

Strategisch Beleggingsbeleid

Versie Vastgesteld in de bestuursvergadering van 31 januari 2025



Inhoudsopgave

1.	Inleiding	4
2.	Organisatie en proces	5
2.1	Doelstelling beleggingsbeleid	5
2.2	Organisatie beleggingen	5
2.3	Beleggingsproces	5
3.	Strategisch kader: Beleggingsovertuigingen en Risicoprofiel	9
3.1	Beleggingsovertuigingen	9
3.2	Strategisch risicoprofiel	12
3.3	Maatschappelijk verantwoord beleggen	15
4.	Strategische asset allocatie	16
4.1	Beleggingscategorieën	16
4.2	Normportefeuille en Benchmarks	17
4.3	Strategische afdekking rente- en valutarisico	17
4.4	Dynamisch beleid Aandelenrisicopremie	18
4.5	Illiquide portefeuilles	18
4.6	Rebalancingbeleid en bandbreedtes	18
5.	Risicobeleid.....	21
5.1	Renterisico	21
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	Inflatierisico	24
5.9	Uitwerking Prudent Person Regel	24
6.	Portefeuillebeheer	26
6.1	Beleid en proces managerselectie	26
6.2	Proces ten aanzien van het ontslag van managers	29
6.3	Contracten met externe beheerders	31
6.4	Kostenbeleid	33
6.5	Derivatenbeleid	34
6.6	Actief beheer	34
6.7	Securities lending	36
6.8	Fiscale constructies	37
7.	Evaluatiebeleid	38
7.1	Strategische asset allocatie	38

7.2	Beleggingscategorieën/investment cases	38
7.3	Actief beheer	40
7.4	Externe managers	40
7.5	Coördinator Vermogensbeheer	41
7.6	Evaluatiekalender	42

1. Inleiding

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

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

Het Strategisch Beleggingsbeleid bouwt deels voort op de ALM studie die in 2022 is uitgevoerd.

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

Dit document is besproken en vastgesteld in de bestuursvergadering van 31 januari 2025. In de appendix is de wijzigingshistorie ten opzichte van de eerdere versies opgenomen.

2. Organisatie en proces

2.1 Doelstelling beleggingsbeleid

Het fonds heeft ten doel het, zonder winstoogmerk, doen van pensioenuitkeringen aan (gewezen) deelnemers of hun nagelaten betrekkingen en/of het doen van andere uitkeringen. Hiertoe worden de beschikbare gelden van het fonds op solide wijze belegd.

Doelstelling van het beleggingsbeleid is de toevertrouwde middelen zo goed mogelijk te beleggen teneinde een optimaal rendement te behalen. Hierbij spelen veiligheid, kwaliteit en risicodiversificatie een belangrijke rol. Uitgangspunten bij het vaststellen van de beleggingsportefeuille zijn de aard en omvang van de verplichtingen, het risicobudget en de eisen die voortvloeien uit de pensioenwetgeving. Eén van deze voorschriften is dat de bezittingen en de te verwachten inkomsten van een pensioenfonds toereikend moeten zijn om te kunnen voldoen aan de verplichtingen van het fonds.

2.2 Organisatie beleggingen

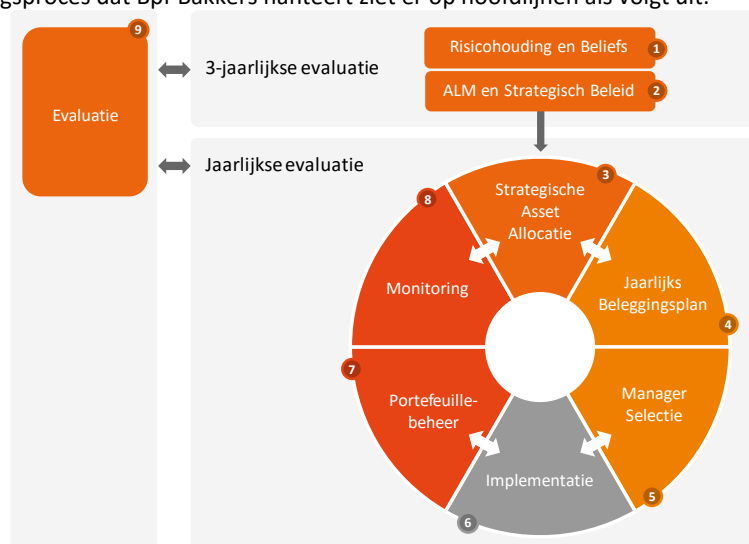
De beschikbare gelden van het fonds dienen op een solide wijze te worden belegd. Met het oog op een professionele en verantwoorde besluitvorming ten aanzien van de beleggingen van het fonds is tot de volgende organisatie van activiteiten besloten.

- 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.

De uitwerking hiervan is opgenomen in Appendix 1.

2.3 Beleggingsproces

Het beleggingsproces dat Bpf Bakkers 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 Bakkers.

Stap 1:

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

Stap 2: ALM en strategisch beleid (Strategisch kader)

In de tweede stap wordt op basis van een ALM studie het strategisch beleggingsbeleid vastgesteld. Samen met de beleggingsovertuigingen en de risicohouding, vormen de uitkomsten van de ALM studie, de uitgangspunten van het risicobeleid, het portefeuillebeheer en het evaluatiebeleid samen het strategisch kader. 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. Hiertoe 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: Managersselectie

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 Bakkers 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 Bakkers vastgestelde richtlijnen.

Stap 8: Monitoring

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.

Stap 9: Evaluatie

In stap negen worden de verschillende stappen van het beleggingsproces plus enkele beleidsonderdelen geëvalueerd. De evaluatie van stap 1 en 2 vindt in principe elke drie jaar plaats.

Voor de stappen 3-7 geldt een jaarlijks evaluatieproces. De opzet van de evaluatie van de beleidsonderdelen wordt beschreven in het strategisch beleidsdocument.

3. Strategisch kader: Beleggingsovertuigingen en Risicoprofiel

3.1 Beleggingsovertuigingen

De *investment beliefs* zijn het uitgangspunt voor het beleggingsbeleid van het pensioenfonds en zijn vastgesteld door het bestuur. Het vastleggen van deze uitgangspunten 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 jaarlijks basis evalueren wij de beginselen en indien wenselijk passen wij deze aan. Hieronder vatten wij de *investment beliefs* 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

Het pensioenfonds heeft oog voor de lange beleggingshorizon die het karakter van het pensioenfonds met zich meebrengt. Onder het huidige FTK spreken we over verplichtingen, met een lange termijn karakter. We houden bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille rekening met deze elementen.

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 niet-duurzame 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 binnen alle onderdelen van de beleggingsportefeuille waarbinnen dit mogelijk is. Uiteindelijk draagt dit ook bij aan een betere leefomgeving voor de achterban. Wij hebben de ambitie om meer te doen dan wettelijk verplicht is. De mening van de achterban weegt mee bij de bepaling van het duurzaamheidsbeleid. Wij onderschrijven de UN PRI en hebben het IMVB Convenant en het Klimaatcommitment van de Nederlandse financiële sector (2020) ondertekend en geven hier uitvoering aan in ons duurzaamheidsbeleid. Het fonds classificeert zich als SFDR artikel 8.

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.

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 veronderstelde evenwichtsniveau dan kan via het aanpassen van de rentehedge geprofiteerd worden van de verwachte terugkeer naar het veronderstelde 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 beloningstructuur 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 door de coördinator vermogensbeheer laten beheren indien kan worden aangetoond dat deze als 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 governance framework, met bijbehorende scheiding van taken en verantwoordelijkheden, bijdraagt aan het effectief realiseren van onze strategische doelstellingen..

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. 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.

3.2 Strategisch risicoprofiel

3.2.1 Risicohouding deelnemers

In 2014 is er een risicobereidheidsonderzoek uitgevoerd onder deelnemers. Deelnemers hebben in dit onderzoek aangegeven niet meer risico te willen nemen. Uit het onderzoek is echter ook gebleken dat er nog weinig kennis is over beleggingen onder deelnemers. Het bestuur heeft als doel daarom het verbeteren van het inzicht in het beleggingsbeleid en de risico's die hiermee gepaard gaan bij de deelnemers van het fonds.

3.2.2 Risicomaatstaven

Het bestuur heeft in het kader van de ALM-studie de besluitvorming gebaseerd op de volgende maatstaven:

Maatstaven t.b.v. doelstelling op lange termijn

- Gemiddelde opbouw

- Gemiddeld indexatieresultaat (doelstelling is minimaal 50%)

Maatstaven t.b.v. risico's op korte termijn

- 5e percentiel dekkingsgraad
- Kans op korten opbouw
- Gemiddelde korting opbouw
- Kans op korting rechten
- Gemiddelde korting rechten

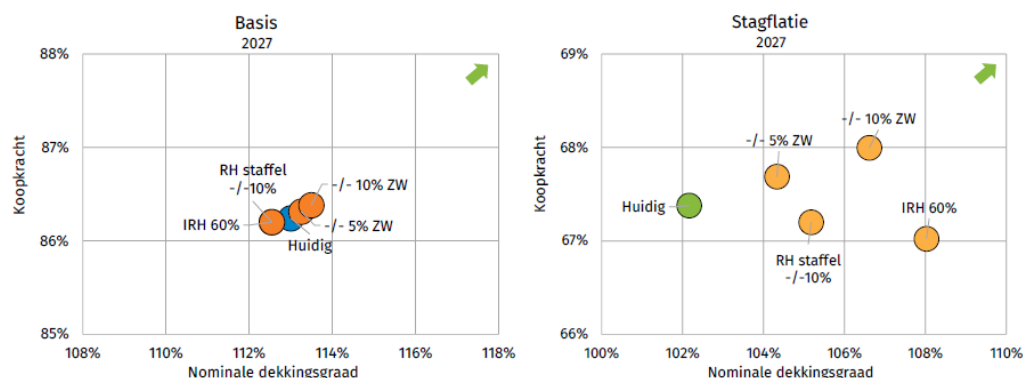
Maatstaven t.b.v. risico's op lange termijn

- 5e percentiel-opbouw
- 5e percentiel-koopkracht

3.2.3

ALM studie 2022

In de ALM studie van 2022 is het strategisch beleggingsbeleid geëvalueerd. Hieruit komen geen wijzigingen in de allocaties voort, omdat een verlaging van zakelijke waarden ten koste gaat van het lange termijn indexatie-potentieel en de opbouw. In 2022 is gegeven de ontwikkelingen op rentemarkten de rentestaffel opnieuw geëvalueerd. Hierbij is besloten in de rentestaffel de omvang van de rente-afdekking met 10% te verlagen. Tevens zijn de staffeltredes 0,5% hoger vastgesteld. Dit komt voort uit de beleggingsovertuiging dat de rente beweegt richting een verondersteld evenwichtsniveau van de rente. De rentestijging in 2022 gaf aanleiding om een hogere evenwichtsrente te verwerken in de staffel. Hiermee is de portefeuille robuuster gepositioneerd voor verschillende wereldbeelden en rentescenario's.



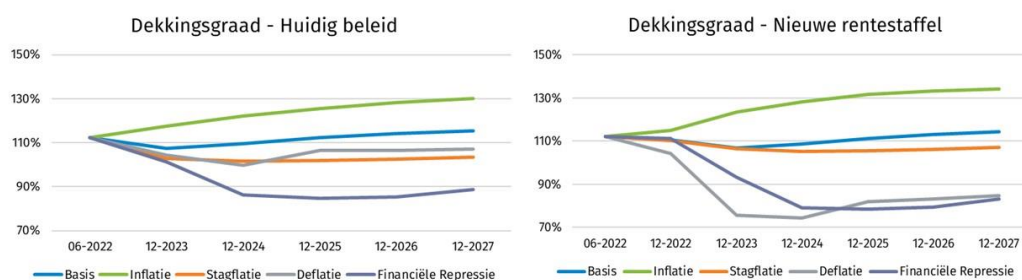
Naar aanleiding van de verdere rentestijging in 2023 is de renteafdekking conform het dynamisch afdekkingsbeleid per 1 oktober 2023 verhoogd naar 80%. Met het oog op het beschermen van de dekkingsgraad richting het invaarmoment is vervolgens besloten om het dynamisch renteafdekkingsbeleid te beëindigen en de renteafdekking tot het invaarmoment op 80% te houden.

Uitkomsten ALM studie 2022

Op basis van de uitkomsten van de ALM studie, inclusief gevoeligheidsanalyses, heeft het bestuur in december 2022 de strategische portefeuille en rentestaffel vastgesteld. De strategische portefeuille (SBB Nieuw), zoals opgenomen in paragraaf 4.2. is een tussenvorm van de portefeuille A80 en A60 in onderstaande tabel. De tabel is gebaseerd op de financiële positie van het fonds en de economische verwachtingen van Ortec Finance per september 2022, waarin onder andere een geleidelijke daling van de rente wordt verondersteld.

ALM resultaten		A90	A80	A60	SBB Nieuw
Doelstellingen Lange Termijn					
Opbouw [als percentage van ambitie]	Jaar 1-15	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%
Mediaan indexatieresultaat t.o.v. ambitie	Jaar 15	32,9%	31,8%	29,3%	30,3%
Risico's korte termijn					
Mediaan dekkingsgraad	Eind 2025	115,9%	115,6%	114,9%	115,4%
5e percentiel dekkingsgraad	Eind 2025	96,6%	94,7%	90,8%	93,7%
5e percentiel dekkingsgraad	Einde jaar	104,4%	104,4%	104,4%	104,4%
Kans op opbouwkorting zo laag mogelijk	Jaar 1-5	82,1%	82,1%	82,2%	82,1%
Gemiddelde opbouwkorting zo laag mogelijk	Jaar 1-5	21,2%	21,2%	21,3%	21,3%
Kans op korten rechten zo laag mogelijk	Einde jaar	6,4%	7,6%	12,2%	9,0%
Gemiddelde rechtenkorting zo laag mogelijk	Einde jaar	2,3%	2,2%	2,4%	2,3%
Cumulatieve gegeven indexatie (korting) gemiddeld	Eind 2024	0,0%	-0,1%	-0,4%	-0,3%
Balansrisico	Jaar 1	7,1%	7,5%	9,0%	8,0%
Niveau gedempte kostendeekkende premie	Jaar 1	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Verwacht portefeuille rendement	Jaar 1-5	5,5%	5,4%	5,2%	5,3%
Risico's lange termijn					
95e percentiel opbouw zo hoog mogelijk	Jaar 1-15	66,7%	66,6%	66,5%	66,5%
5e percentiel koopkracht zo hoog mogelijk	Jaar 15	64,3%	62,9%	57,8%	60,8%
Verwacht portefeuille rendement	Jaar 1-15	4,6%	4,5%	4,3%	4,5%

Deze uitkomsten zijn gevoelig voor de gehanteerde economische scenario's: in alternatieve scenario's waarin de rente verder stijgt, bijvoorbeeld als gevolg van een aanhoudende inflatie, leidt een lagere renteafdekking tot betere resultaten.



3.2.4

ALM toets op jaarlijkse Normportefeuille

In het Beleggingsplan kan, binnen de gestelde risicomaatstaven, afgeweken worden van de SAA. De resultaten worden vastgelegd in de Normportefeuille zoals opgenomen in het Beleggingsplan. Voorafgaand aan de implementatie wordt de Normportefeuille getoetst aan de risicomaatstaven en impact op het Vereist Eigen Vermogen.

3.2.5

Overgang naar een nieuw pensioenstelsel

Het fonds is voornemens om per 2026 over te gaan naar het nieuwe pensioenstelsel. Dat vraagt een afweging tussen enerzijds de lange beleggingshorizon die het fonds van nature heeft en anderzijds de risico's op korte termijn die gepaard gaan met de transitie. Met name de mogelijk verhoogde kans op kortingen vraagt hierbij aandacht. Het fonds heeft gegeven de huidige financiële positie deze afweging betrokken in het huidige beleid. Bij ontwikkelingen op financiële markten, in de financiële positie van het fonds en/of regelgeving kan deze afweging opnieuw gemaakt worden en mogelijk tot een aangepast beleid leiden. Mede met het oog op de beoogde invaardatum is besloten om het dynamische renteafdeckingsbeleid te beëindigen (bij een renteafdekking van 80%).

3.3

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 Bakkers sluit 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
- Private Equity
- Liquiditeiten en deposito's
- Valutatermijncontracten

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	Weging	Benchmark
<i>Matchingportefeuille</i>	<i>54,0%</i>	
Nominale matching incl cash	37,2%	Benchmarkrendement = portefeuillerendement
Liquiditeit	1,7%	€STR
Green Bonds	2,5%	Bloomberg MSCI Euro Green Bond Index
Euro Bedrijfsobligaties	7,3%	Markit iBoxx Euro Corporate Bond Index
NL Hypotheken	5,3%	JPM GBI Traded Netherlands
<i>Returnportefeuille</i>	<i>46,0%</i>	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	<i>10,0%</i>	
Hoogr Bedrijfsobligaties	3,5%	Bloomberg US Corporate High Yield + Pan Euro HY ex Financials 2.5% Issuer Cap – Euro hedged
Obligaties Opkomende Markten (Hard Currency)	2,6%	JP Morgan EMBI Global Diversified euro hedged
Obligaties Opkomende Markten (Local Currency)	3,9%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	<i>24,0%</i>	
Ontwikkelde Markten	20,0%	MSCI World Climate Change Net
Opkomende Markten	4,0%	MSCI Emerging Markets ND
<i>Alternatieve beleggingen</i>		
Niet beursgenoteerd Onroerend Goed	6,0%	37,5% IPD Nederlandse woningen 32,5% Portefeuille Europees OG 30% VS ODCE
Private Equity	6,0%	5-jaars euroswap +200 bp
Totaal	100,0%	

4.3

Strategische afdekking rente- en valutarisico

Bpf Bakkers hanteert een norm voor de rente-afdekking van 80% van het renterisico van de verplichtingen op basis van marktwaarde.

Het valutabeleid wordt eens in de drie jaar geëvalueerd. De laatste analyse is in november 2022 in de BAC besproken. 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.

In 2022 is dit beleid geëvalueerd met als conclusie om het dynamisch beleid te handhaven. Hierbij is ook besloten om in de bovengenoemde discussie ook de Shiller P/E mee te nemen als maatstaf, evenals de mogelijkheid om een nieuwe ALM studie uit te voeren. Daarnaast zal bij een eventueel besluit voor aanpassing van het aandelenrisico ook vastgelegd worden bij welke omstandigheden dit weer zal worden teruggedraaid

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 vergelijkbare liquide categorieën:

- Hypotheken: allocatieverschillen worden verrekend met Euro Bedrijfsobligaties (50%) en Nominale Matching (50%). Deze combinatie van beleggingen 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.
- Private Equity: allocatieverschillen worden verrekend met Wereldwijde Aandelen.

4.6**Rebalancingbeleid en bandbreedtes**

De wegingen in de normportefeuille variëren door de tijd heen door de ontwikkelingen op financiële markten. Hierdoor kan de portefeuille geleidelijk steeds verder gaan afwijken van het strategische beleid. In dat geval loopt het fonds een ongewenst risico. Daarom wordt de portefeuille bijgestuurd, de rebalancing.

Het fonds heeft hiervoor een rebalancingbeleid vastgesteld waarmee de normportefeuille op vooraf bepaalde momenten of omstandigheden weer terug wordt gebracht naar de beleidswegingen. Op

deze wijze wordt dus 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 normwegingen 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, de triggers voor de rebalancing worden echter gebaseerd op de ontwikkeling van de werkelijke portefeuille. Aangezien geen tactisch beleid wordt gevoerd zal de werkelijke portefeuille in principe deze normportefeuille volgen, met uitzondering van de illiquide portefeuilles.

4.6.1

Rebalancingmethodiek

Het rebalancingbeleid is onderdeel van z-score normportefeuille. De stappen voor de rebalancing zijn daarom mechanisch beschreven om subjectieve interpretatie te voorkomen.

Voor de rebalancing worden de volgende stappen doorlopen:

- 1 De z-score normgewichten voor de categorieën worden jaarlijks vastgesteld door het bestuur in het Jaarplan Beleggingen
- 2 Op de ingangsdatum van het Jaarplan wordt de portefeuille gerebalanced. Hiervoor worden de normgewichten gehanteerd, met een correctie voor illiquide beleggingen:
 - a) Voor alle illiquide categorieën wordt het werkelijke gewicht (op basis van de waardering zoals bekend op 5 werkdagen voor het rebalancingmoment) vergeleken met het z-score normgewicht uit het Jaarplan. Het verschil wordt gecompenseerd conform de compensatieregels voor illiquide categorieën met de liquide categorieën. Hieruit resulteren de doelgewichten voor de portefeuille. De bandbreedtes worden rondom deze doelgewichten gedefinieerd. De doelgewichten zijn tevens de nieuwe normgewichten voor de z-score normportefeuille;
 - b) De portefeuille wordt bij de jaarlijkse rebalancing teruggestuurd naar deze doelgewichten. Door de compensatieregel hoeven hiervoor geen illiquide transacties te worden gedaan. In de richtlijnen van de Coördinator Vermogensbeheer worden de doelgewichten en (op basis van de bandbreedtes) minimum en maximum gewichten opgenomen;
- 3 De werkelijke portefeuille wordt dagelijks gemeten versus de minimum en maximum gewichten.
 - a) Bij overschrijding wordt een rebalancing doorgevoerd, per primo eerste van de maand volgend op 10 werkdagen na het optreden van de overschrijding, met uitzondering van de volgende situaties:
 - De overschrijding van de bandbreedte betreft enkel illiquide beleggingen, deze kunnen niet worden bijgestuurd dus dit is geen trigger voor rebalancing
 - Als binnen 10 werkdagen voor een reeds geplande rebalancing een overschrijding wordt gemeten wordt er geen extra rebalancing een maand later doorgevoerd, omdat dan immers de reeds geplande rebalancing de overschrijding al oplost
 - b) Per deze rebalancingdatum worden de doelgewichten opnieuw bepaald, op basis van de normgewichten uit stap 1 en de compensaties in stap 2a. Deze doelgewichten zijn ook de normwegingen voor de z-score berekening.

4.6.2

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. De resulterende weging wordt vergeleken met de normweging en naar boven afgerond in stappen van 0,5%¹. 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. Voor illiquide beleggingen kan het bestuur een ruimere bandbreedte hanteren gegeven de beperkte bijsturing die hier mogelijk is.

¹ 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%.

5. Risicobeleid

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

5.1

Renterisico

De hoogte van de rente-afdekking is bepaald op basis van een ALM-studie.. Hiervoor geldt in de implementatie 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 marktwaarde-rentecurve worden gewaardeerd. De renteafdekking wordt ingevuld met staatsobligaties, Green Bonds, bedrijfsobligaties, hypotheeklen en renteswaps die samen met het benodigde onderpand in de vorm van cash (geldmarktfondsen) de matching portefeuille vormen.

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 3.1). Het hieruit volgende strategisch valutabeleid is dat de valuta afgedekt worden die een weging in de portefeuille hebben die boven 2,5% ligt. Valuta met een lagere weging worden om reden van kosten en materialiteit niet afgedekt. De weging wordt eens per jaar bij het opstellen van de nieuwe normportefeuille berekend, op basis hiervan worden de dan af te dekken valuta bepaald. 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. Rondom de afdekkingspercentages wordt een bandbreedte aangehouden van 5%.

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 renteverschillen met de Eurozone maken de afdekking erg kostbaar, wat op lange termijn niet blijkt te worden gecompenseerd met de depreciatie van de valuta.

Voor de categorie Onroerend Goed wordt de valuta-exposure als volgt bepaald:

- Voor Nederlands onroerend goed wordt geen vreemde valuta exposure verondersteld.
- Voor Europees onroerend goed wordt de normallocatie van het onroerend goedfonds naar de UK conform het laatste jaarverslag als percentage GBP aangehouden. Niet opgevraagde commitments zijn volledig in Euro.
- Voor Amerikaans onroerend goed wordt verondersteld dat dit volledig US dollar exposure geeft, inclusief de niet opgevraagde commitments

Voor Private Equity wordt de valuta-exposure bepaald op basis van een doorkijk van valuta-exposure in de fondsen. Dit exposure wordt als percentage van de private equity portefeuille vastgelegd, en hier wordt gedurende het jaar de valuta-afdekking op gebaseerd.

De afdekking vindt plaats in een aparte portefeuille valuta-afdekking met behulp van valutatermijncontracten. 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.

5.4

Kredietrisico

Het kredietrisico is het risico dat de waarde van beleggingen dalen als gevolg van een verslechtering in de kredietwaardigheid van de beleggingen. Waardedalingen als gevolg van stijgende credit spreads, downgrades en faillissementen zijn hier onderdeel van. Het kredietrisico van Bpf Bakkers wordt beperkt door een goede spreiding over de verschillende debiteuren aan te brengen.

- 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

Obligaties met een hoog kredietrisico worden alleen in de returnportefeuille opgenomen. In de investment cases is dit nader beschreven.

Bij de selectie en evaluatie van managers wordt erop toegezien dat voor de beoordeling van de kredietwaardigheid van de activa de manager niet uitsluitend of mechanisch uitgaat van de ratings die zijn uitgegeven door een ratingbureau.

5.5

Liquiditeitsrisico

De portefeuille kent een hoge mate van liquiditeit gezien de forse allocaties aan geldmarktfondsen, staatsobligaties en aandelen. Eventuele afrekening van valuta-termijncontracten kan worden gecombineerd met een onttrekking uit de afgedekte beleggingscategorieën.

5.5.1

Onderpand

Als norm geldt dat er voldoende onderpand aanwezig moet zijn om aan de onderpandverplichting te voldoen, waarbij de volgende eisen worden 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.

Boven deze minimumnormen wordt een extra cashbuffer gehanteerd van 60x DV01. In de analyse voor het Jaarplan Beleggingen wordt op basis hiervan jaarlijks de omvang van de LDI portefeuille en de verdeling tussen cash/swaps en staatsleningen bepaald. Tevens is in het rebalancingbeleid vastgelegd dat het raken van de minimale cashbuffer van 90 bps ook een trigger is om rebalancing door te voeren.

Het mandaat van de LDI-manager bevat daarnaast de mogelijkheid tot doorrollen van swaps, zodat marktwaarde afgerekend kan worden als er geen stress in de markt is. De Coördinator Vermogensbeheer heeft daarnaast het mandaat om in stress situaties bij een cashbuffer onder de 45 bps de credit allocatie af te bouwen ten gunste van de LDI portefeuille.

5.5.2

Illiquiditeit

Het fonds is van mening dat illiquiditeit toegevoegde waarde heeft maar met een extra inspanning gepaard gaat en niet zonder risico is. Voor de gehele portefeuille geldt een maximum van 30% illiquide beleggingen. Dit is een bovengrens voor het strategisch beleid. Het is daarmee geen streefcijfer of een doelstelling. Of en in welke mate illiquide beleggingen worden ingezet wordt bepaald in de investment cases en het strategisch beleggingsbeleid van het fonds. Tevens kan door marktbeveging de feitelijke allocatie tijdelijk hoger zijn. Er zal dan binnen de reguliere mogelijkheden van de illiquide beleggingen (zoals uitkering van inkomsten, uittreding tegen NAV) gestreefd worden naar verlaging van de weging, waarbij geforceerde verkopen worden voorkomen.

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 individuele onderneming (aandeel + obligaties) mag niet meer bedragen dan 2,5% 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 2,5% van het totale belegd vermogen
- De exposure naar US dollar in de normportefeuille mag na afdekking niet meer bedragen dan 25% 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

Het fonds maakt gebruik van central clearing voor swapcontracten. Naar aanleiding hiervan is het beleid inzake tegenpartijrisico aangescherpt. Hierbij wordt nu een onderscheid gemaakt tussen beleid voor niet geclearde derivaten (ten behoeve van de afdekking van het valutarisico) en beleid voor geclearde derivaten (ten behoeve van de afdekking van het renterisico).

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-. Voor geclearde derivaten geldt eenzelfde rating-eis voor de clearing broker, waarbij het fonds tijdelijk een BBB- partij toestaat als clearing member indien er geen A-partij beschikbaar is. De rating wordt bepaald op basis van de ratings van Moody's, S&P en Fitch waarbij de laagste van deze drie wordt gehanteerd. 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
- Marktwaaarde per tegenpartij
- Onderpand per tegenpartij

Voor het aangaan van posities in swaptions is vooraf goedkeuring door het bestuur vereist.

5.8 Inflatierisico

Het inflatierisico is het risico dat pensioenen niet of onvoldoende geïndexeerd kunnen worden door een oplopende inflatie. In de huidige herstelfase van het fonds ligt de focus op de nominale verplichtingen. In de toekomst zou inflatie een grotere rol kunnen gaan spelen. In de jaarlijkse beleggingsplancycclus wordt de noodzaak tot afdekking van inflatierisico's beoordeeld.

5.9 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 en het risicohandboek. 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 herbalancerings 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 6.5 en 5.7 en in het risicohandboek 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 valutatermijncontracten 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.

Marktwaaarderings

De beleggingen worden gewaardeerd op marktwaaarde. Voor het grootste deel van de portefeuille zijn prijzen op basis van actieve markten beschikbaar. Uitzondering hierop vormen de hypotheeken- en vastgoed portefeuille. De hypotheeken 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 ontstaan uitbestedingsrisico's. Daarom wordt bij de keuze van een vermogensbeheerder voor deelmandaten gebruik gemaakt van de managersselectie-dienstverlening van de Coördinator Vermogensbeheer. Daarbij wordt een uitgebreid vastgelegd selectieproces gevolgd. Over deze dienstverlening wordt op kwartaalbasis gerapporteerd aan het bestuur. Naast deze kwartaalmonitoring worden de vermogensbeheerders eens in de drie jaar uitgebreid geëvalueerd door het fonds.

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

6.1.1 Selectieproces

Op basis van de gedefinieerde mandaatprofielen en/of beleggingsrichtlijnen worden vermogensbeheerders 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 de 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	- Market overview - Assets under management - Track record - Analysis of the quality of the track record	- Analysis of the investability - Analysis track record using Factor Model - Analysis current positions	- Attribution - Consistency of positions - Historical ESG Analysis - Assessment Altis RFP - Meeting / call manager - Negotiating terms - Manager score card	- Manager proposal - Internal presentation - Informing managers - Final approval - Approval Committee
Sources	- Databases / Internet - Prospects / Clients - Consultants - Managers - Conferences	- Presentations - Fact sheets - Performance data - Holdings data	- Managers - Sustainanalytics - Altis RFP & ESG RFP - Historical positions	

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 de BAC vastgesteld en in het Bestuur besproken. Het bestuur selecteert, op advies van de BAC, ook de beoogde manager vanuit de Short List. Bij elke stap wordt gemotiveerd waarom partijen zijn afgefallen. De BAC kan gemotiveerd van enkele van bovenstaande processtappen afwijken, bijvoorbeeld indien er slechts een beperkt aantal managers op de Worklist beschikbaar zijn.

De geselecteerde vermogensbeheerders worden door de Coördinator Vermogensbeheer gemonitord. Daarbij worden op kwartaalbasis gedetailleerde beleggingsverslagen en performance-evaluaties opgesteld en gerapporteerd aan het bestuur ('de XIG fact sheets').

Het fonds voert periodiek een uitgebreide evaluatie van de geselecteerde vermogensbeheerders uit. Hiervoor zijn evaluatiecriteria gedefinieerd (paragraaf 7.3)

6.1.2

Selectiecriteria vermogensbeheerders

Bij een voorgenomen aanstelling van een vermogensbeheerder stelt de Coördinator Vermogensbeheer² een investeringsvoorstel op waarin in ieder geval de volgende punten zijn opgenomen.

Criterium	Toepassing
1. Gevolgde selectieproces	
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 afgefallen.	Het moet inzichtelijk zijn welke kandidaten geëvalueerd zijn in het selectieproces en waarom deze zijn afgefallen.
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.
2. Mandaat en performance	
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 een 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
3. Risicomanagement	

² Met uitzondering van Private Equity managers, deze worden voorgesteld door de beheerder van de Private Equity portefeuille.

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.
4. ESG	
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.
5. Kosten	
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.
6. Operationeel	
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 marktwaaarde 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 kostentransparantie.
Zijn er specifieke aandachtspunten bij de transitie naar de vermogensbeheerder?	Specifieke transitie-issues dienen bij het voorstel reeds inzichtelijk te zijn.
7. Juridisch/fiscaal/compliance	
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 “beoordelvraagstuk”. 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.

3) Fraude

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

6.2.2

“Beoordelvraagstuk”

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, verstoringende regulering als plotselinge invoering van capital controls, andere regels voor marktparticipatie voor binnenlandse beleggers, onvoorziene politieke gebeurtenissen).

Als de performance echter aanhoudend slecht is ten opzichte van de verwachtingen en er onvoldoende vertrouwen is in het *herstelpotentieel* 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 uitgangspunten 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 portefeuille 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: De staatsobligatiemandaten binnen de matchingportefeuille hebben een tracking error van maximaal 1% De bedrijfsobligatiemandaten binnen de matchingportefeuille hebben een tracking error van maximaal 3% De mandaten binnen de returnportefeuille hebben een tracking error van maximaal 6%
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. Geldmarktfondsen worden als AAA/AA beleggingen beschouwd. 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 gegoede tegenpartijen conform beleid van het fonds. Binnen de derivatenportefeuilles (valuta afdekking en rente afdekking) moet worden voldaan aan het tegenpartijbeleid van het fonds.

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 marktoriëntatie 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 pensioenfondsden 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.

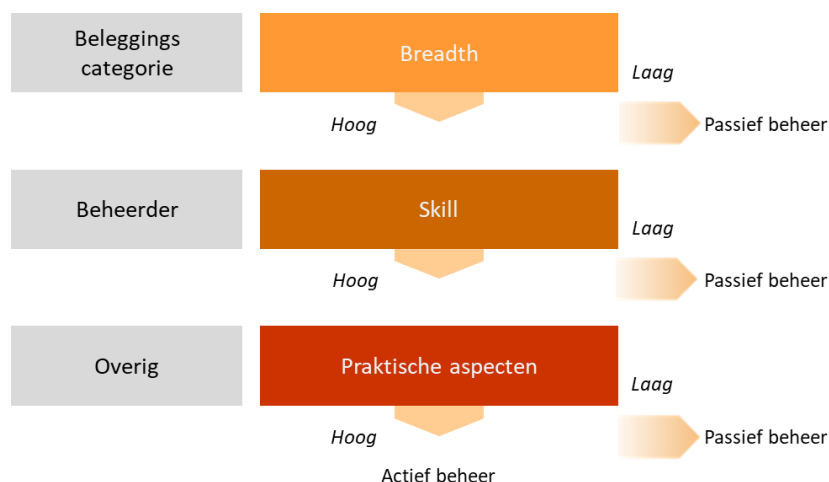
In de kwartaalrapportages wordt de exposure naar rente- en valutaderivaten getoond.

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.

- De volgende normen zijn van toepassing:
 - Op totaalniveau geldt een tracking error van maximaal 1.5%. hierbij is rekening gehouden met een correlatie van 0.20 tussen de verschillende mandaten.
 - Binnen fondsen gelden bovenstaande limieten als wens, maar kan hiervan in beperkte mate worden afgeweken.
- 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.
- 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

Het bestuur heeft de volgende richtlijnen bepaald t.a.v. securities lending:

- Aandelen worden voor het uitoefenen van stemrecht niet uitgeleend in het stemseizoen om te voorkomen dat andere partijen stemmen uitbrengen op effecten van Bpf Bakkers
- Uitlenen van effecten wordt gespreid over meerdere tegenpartijen.
- De looptijd van de uitleningen is maximaal 6 maanden, waarna (herhaaldelijke) doorrol mogelijk is met maximaal 6 maanden per keer.
- Tegenpartijen moeten over een minimale kredietwaardigheid van A- (rating bij S&P, Moody's of Fitch, waarbij bij meerdere ratings de op één na laagste rating als leidend wordt beschouwd) beschikken
- Per mandaat van waaruit securities lending plaatsvindt worden limieten vastgesteld voor de maximale exposure per tegenpartij
- Onderpand mag bij het uitlenen van staats(gerelateerde) obligaties bestaan uit staats(gerelateerde) of bedrijfsobligaties en aandelen.
- Onderpand mag bij het uitlenen van overige vastrentende waarden voor maximaal 50% uit bedrijfsleningen bestaan.
- Onderpand mag bij het uitlenen van aandelen voor maximaal 70% uit aandelen bestaan
- Ten behoeve van onderpand gelden daarbij de volgende voorwaarden:
 - Staatsleningen: minimale kredietwaardigheidsrating van BBB- (rating bij S&P, Moody's of Fitch, waarbij bij meerdere ratings de op één na laagste rating als leidend wordt beschouwd), OECD landen of hieraan gerelateerde supranationale instellingen
 - Bedrijfsleningen: minimale kredietwaardigheidsrating van BBB- (rating bij S&P, Moody's of Fitch, waarbij bij meerdere ratings de op één na laagste rating als leidend wordt beschouwd), OECD landen, geen financiële instellingen, geen leningen van de inlenende partij
 - Aandelen: enkel liquide aandelen die zijn opgenomen in indices van OECD landen
 - De uitsluitingenlijst van het fonds is ook van toepassing op het onderpand
 - Cash-onderpand is niet toegestaan
- Onderpand wordt minimaal dagelijks uitgewisseld. Voor onderpand wordt een passende marge ("haircut") gehanteerd afhankelijk van de volatiliteit van het onderpand

Bij uitvoering via beleggingsfondsen vallen de operationele lasten lager uit omdat deze bij de fondsbeheerders terecht komen. Daar staat tegenover dat het beleid van de fondsbeheerder elementen kan bevatten die niet overeenkomen met de richtlijnen van Bpf Bakkers. Daarom is er de voorkeur om beleggingsfondsen te selecteren die geen gebruik maken van securities lending, tenzij duidelijk is dat het securities lending beleid overeenkomt met de hierboven genoemde richtlijnen.

In 2021 is onderzoek gedaan naar de specifieke kenmerken van het uitlenen van staatsobligaties in de LDI portefeuille. Op basis van de verwachte opbrengsten, de risico's en de mogelijkheden om deze te mitigeren is besloten om de beheerder van de LDI portefeuille de mogelijkheid te bieden om staatsobligaties binnen de richtlijnen van dit beleid uit te lenen.

Minimaal eens per jaar rapporteert de Coördinator Vermogensbeheer over securities lending binnen de fondsen. De LDI beheerder rapporteert op kwartaalbasis over de uitvoering van securities lending.

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 investment beliefs, 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
- Private Equity

	Matching Portefeuille					Return Portefeuille				
	LDI	Green Bonds	IG Bedr obligaties	Hypotheken	High Yield	EMD	Aandelen Ontw	Aandelen Opk	Vastgoed	Priv Equity
Verwacht rendement	1	2	3	3	4	4	5	5	4	5
Vermindering totaal risico	5	4	4	4	3	3	2	1	5	2
Diversificatie		4		5	2	3				
Bescherming tegen inflatie	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
ESG profiel	3	5	5	3	4	2	5	4	4	3
Kosten	5	5	5	3	3	4	5	5	1	1
VEV beslag	5	4	4	5	3	1	2	1	4	1
Liquiditeit	5	4	4	2	3	3	5	4	1	1
Transparantie	4	4	4	2	3	3	5	5	2	3
Complexiteit	2	5	5	2	3	4	5	4	2	2
Implementatiemogelijkheden	5	5	5	3	5	5	5	5	2	3

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

Periodiek, in principe eens in de drie jaar, is een evaluatie nodig of deze conclusies nog steeds passend zijn. De evaluatie kan ook ad hoc plaatsvinden. Dit kan het geval zijn na een fundamentele aanscherping van de investment beliefs of wanneer tussentijds de intentie wordt uitgesproken, bijvoorbeeld vanuit de update van de strategische asset allocatie (SAA), om het gewicht van deze categorie fundamenteel te verhogen.

Een evaluatie van een investment case betekent een update van het gehele document, maar vooral een review van de scores die aan de beslisfactoren zijn toegekend. In een evaluatie wordt op basis van de dan geldende uitgangspunten en beliefs opnieuw de score bepaald.

De uiteindelijke conclusie of een beleggingscategorie passend is, is het resultaat van een afweging van deze scores. In elke evaluatie wordt deze afweging opnieuw gemaakt. Een positieve conclusie vanuit de evaluatie is een noodzakelijke voorwaarde voor handhaving (of verhoging) van het gewicht van de beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille. Een negatieve conclusie resulteert niet direct in een verkoop van de beleggingscategorie, maar geeft het startsein voor een SAA-update met als randvoorwaarde dat deze categorie hierbij niet langer kan worden meegenomen.

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	IG Bedr obl	Hypothe- ken	High Yield	EMD	Aand Ontw	Aand Opk	Vast- goed	Private Equity
Verplichtingenstructuur	+	+	+	+	n.v.t.	n.v.t.	+	+		
Beleggingshorizon	+	=	=	+	=	=	+	+	+	+
Risicopremies	=	+	+	+	+	+	+	+	+	=/+
Actief beleid	n.v.t.	+	+	=	+	+	= / +	+	+	+
Diversificatie	=	=	+	+	+	+	+	+	+	=
Duurzaamheid	=	+	=	=	=	-/=	+	+	+	=
Compl en implementatie	=/+	+	+	=	+	=/+	+	+	=	-
Kosten	+	+	+	+	=	=	+	+	-	-
Dynamiek in beleid	=	=	=	+	=	=	=	+	-	-
Renterisico	=	n.v.t.	n.v.t.	=	=	=	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Valutarisico	n.v.t.	+	+	n.v.t.	=	=	=	=	+	=
Risicomanagement	n.v.t.	+	+	n.v.t.	=	=	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Transparantie	+	+	+	=	+	+	+	+	=	-
Derivaten	+	+	+	+	+	+	+	+	n.v.t.	+

Leverage	=	=	=	n.v.t.	n.v.t.	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. 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 Bakkers 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. De Coördinator Vermogensbeheer 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

De Coördinator Vermogensbeheer 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 Bakkers 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

De Coördinator Vermogensbeheer 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

De Coördinator Vermogensbeheer 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

De Coördinator Vermogensbeheer 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

Bakkers 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

Bakkers sluit zelf het contract af met de manager, waarbij de Coördinator Vermogensbeheer 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 Bakkers. 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 portefeuilleconstructie (beleggingsplan, richtlijnen, mandaten)
 - Kwaliteit managersselectie 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 Beleggingsplan:

Strategisch kader en beleid (Stap 1 en 2 beleggingsproces)	Frequentie	Laatste evaluatie	Volgende evaluatie
Investment case Vastgoed	3-jaarlijks	2021 Q4	2025
Investment case Private Equity	3-jaarlijks	2022 Q2	2025
Investment case Green Bonds	3-jaarlijks	2023 Q1	2026
Investment case Aandelen Ontw Markten	3-jaarlijks	2023 Q2	2026
Investment case Bedrijfsobligaties	3-jaarlijks	2023 Q2	2026
Investment case Hoogrentende bedrijfsobligaties	3-jaarlijks	2023 Q3	2026
Investment case Obligaties Opkomende Landen	3-jaarlijks	2023 Q3	2026
Investment case Hypotheken	3-jaarlijks	2024 Q2	2027
Investment case Aandelen Opk Markten	3-jaarlijks	2024 Q1	2027
Investment case Nominale matching	3-jaarlijks	2024 Q2	2027

Strategische asset allocatie (Stap 3)	Frequentie	Volgende evaluatie
Analyse en vaststelling SAA	3-jaarlijks	Q4 2025

Jaarlijks Beleggingsplan (Stap 4)	Frequentie	Volgende evaluatie
Analyse normportefeuille	Jaarlijks	Q4 2025
Vaststellen normportefeuille	Jaarlijks	Q4 2025
Vaststellen Beleggingsplan	Jaarlijks	Q4 2025

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

Appendix 1 Organisatie beleggingen

Het pensioenbestuur is eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en vermogensbeheer van het pensioenfonds. Om de gestelde doelstellingen te realiseren en vooral om een adequaat risicomanagement te waarborgen is een beheerstructuur ingericht met een uitbesteding van taken en verantwoordelijkheden aan professionele partijen. Het pensioenfonds bewaakt de geleverde service, het risicoprofiel van het pensioenfonds en de behaalde resultaten aan de hand van vooraf gestelde criteria en benchmarks. Hieronder worden kort de taken en verantwoordelijkheden van alle betrokken organisaties en personen omschreven.

1.1 Het Bestuur

Het bestuur van Bpf Bakkers stelt de beleggingsstrategie vast aan de hand van een ALM-studie, waarbij op hoofdlijnen de assetallocatie, het rentebeleid en het valutabeleid worden vastgesteld in samenhang met het premie- en indexatiebeleid van het pensioenfonds. Het pensioenbestuur is eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en het vermogensbeheer van het pensioenfonds.

Het bestuur van Bpf Bakkers behandelt het onderwerp vermogensbeheer periodiek in de reguliere vergaderingen. In deze vergaderingen worden het vastgestelde beleid en de uitvoering daarvan getoetst en besproken. Tevens worden door het bestuur het strategische beleid en jaarlijks het beleggingsplan vastgesteld. Hierbij komen onder andere de volgende onderwerpen aan de orde:

- de nadere invulling van het beleid binnen de strategische allocatie,
- de invulling van de beleggingsmandaten,
- het vaststellen van de specifieke richtlijnen voor de beleggingsmandaten,
- de keuze van de benchmarks,
- het adviseren inzake het verstrekken van mandaten aan vermogensbeheerders,
- de keuze van de vermogensbeheerders,
- het toezien op een juiste implementatie en uitvoering van het gekozen beleid en
- het bewaken- en evalueren van het beleggingsbeleid.

1.2 Beleggings Advies Commissie

Het bestuur heeft een Beleggings Advies Commissie (BAC) benoemd, die relevante beleggingsvraagstukken kan voorbereiden voor het bestuur.

Doelstelling BAC

De BAC heeft als doelstelling het adviseren van het bestuur op voorgenomen besluitvorming (beleidsvoorbereidende rol) alsmede de ondersteuning van het bestuur bij strategische beleidskeuzes op het gebied van vermogensbeheer.

Mandaat BAC

Voor voorstellen voor nieuwe beleggingen of voor beoogde afwijkingen op de mandaten dient altijd een akkoord van het bestuur te worden verkregen alvorens deze mogen worden geïmplementeerd.

Samenstelling BAC

De BAC bestaat uit minimaal drie bestuursleden alsmede een vertegenwoordiging van de Coördinator Vermogensbeheer en naar wens een extern deskundige. De samenstelling van de BAC dient zodanig te zijn dat de commissie beschikt over kennis van, inzicht in en ervaring met de structuur van beleggingen, beleggings-strategieën, integraal balansbeheer, risicobeheer, derivaten, speciale beleggingsinstrumenten en andere (complexe) financiële producten, selectieprocessen, overeenkomsten (en adequate niveaus van dienstverlening), selectie en bewaarneming. Het bestuur benoemt de voorzitter en de leden.

1.3 De Coördinator Vermogensbeheer

De Coördinator Vermogensbeheer (Goldman Sachs Asset Management, GSAM) is verantwoordelijk voor de advisering over en de uitvoering van het beleggingsbeleid aan de hand van het geldende beleggingsplan en de daarin opgenomen beleggingsrichtlijnen. De te leveren diensten zijn omschreven in de Fiduciair Management Overeenkomst. Deze diensten bestaan onder andere uit asset allocatie-advies, portefeuilleconstructie, managerselectie, risicomanagement, monitoring & evaluatie, performancemeting en rapportage. De Coördinator Vermogensbeheer rapporteert aan het bestuur en de BAC.

1.4 Vermogensbeheerders

De portefeuille wordt beheerd door diverse vermogensbeheerders met de daarbij behorende investeringsrichtlijnen en risicomaatstaven. De monitoring van deze portefeuilles vindt plaats door middel van compliancerichtlijnen en controles en door verantwoording middels de maandrapportages en in het kwartaalverslag. Voor de mandaten worden separate vermogensbeheerovereenkomsten met daarbij behorende beleggingsrichtlijnen opgesteld. De custodian zal de compliancemonitoring uitvoeren. De monitoring van de mandaten wordt uitgevoerd door de Coördinator Vermogensbeheer. Hierover wordt in het kwartaalverslag gerapporteerd. Ook de BAC zal de beheerde mandaten monitoren en evalueren.

1.5 De Oversight Manager

Het bestuur heeft Ortec Finance benoemd tot Externe Oversight Manager. In deze rol ondersteunt Ortec Finance het bestuur bij de volgende taken:

- Monitoring ten aanzien van het fiduciair management en vermogensbeheer.
- Controle op de beleggingsrisico's en het balansrisico door het periodiek (maand- en kwartaalbasis) uitvoeren van checks & balances op de werkzaamheden van de Coördinator Vermogensbeheer en het vermogensbeheer.
- Het verzorgen van oplegnotities op beleggingsvoorstellen en voorstellen voor nieuwe managers die ter besluitvorming aan het bestuur worden voorgelegd.
- Het opstellen van oplegnotities op de kwartaalrapportages waarin de uitvoering van het beleggingsbeleid wordt beoordeeld.
- Het vanuit risicoperspectief beoordelen van het strategisch en jaarlijks beleggingsplan.

1.6 De Custodian

Per 1 januari 2020 is State Street vervangen door BNY Mellon. Naast de bewaarneming (custody) verzorgt BNYM onder andere ook diensten ten aanzien van de compliance monitoring van mandaten, FTK rapportages, Accounting en performance meting.

1.7 Collateral Management

Het beheer van het onderpand bij swaps wordt uitgevoerd en bewaakt door de LDI manager (GSAM). De renteswaps worden centraal gecleard. Het onderpand van de valutaderivaten wordt in bilaterale afspraken met de tegenpartij uitgewisseld. Uitwisseling van onderpand vindt op dagbasis plaats.

1.8 Securities lending

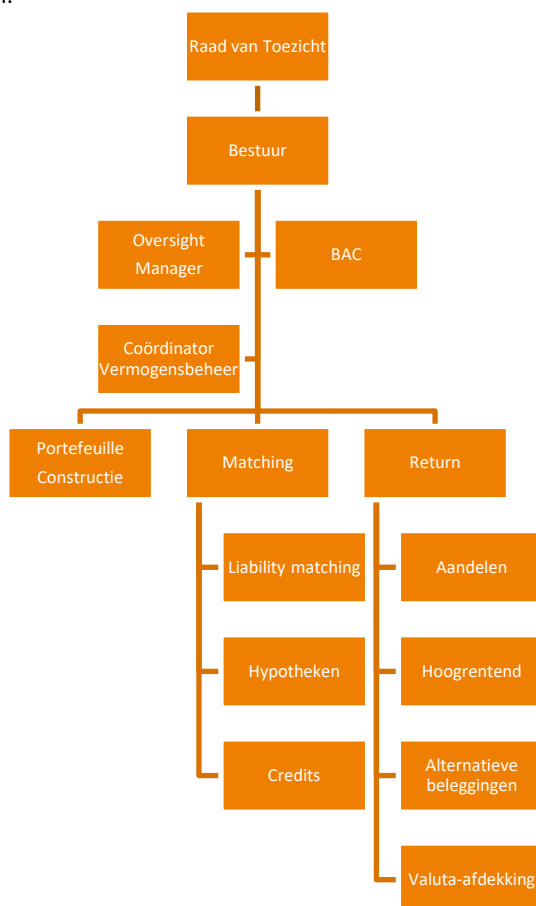
Het fonds maakt alleen in het mandaat voor nominale matching gebruik van securities lending. Ook in beleggingsfondsen kan dit worden toegepast.

1.9 Raad van Toezicht

Het fonds kent per 1 juli 2014 een raad van toezicht. De raad van toezicht bestaat uit 3 leden, die onafhankelijk dienen te zijn van de werkgevers- en werknemersorganisaties, het fonds en de organisatie(s) waaraan de uitvoering is opgedragen. De raad van toezicht heeft tot taak toezicht te

houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in het pensioenfonds. De raad van toezicht is ten minste belast met het toezien op adequate risicobeheersing en evenwichtige belangenafweging door het bestuur en legt verantwoording af over de uitvoering van de taken en de uitoefening van de bevoegdheden aan het verantwoordingsorgaan en de werkgever, het belanghebbendenorgaan en in het jaarverslag. De raad van toezicht staat het bestuur met raad ter zijde. Artikel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is van overeenkomstige toepassing op de leden van de raad van toezicht.

In onderstaande grafiek is de organisatie van het vermogensbeheer van Bpf Bakkers schematisch weergegeven.



Wijzigingshistorie

Versie 31 januari 2025

De volgende wijzigingen zijn doorgevoerd in deze versie:

- 3.1 Tekstuele aanpassing Investment Belief 6 en 16
- 4.3 Verwijderen dynamisch renteafdekkingsbeleid
- 4.7 Verwijderen proces Investable Benchmark
- 5.5.2 Vereenvoudigen limiet voor illiquide beleggingen tot uitsluitend limiet op totaal portefeuilleniveau.
- 5.6 Aanpassing concentratierisicolimieten
- 7.2 Update scores Investment Cases.
- 7.6 Update evaluatiekalender

Versie 29 januari 2024

De volgende wijzigingen zijn doorgevoerd in deze versie:

- 4.2 Benchmarks nominale matching en hoogrentende bedrijfsobligaties aangepast
- 4.7 Beschrijving proces Investable Benchmark ingekort en gebruik van portefeuillerendement = benchmarkrendement (per 1 maart 2024) toegevoegd
- 5.5 Extra beheersmaatregelen liquiditeitsrisico toegevoegd
- 6.7 Uitkomsten onderzoek securities lending bij custodian (2020) verwijderd
- 6.8 Beleid ten aanzien van fiscale constructies toegevoegd
- 7.2 Update scores Investment Cases. Altis vervangen door Coördinator Vermogensbeheer
- 7.6 Update evaluatiekalender
- Appendix I: 1.3 NN IP vervangen door Goldman Sachs Asset Management
- Appendix I: 1.8 aangepast (securities lending in nominale matching mandaat)

Versie 9 december 2022

De volgende wijzigingen zijn doorgevoerd in deze versie:

- 3.2.3 Uitkomsten ALM studie 2022 opgenomen
- 4.3 Verlaging staffelgrenzen met 10%, ophogen staffeltredes met 0,5%
- 4.5 (voorheen) Beleid bij een Beleidsdekkingsgraad boven het Minimaal Vereist Eigen Vermogen verwijderd
- 4.6 Derivatenbeleid samengevoegd met 6.5 Derivatenbeleid en opgenomen in paragraaf 6 (geen inhoudelijke aanpassing)
- 4.7 (voorheen) Herformulering rebalancingbeleid
- 5.3 Aanpassing valutabeleid
- 5.5 Toevoegingen aan liquiditeitsbeleid
- 7.2 Aanpassing evaluatie investment cases en evaluatiekalender

Versie 10 december 2021

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

- 5.5: Aangepast beleid liquiditeitsrisico's opgenomen
- 5.6: Aangepast beleid concentratierisico's opgenomen
- 6.6: Aangepast beleid securities lending opgenomen
- 7.6: Evaluatiekalender geactualiseerd

Versie 11 december 2020

De volgende wijzigingen zijn doorgevoerd in het document:

- 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.
- 3.1: beleggingsbeginselen aangepast naar de tekst zoals vastgesteld in de bestuursvergadering van 30 oktober 2020
- 3.4 MVB paragraaf ingekort en verwezen naar Beleid Duurzaam Beleggen
- 4.8: Beleid rebalancing aangepast
- 4.9: Niet uitbreiden van 30+ jaars renteswaps opgenomen
- 5.5: nieuwe beleid illiquiditeit opgenomen
- 5.7: tekst over actief risico hier verwijderd en nieuw beleid actief beheer opgenomen in 6.5
- 5.8: tekst over inflatierisico toegevoegd
- 6.1-6.3: update beleid managerselectie en monitoring
- 6.4: Update beleid kosten verwerkt
- 6.5: Nieuw beleid actief beheer opgenomen (en deels in 7.3, evaluatie)
- 6.6: Update beleid securities lending verwerkt
- 7.6: Evaluatiekalenders een jaar toegevoegd en bijgewerkt met nieuwe managers
- Appendix 1.6 Aanstelling BNYM als custodian opgenomen
- Meerdere kleine wijzigingen (waaronder het verwijderen van dubbele spaties, die wel tot een markering in de zijlijn leiden, maar niet tot zichtbare wijzigingen in de tekst)
- De term Coördinator Vermogensbeheer is aangepast naar Coördinator Vermogensbeheer.
- Er is een appendix met de wijzigingshistorie toegevoegd.