het bestuur vastgestelde beleidsvariant die voortkomt uit de ALM studie. In deze variant is de omvang van:
  - de rente-afdekking
  - de valuta-afdekking
  - de eventuele inflatie-afdekking
  - de omvang en verdeling over hoofdcategorieën van de matchingportefeuille en
  - de omvang en verdeling over hoofdcategorieën van de rendementsportefeuille
 Vastgelegd met een bijbehorend risicoprofiel (balansrisico) en toegestane bandbreedte. De horizon bij het vaststellen van de ALM portefeuille is 15 jaar. De analyse wordt uitgevoerd door de ALM adviseur.
- Strategische Asset Allocatie (SAA) portefeuille : De SAA-portefeuille volgt uit een lange termijn analyse die gericht is op verbetering van de rendement-risico verhouding van de ALM portefeuille. Hierbij is de SAA-portefeuille ten opzichte van de ALM-verder gedetailleerd naar percentages en toegestane bandbreedtes voor
  - Nominale staatsobligaties & swaps
  - Inflatie obligaties
  - Kredietobligaties laagrentend (investment grade, green bonds en hypotheek)
  - Aandelen
  - Kredietobligaties hoogrentend (high yield / EMD)
  - Onroerend Goed
  - Rente-afdekking
  - Valuta-afdekking

Het risicoprofiel van de SAA portefeuille blijft binnen de bandbreedtes zoals vastgesteld bij de ALM mix. De horizon bij het vaststellen van de SAA portefeuille is 15 jaar. De analyse wordt uitgevoerd door de Coördinator Vermogensbeheer.

- Strategische normportefeuille. De strategische portefeuille waarbij de hoofdcategorieën binnen de strategische asset allocatie verder zijn onderverdeeld in allocaties naar deelcategorieën.
- Jaarlijkse normportefeuille. De jaarlijkse normportefeuille is afgeleid van de strategische normportefeuille en bepaalt in nader detail de:
  - Allocatie naar deelcategorieën, inclusief eventuele mutatie gedurende het jaar
  - Gehanteerde benchmarks
  - Bandbreedtes
  - Rebalancingmomenten

Tevens worden hier middellange termijn visies in betrokken. De analyse voor de samenstelling van de normportefeuille wordt uitgevoerd door de Coördinator Vermogensbeheer. Het risicoprofiel en de allocatie van de jaarlijkse normportefeuille blijven binnen de bandbreedtes zoals vastgesteld bij de SAA.

- Z-score normportefeuille. De z-score normportefeuille is afgeleid van de jaarlijkse normportefeuille en wijkt af op de onderdelen waar de z-score wetgeving dit voorschrijft.
- Werkelijke portefeuille. De werkelijke portefeuille is de portefeuille zoals het fonds daadwerkelijk op enig moment belegt is. Het risicoprofiel en de allocatie van de jaarlijkse normportefeuille blijven binnen de bandbreedtes zoals vastgesteld bij de normportefeuille.

In de tabel is weergegeven hoe de detaillering van de portefeuille zich in de verschillende portefeuilles zich verhoudt.

ALM portefeuille	SAA portefeuille	(Strategische) Norm-, zscore en werkelijke portefeuille
Matching	Nominale staatsobligaties & swaps	Nominale staatsobligaties & swaps
	Inflatie obligaties	Inflatie-obligaties AAA/AA Euro
	Kredietobligaties laagrentend	Bedrijfsobligaties
		Green Bonds
	NL Woninghypotheken	
Return	Aandelen	Wereldwijd & Multifactor
		Opk Markten
	Kredietobligaties hoogrentend	Hoogrentende Bedrijfsobligaties
		Obligaties Opk Markten HC
		Obligaties Opk Markten LC
	Onroerend Goed	Nederland
		Europa
		VS
Rente-afdekking	Rente-afdekking	Rente-afdekking
Valuta-afdekking	Valuta-afdekking	Valuta-afdekking

## Wijzigingshistorie

### Versie 14 december 2021

De volgende wijzigingen zijn doorgevoerd in het document ten opzichte van de versie van 11 december 2020:

- Diverse teksten: aangepaste samenstelling portefeuille aandelen, allocatie naar Europa en US Small Caps verwijderd, klimaatbenchmark aandelen toegevoegd
- 4.3.1: Aangepaste procedure rentetrigger
- 4.5 maximum illiquide beleggingen aangepast conform eerder besluit
- 5.5: Aangepast beleid liquiditeitsrisico's opgenomen
- 5.6: Aangepast beleid concentratierisico's opgenomen
- 7.6: Evaluatiekalender geactualiseerd
- Integratie beleggingsonderdelen van het Risicobeleid in dit beleid
  - Par 5.3 Valutarisico: gebruik best execution
  - Par 5.4 Kredietrisico: gebruik van ratings door managers
  - Par 5.5 Liquiditeitsrisico uitgebreid
  - Par 6.5 Derivatenbeleid toegevoegd (Par 4.6 is hiermee vervallen)
  - Par 6.7 Securities lending beleid vervangen

### Versie 11 december 2020

De datum aanduiding 2020-2022 is verwijderd, in plaats daarvan is de datum van de bestuursvergadering als versie gemarkeerd. De achtergrond is dat de onderwerpen in het Strategisch Beleggingsbeleid in vrijwel alle gevallen niet een einddatum hebben maar van toepassing zijn tot anders wordt beslist.

Het hoofdstuk Maatschappelijk verantwoord beleggen (hoofdstuk 5) is vervallen, omdat er een apart Beleid Duurzaam Beleggen beschikbaar is. Daar wordt in hoofdstuk 3 naar verwezen. Consequentie hiervan is tevens dat de paragraafnummering in de hoofdstukken na hoofdstuk 5 wijzigt. In onderstaand overzicht zijn de nummers uit de oude versie opgenomen..

Daarnaast zijn de volgende paragrafen aangepast:

- 3.1.2 Update van de risicomaatstaven
- 3.2 Update van de beleggingsovertuigingen. Hier is de aangepaste formulering van de investment beliefs opgenomen, en is het onderwerp Renterisico toegevoegd
- 3.3 Verhoging valuta-afdekking van GBP en JPY van 50% naar 100% verwerkt.
- 4.2 Aanpassing landenweging in de normportefeuille voor de Euro-staatsobligaties
- 4.3 Aanpassing van de rentestafel naar de lagere triggerniveaus
- 4.7.2 Aanpassing rebalancingbeleid
- 4.7.3 Aanpassing van de methodiek waarop bandbreedtes worden bepaald
- 4.8 Toegevoegd dat swaps looptijden 30 jaar en langer niet worden uitgebreid
- 7.1.2 Selectiecriteria vermogensbeheerders aangepast
- 7.3 Eisen aan contracten van vermogensbeheerders aangepast
- 7.4 Actualisering van het kostenbeleid
- 7.5 Beleid inzake actief beheer toegevoegd
- 8.3 Evaluatie van actief beheer toegevoegd
- 8.6 Evaluatiekalender geactualiseerd
- Wijzigingshistorie toegevoegd

Tenslotte zijn er nog meerdere kleine wijzigingen doorgevoerd.