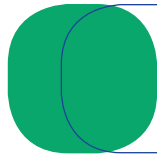


*Stichting Pensioenfonds  
Zorg en Welzijn  
JAARVERSLAG 2014*

PENSIOENFONDS  
ZORG & WELZIJN



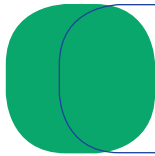


# Inhoudsopgave

Profiel	6
Organisatie	7
Meerjarenoverzicht	8
<b>Verslag van het bestuur</b>	<b>11</b>
<b>Waar staan we in 2020?</b>	<b>13</b>
<i>Werken aan een nieuw Meerjarenbeleidsplan</i>	<i>14</i>
Nationale Pensioendialoog	16
Status doelstellingen 2014	17
Onze uitdagingen voor 2015	19
<i>Markt en marktbeleid: enige ontwikkelingen</i>	<i>20</i>
Marktbeleid in beeld	20
Marktbehoud en handhaving: werkingssfeer verplichtstelling	20
Marktbewegingen	21
<i>Veranderingen in het beleggingsbeleid</i>	<i>23</i>
Op weg naar het beleggingsbeleid 2020	23
<b>PFZW in 2014 en een doorkijk naar 2015</b>	<b>27</b>
<i>Dynamiek rond pensioen</i>	<i>28</i>
Aanpassing van pensioenreglement en uitvoeringsreglement	28
Dynamiek in de sector zorg en welzijn	30
Nieuwe financiële opzet	31
Communicatie	32
De rol van Europa	33
<i>Financiële opzet 2014</i>	<i>34</i>
Dekkingsgraad daalt	34
Indexering	35
Pensioenpremie 2014 en de Pensioenwet	35
Evaluatie langetermijnherstelplan	35
ALM	36
Grondslagen	37
Pensioenpremie 2015	37
Samenvatting actuariel rapport boekjaar 2014 certificierend actuaris	37
Oordeel certificierend actuaris	38

<b>Beleggingen in 2014</b>	<b>39</b>
Economie en financiële markten	39
Beleggingsbeleid en resultaten 2014	40
Z-score en performancetoets	44
Aansluiting op de jaarrekening	44
Verantwoord beleggen	45
<b>Pensioenfondsen in bedrijf</b>	<b>48</b>
Bestuursbureau	48
Governance	48
Regie op uitbesteding	50
Kosten van uitbesteding	50
Risicomanagement	54
In Control Statement	59
<b>Verantwoording bestuurlijke gremia en colleges</b>	<b>60</b>
Verantwoording van het bestuur	60
Verantwoording van de commissie algemene zaken	62
Verantwoording van de pensioencommissie	63
Verantwoording van het audit comité	64
Verantwoording van de bestuurscommissie investments	65
Verantwoording van de commissie van beroep	66
Verantwoording van de Pensioenraad	67
Verantwoording van de raad van toezicht	68
Mededeling van de Pensioenraad	71
Reactie van het bestuur op de verantwoording van de raad van toezicht en de mededeling van de Pensioenraad	72
<b>Jaarrekening 2014</b>	<b>75</b>
<b>Geconsolideerde jaarrekening 2014</b>	<b>77</b>
<i>Geconsolideerde balans per 31 december 2014</i>	<i>78</i>
<i>Geconsolideerde staat van baten en lasten 2014</i>	<i>79</i>
<i>Geconsolideerd kasstroomoverzicht 2014</i>	<i>81</i>
<i>Toelichting geconsolideerde jaarrekening</i>	<i>82</i>
<b>Enkelvoudige jaarrekening 2014</b>	<b>135</b>
<i>Enkelvoudige balans per 31 december 2014</i>	<i>136</i>
<i>Enkelvoudige staat van baten en lasten 2014</i>	<i>136</i>
<i>Toelichting enkelvoudige jaarrekening</i>	<i>137</i>

<b>Overige gegevens</b>	<b>139</b>
<i>Actuariële verklaring</i>	140
<i>Controleverklaring van de onafhankelijke accountant</i>	142
<i>Bestemming van saldo van baten en lasten</i>	147
<i>Gebeurtenissen na balansdatum</i>	147
<b>Personalia</b>	<b>149</b>
<i>Bestuur</i>	150
<i>Raad van toezicht</i>	150
<i>Pensioenraad</i>	150
<i>Samenstelling van het bestuursbureau</i>	151
<i>Commissie van beroep</i>	151
<i>Externe compliance officer</i>	151
<i>Reporting officer</i>	151
<i>Actuaris</i>	151
<i>Accountant</i>	151
<b>Bijlagen</b>	<b>153</b>
<i>Bijlage 1: Specifieke bestuurscolleges</i>	154
<i>Bijlage 2: Gebruikte begrippen en afkortingen</i>	155



## *Profiel*

Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) verzorgt een verplichte collectieve pensioenregeling voor medewerkers in de sector zorg en welzijn. Het doel is om onze deelnemers een goed pensioen tegen een zo laag mogelijke prijs te bieden.

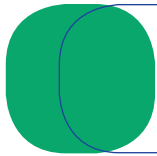
PFZW belegt de premies die door werkgevers en werknemers worden ingebracht. Daarbij streven we naar een hoog, stabiel en verantwoord langetermijnrendement tegen aanvaardbare risico's. PFZW belegt wereldwijd in zakelijke waarden, vastrentende waarden en grondstoffen.

Het bestuur van PFZW is verantwoordelijk voor het beleid en de uitvoering van de collectieve pensioenregeling en bestaat uit een onafhankelijke voorzitter en vertegenwoordigers van werkgevers- en werknemersorganisaties, inclusief pensioengerechtigden, in de sector.

Het verantwoordingsorgaan van PFZW is de Pensioenraad. De Pensioenraad bestaat uit deelnemers, pensioengerechtigden en werkgevers. Het bestuur legt verantwoording af aan de Pensioenraad. Daarnaast is de Pensioenraad het orgaan met betrekking tot medezeggenschap.

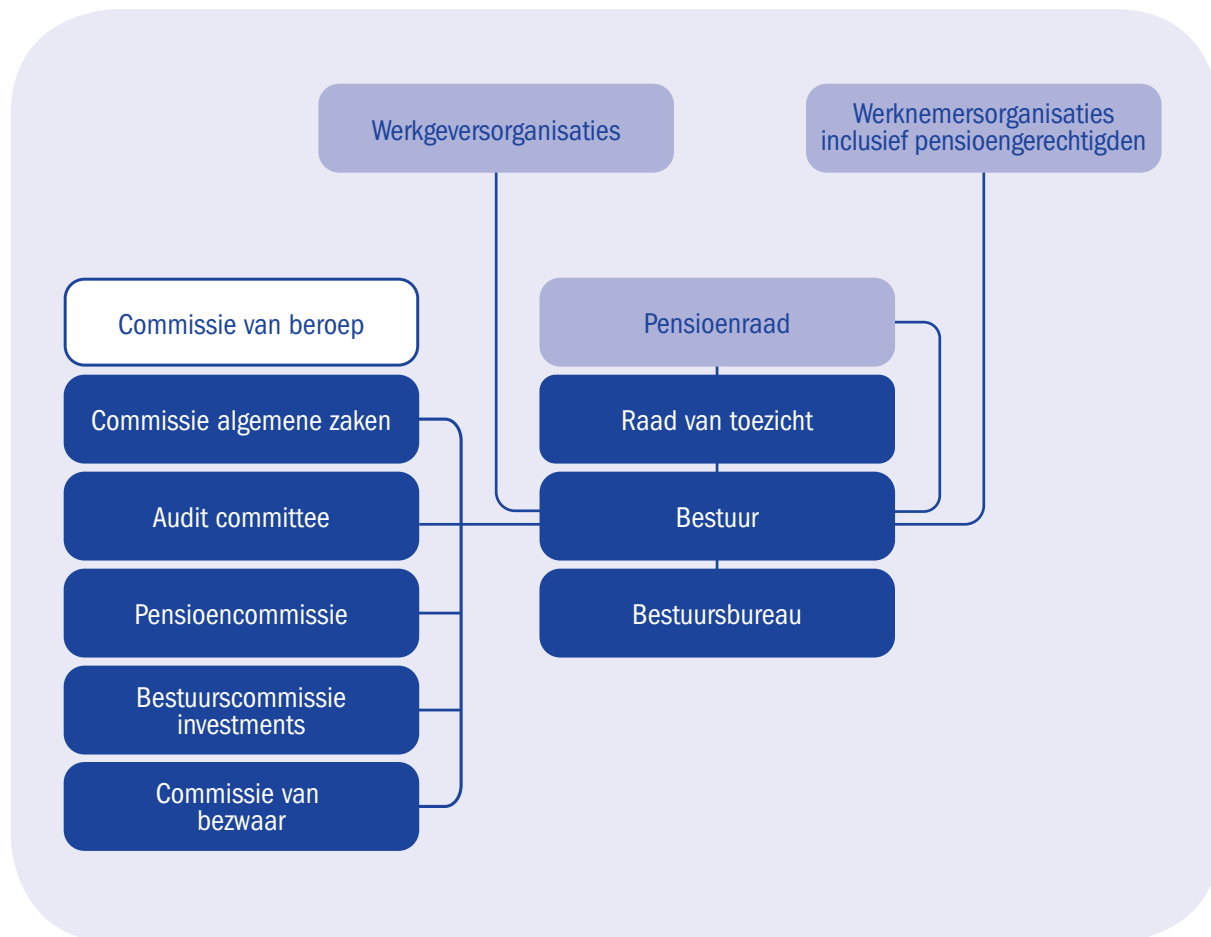
PFZW heeft met ingang van 1 juli 2014 een raad van toezicht die onder meer toezicht houdt op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken. Daarnaast heeft de raad van toezicht goedkeuringsrechten.

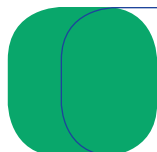
Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) heeft een website die nadere informatie verschaft over onder meer de statuten en reglementen, de actualiteit, nevenfuncties en een verdieping van het beleid biedt: [www.pfzw.nl](http://www.pfzw.nl).



# Organisatie

Schematisch ziet de structuur van PFZW er als volgt uit:





## Meerjarenoverzicht

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Werkgevers en deelnemers (aantallen)</b>					
Aangesloten werkgevers	22.400	22.000	21.500	21.200	20.600
Premiebetalende deelnemers	1.181.600	1.219.800	1.251.200	1.245.800	1.229.500
Gewezen deelnemers	1.022.100	954.700	892.900	841.500	805.600
Pensioengerechtigden	369.400	357.800	343.700	324.500	310.300
<b>(Gewezen) deelnemers</b>	<b>2.573.100</b>	<b>2.532.300</b>	<b>2.487.800</b>	<b>2.411.800</b>	<b>2.345.400</b>
<b>Premiepercentages</b>					
Pensioen (over salaris min franchise)	24,4%	24,4%	23,8%	23,4%	23,1%
Arbeidsongeschiktheidspensioen (over salaris min AP-franchise)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
<b>Baten en lasten (bedragen x € 1 miljoen)</b>					
Premiebijdragen	5.570	5.500	5.202	4.915	4.696
Pensioenuitkeringen	2.832	2.726	2.641	2.551	2.489
Pensioenuitvoeringskosten	113	121	120	122	120
Pensioenuitv. kosten per deeln. (in euro per deelnemer)	73,0	76,7	75,4	77,7	78,4
<b>Financiële positie (bedragen x € 1 miljoen)</b>					
Dekkingsgraad jaarultimo	102%	109%	101%	97%	104%
Beleggingen	161.711	137.334	129.609	110.688	99.508
Eigen vermogen	3.468	11.273	1.840	-/- 3.845	4.201
Voorziening pensioenverplichtingen	159.115	126.982	128.770	115.451	96.216
<b>Indexering</b>					
Indexeringspercentage <sup>1</sup>	0%	0,94%	0%	0%	0%
Loonontwikkeling in de sector	0,48%	1,88%	1,67%	1,43%	1,56%
Prijsinflatie <sup>2</sup>	1,0%	2,5%	2,5%	2,3%	1,3%
<b>Beleggingen (bedragen x € 1 miljoen)</b>					
Beleggingsresultaten <sup>3</sup>	21.496	4.785	14.998	8.498	10.971
Totale kosten vermogensbeheer in % <sup>4</sup>	0,54%	0,61%	0,57%	0,55%	-
Totaalrendement	15,5%	3,7%	13,4%	8,4%	12,6%
10-Jaarsrendement	7,9%	7,4%	8,6%	6,4%	4,9%
Gemiddeld rendement vanaf 1971 <sup>5</sup>	8,4%	8,2%	8,3%	8,2%	8,2%
Z-score	0,91	1,02	0,68	0,69	0,91
Performancetoets <sup>6</sup>	1,88	1,36	-/- 0,07	0,07	0,77

1) Percentage toegekende indexering waarbij de loonontwikkeling in de sector als uitgangspunt wordt genomen.

2) Bron: Statline (CBS).

3) Op de beleggingsresultaten zijn de kosten vermogensbeheer in mindering gebracht.

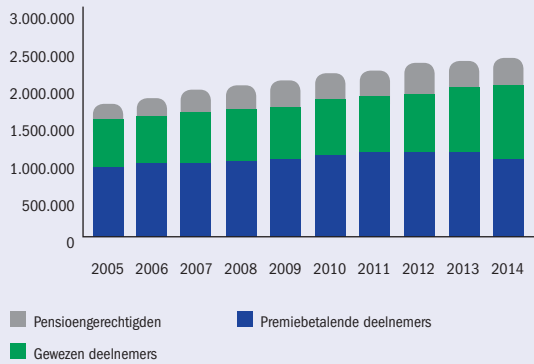
4) Totale kosten vermogensbeheer worden sinds 2011 inzichtelijk gemaakt conform de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie. Percentage betreft de totale kosten vermogensbeheer afgezet tegen het gemiddeld belegd vermogen. De transactiekosten zijn hierin niet meegenomen.

5) Dit percentage geeft het gemiddelde rendement per jaar weer van 1971 tot en met einde boekjaar.

6) De performancetoets wordt berekend door de z-scores over een periode van vijf jaar op te tellen en te delen door de wortel van vijf. De norm is - /- 1,28.



### (Gewezen) deelnemers

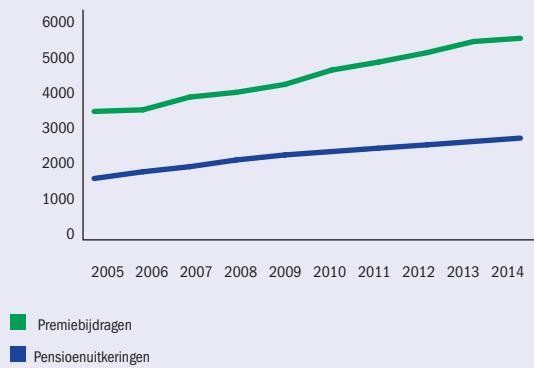


### Pensioenuitvoeringskosten\*

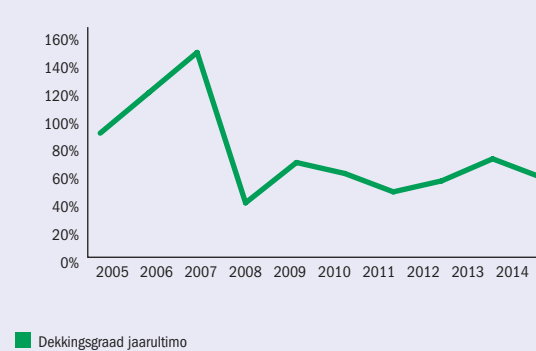


\* De kosten per deelnemer worden sinds 2011 inzichtelijk gemaakt conform de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie

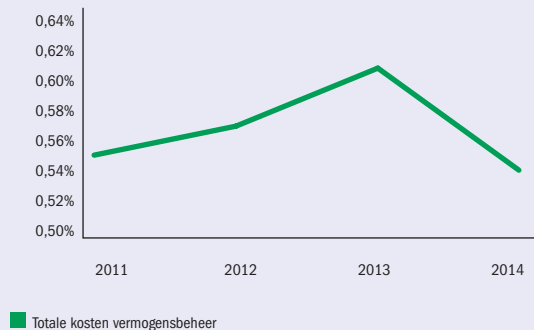
### Premie versus uitkeringen



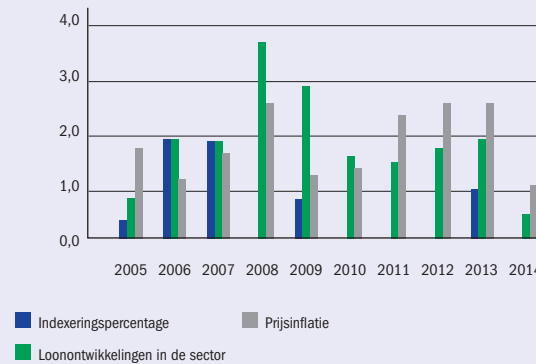
### Dekkingsgraad jaarultimo



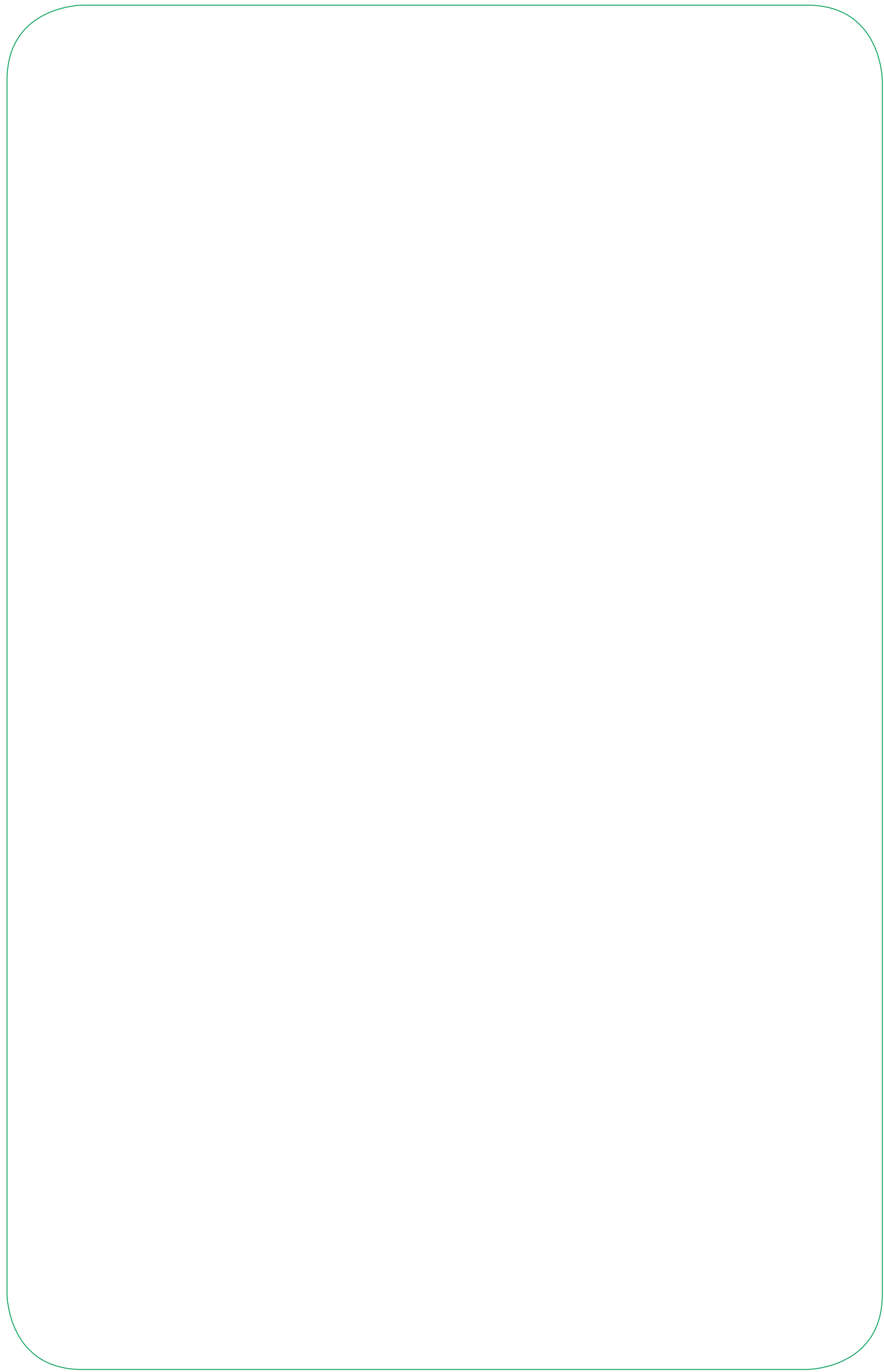
### Kosten vermogensbeheer\*



### Indexering



\* De totale kosten worden sinds 2011 inzichtelijk gemaakt conform de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie

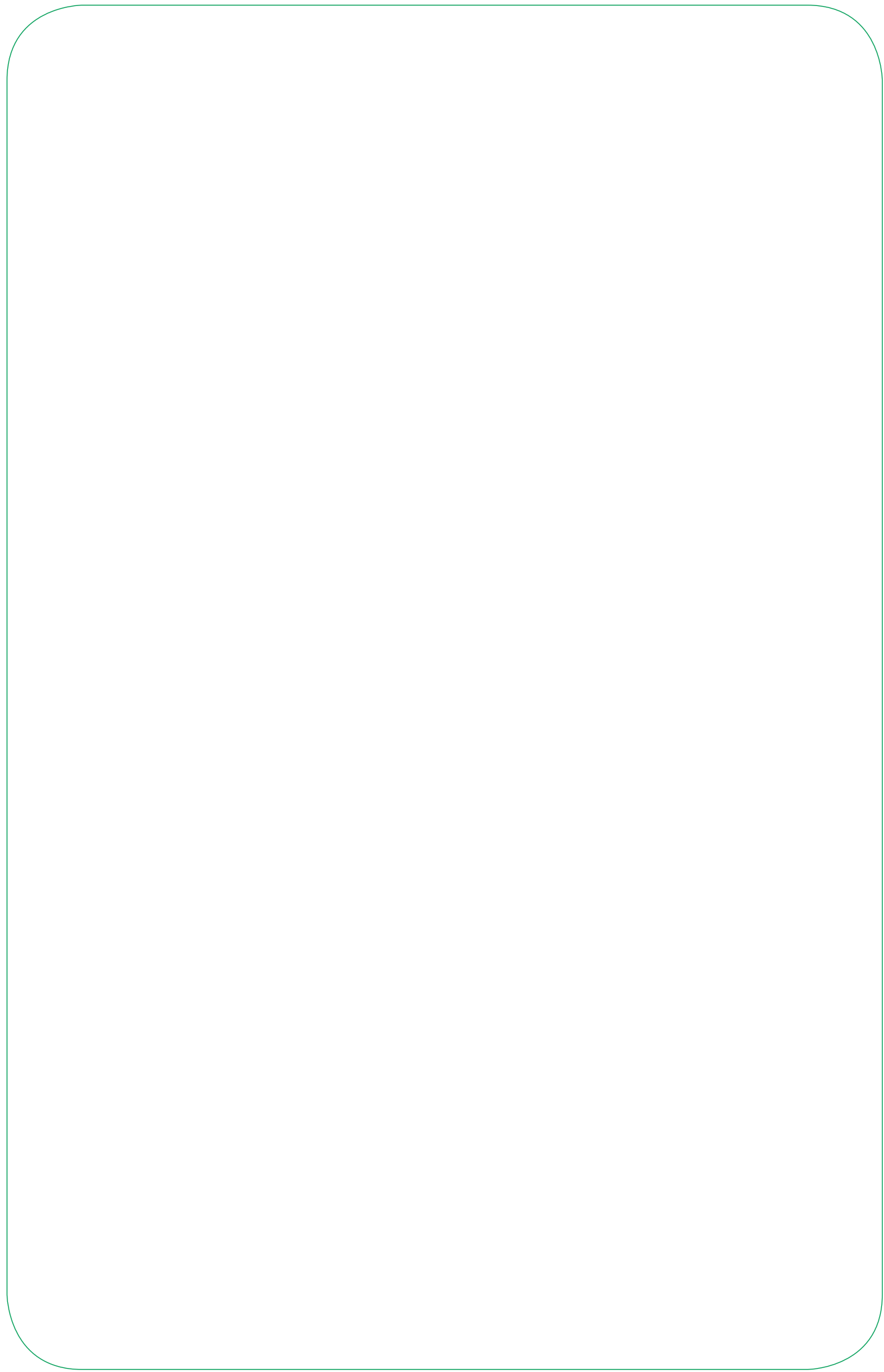


# *VERSLAG* *van het bestuur*

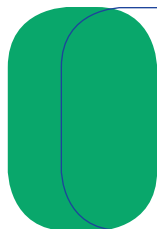
- Waar staan we in 2020?
- PFZW in 2014 en een doorkijk naar 2015

PENSIOENFONDS

ZORG & WELZIJN



*Waar staan we  
in 2020?*



## *Werken aan een nieuw Meerjarenbeleidsplan*

PFZW heeft een turbulente periode achter de rug. Naast een financiële crisis hebben we te maken gehad met demografische veranderingen en aanpassingen vanuit wet- en regelgeving. De afgelopen periode kende veel Haagse dynamiek rondom pensioen. Het is onze inschatting dat er voorlopig nog geen sprake zal zijn van rust en stabiliteit in het Nederlandse pensioenstelsel.

Vrijwel alle politieke partijen hebben pensioen opgenomen in hun partijprogramma's en de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) is een nationale pensioendialoog gestart in 2014. Een pensioendialoog die zich langs twee assen lijkt af te spelen. De as van de invulling van het pensioenproduct, waar vragen centraal staan als hoe om te gaan met risicodeling en solidariteit en hoe om te gaan met keuzevrijheid en maatwerk. Daarnaast de as van het organiseren van pensioen met als kernvragen wie doet mee en in welk collectief en wie is waar verantwoordelijk voor.

Wij hebben de opdracht ook voor de komende vijf jaar voor onze deelnemers in de sector zorg en welzijn een betrouwbare en betaalbare pensioenvoorziening te realiseren en daarbij steeds vooruit te blijven kijken. Het doel is om de veranderingen in onze samenleving, in de sector zorg en welzijn en bij onze deelnemers steeds af te stemmen. Als vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers in de sector zorg en welzijn zetten wij de komende periode een extra stap voor het pensioen van morgen.

Daarover gaat het meerjarenbeleidsplan. Onze ambitie voor de komende vijf jaar. Het Meerjarenbeleidsplan 2015 – 2020 geeft invulling aan de bestuurlijke verantwoordelijkheid van PFZW, nu en naar de toekomst. Het geeft onze ambities weer en is een richtinggevend beleidsdocument.

Het bestuur stelde in 2014 de contouren van het nieuwe Meerjarenbeleidsplan 2015-2020 vast en besprak die in november 2014 met de Pensioenraad. In 2015 vindt de nadere uitwerking plaats. Ter voorbereiding hierop zijn bestuurders geïnterviewd. De uitkomsten van die interviews zijn gebundeld, waarbij ook de mening en visie van externe experts is verwerkt. Dat heeft geleid tot een geactualiseerde opzet voor het nieuwe Meerjarenbeleidsplan, waarin ook de nieuwe missie en visie van PFZW zijn opgenomen.

Het belang van de deelnemer staat voorop. De kernwaarden vormen de uitgangspunten van PFZW: integer, toegankelijk en betrokken. Langs die lijnen probeert PFZW tot een toekomstbestendige pensioenregeling te komen tegen een zo laag mogelijke prijs.

### **PFZW missie, ambitie en kernwaarden**

#### **Missie**

Wij zijn een transparant en toonaangevend pensioenfonds. Voor de sector zorg en welzijn verzorgen wij een kwalitatief goede collectieve, maatschappelijke en door de deelnemers gedragen solidaire pensioenvoorziening.

#### **Ambitie**

We hebben de ambitie een inkomensgerelateerd en welvaartsvast pensioen voor onze deelnemers te verzorgen. Daarbij zijn vijf thema's leidend: (1) een goed, geïndexeerd en betaalbaar pensioen, (2) stabiliteit in premie en uitkering, (3) evenwichtige verdeling van lusten en lasten en voorkomen van pech- en gelukgeneraties, (4) transparante en uitlegbare stuurregels, (5) met breed draagvlak in de sector.

#### **Kernwaarden**

*Toegankelijk:* PFZW stelt zich altijd toegankelijk op. Dit leidt tot openheid in communicatie, transparantie en een hoge mate van bereikbaarheid.

*Integer:* Integriteit is de basis voor vertrouwen. Het is de eigenschap dat je eerlijk en betrouwbaar bent en dat draagt bij aan het vertrouwen.

*Betrokken:* PFZW is een betrokken pensioenfonds dat dichtbij zijn deelnemers en de sector zorg en welzijn staat en zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid neemt.

Tussen nu en 2020 zetten we in op vier speerpunten die ons helpen onze ambitie en doelen te realiseren:

1. Op zoek naar de dialoog en het vertellen van een goed pensioenverhaal.
2. Het toekomstbestendig maken van ons pensioenproduct.
3. Het vergroten van onze impact in de samenleving.
4. Scherpte en wendbaarheid van de dienstverlening.

Bij de inbreng van PFZW in de Nationale Pensioendialoog is goed aangesloten bij de eerste twee speerpunten van het Meerjarenbeleidsplan.

Een centraal begrip in ons meerjarenbeleid is de juiste invulling van maatschappelijke verantwoordelijkheid van PFZW. Die verantwoordelijkheid richt zich primair op een goed, betrouwbaar en betaalbaar pensioen voor werknemers in de sector zorg en welzijn. We willen de juiste invulling van onze impact in de samenleving richting 2020 formuleren en uitvoeren.

PFZW wil de dienstverlenende en ondersteunende processen in de komende periode kritisch onder de loep nemen en vernieuwen. We willen minder complexiteit, kostenreductie, optimale inrichting van (klant)ketens, met oog voor proces en productinnovatie. Een pensioenstelsel in beweging vraagt om wendbaarheid en verandervermogen. Daarin willen we investeren.

## Nationale Pensioendialoog

De staatssecretaris van SZW startte in 2014 de Nationale Pensioendialoog over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel. Daarin komen thema's aan bod als verplichtstelling, doorsneepremie, keuzevrijheid en solidariteit. SZW voert deze dialoog aan de hand van een reeks vragen. Daarbij gaat het zowel om de invulling van de pensioenregeling of het pensioenproduct als om de manier waarop pensioen is georganiseerd. Op basis van deze vragen heeft PFZW een scenario-analyse opgesteld.

Het bestuur presenteerde de bijdrage van PFZW aan de Nationale Pensioendialoog in januari 2015 aan de staatssecretaris. Daarin stelt PFZW zeven waarden centraal die overeind moeten blijven bij het vormgeven van een nieuw pensioencontract:

- het beschermen tegen het onvoldoende zelf regelen van een risico dat je anders niet kunt dragen
- het delen van risico's binnen én tussen generaties
- het samen zorgdragen door werkgevers en werknemers voor voldoende premie
- het beleggen op de lange termijn levert het beste resultaat
- het organiseren van kostenbeheersing door schaalgrootte, eenvoud en het werken zonder winstoogmerk, niet zijnde het beleggingsresultaat
- het behalen van de beste voordelen kan alleen met een verplicht pensioen
- het realiseren van stabiliteit onder andere in premie en pensioenuitkering

Die waarden zijn doorslaggevend voor het succes van ons pensioenstelsel.

Naast PFZW hebben veel partijen bijgedragen aan de Nationale Pensioendialoog. Daarnaast heeft de SER advies uitgebracht.

In de bijdrage schetst PFZW drie mogelijke modellen voor een vernieuwd pensioencontract. Deze modellen komen tegemoet aan de behoefte aan transparantie, keuzemogelijkheden, en dragen bij aan herstel van vertrouwen en draagvlak bij alle generaties. In het meest vergaande model krijgen deelnemers een individuele pensioenpot. Daarbij is wel sprake van risicodeling als het gaat om langlevensrisico, inflatierisico, beleggingsrisico en renterisico.

Het bestuur doet een oproep aan de wetgever om de geschetste modellen mogelijk te maken, zodat pensioenfondsen een keuze krijgen die past bij de verschillende wensen. Afhankelijk van de invulling wordt bezien welk model het best aansluit bij de waarden die voor PFZW voorop staan bij het inrichten van een nieuw pensioencontract.

SZW voert de stelseldiscussie langs een tweetal dimensies, (1) de wijze waarop het pensioenstelsel georganiseerd kan worden en (2) de inhoud van de regeling. Daarbij worden verschillende vragen gesteld. Verschillende uitkomsten zijn mogelijk met variatie in de mate van competitie binnen het stelsel en de mate van collectiviteit. Dit wordt in de figuur op de volgende pagina weergegeven.



### De mate van competitie en collectiviteit binnen het stelsel



## Status doelstellingen 2014

In het jaarverslag 2013 heeft PFZW een aantal doelstellingen geformuleerd voor 2014. Onderstaand geven wij inzicht in de status van die doelstellingen.

- Aanpassing van de financiële opzet aan het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) is in 2014 voorbereid en zal in 2015 plaats vinden.
- In het kader van het maximale salaris voor pensioenopbouw heeft PFZW een aanvullend pensioenproduct geïntroduceerd, het nettopartnerpensioen.
- Het beleggingsbeleid is herijkt waarbij ambities voor 2020 zijn opgenomen.
- De governance van PFZW is aangepast aan de vereisten uit de Wet versterking bestuur pensioenfondsen.
- Het nieuwe meerjarenbeleid is nog niet gereed. In 2014 heeft PFZW wel al stappen gezet om op onderdelen het meerjarenbeleid te concretiseren.
- De aansluiting van de Universitaire Medische Centra (UMC's) is in 2014 niet gerealiseerd.

### Het nieuwe FTK

PFZW bereidde zich voor op de overstap naar een nieuwe pensioenregeling per 1 januari 2015, op basis van het nieuwe FTK. Het nieuwe FTK biedt geen ruimte voor de door ons gewenste pensioenregeling met een reële ambitie. Positief aan het nieuwe FTK is dat er meer mogelijkheden komen om tegenvallers – bijvoorbeeld op de financiële markten – evenwichtig op te vangen. Het algehele beeld is echter dat de verlangde nominale zekerheid en stabiliteit – in combinatie met de eis van toekomstbestendig indexeren – een minder snelle indexering voor onze deelnemers tot gevolg heeft.

Daarom werkt PFZW mee aan de ontwikkeling van een alternatief kader dat ruimte biedt aan een premieovereenkomst. Daarin is – anders dan bij de huidige uitkeringsovereenkomst – niet het salaris maar de betaalde premie bepalend voor het pensioenresultaat.

Voor PFZW is een dergelijke regeling uitsluitend een acceptabel alternatief als rekening wordt gehouden met een evenwichtige risicodeling. Wij zijn overtuigd van de kracht van collectiviteit en solidariteit, ook voor de toekomst van het pensioenstelsel. Een alternatieve regeling moet dan ook passend zijn voor PFZW. We willen voorkomen dat er 'pech- en gelukgeneraties' ontstaan. De individuele deelnemer moet optimaal blijven profiteren van het delen van het langlevensrisico, inflatierisico, beleggingsrisico en renterisico.

In 2015 moet duidelijk worden of deze alternatieve route voor PFZW daadwerkelijk begaanbaar is. Ondertussen wordt het nieuwe FTK geïmplementeerd, zodat wij op 1 juli 2015 voldoen aan de nieuwe financiële opzet volgens de aangepaste spelregels.

### **Maximaal salaris voor pensioenopbouw: € 100.000**

Vanaf 1 januari 2015 kunnen werknemers over salaris boven € 100.000 niet meer fiscaal gefaciliteerd pensioen opbouwen. PFZW biedt daarom vanaf die datum de mogelijkheid het partnerpensioen aanvullend te verzekeren. PFZW wil daarmee voorkomen dat deelnemers met een salaris boven € 100.000 te maken krijgen met een fors lager partnerpensioen. De respons op dit aanbod is hoog. Dat sterkt het bestuur in de wens om in de eerste helft van 2015 ook een netto-ouderdomspensioen aan te bieden.

### **Beleggingsbeleid 2020**

Het bestuur stelde het beleggingsbeleid 2020 vast. Hierin zijn elf initiatieven opgenomen die PFZW de komende jaren ontplooit op weg naar een duurzaam, begrijpelijk en beheersbaar beleggingsbeleid dat past bij de financiële ambitie. Op het gebied van duurzaamheid heeft PFZW zich ten doel gesteld om de beleggingen die bijdragen aan duurzaamheid te verviervoudigen en om de negatieve voetafdruk van de portefeuille te halveren. Ook zal naar verwachting meer belegd worden in Nederland om zo bij te dragen aan lokale maatschappelijke vraagstukken. Hieraan gekoppeld is de doelstelling om de integrale beleggingskosten te verlagen. Het gehele programma loopt tot 2020 en zal met de jaarlijkse beleggingsplannen verder invulling krijgen. In 2014 is gestart met de afbouw van de hedgefondsportefeuille. Uit de toetsing van de beleggingscategorie aan het beleggingskader was de conclusie dat: 1) de bijdrage aan de ambitie onvoldoende groot en te onzeker is in vergelijking met de begrijpelijkheid en beheersbaarheid van de categorie, 2) de mogelijkheden tot duurzaamheidsbijdrage beperkt zijn en 3) de kosten relatief hoog zijn.

### **Governance**

In 2014 voerde PFZW de nieuwe besturing van het pensioenfonds in, ter uitvoering van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen. Hoewel het bestuur heeft gekozen voor het voortzetten van het paritaire bestuursmodel, zijn er toch belangrijke wijzigingen aangebracht in de governance.

- In het bestuur zit nu een vertegenwoordiger van de pensioengerechtigden en hebben drie bestuurders zitting genomen met bijzondere expertise op het gebied van vermogensbeheer en risicomanagement.
- De Pensioenraad is sinds 1 juli 2014 een verantwoordingsorgaan in de zin van de Pensioenwet, met de bijbehorende taken en bevoegdheden. Ook de samenstelling van de Pensioenraad veranderde, zodat deze voldoet aan de nieuwe eisen van representativiteit die de wetgever stelt.
- Daarnaast is een raad van toezicht geëffectueerd met onder andere het recht op goedkeuring van de begroting, het jaarverslag en de jaarrekening.
- Tot slot is het risicomanagementsysteem verder geprofessionaliseerd om proactief te kunnen reageren op basis van zogeheten 'early warning'-signalen.

### **Interdepartementaal beleidsonderzoek aangekondigd**

In de miljoenennota heeft het kabinet een interdepartementaal beleidsonderzoek (IBO) aangekondigd over de doelmatige besteding van pensioengelden in de collectieve sector. De ministeries van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties en Financiën leiden dit onderzoek.

De centrale vraag in het IBO-onderzoek is: 'In hoeverre kan overheidsgeld in de vorm van werkgeverspremies aan pensioenfondsen doelmatiger besteed worden, hoe kunnen risico's voor de rijksbegroting beperkt worden, en welke vorm van governance en sturing vanuit het kabinet en vanuit de werkgevers draagt hier aan bij?'

Deze centrale vraag is onder te verdelen in de volgende drie punten:

1. de organisatie van werkgevers
2. de besluitvorming rond pensioenen
3. kosten, rendement en risico in de uitvoering van de pensioenregeling, doelmatige besteding van pensioenpremies en de relatie met de Rijksbegroting

Om deze punten te beantwoorden richt het onderzoek zich concreet op de pensioenfondsen ABP, PFZW, UWV en de organisatie van het werkgeversbelang rond deze fondsen.

## Onze uitdagingen voor 2015

In 2015 stelt het bestuur het nieuwe Meerjarenbeleidsplan 2015-2020 definitief vast, waarbij het vooral aandacht besteedt aan de visie op een toekomstbestendig pensioenstelsel. De houdbaarheid van de financiële opzet is belangrijk voor de toekomst van het pensioenstelsel.

### Ambitie en financiële markten

De afgelopen jaren zijn in het algemeen hoge rendementen gerealiseerd op de financiële markten. Dit gebeurde mede onder invloed van het extreme en nooit eerder vertoonde stimuleringsbeleid van overheden en centrale banken in die periode. In eerste instantie vond dit plaats in de VS en Japan en nu ook in Europa. Het expansieve beleid van centrale banken heeft geleid tot een sterke stijging van de hoeveelheid liquiditeiten in het financiële stelsel. Dit beleid en de toenemende zorgen over een lange periode van lage of negatieve inflatie resulteerde bijvoorbeeld in de eurozone in een extreem lage kapitaalmarktrente van iets meer dan 1%. Beleggers gingen steeds meer op zoek naar de meer risicovolle beleggingen, omdat deze naar verwachting nog een redelijk rendement leverden. Deze zogenaamde 'search for yield' leidde wereldwijd tot hoge waarderings van beleggingen en daarmee tot verwachte rendementen die – zeker in historisch perspectief – laag zijn. Dit brengt twee grote zorgen met zich mee:

- Zijn rendementen in de toekomst wel hoog genoeg om de ambitie van PFZW waar te maken?
- De relatief hoge waarderings maken de financiële markten kwetsbaar voor schokken.

Het is onmogelijk om het beleggingsbeleid hiervoor immuun te maken. Alertheid en voorbereiding op dergelijke schokken is geboden.

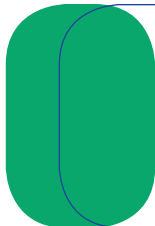
Onzekerheid op de financiële markten in combinatie met de huidige financiële positie van PFZW zorgen ervoor dat allerm minst zeker is dat PFZW zijn ambitie op lange termijn kan waarmaken. Het beperken en beheersen van dit risico is een belangrijk onderdeel van het Meerjarenbeleidsplan.

### Productontwikkeling

In het kader van het maximale salaris voor pensioenopbouw tot € 100.000 bruto per jaar biedt PFZW sinds 1 januari 2015 de Regeling nettopartnerpensioen aan. De introductie van het product netto-ouderdompensioen is in voorbereiding.

### Relatie met de uitvoeringsorganisatie

Daarnaast besteden wij in 2015 aandacht aan de strategische samenwerking met de uitvoeringsorganisatie. Hiervoor is een bestuurlijke werkgroep in het leven geroepen, die onder andere moet bezien hoe het samenspel tussen PFZW en de uitvoeringsorganisatie te optimaliseren.



## *Markt en marktbeleid: enige ontwikkelingen*

### **Marktbeleid in beeld**

De ontwikkelingen in de sector zorg en welzijn leiden tot krimp en pogingen om de deelname bij PFZW te ontlopen. We zien dat het totaal aantal deelnemers dat pensioen opbouwt bij PFZW afneemt vooral als gevolg van de ingezette transitie in de zorg- en het welzijnswerk en de daarmee gepaard gaande bezuinigingsopdracht. Het aantal spontane aanmeldingen van nieuwe werkgevers bij PFZW neemt af. Naar verwachting zal daarmee ook het aantal inkomende collectieve waardeoverdrachten niet toenemen. Daarmee zet de neerwaartse trend van 2013 in 2014 door.

Deze ontwikkelingen vragen om verplichtstellingen die nauw aansluiten bij de dynamiek van de sector en voor een duidelijke afbakening zorgen met andere pensioenfondsen. Daarnaast is een strikt handhavingsbeleid voor nieuwe toetreders nodig. Op die manier wordt voorkomen dat de dynamiek in de sector onbedoeld leidt tot afkalving van het draagvlak voor PFZW.

Het marktbeleid van PFZW is erop gericht de gehele sector te bedienen. Dit versterkt het draagvlak, bevordert de solidariteit en draagt bij aan de betaalbaarheid van de regeling. Het bestuur stelde in 2014 het document Marktbeleid vast, waarin het marktbeleid van PFZW volledig is opgenomen. Onderdeel hiervan is het beleidsdocument collectieve waardeoverdrachten. Het bestuur heeft de verantwoordelijkheid om bij het proces van collectieve waardeoverdracht aantoonbaar in control te zijn. Daarom zijn de vereisten voor inkomende collectieve waardeoverdracht verwerkt in een beleidskader en een gestandaardiseerd proces.

De trends in de sector vereisen intensief periodiek onderzoek naar de marktontwikkelingen en de mogelijke beleidsreacties. Het beleidsdocument Marktbeleid vormt hiervoor de basis. Het bestuur heeft eind 2014 besloten tot een jaarlijkse evaluatie van de meest relevante marktontwikkelingen, die in december 2014 plaatsvond. Besloten is vanaf mei 2016 een dergelijke evaluatie jaarlijks te continueren. Het accent ligt op marktbehoud.

### **Marktbehoud en handhaving: werkingssfeer verplichtstelling**

PFZW nam in 2014 het initiatief voor de installatie van een werkgroep van sociale partners die zich bezighoudt met de voorbereiding op wijzigingen in de verplichtstelling. Daarnaast sprak PFZW met andere pensioenfondsen over de afbakening voor werkenden in de sector zorg en welzijn.

Op verzoek van PFZW is de werkgroep begonnen met de herijking van de werkingssfeer van de verplichtstelling voor de intra- en/of extramurale zorg. Uitgangspunt daarbij is de handhaafbaarheid en het zoveel mogelijk voorkomen van onbedoelde uitholling van de verplichtstelling. De herijking is gericht op drie onderdelen: de huidige uitzondering voor het vrije beroep, de aanvullende financieringseisen en de omschrijving van de bedrijfsactiviteiten. Daarbij is de focus primair gericht op de eerste twee onderdelen.

De uitzondering voor het vrije beroep wordt gewijzigd omdat personen die ogenschijnlijk in een vrij beroep werkzaam zijn dikwijls feitelijk en juridisch werknemer zijn. Dit gebeurt in goed overleg met bijvoorbeeld beroepspensioenfondsen die nu al opereren op het snijvlak van de verplichtstelling van PFZW en de eigen verplichtstelling.

De aanvullende financieringseisen van ten minste 50% overheidsfinanciering voor de werkgever die zorg verleent in de vorm van behandeling en/of verblijf wordt vervangen door andere criteria omdat deze eis door een afnemende overheidsfinanciering nu leidt tot rechtsonzekerheid bij de verplicht gestelde aansluiting.

## Marktbewegingen

### De 3D-operatie

Zorgorganisaties bereidden zich in 2014 voor op aangekondigde stelselherziening, decentralisaties en bezuinigingen. In de zogenaamde 3D-operatie worden de zorgdomeinen van rijks- en provincieniveau gedecentraliseerd naar het gemeentelijke niveau.

Het gaat om:

- zorg aan langdurig zieken of ouderen op grond van de Wet Maatschappelijke Ondersteuning (WMO)
- ondersteuning bij het vinden van werk (Participatiewet)
- de jeugdzorg (Jeugdwet)

De decentralisatie gaat gepaard met bezuinigingen die een directe weerslag hebben op het personeelsbestand van zorgaanbieders en daarmee op het deelnemersbestand van PFZW.

In 2013 en 2014 waren de gevolgen hiervan al waarneembaar. De aangezegde ontslagen zullen de komende twee jaren waarschijnlijk geëffectueerd worden. De jeugdzorg verwacht tot 2017 een vermindering van het personeelsbestand met 7.500 fte; de sector verpleeg- en verzorgingstehuizen en thuiszorg (VVT) verwacht een vermindering met 39.000 fte. Dit laatste cijfer bevat ook ontslagen die wellicht te voorkomen zijn door medewerkers verder op te leiden. Omdat de verwachting is dat de zorgzwaarte gaat stijgen, zijn hoger gekwalificeerde medewerkers nodig. Het sectorplan van gezamenlijke sociale partners probeert medewerkers hierbij te helpen, zodat 7.000 ontslagen kunnen worden voorkomen.

Ten aanzien van de huishoudelijke hulp besloot het kabinet in juli 2014, onder politieke druk, om de sector enigszins tegemoet te komen door voor twee jaar € 75 miljoen extra beschikbaar te stellen voor een huishoudelijke hulp toelage. Na een motie van Slob (CU) is daar nog een extra bedrag van € 40 miljoen bijgekomen, zodat het totale bedrag voor 2015 en 2016 uitkomt op € 190 miljoen. Gemeenten kunnen hier een beroep op doen als ze kunnen aantonen dat de extra middelen tot meer werkgelegenheid voor huishoudelijke hulp leidt. Nagenoeg alle gemeenten hebben deze toelage aangevraagd. Daardoor blijft een deel van de werkgelegenheid en daarmee hun pensioenopbouw voor huishoudelijke hulpen gehandhaafd voor deze twee jaren. De vraag is of de private markt intussen dit deel van de zorg overneemt. Private financiering van cliënten betekent vaak een hoger tarief dan zij zonder afdracht van belasting en premie kwijt zijn aan een huishoudelijke hulp. De kans is daardoor aanwezig dat een groot deel van de 9.000 fte huishoudelijke hulp verdwijnt in het 'zwarte circuit'.

### Ambassadeurschap

In 2014 is met twee sociale partners een pilot ambassadeurschap opgezet, als uitwerking van het marketingplan sociale partners. Daarin is als hoofdthema opgenomen het bewust sturen op draagvlak voor pensioen. Doel was onder meer het vergroten van het draagvlak voor de collectieve pensioenregeling en meer bewustzijn en betrokkenheid creëren bij bestuurders van zorginstellingen die vertegenwoordigd zijn in het bestuur van een sociale partner.

In de branche VVT is een inspiratiesessie georganiseerd met leden van het college arbeidszaken. Hierbij stond de vraag centraal hoe je elkaar kunt versterken in moeilijke tijden. In de branche ziekenhuizen is verdeeld over het hele land een aantal gesprekken gevoerd. Bestuurders waren enthousiast.

Begin 2015 is het gehele marketingplan met als onderdeel de pilots geëvalueerd. Het voorstel is een vervolg van het marketingplan te maken. In dit plan wordt voorgesteld om het ambassadeurschap ook in de andere grote branches op te gaan pakken.

### Jong en betrokken

Het bestuur heeft in de bestuursvergadering van december 2012 besloten de betrokkenheid van jongere deelnemers bij PFZW te willen vergroten. De doelstellingen van het project zijn:

- Inzicht creëren over hoe jongeren over pensioen denken, hun visie op het pensioenstelsel en de PFZW regeling.
- De binding en betrokkenheid van jonge deelnemers met PFZW te vergroten.
- Het meenemen van de mening van de jonge deelnemers in de besluitvorming.

Jong en Betrokken geeft invulling aan de doelstellingen door periodiek, circa viermaal per jaar, jonge deelnemers in gesprek te laten gaan met een afvaardiging van het bestuur. Tijdens de bijeenkomsten staat een specifiek thema centraal.

Op 14 oktober 2014 besprak de pensioencommissie de evaluatie van het project en een voorstel voor vervolg. De conclusie was dat hoewel bij de deelnemers tevredenheid over het project was, in de praktijk het informeren van de jongeren het grootste accent heeft gekregen.

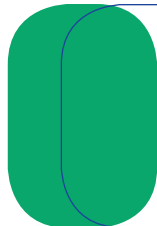
Tevens besprak de pensioencommissie meer voorstellen voor het vervolg. Hieruit kwamen onder andere de wensen voor een pensioenevenement, een jongerenschaduwbestuur, een jongerenpanel, het houden van bijeenkomsten bij instellingen en aansluiting vinden bij bestaande initiatieven zoals de Stichting Pensioenlab. Deze ideeën zijn vervolgens verrijkt met de feedback van de deelnemers aan Jong en Betrokken en een brainstormsessie met (jongeren)experts. Medio 2015 zullen er voorstellen tot een vervolg worden gedaan.

### **Werkgevers**

In 2014 zette zich de trend voort dat werkgevers vaker kritisch zijn over de verplichtstelling. Ook zijn zij soms op zoek naar nieuwe organisatievormen. Een drijfveer daarvoor is de wens tot kostenbeheersing. Dit heeft geleid tot een toename van het aantal vragen door werkgevers die betrekking hebben op vrijstelling en toepassing van de verplichtstelling. In dit kader blijft de tendens actueel om personeel onder te brengen in personeelsvennootschappen van waaruit de werkzaamheden worden voortgezet. Dit leidt tot de vraag of het personeel in dat geval nog onder de verplichtstelling valt. Medio 2014 is dit vraagstuk onderwerp geweest van juridische analyse en van discussie tussen enkele werkgevers en PFZW. In de loop van 2015 wordt hierover meer helderheid verwacht.

### **UMC's**

De aansluiting van de Universitaire Medische Centra (UMC's) in 2014 is niet gerealiseerd omdat sociale partners in het arbeidsvoorwaardenoverleg het niet eens werden over het flankerende beleid en de financiering.

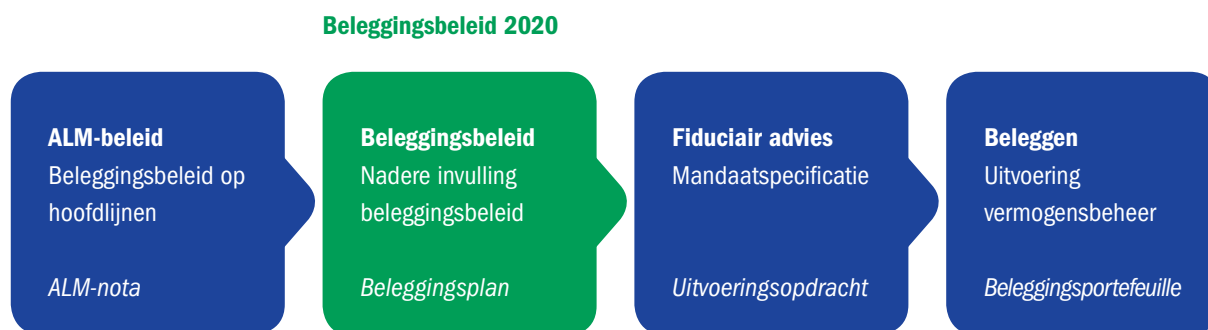


## Veranderingen in het beleggingsbeleid

### Op weg naar het beleggingsbeleid 2020

Het eerder opgestelde beleggingskader is vertaald in het beleggingsbeleid 2020. Dat bevat elf initiatieven die PFZW de komende jaren ontplooit op weg naar een duurzaam, begrijpelijk en beheersbaar beleggingsbeleid. Hieraan gekoppeld is de doelstelling om de integrale beleggingskosten te verlagen. De pensioenambitie staat centraal.

Het beleggingsbeleid 2020 geeft richting aan de invulling van het beleggingsbeleid de komende jaren. Het hele beleggingsproces is weergegeven in de volgende figuur:



De tabel op de volgende pagina bevat de elf beleidsinitiatieven en hun verwachte bijdrage aan het behalen van de doelstellingen. De gekleurde stippen geven een indicatie van de bijdrage van ieder beleidsinitiatief aan de verschillende doelstellingen. De hoogte van de stip bepaalt of het hier om een positieve of negatieve bijdrage gaat en de mate waarin. Voor elk van de initiatieven zal worden vastgesteld hoe het resultaat wordt gemeten.

## De elf beleidsinitiatieven

Kosten  
Beheersbaarheid  
Begrijpelijkheid  
Duurzaamheid  
Ambitie

### 1. Denk in vier rendementsbronnen en daarbinnen in specifieke implementatievormen

Leidt tot een begrijpelijker structuur van de portefeuille. We onderscheiden vier rendementsbronnen die goed uitlegbaar zijn: vastrentend, krediet, zakelijke waarden en grondstoffen. Daarbinnen wordt op grond van heldere argumenten gealloceerd aan een beperkt aantal implementatievormen ('portefeuilleonderdelen') met eenduidige doelstellingen.



### 2. Beleg meer in alternatieve strategieën op publieke markten

Draagt bij aan de ambitie. Toepassing op grote schaal waar mogelijk binnen alle rendementsbronnen. Dit kan zowel rendementsverhogend als risicoverlagend werken. Begrijpelijkheid en beheersbaarheid nemen hierdoor af ten opzichte van de basiskeuzen. Vergt relatief lange evaluatiehorizon.



### 3. Pas het beleid aan bij grote onevenwichtigheden of extreme waarderungen

Draagt bij aan de ambitie door het beleggingsbeleid op middellange horizon gedisciplineerd bij te sturen op grond van extreme rendementsverwachtingen of grote financieel economische risico's. Vergt lange termijn oriëntatie.



### 4. Verhoog de doelmatigheid door wegsnijden van overlap en kostenverlaging

Het beleggingsbeleid draagt bij aan de aspiratie om de integrale kosten te verlagen door waar mogelijk in te zetten op goedkopere alternatieven voor het huidige beleid. De focus ligt daarbij op de relatief dure private beleggingen. De ambitie en de duurzaam-doelstellingen zijn hierbij belangrijke randvoorwaarden.



### 5. Verviepvoudig de positieve duurzaamheidsbijdrage

We zetten de sturende kracht van geld in. Door waar mogelijk in de portefeuille te beleggen in oplossingen, wordt de positieve bijdrage van PFZW aan de gekozen thema's - klimaatvervuiling en uitstoot, waterschaarste, voedselzekerheid en gezondheid - sterk vergroot.



### 6. Halveer de negatieve voetafdruk van de portefeuille

Waar mogelijk wordt de negatieve voetafdruk op de gekozen duurzaamheidsthema's gehalveerd. We kiezen een gefaseerde aanpak. Als eerste concentreren we ons op de halvering van de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de publieke aandelenportefeuille.



### 7. Integreer duurzaamheid systematisch in alle stappen van het beleggingsproces

Inzetten van duurzaamheidsinstrumenten die bijdragen aan het realiseren van de ambitie. Denk aan rendementsverhogende en risicoreducerende werking van governance of de economische gevolgen van klimaatverandering.



### 8. Beleg meer in Nederland en draag zo bij aan lokale maatschappelijke vraagstukken

Als Nederlands pensioenfonds willen we een positieve bijdrage leveren aan het adresseren van lokale maatschappelijke vraagstukken die onze deelnemers raken. Logische terreinen zijn: investeringen in de zorg en in verduurzaming van de Nederlandse economie, hypotheek en infrastructuur



### 9. Anticipeer op toekomstige regelgeving

Er is een grote hoeveelheid regelgeving in aantocht, variërend van het nieuw FTK tot EMIR, die mogelijk grote impact heeft op PFZW. Dit initiatief zorgt ervoor dat deze bedreigingen in kaart worden gebracht om de gevolgen ervan zoveel mogelijk te kunnen beperken.



### 10. Begrijpelijkheid en beheersbaarheid expliciet afwegen

In beleidsvoorstellen wordt de impact op begrijpelijkheid en beheersbaarheid inzichtelijk gemaakt zodat een expliciete afweging kan worden gemaakt, bijvoorbeeld in relatie tot de bijdrage aan de ambitie en/of duurzaamheid.



### 11. Evalueer de individuele portefeuilleonderdelen zodat ze aansluiten bij het beleggingskader

De keuze voor een specifieke implementatievorm voor invulling van rendementsbronnen wordt onderbouwd. De relevante spiegel is daarbij de basisimplementatievorm voor elke rendementsbron. Draagt bij aan het realiseren van alle potentiële mogelijkheden die de portefeuilleonderdelen bieden om bij te dragen aan de verschillende doelstellingen.



Grote  
positieve  
bijdrage

Beperkte  
positieve  
bijdrage

Geen grote  
impact

Beperkte  
negatieve  
impact

Grote  
negatieve  
impact

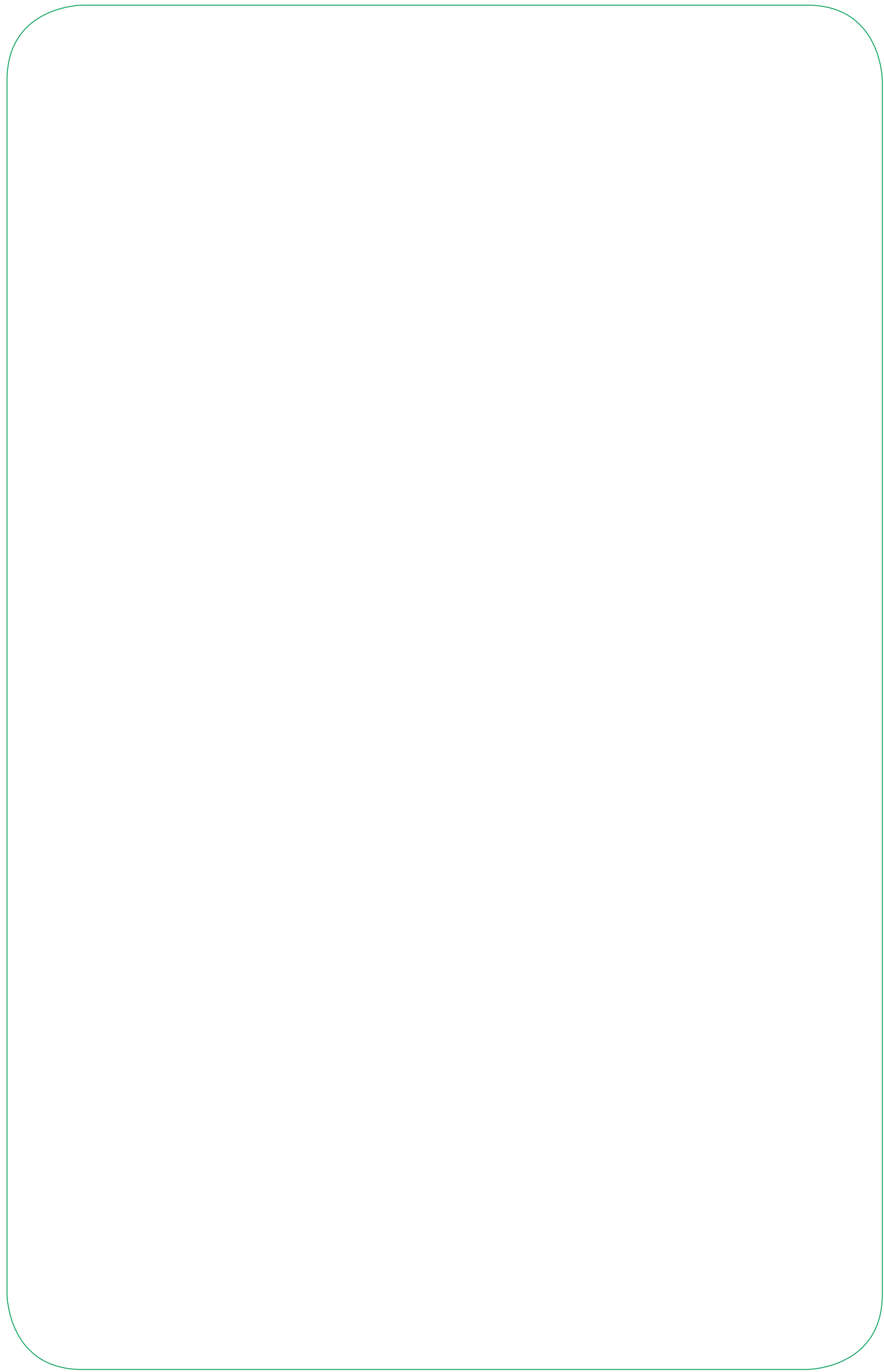


Het jaar 2015 staat in het teken van het concretiseren van het beleggingsbeleid 2020. Voor elk van de beleidsinitiatieven zijn vervolgstappen gedefinieerd. Dan gaat het bijvoorbeeld om een goede nulmeting van de CO<sub>2</sub>-voetafdruk van de portefeuille en verder onderzoek naar mogelijkheden om met gerichte beleggingen een bijdrage te leveren aan duurzaamheid. PFZW werkt verder aan een omgevingsmonitor om extreme waarderingen en onevenwichtigheden tijdig te signaleren. Deze signalen kunnen aanleiding zijn het beleid aan te passen.

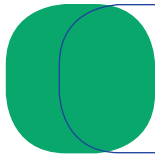
In 2015 hebben de wijzigingen in wet- en regelgeving waarmee PFZW de komende jaren wordt geconfronteerd de aandacht. Deze hebben naar verwachting grote impact op het beleggingsbeleid. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de regels en hun mogelijke impact.

## Overzicht wet- en regelgeving

Wet- en regelgeving	Omschrijving	Mogelijke impact	Ondernomen actie
EMIR / 'Central Clearing'	Om de handel en risico's in niet-beursgenoteerde derivaten transparanter te maken, zal de afwikkeling deels verplicht via centrale tegenpartijen moeten plaatsvinden.	Handel in derivaten wordt mogelijk duurder en vergt waarschijnlijk extra liquiditeit voor het aanhouden van buffers bij de centrale tegenpartijen.	Met beleidsmakers in EU en bij Ministerie van Financiën is ingezet op het in beeld brengen van de impact op pensioeninkomen door 'Central Clearing'. Uiteindelijk heeft inzicht in deze impact onlangs geleid tot een voorstel van de Europese Commissie voor een verlenging van de tijdelijke uitzondering voor pensioenfondsen tot 2017. In de tussentijd moet er een oplossing voor deze problematiek in de markt gevonden worden. Een langer uitstel is mogelijk.
Financial Transaction Tax (FTT).	Financial Transaction Tax (FTT) in de Europese Unie wordt geheven over aan- en verkoop van vrijwel alle waardepapieren, waaronder aandelen, obligaties en derivaten.	Afhankelijk van de omvang van de belasting kan het rendement 7 basispunten tot ruim 1 procentpunt lager uitvallen.	Mede op aangeven vanuit de Nederlandse pensioensector staat in het huidige regeerakkoord dat Nederland niet meewerkt aan de vormgeving en invoering van een FTT. We monitoren de huidige situatie nauwkeurig maar er bestaat nog steeds geen eenduidig beeld met welk FTT voorstel de groep van 11 initiatief-nemende EU-landen gaat komen.
Nieuwe Financiële Toetsingskader (FTK)	Vanaf 2015 geldt het nieuwe Financiële Toetsingskader (FTK).	Impact is mogelijk groot, vooral voor de financiële opzet en het beleggingsbeleid op hoofdlijnen. Ingrijpende veranderingen in het toetsingskader kunnen onder andere leiden tot een aanpassing van de risicobereidheid en de mate waarin het renterisico wordt afgedekt.	Bij interactie met beleidsmakers en politiek is in 2014 binnen het nominale FTK ingezet op diverse 'verzachtelingen'. Dit bleek succesvol wat betreft onder andere een betere behandeling van staatsobligaties. Daarnaast is een onderzoek naar de ruimte voor het strategische beleggingsbeleid afgedwongen.



*PFZW in 2014 en een  
doorkijk naar 2015*



# Dynamiek rond pensioen

## Aanpassing van pensioenreglement en uitvoeringsreglement

In 2014 was sprake van een aantal ontwikkelingen rond pensioen die in de jaarlijkse aanpassing van het pensioenreglement en het uitvoeringsreglement per 1 januari 2015 zijn doorgevoerd. De specifieke wijzigingen per reglement zijn beschreven in de jaarrekening. Het gaat om de volgende ontwikkelingen.

### Fiscaal kader pensioen is gewijzigd

Het wettelijk fiscale kader voor pensioenopbouw in de tweede pijler werd gewijzigd. De kern van de wijziging is een verdere inperking van het Witteveenkader. Deze inperking vindt plaats door:

- verlaging van de opbouwpercentages, en
- maximering van de pensioengrondslag waarover pensioen kan worden opgebouwd.

De trend van versobering van de pensioenopbouw zette in 2014 door. Jaarlijks kan minder fiscaal gefaciliteerd pensioen worden opgebouwd, wat mensen er toe beweegt om langer door te werken. De versobering van de pensioenopbouw sluit daarmee aan bij de geleidelijke stijging van de AOW-leeftijd. Met ingang van 1 januari 2015 is het maximale percentage voor pensioenopbouw voor middelloonregelingen verlaagd. PFZW verlaagt daarom het opbouwpercentage van 1,95% naar 1,75% per 1 januari 2015, met een franchise van € 11.395 (2014: € 11.005). De opbouwpercentages voor partnerpensioen (1,25%) en wezenpensioen (0,25%) zijn ongewijzigd.

Het salaris waarover deelnemers pensioen kunnen opbouwen is gemaximeerd op € 100.000. De maximering van de pensioenopbouw tot € 100.000 resulteert in een maximale pensioenpremie per jaar. Dat is een nieuw fenomeen in de pensioenregeling. Het fiscale maximum geldt structureel niet voor het arbeidsongeschiktheidspensioen.

De wetgeving raakt namelijk niet aan het maximaal toegestane niveau van het arbeidsongeschiktheidspensioen. Daarbij was het zo dat bij een vrijwillige keuze voor aftopping bij Arbeidsongeschiktheidspensioen hogere inkomens voor het deel van het inkomen boven de € 100.000 een passend product hadden moeten vinden in de markt of hiervoor niet meer verzekerd zouden zijn. De voor die deelnemers gestelde medische waarborgen hadden dan tot een knelpunt kunnen leiden.

Vanaf 1 januari 2015 biedt PFZW een nettopartnerpensioen voor deelnemers met een salaris boven € 100.000.

### Introductie van nettopartnerpensioen

Per 1 januari 2015 is een Regeling nettopartnerpensioen geïntroduceerd voor een gesloten groep deelnemers met een inkomen hoger dan € 100.000, die zowel op 31 december 2014 als 1 januari 2015 deelnemer waren en die per 1 januari 2015 als gevolg van de maximering van het pensioengevend salaris een vermindering hebben van het bereikbare partnerpensioen van minimaal € 2.083 bruto.

Een regeling voor nettopensioen valt onder de verplichtstelling. Als een verplichtgesteld bedrijfstakpensioenfonds een nettopensioenregeling in het pensioenreglement heeft opgenomen, moeten werkgevers de regeling aan de werknemers aanbieden. De werknemers kunnen vervolgens op vrijwillige basis aan de nettopensioenregeling deelnemen. Het pensioenfonds moet een werkgever een vrijstelling verlenen voor zover er sprake is van een gelijkwaardige nettopensioenregeling bij een andere pensioenuitvoerder.

### **Aanpassing Regeling arbeidsongeschiktheidspensioen**

De Regeling arbeidsongeschiktheidspensioen is aangepast naar aanleiding van het 'Convenant over dekking van arbeidsongeschiktheidspensioen en premievrijstelling in pensioenregelingen' van de Pensioenfederatie en het Verbond van Verzekeraars. Doel van dit convenant is waar mogelijk te voorkomen dat een zieke of (gedeeltelijk) arbeidsongeschikte werknemer de inkomensbescherming op grond van de pensioenregeling verliest als deze naar een andere werkgever overstapt.

De regels gelden voor zieke en arbeidsongeschikte werknemers die individueel van baan wisselen of als er sprake is van collectieve beëindiging van de deelneming. Op hoofdlijnen geldt dat er na het einde van de deelneming volledige dekking blijft bestaan voor arbeidsongeschiktheidspensioen. De ziekte moet wel zijn ontstaan tijdens de deelneming. Bij ziekte of arbeidsongeschiktheid die al bestond vóór het begin van de deelneming is er geen dekking. De premievrije pensioenopbouw wordt zowel aan het begin als het einde van de deelneming gerelateerd aan de mate van arbeidsongeschiktheid. Dat betekent dat er aan het begin van de deelneming alleen dekking is als de al bestaande arbeidsongeschiktheid toeneemt. Bij beëindiging van de deelneming blijft een gemaximeerde dekking in stand op basis van de arbeidsongeschiktheid op dat moment.

### **Aanpassing voortzettingen pensioenopbouw**

De pensioenregeling kent een aantal vormen van voortzetting van de pensioenopbouw. Doordat het pensioengevend salaris niet meer altijd (volledig) wordt geïndexeerd, terwijl de franchise stijgt, zou de pensioenopbouw van deze voortzettingen achter gaan lopen. Daarom is besloten dat het pensioengevend salaris voor (premielvrije) voortzettingen van de pensioenopbouw vanaf 1 januari 2015 wordt aangepast in lijn met de loonontwikkeling in de sector.

### **Regeling Flexpensioen en FVP-regeling opgehouden te bestaan**

De Regeling Flexpensioen is opgehouden te bestaan sinds in 2014 alle deelnemers in Regeling B de 65-jarige leeftijd hebben bereikt. Voor deelnemers in Regeling A met nog opgebouwde aanspraken op Flexpensioen, zijn de relevante bepalingen verplaatst naar het overgangsrecht. De in 2011 beëindigde FVP-regeling is inmiddels volledig uitgefaseerd.

### **Regulering vervaltermijn voor onverschuldigd betaalde pensioenpremie**

PFZW hanteert een vervaltermijn van tien jaar waarbinnen een aangesloten werkgever pensioenpremie nog kan terugvorderen. In de praktijk blijkt soms bij werkgevers onduidelijkheid te bestaan over het bestaan en hanteren van deze termijn. De termijn is per 1 januari 2015 reglementair expliciet opgenomen.

### **Gegevensverstrekking na machtiging geregeld**

PFZW hecht zeer aan het zorgvuldig omgaan met gegevens en bescherming van de privacy. Daarom verstrekt PFZW geen persoonsgegevens van (gewezen) deelnemers, (ex-)partners en pensioengerechtigden en geen gegevens waarmee een aangesloten werkgever kan worden geïdentificeerd. Een uitzondering hierop is de situatie waarbij een machtiging voor gegevensverstrekking is verleend. Dit is nu ook expliciet geregeld.

## Dynamiek in de sector zorg en welzijn

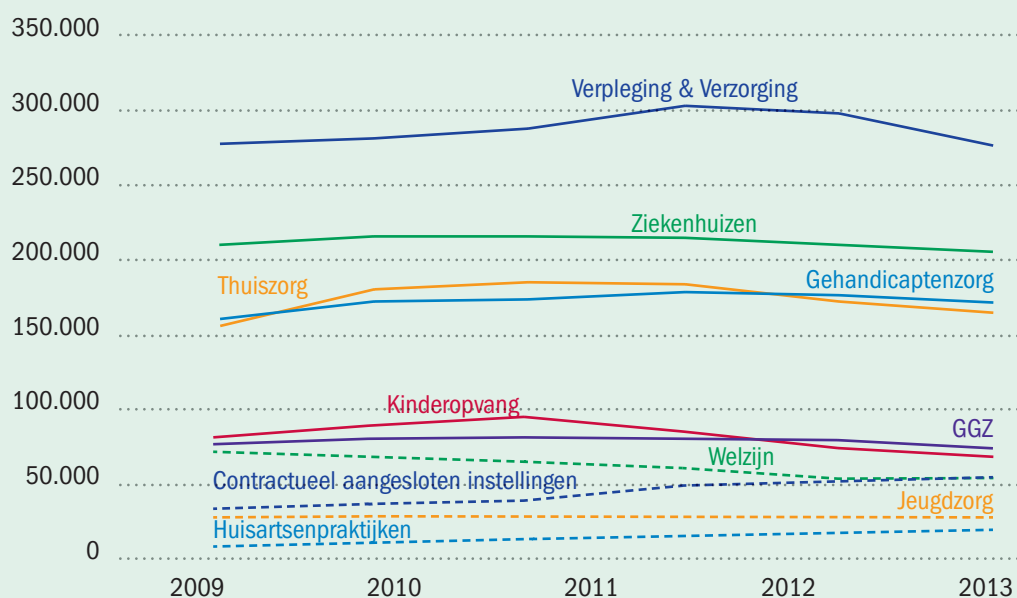
### Aantallen (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden jaarultimo

	2014	2013	mutatie
Premiebetalende deelnemers*	1.181.600	1.219.800	-/ - 3,1%
Gewezen deelnemers	1.022.100	954.700	7,1%
Pensioengerechtigden	369.400 +	357.800 +	3,2%
<b>(Gewezen) deelnemers</b>	<b>2.573.100</b>	<b>2.532.300</b>	<b>1,6%</b>
Ouderdomspensioen	280.200	254.700	10,0%
Partnerpensioen	48.000	45.400	5,7%
Wezenpensioen	6.700	6.600	1,5%
Arbeidsongeschiktheidspensioen	22.300	23.000	-/ - 3,0%
Flexpensioen	12.200 +	28.100 +	-/ - 56,6%
<b>Totaal pensioengerechtigden</b>	<b>369.400</b>	<b>357.800</b>	<b>3,2%</b>
* Inclusief arbeidsongeschikte deelnemers	64.900	64.300	0,9%

### Aantal actieve deelnemers daalt verder

Het aantal premiebetalende deelnemers nam gedurende 2014 af met 3,1%. Daarmee zet de daling van de werkgelegenheid die het jaar ervoor was ingezet door. Ruwweg de helft van de krimp komt voor rekening van de grootste deelsector van PFZW, de verpleging en verzorging. Een oorzaak hiervan is de lopende hervorming van de langdurige zorg. De krimp in de deelsectoren thuiszorg, welzijn en kinderopvang is juist wat minder sterk dan in 2013. Doordat het aantal ontslagen onverminderd hoog blijft, loopt het aantal gewezen deelnemers hard op. Dit jaar zijn het er voor het eerst meer dan 1.000.000.

### Ontwikkeling werkende deelnemers tien grootste deelsectoren PFZW



Het aantal arbeidsongeschikte deelnemers steeg in 2014 tot 64.900. Dit komt doordat het deelnemersbestand sneller is geactualiseerd dan in voorgaande jaren. Op de lange termijn is sprake van een dalende trend in het aantal arbeidsongeschikten.

### Blijvende stijging aantal pensioenen

Sinds 2011 groeit het aantal ouderdomspensioenen met dubbele cijfers. Dat komt door de opbouw van de deelnemerspopulatie. Vanaf 2011 zijn de eerste deelnemers van de geboortegolf 65 jaar geworden. Het aantal ouderdomspensioenen zal ook de komende jaren hard blijven stijgen.

Het Flexpensioen, dat eind vorige eeuw was ontwikkeld zodat deelnemers al vóór de AOW met pensioen konden gaan, is als reguliere pensioensoort aan het verdwijnen. Sinds 2010 worden de aanspraken van het Flexpensioen in de meeste gevallen opgeteld bij die van het ouderdomspensioen. Slechts een klein aantal deelnemers kiest nog voor een apart Flexpensioen.

### Stijgende uittreedleeftijd

Het opnemen van ouderdomspensioen op de AOW-leeftijd komt steeds vaker voor. Sinds 2014 krijgen deelnemers de AOW-leeftijd als standaard pensioenleeftijd aangeboden. Het is mogelijk daarvan af te wijken door een deel van het levenslange pensioen te gebruiken voor de financiering van vervroegd pensioen. De gemiddelde uittreedleeftijd is nu exact 64 jaar. Met de stijgende AOW-leeftijd – die vanaf 2016 jaarlijks sneller oploopt – stijgt ook de gemiddelde uittreedleeftijd verder.

### Aantal werkgevers stijgt

Het aantal aangesloten werkgevers is gestegen tot 22.400. Tegenover 2.000 nieuwe aansluitingen stonden 1.600 afsluitingen; een groei van 400 aangesloten werkgevers. In die groei valt de gehandicaptenzorg op. In deze sector bestaat een trend naar meer kleinschaligheid. Ook bij het aantal contractueel aangesloten instellingen zien we een stijging, veroorzaakt door het aansluiten van instellingen in de recreatiebranche; na het opheffen van de Stichting VVW-pensioenfondsen sloten de VVW-kantoren zich aan bij PFZW.

## Nieuwe financiële opzet

Sinds 1 januari 2015 is het nieuwe FTK van kracht. De besluitvorming voor de overgang naar het nieuwe FTK – onder andere ten aanzien van de financiële sturing, het crisisplan en de haalbaarheidstoets – vindt in 2015 plaats.

De belangrijkste wijzigingen in het nieuwe FTK zijn:

- De sturing vindt plaats op basis van de beleidsdekkingsgraad, dat wil zeggen de gemiddelde dekkingsgraad in de voorgaande twaalf maanden.
- Bij een reservetekort (in het nieuwe FTK: dekkingsgraad 126,3%) moet PFZW in tien jaar het vereiste eigen vermogen opbouwen. Het vereiste eigen vermogen is in het nieuwe FTK met 6 procentpunt verhoogd. PFZW mag de maatregelen om het vereiste eigen vermogen te realiseren over een voortrollende tien jaarstermijn spreiden.
- Indexering is alleen toegestaan als die toekomstbestendig kan worden verleend.
- Bij onderdekking moet het pensioenfonds na een wachttijd van maximaal vijf jaar de pensioenen verlagen. Een verlaging mag over tien jaar worden gespreid.
- In de rentetermijnstructuur voor de technische voorzieningen vervalt in het nieuwe FTK de driemaandsmiddeling.

Door het nieuwe FTK worden pensioenfondsen minder afhankelijk van dagkoersen op de financiële markten. Dat maakt de dekkingsgraad en de pensioenpremie stabiel. Positief is dat pensioenfondsen tegenvallers over een langere periode mogen uitsmeren. Dat zorgt voor rust en duidelijkheid. Maar de verlangde nominale zekerheid en stabiliteit – in combinatie met de eis van toekomstbestendig indexeren – heeft een hoge prijs. Dit betekent een minder snelle indexering voor onze deelnemers.

Naar aanleiding van het nieuwe FTK maakt PFZW in 2015 een nieuwe financiële opzet. De afwegingen die hierbij gemaakt worden, staan in de figuur op de volgende pagina. Vanuit een vastgestelde ambitie en risicotolerantie bepaalt het bestuur een beleid dat leidt tot een sturing als het pensioenfonds uit evenwicht is.

## Afwegingen financiële opzet



### 1. Startpunt financiële opzet: Ambitie & Risicotolerantie

- Ambitie: Wat wilt u bereiken?
- Risicotolerantie: Wat wilt u niet meemaken?

### 2. Hoe ziet het beleid eruit?

- ▶ Pensioenregeling
- ▶ Structurele premie
- ▶ Indexeringsambitie
- ▶ Beleggingsbeleid

### 3. Hoe stuur je bij als het fonds uit evenwicht is?

- \* Pensioenregeling
- \* Premieopslag
- \* Indexatiestafel (+ korting)
- \* Beleggingsbeleid

## Communicatie

### Wetgeving over pensioencommunicatie

In september 2014 is het voorstel Wet pensioencommunicatie ingediend. PFZW was nauw betrokken bij de voorbereiding en heeft in januari 2014 deelgenomen aan de internetconsultatie. Het kabinet wil dat deelnemers weten hoeveel pensioen ze kunnen verwachten, kunnen nagaan of dat voldoende is en zich bewust zijn van de risico's van de pensioenvoorziening.

Het wetsvoorstel biedt meer ruimte voor digitale informatieverstrekking waarbij basisinformatie altijd en voor iedereen beschikbaar is op de website. De toegankelijkheid van informatie moet worden verbeterd door deze gelaagd aan te bieden. Dit betekent dat belanghebbenden in eerste instantie alle relevante informatie krijgen maar in beperkte omvang. Van daaruit kan de belanghebbende steeds specifiekere informatie op eenvoudige wijze verkrijgen. Een voorbeeld daarvan is het vervangen van de huidige uitgebreide startbrief door de korte zogenaamde Pensioen1-2-3, waarbij de deelnemer zelf bepaalt hoe gedetailleerd hij informatie tot zich neemt en daar op eenvoudige wijze naar toe wordt geleid.

In het wetsvoorstel staat dat pensioenfondsen alle periodieke informatie moeten verstrekken in de vorm van een uniform pensioenoverzicht (UPO). Hierin moeten zij deelnemers ook verplicht informeren over een vermindering van rechten. Het UPO informeert in beginsel alleen over het verleden. Voor een toekomstprognose moet de deelnemer het pensioenregister raadplegen, waarnaar het UPO verplicht verwijst. Mogelijk mogen pensioenfondsen de toekomstverwachting ook op het UPO vermelden. Pensioenfondsen moeten deze toekomstverwachting weergeven in drie scenario's: optimistisch, pessimistisch en verwacht. Zo krijgt de deelnemer meer inzicht in zijn toekomstige koopkracht en de risico's.

Het pensioenregister krijgt een grotere rol toebedeeld. Het register moet een persoonlijk totaaloverzicht gaan bieden, inclusief AOW, bijvoorbeeld door inzicht te bieden in de keuzes voor pensioen en de gevolgen van deze keuzes en belangrijke gebeurtenissen in relatie tot pensioen. Verder staat in het wetsvoorstel het pensioenregister vaker te actualiseren. Dit leidt tot frequentere gegevensuitwisseling tussen pensioenuitvoerders en register. De informatie moet tijdig, duidelijk, correct en evenwichtig zijn. Deze open normen moeten naast uniformering ook ruimte bieden voor maatwerk.

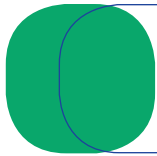


De geplande invoering van de wet op 1 januari 2015 is niet gehaald. Waarschijnlijk wordt de wet in 2015 gefaseerd ingevoerd. Dit betekent dat de wet in werking treedt met ingang van 1 juli 2015, maar dat per onderdeel wordt bepaald wanneer het moet worden uitgevoerd.

## De rol van Europa

In maart 2014 publiceerde de Europese Commissie een voorstel voor herziening van de IORP-richtlijn voor pensioeninstellingen. De herziening is vooral gericht op versterking van het bestuur van deze instellingen en informatievoorziening aan rechthebbenden. In de richtlijn wordt onder andere het Pension Benefit Statement (PBS) geïntroduceerd: een jaarlijks pensioenoverzicht dat vergelijkbaar is met het UPO. Hierbij dreigden discrepanties te ontstaan met de Nederlandse wet- en regelgeving, onder andere met de Wet pensioencommunicatie die bij het parlement in behandeling is.

Na een intensieve lobby van de Pensioenfederatie – waaraan ook PFZW deelnam – is het voorstel dusdanig aangepast dat het weer in lijn ligt met de Nederlandse situatie. De Europese Raad heeft op 28 november 2014 een gewijzigd voorstel aan het Europees Parlement gestuurd. De staatssecretaris van SZW heeft de Tweede Kamer daarover op 4 december 2014 bericht.



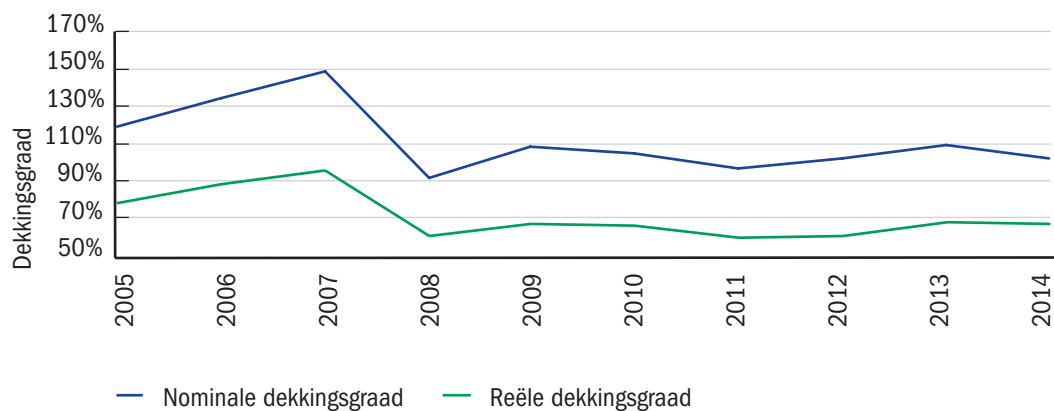
## Financiële opzet 2014

### Dekkingsgraad daalt

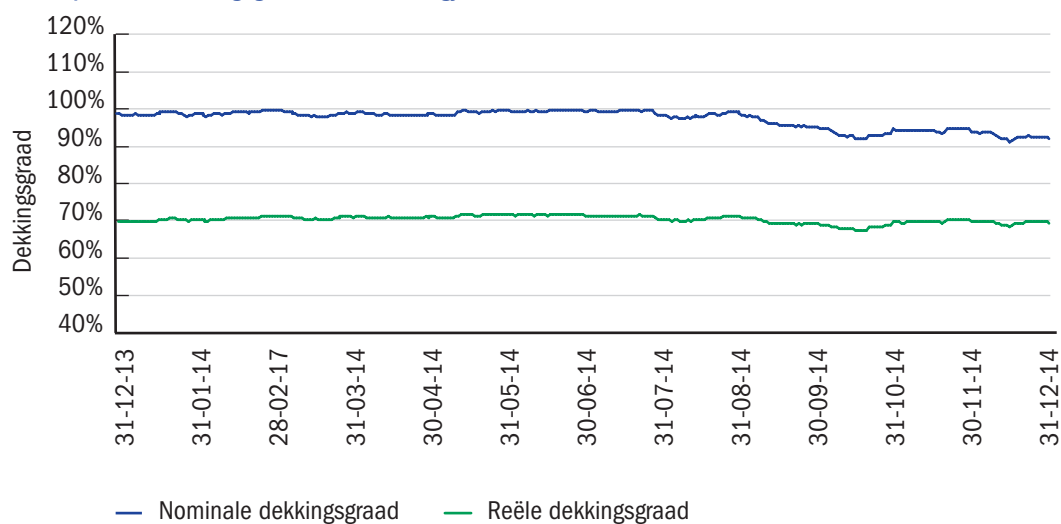
De dekkingsgraad is de verhouding tussen het vermogen en de waarde van de pensioenverplichtingen. Het is een belangrijke maatstaf voor de financiële sturing van het pensioenfonds. Bij de bepaling van de nominale dekkingsgraad zijn alle opgebouwde pensioenen gewaardeerd op basis van de voorgeschreven rentecurve met een Ultimate Forward Rate (UFR) en driemaandsmiddeling. Bij de reële dekkingsgraad is voor opgebouwde pensioenen ook rekening gehouden met de verwachte toekomstige prijsinflatie. Deze methodiek van bepaling wijkt af van de nieuwe wettelijke definitie, zoals die in het nieuwe financieel toetsingskader (FTK) met ingang van 1 januari 2015 is ingevoerd.

De nominale dekkingsgraad is in 2014 gedaald van 109% (eind 2013) naar 102% (eind 2014). De belangrijkste reden voor de daling is de gedaalde rente. De reële dekkingsgraad is in 2014 gelijk gebleven op 69%. Onderstaande grafieken zijn een weergave van het verloop van de nominale en de reële dekkingsgraad in de afgelopen tien jaar en het afgelopen jaar.

Verloop van de dekkingsgraad in de afgelopen tien jaar



Verloop van de dekkingsgraad in het verslagjaar



De vereiste nominale dekkingsgraad inclusief een solvabiliteitsbuffer is 120,5% (2013: 122,7%). Bij een dekkingsgraad boven dit niveau is de kans klein dat de dekkingsgraad binnen een jaar daalt tot onder de 100%. De dekkingsgraad van PFZW lag eind 2014 onder dit niveau. Daardoor is sprake van een reservetekort. In de loop van 2014 is de dekkingsgraad onder het minimaal vereiste eigen vermogen (104,3%) gezakt. Daardoor is ook sprake van een dekkingstekort.

De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) heeft ontheffing verleend voor het indienen van een kortetermijnherstelplan, vanwege de invoering van een nieuw FTK vanaf 2015.

Op basis van het nieuwe FTK stelt PFZW een nieuw herstelplan op. Vanaf 1 januari 2015 rekenen we met een beleidsdekkingsgraad, dat wil zeggen de gemiddelde dekkingsgraad in de voorgaande twaalf maanden. De beleidsdekkingsgraad per eind 2014 is 108%. In de rentetermijnstructuur voor de technische voorzieningen vervalt in het nieuwe FTK de driemaandsmiddeling. Hierdoor daalt de actuele dekkingsgraad van 102% naar 97%. De vereiste dekkingsgraad inclusief solvabiliteitsbuffer is in het nieuwe FTK verhoogd naar 126,3%. De hogere beleidsdekkingsgraad ten opzichte van de dekkingsgraad per 31 december 2014 (102%) is vooral het gevolg van de hogere dekkingsgraden in de eerste helft van 2014.

## Indexering

PFZW heeft de ambitie om de pensioenen te verhogen met de loonontwikkeling in de sector zorg en welzijn (indexering). Het bestuur heeft eind 2014 besloten om de pensioenen niet te indexeren. De dekkingsgraad van PFZW is daarvoor te laag.

Het indexeren van de pensioenen is vanaf 2015 nog moeilijker. Gezien de financiële positie van PFZW verwachten we de pensioenen de komende jaren niet of maar zeer beperkt te kunnen indexeren. Tevens mag volgens het nieuwe FTK pas worden geïndexeerd als de buffers hoog genoeg zijn om deze indexering ook in de toekomst te kunnen blijven geven.

De cumulatief niet toegekende indexering uit het verleden, voor deelnemers die voor 2005 rechten hebben opgebouwd, bedraagt in totaal 12,9%. De gemiste indexering in 2014 was 0,48 procentpunt. De verwachting is dat er de komende jaren geen inhaalindexering kan worden toegekend. Indexering is voorwaardelijk. Er is geen recht op indexering of compensatie van gemiste indexering.

## Pensioenpremie 2014 en de Pensioenwet

In 2014 was de pensioenpremie 24,4% van het salaris boven de franchise. Achteraf bekijkt PFZW of de premie in 2014 volgens de Pensioenwet voldoende was. De premie moet hoger zijn dan de kostendekkende premie. Dit kan op twee manieren: (1) op basis van verwacht rendement (gedempt) of (2) op basis van de actuele rente op 1 januari 2014 (ongedempt). PFZW toetst op basis van de gedempte premie omdat het ook rekening wil houden met de verwachte meeropbrengst vanuit het beleggingsbeleid.

De gedempte premie over 2014 bedroeg 13,3%. De ongedempte premie bedroeg 24,0%. In 2014 was de pensioenpremie hoger dan de gedempte premie. Hiermee voldoet PFZW aan de eisen van de Pensioenwet.

## Evaluatie langetermijnherstelplan

Aangezien de dekkingsgraad lager is dan de vereiste dekkingsgraad, was het langetermijnherstelplan tot en met 31 december 2014 nog van kracht. PFZW heeft dit herstelplan in 2009 ingediend. Het streven is dat de dekkingsgraad in 2023 weer hoger is dan de vereiste dekkingsgraad. Op basis van de aannames in het herstelplan en de dekkingsgraad eind 2014 zou dit doel gehaald kunnen worden. Het herstelplan zal nog moeten worden aangepast aan het nFTK.

## ALM

PFZW heeft een langetermijnbeleggingsbeleid om een goed en betaalbaar pensioen te realiseren. Het beleid voorziet in een verdeling van het vermogen op hoofdlijnen naar verschillende 'bouwblokken': zakelijke waarden, krediet, grondstoffen en vastrentende waarden. Deze verdeling bepaalt het portefeuillerendement en het beleggingsrisico. Verdere invulling van de bouwblokken gebeurt bij het bepalen van de strategische benchmark. Daarnaast wordt in het beleggingsbeleid op hoofdlijnen de omvang van hedges voor rente-, inflatie- en valutarisico vastgesteld.

### Verdeling vermogen op hoofdlijnen naar verschillende bouwblokken

#### Zakelijke waarden

- Liquide aandelen
- Private equity
- Vastgoed
- Hedge funds
- Infrastructuur
- Insurance
- Overig

#### Krediet

- Bedrijfsobligaties
- High yield & emerging markets debt
- Structured credit

#### Grondstoffen

- Grondstoffen

#### Vastrentende waarden

- Staatsobligaties
- Inflation linked bonds
- Overig

### Overlay

Nominale hedge

Inflatie hedge

Valuta hedge

PFZW baseert het beleggingsbeleid op de langetermijn-pensioenverplichtingen inclusief de indexeringsambitie. Het bestuur maakt hierbij een afweging tussen rendement en risico. Het beleggingsbeleid is gericht op indexering op lange termijn tegen een betaalbare premie. Dat betekent dat PFZW – binnen de grenzen die de Pensioenwet stelt – bewust beleggingsrisico neemt. Dat kan ook leiden tot lage of negatieve rendementen, waardoor de dekkingsgraad daalt en op termijn verlaging van de pensioenen nodig is. Als PFZW volledig risicovrij zou beleggen, zou de premie veel hoger zijn (40,2%).

In 2014 heeft het bestuur van PFZW intensief stilgestaan bij de komst van het nieuwe FTK. Dit geeft meer stabiliteit in de pensioenen, doordat schokken meer worden gespreid in de tijd. Daar staat tegenover dat indexering verder uit beeld raakt door strengere wettelijke eisen. PFZW heeft geëvalueerd welke resultaten het bestaande beleggingsbeleid geeft in het nieuwe FTK. Daarbij heeft het bestuur afgewogen of het risiconiveau van de beleggingsmix past bij de risicohouding van PFZW. De mogelijkheid van een lager risicoprofiel is besproken; hiermee kan de omvang van verlagingen van pensioenen in slechte scenario's worden beperkt. Besloten is om het bestaande risicoprofiel te handhaven. Een lager risicoprofiel zou ten

coste gaan van mogelijke indexering en dat past niet bij de reële ambitie van het fonds. Het wettelijk kader spreidt de omvang van potentiële verlagingen van pensioen ook meer in de tijd. Het bestuur zal het risiconiveau ook in de toekomst blijven evalueren aan de hand van de risicohouding.

## Grondslagen

In 2014 publiceerde het Actuarieel Genootschap een nieuwe prognosetafel. Op basis hiervan is de grondslag sterfte en langlevens geactualiseerd. Aangezien deelnemers van PFZW langer leven dan de gemiddelde Nederlander, is een fondsafhankelijke correctie toegepast. De levensverwachting van de gemiddelde deelnemer is daarom iets verhoogd. De levensverwachting voor een vrouwelijke 65-jarige deelnemer is nu 88,6 jaar. De levensverwachting voor een mannelijke 65-jarige deelnemer is nu 86,3 jaar. Dit leidde tot een daling van de dekkingsgraad met ongeveer 0,5 procentpunt.

Andere grondslagen zijn gemonitord en waar nodig aangepast. De belangrijkste wijziging is de aanpassing van de bestandsontwikkeling. In 2014 is het aantal deelnemers van PFZW gedaald en de verwachting is dat de daling in de nabije toekomst verder doorzet. Ook is de verwachting dat het aantal deelnemers op de middellange termijn weer beperkt toeneemt. Deze aanpassingen leiden tot een stijging van de premie.

## Pensioenpremie 2015

PFZW heeft de pensioenpremie voor 2015 bepaald op basis van de verwachte gemiddelde kostprijs van pensioen over de jaren 2015-2020. Op die manier is een langjarige, stabiele premie vastgesteld. In 2020 worden de laatste NFP-compensatierechten onvoorwaardelijk. Bovendien stijgt naar verwachting het jaar daarop de pensioenrekenleeftijd naar 68 jaar. De jaarlijkse kostprijs loopt op door bestandsveroudering en het inkopen van overgangsrechten. De gemiddelde premie ligt in de eerste jaren iets boven de jaarlijkse kostprijs. In die periode wordt er gereserveerd voor de jaren daarna, waarin de gemiddelde premie juist iets onder de kostprijs ligt. Op deze manier wordt er rekening gehouden met toekomstige lasten.

In 2015 bedraagt de premie 23,5% (2014: 24,4%) van het salaris boven de franchise. Het opbouwpercentage voor ouderdomspensioen is verlaagd naar 1,75% (2014: 1,95%). Als gevolg hiervan heeft PFZW besloten de premie te verlagen. Van de pensioenpremie is 1,1 procentpunt bestemd voor de NFP-compensatierechten. Vanaf 2015 is deze premie hoger dan de in een betreffend jaar in te kopen NFP-compensatierechten. Het verschil is als vooruit ontvangen premies in de balans opgenomen voor de toekomstige inkoop van deze aanspraken. Naar verwachting zijn de toekomstige premiebijdragen dan toereikend om deze verplichtingen te financieren.

In de premie is een herstelopslag van 2 procentpunt verwerkt. De rentevoet onder de premie is gelijk gehouden op 2,63%. In 2015 is de premie voor arbeidsongeschiktheidspensioen 0,4%, gelijk aan 2014.

## Samenvatting actuariel rapport boekjaar 2014 certificerend actuaris

Jaarlijks stelt de waarmede actuaris van Pensioenfonds Zorg en Welzijn een rapport op, dat is bedoeld om inzicht te verschaffen in de ontwikkeling van de financiële positie van het pensioenfonds gedurende het boekjaar en in het bijzonder in de financiële positie van het pensioenfonds op de balansdatum.

De werkzaamheden van de waarmede actuaris bestaan er met name uit te beoordelen of is voldaan aan de vereisten in de Pensioenwet. Als onderdeel hiervan toetst hij of de technische voorzieningen, als geheel gezien, toereikend zijn vastgesteld en of de hierbij gehanteerde grondslagen prudent zijn. Naar het oordeel van de actuaris is dat per 31 december 2014 het geval.

Dit oordeel is mede gebaseerd op een audit van de nieuwe veronderstellingen ten aanzien van de overlevingskansen die op de balansdatum worden toegepast.

Met betrekking tot de premie heeft de waarmerkend actuaris vastgesteld dat de in boekjaar 2014 ontvangen totale premiebijdrage hoger was dan de gedempte premie, die onderdeel vormt van de financiële opzet van het pensioenfonds. Uitgaande van de door het pensioenfonds gehanteerde dempingsmethodiek was de premie in 2014 kostendekkend.

Daarnaast toetst de actuaris of het minimaal vereist eigen vermogen en het vereist eigen vermogen correct zijn bepaald en hoe het eigen vermogen van het pensioenfonds zich hiertoe verhoudt.

De dekkinggraad van het pensioenfonds is in 2014 afgenomen van 109% naar 102%.

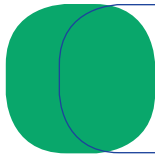
Sinds eind oktober 2014 bevindt het pensioenfonds zich hierdoor weer in een situatie van dekkingstekort. Het pensioenfonds heeft van DNB ontheffing gekregen van de verplichting een nieuw kortetermijnherstelplan in te dienen. De verwerking van het huidige tekort zal daarom plaatsvinden op basis van de regelgeving binnen het nieuwe Financieel Toetsingskader en onderdeel uitmaken van een nieuw op te stellen herstelplan in 2015.

## Oordeel certificerend actuaris

In de actuariële verklaring over boekjaar 2014 heeft de actuaris verklaard dat naar zijn overtuiging is voldaan aan de artikelen 126 tot en met 140 van de Pensioenwet, met uitzondering van artikel 131 (minimaal vereist eigen vermogen) en artikel 132 (vereist eigen vermogen). Het eigen vermogen van het pensioenfonds is op de balansdatum namelijk lager dan het wettelijk minimaal vereist eigen vermogen. Er is daarmee op 31 december 2014 sprake van een dekkingstekort. Vanwege dit tekort kwalificeert de actuaris de vermogenspositie als slecht.

Verder merkt de actuaris op dat het niveau van de marktrente de afgelopen jaren zowel de realisatie als de financiering van de voorwaardelijke toeslagverlening negatief heeft beïnvloed. Daardoor staan deze per einde 2014 op gespannen voet met de reële ambitie van het pensioenfonds. De consistentie van de financiële opzet staat daarmee naar zijn mening onverminderd onder druk.

In 2015 zal het pensioenfonds onder de regelgeving van het nieuwe FTK een nieuw herstelplan opstellen. De actuaris wijst er hierbij op dat zowel de te realiseren herstelkracht als de mate waarin de door het pensioenfonds nagestreefde reële ambitie gedurende de herstelperiode kan worden verwezenlijkt, in grote mate afhankelijk zal zijn van toekomstige, onzekere overrendementen en een gunstige ontwikkeling van de nominale marktrente.



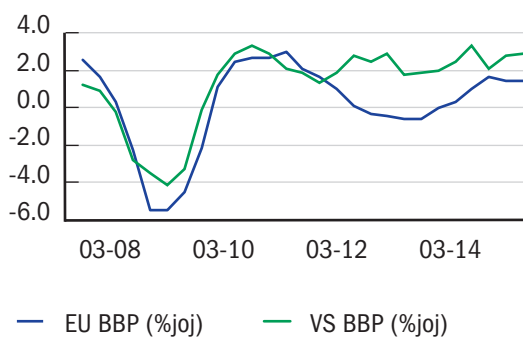
# Beleggingen in 2014

## Economie en financiële markten

In 2014 waren de economische verschillen in de wereld groot. Terwijl de groei in de Verenigde Staten (VS) en het Verenigd Koninkrijk (VK) al enkele jaren tussen 2% en 3% schommelt, bleef deze in 2014 in de eurozone onder 1%. De inflatie in deze regio's toonde een vergelijkbaar beeld. In de VS en het VK schommelde de inflatie rond 1,5%, terwijl deze in de eurozone gedurende het jaar afnam tot onder 0%. Een oorzaak van de lagere inflatie in de eurozone was de lage economische groei in combinatie met de sterke daling van de olieprijsen. Een groot aanbod en stagnerende vraag - in combinatie met de opkomst van schaliegas in de VS - zorgde ervoor dat de olieprijs in de tweede helft van het jaar met tientallen dollars daalde.

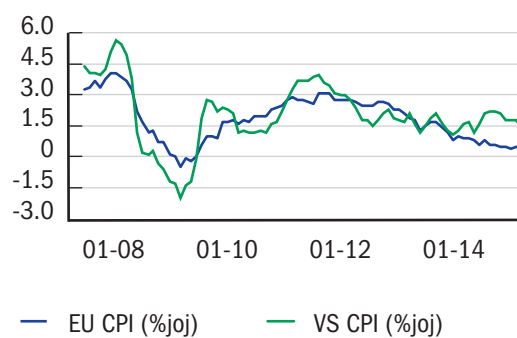
### Economische groei

(Bron: Bloomberg)



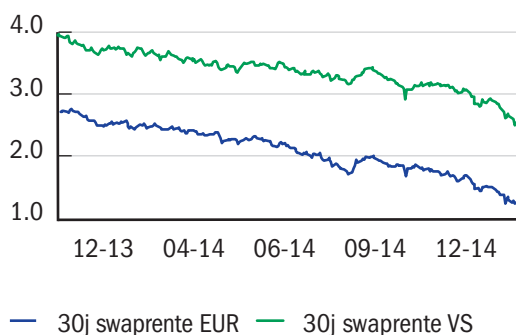
### Inflatie

(Bron: Bloomberg)



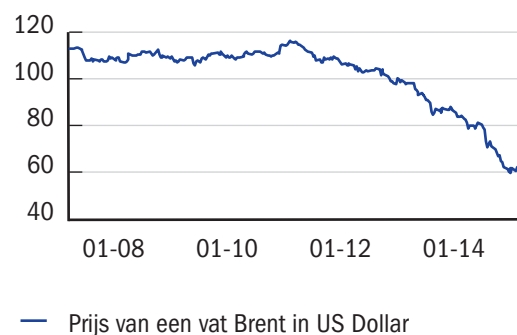
### Lage rente (%)

(Bron: Bloomberg)



### Olieprijs

(Bron: Bloomberg)



De verschillen in groei- en inflatietempo leidden in 2014 ook tot uiteenlopend monetair beleid. De Federal Reserve (Fed) en de Bank of England draaiden geleidelijk hun steun aan de economie en financiële markten terug. De Europese Centrale Bank (ECB) nam daarentegen nieuwe maatregelen in een poging de economie te stimuleren en de inflatie aan te wakkeren. De ECB verlaagde de beleidsrentes in de eurozone en nam bedrijfsleningen over van banken om de kredietverlening een impuls te geven. De verschillen in monetair beleid waren een belangrijke reden voor de koersstijging van de US dollar ten opzichte van de euro. De euro is zwakker geworden ten opzichte van de dollar. De euro-dollar koers is gedaald van 1,38 eind 2013 naar 1,21 eind 2014.

In 2014 was overwegend sprake van een positieve stemming op de financiële markten. Oorzaken daarvan waren onder andere de substantiële economische groei in vooral de VS en het feit dat centrale banken monetaire stimulansen maar mondjesmaat verminderden of soms zelfs vergrootten. De beurzen daalden in de zomer fors – zonder dat daar een aanwijsbare reden voor was- en herstelden in de weken daarna weer. Uiteindelijk liepen de rendementen op verschillende beleggingscategorieën daardoor in de dubbele cijfers. Alleen op grondstoffen werden forse verliezen geleden, vooral door de daling van de olieprijs.

De hoogste rendementen werden in 2014 behaald op beleggingen in opkomende markten. Dit was ondanks aanhoudende spanningen in het Midden-Oosten en een conflict tussen westerse landen en Rusland over delen van Oekraïne. In Europa bleef het rendement op aandelen achter als gevolg van de matige economische vooruitzichten. Bij de vastrentende waarden deed Europa het daarentegen relatief goed vanwege de sterk gedaalde rente.

## Beleggingsbeleid en resultaten in 2014

In 2014 zette PFZW de eerste stap op weg naar het Beleggingsbeleid 2020.

De beleggingen in hedge funds werden afgebouwd. De toetsing van deze beleggingscategorie aan het nieuwe beleggingskader, leidde tot de conclusie dat de beleggingscategorie niet volledig voldeed aan het behalen van de ambitie, duurzaamheid, complexiteit en kosten.

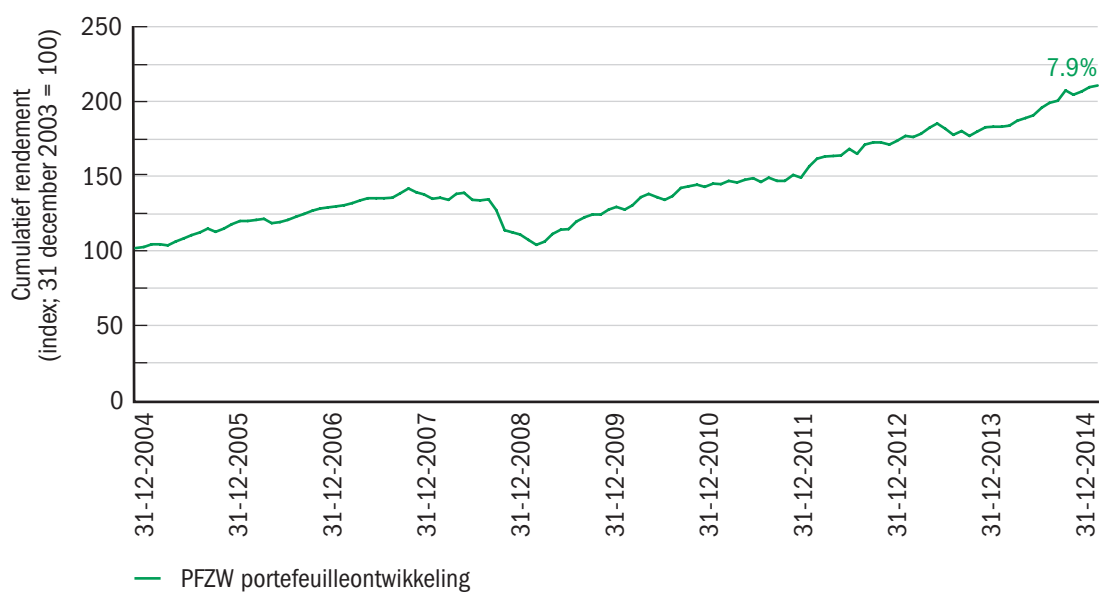
In 2014 veranderde de samenstelling van de beleggingsportefeuille verder als volgt:

- Het besluit om de rentehedge niet mee te laten groeien met de nieuwe pensioenverplichtingen in 2014, vanwege de historisch lage rente, leidde tot een daling van de afdekking van het renterisico. Een dergelijke daling leidt tot een stijging van het risico, zoals dat gemeten wordt in het FTK. Door de onderdekking mag het risico niet stijgen en vanwege de daling van de rentehedge was een compenserende maatregel noodzakelijk. PFZW verhoogde daarom de allocatie naar kortlopende staatsobligaties ten laste van liquide aandelen.
- De valutahedgeratio voor de US-dollar werd in 2014 teruggebracht tot het strategische niveau van 70%. De verlaging van de valutahedge in 2013 was gekoppeld aan een 1% kasallocatie om ook hier het risico niet te laten stijgen. Deze compenserende maatregel was in 2014 niet meer nodig, waardoor de kasallocatie werd teruggebracht naar 0%.

Het rendement – na aftrek van kosten voor vermogensbeheer – kwam in 2014 uit op 15,5%; 0,2 procentpunt boven de benchmark. Daarmee komt het gemiddelde rendement sinds de oprichting van het pensioenfonds in 1971 uit op 8,4%. De grafiek op de volgende pagina geeft het cumulatieve gerealiseerde rendement in de afgelopen tien jaar weer (7,9%).



### Gecumuleerd rendement PFZW vanaf 31 december 2004



(gemiddeld geannualiseerd tienjaarsrendement 7,9%)

In meer detail geeft het behaalde rendement in 2014 het volgende beeld:

<i>Beleggingen en rendement PFZW</i>		<i>31 december 2014</i>					
	<i>Allocatie</i>		<i>Bruto</i>	<i>Kosten</i>	<i>Netto</i>	<i>Bench-</i>	<i>Netto</i>
	<i>€ in mln</i>	<i>In %</i>	<i>rende-</i>	<i>Kosten</i>	<i>rende-</i>	<i>mark</i>	<i>Perfor-</i>
			<i>ment</i>		<i>ment</i>		<i>mance</i>
Zakelijke waarden	€ 103.605	64,1%	11,2%	0,82%	10,4%	10,7%	-/- 0,2%
Liquide aandelen	€ 53.049	32,8%	10,6%	0,07%	10,5%	10,6%	-/- 0,1%
Private equity	€ 9.004	5,6%	17,7%	5,37%	12,3%	13,0%	-/- 0,6%
Publiek vastgoed	€ 10.381	6,4%	18,0%	0,07%	17,9%	20,2%	-/- 1,9%
Privaat vastgoed	€ 9.354	5,8%	10,6%	1,16%	9,4%	11,2%	-/- 1,6%
High yield & emerging markets debt	€ 10.579	6,5%	5,2%	0,37%	4,8%	5,4%	-/- 0,5%
Structured credit	€ 2.510	1,6%	10,2%	0,17%	10,0%	8,2%	1,7%
Infrastructuur	€ 4.271	2,6%	13,4%	0,98%	12,4%	5,8%	6,2%
Hedge funds	€ 616	0,4%	8,8%	2,82%	6,0%	5,3%	0,7%
Insurance	€ 2.348	1,5%	7,0%	0,91%	6,1%	4,3%	1,7%
Overig	€ 1.493	0,9%	4,3%	1,93%	2,4%	7,0%	-/- 4,3%
<b>Grondstoffen</b>	<b>€ 6.451</b>	<b>4,0%</b>	<b>-/- 37,6%</b>	<b>0,07%</b>	<b>-/- 37,7%</b>	<b>-/- 38,0%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Vastrentende waarden</b>	<b>€ 51.656</b>	<b>31,9%</b>	<b>34,3%</b>	<b>0,03%</b>	<b>34,3%</b>	<b>33,0%</b>	<b>1,0%</b>
Staatsobligaties en rente- en inflatieswaps	€ 43.202	26,7%	43,1%	0,02%	43,1%	41,7%	1,0%
Bedrijfsobligaties	€ 6.084	3,8%	8,0%	0,07%	7,9%	7,7%	0,2%
Overig	€ 2.370	1,5%	4,7%	0,66%	4,0%	1,5%	2,4%
<b>Currency overlay</b>	<b>-/- € 1</b>	<b>0,0%</b>					
<b>Totaal</b>	<b>€ 161.711</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>0,54%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,2%</b>	<b>0,3%</b>

\* PFZW berekent performancecijfers zodanig dat zichtbaar wordt hoeveel extra rendement de benchmark had moeten maken om op het portefeuillerendement uit te komen. Daardoor komen de netto performance cijfers niet overeen met het verschil tussen de netto rendementen en de benchmark rendementen

## Rendementen

In 2014 behaalden zowel de zakelijke waarden als vastrentende waarden goede rendementen. Liquide aandelen realiseerden een rendement van ruim 10%. Publiek vastgoed deed het zelfs nog beter. De beleggingscategorie profiteerde vooral van het herstel van de Amerikaanse vastgoedmarkt en lagere financieringskosten door de gedaalde rente. High yield & emerging markets debt bleef in rendement achter op de meeste andere beleggingen. Dit was voornamelijk te wijten aan oplopende credit spreads op Amerikaanse high yield beleggingen.

Binnen de zakelijke waarden waren de rendementen op private beleggingen wisselend. Infrastructuur en private equity leverden een rendement van meer dan 12%, terwijl rendementen van de overige private beleggingen tussen 5% en 10% lagen.

De vastrentende waarden profiteerden van een lagere rente en een daling van de credit spreads in Europa. Grondstoffen waren de grote dissonant in 2014 met een negatief rendement van ruim 37%, door de forse daling van de olieprijs en de meeste andere grondstoffen. In de tweede helft van 2014 besloot het bestuur de strategische allocatie naar grondstoffen voor 2015 te verlagen en de invulling van de beleggingen in grondstoffen aan te passen. Vooruitlopend hierop is in de laatste paar maanden van 2014 besloten om grondstoffen niet mee te nemen in de herbalancering. Hoewel de feitelijke allocatie sterk daalde, is in de herbalancering geen extra geld belegd in grondstoffen om zo de allocatie meer in lijn te brengen met het nieuwe strategisch niveau. De relatief lage weging in grondstoffen eind 2014 heeft de verliezen in de portefeuille als gevolg van beleggingen in grondstoffen enigszins beperkt.

## Kosten

Voor de eerste keer vermeldt PFZW op deze wijze de kosten van vermogensbeheer, exclusief transactiekosten, in het overzicht met de portefeuillerendementen 'Beleggingen en rendement PFZW'. Het betreft een zo goed mogelijke inschatting van de beheerkosten. Voor zover van toepassing vermelden wij bovendien de prestatiegerelateerde vergoedingen, de performance fees.

De totale kosten van vermogensbeheer waren in 2014 € 811 miljoen en 54 basispunten.

De kosten verschillen sterk per beleggingscategorie. De meest liquide beleggingscategorieën – zoals aandelen en staatsobligaties – hebben de laagste kosten. Zij worden gevolgd door andere verhandelbare beleggingen, zoals bedrijfsobligaties en high yield en emerging markets debt. Voor private beleggingen zijn de kosten het hoogst. De kosten voor infrastructuur bedroegen bijna 1 procentpunt en voor privaat vastgoed ruim 1,1 procentpunt. De kosten voor hedge funds en private equity bedroegen respectievelijk bijna 3 procentpunt en ruim 5 procentpunt. Bij deze beleggingscategorieën speelt performance een belangrijke rol. Goede rendementen leiden in dit geval tot hogere kosten van vermogensbeheer, omdat dan extra performance fees verschuldigd zijn.

## Performance

Een vergelijking van het nettorendement per beleggingscategorie met de benchmark geeft inzicht in de performance per beleggingscategorie. Deze performance is niet alleen afhankelijk van de keuzes van de portefeuillebeheerder, maar ook van diens vrijheid af te wijken van de benchmark. Een portefeuillebeheerder die de opdracht heeft om de benchmark grotendeels te volgen, laat hooguit een beperkte out- of underperformance zien. Bij private beleggingen wijkt de performance veelal af van de benchmark omdat hier de benchmark niet belegbaar is en daarom niet replicerbaar is.

In 2014 bedroeg de outperformance van de gehele portefeuille 23 basispunten. Dit was vrijwel volledig te danken aan de outperformance bij infrastructuur en bij de beleggingscategorie staatsobligaties en rente- en inflatieswaps. Bij deze laatste categorie werd de benchmark gevormd door de marktwaardeverandering van de verplichtingen, die is gebaseerd op swaprentes. De portefeuille bestond voor een groot deel uit staatsobligaties. Doordat de rentes op staatsobligaties harder daalden dan de swaprentes, behaalden de beleggingen een hoger rendement dan de benchmark, van bijna € 300 miljoen.

De totale performance binnen zakelijke waarden was licht negatief, mede omdat het portefeuillerendement van de grootste component, liquide aandelen, achter bleef op het rendement van de benchmark. Het rendement van high yield & emerging markets debt bleef ruim een half procentpunt achter op de benchmark door slecht presterende beleggingen in onder meer Rusland en Venezuela en een achterblijvend rendement van beleggingen in de energiesector. De categorie overig in de bovenstaande tabel bevat verschillende soorten beleggingen die geen onderdeel meer zijn van de strategische portefeuille, maar die PFZW tegelijkertijd niet direct kan verkopen tegen een acceptabele prijs. Het rendement van deze beleggingen was ruim 2%, waardoor een underperformance resulteerde van ruim 4% ten opzichte van het vaste percentage van 7% dat als benchmark gehanteerd wordt.

Bij de andere beleggingen met een underperformance, springen beursgenoteerd vastgoed en privaat vastgoed het meest in het oog. Bij beursgenoteerd vastgoed was de underperformance te wijten aan het relatief grote gewicht van Japanse beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Na de hoge rendementen in 2013, zakten de prijzen van deze beleggingen in de eerste maanden van 2014 in. Een deel van de outperformance in 2013 werd daardoor in de eerste maanden van 2014 tenietgedaan. Bij privaat vastgoed leidde vooral de beleggingen in Nederlandse woningen en winkels tot een rendement dat achterbleef bij dat van de benchmark.

## Z-score en performancetoets

De performancetoets is door de wetgever bedoeld om de kwaliteit van de uitvoering van het beleggingsbeleid te meten. Deze wordt berekend op basis van de Z-scores van vijf opeenvolgende jaren. De Z-score is een voor kosten en risico gecorrigeerde (outperformance-)maatstaf waarbij het rendement van de portefeuille wordt vergeleken met het rendement van de vooraf vastgestelde normportefeuille. Als de performancetoets niet wordt gehaald, vervalt de verplichtstelling voor de werkgevers die bij PFZW zijn aangesloten. PFZW slaagt voor de performancetoets als de score hoger is dan 1,28. Onderstaande tabel geeft de Z-score en de performancetoets van de afgelopen vijf jaar weer.

### Z-score en performancetoets

<i>Jaar</i>	<i>Z-score</i>	<i>Performancetoets</i>
2010	0,91	0,77
2011	0,69	0,07
2012	0,68	-/- 0,07
2013	1,02	1,36
2014	0,91	1,88

De Z-scores vanaf 2010 bepalen de performancetoets tot en met 2014. Gecorrigeerd voor kosten en risico komt PFZW op een Z-score van 0,91 in 2014. De score voor de performancetoets over de jaren 2010 tot en met 2014 bedraagt 1,88. Hiermee slaagt PFZW in 2014 voor de performancetoets. Als het rendement van de feitelijke portefeuille in 2015 minder dan 13% achterblijft op het rendement van de normportefeuille dan slaagt PFZW ook in 2015 voor de performancetoets. Dit komt door de behaalde resultaten in de afgelopen vijf jaar.

## Aansluiting op de jaarrekening

De indeling van de jaarrekening is voornamelijk gebaseerd op de aard van de financiële instrumenten en wijkt daarmee af van de portefeuille-indeling in de tabel 'Beleggingen en rendement PFZW'.

Onderstaande tabel geeft de aansluiting tussen beide modellen weer.

### Portefeuille-indeling

(bedragen x € 1 miljoen)

	Vastgoed	Infrastructuur	Aandelen	Private equity	Leningen	Obligaties	Geldmarktbeleggingen	Derivaten activa	Overige beleggingen	Totaal	Vorderingen en schulden	Derivaten passiva	Belegd vermogen
<b>Zakelijke waarden</b>													
Liquide aandelen			53.006				23			53.029	61 -/-	41	53.049
Private equity				9.010			239			9.249 -/-	129 -/-	116	9.004
Publiek vastgoed	10.379						2			10.381	1 -/-	1	10.381
Privaat vastgoed	9.400						20			9.420 -/-	62 -/-	4	9.354
High yield & emerging markets debt			14		68	10.476	91	3		10.652	1 -/-	74	10.579
Structured credit						2.518 -/-	197			2.321	219 -/-	30	2.510
Infrastructuur		4.272					-/-	9		4.263	31 -/-	23	4.271
Hedge funds					14		-/-	1	604	617	1 -/-	2	616
Insurance						1.467 -/-	309		934	2.092	319 -/-	63	2.348
Overig			85	116	372		22	608	852	2.055 -/-	489 -/-	73	1.493
<b>Grondstoffen</b>									<b>6.451</b>	<b>6.451</b>			<b>6.451</b>
<b>Vastrentende waarden</b>													
Staatsobligaties en rente- en inflatieswaps					101	26.778	2.075	25.900		54.854 -/-	67 -/-	-11.585	43.202
Bedrijfsobligaties					47	6.010	106			6.163	-/-	79	6.084
Overig						4.017	13.787			17.804 -/-	-15.434		2.370
<b>Currency overlay</b>								<b>3</b>		<b>3</b>	<b>278 -/-</b>	<b>283 -/-</b>	<b>2</b>
<b>Totaal</b>	<b>19.779</b>	<b>4.272</b>	<b>53.105</b>	<b>9.126</b>	<b>602</b>	<b>51.266</b>	<b>15.849</b>	<b>26.511</b>	<b>8.841</b>	<b>189.351</b>	<b>-/-15.549</b>	<b>-/-12.091</b>	<b>161.711</b>

## Verantwoord beleggen

De volgende onderdelen bevatten een terugblik op de uitvoering van het verantwoord beleggen beleid van PFZW gedurende 2014.

### Engagement: stabiele financiële sector

Vanuit de Enhanced Disclosure Task Force (EDTF) werkt PFZW aan het verbeteren van de transparantie bij banken over hun risico's en risicobeheersmaatregelen. Met verschillende zakenbanken voerde de uitvoeringsorganisatie namens PFZW gesprekken over onder andere de governance en beloningsstructuur. Met deze gesprekken wil PFZW bijdragen aan meer stabiliteit en dienstbaarheid in de financiële sector. Aan banken waarmee PFZW een aandeelhouders- of klantrelatie heeft, is gevraagd de EDTF-aanbevelingen te implementeren. In 2014, verslagjaar 2013, zijn hier grote vorderingen mee gemaakt in met name Canada en Europa. Ook in Nederland werd aangedrongen op verbeteringen bij banken in transparantie op het gebied van Environment, Social & Governance (ESG). Op basis van de jaarverslagen over 2013 van de grootbanken ING, ABN AMRO en Rabobank ontstaat het beeld dat de Nederlandse banken verbeteringen hebben doorgevoerd in hun jaarverslaglegging, in lijn met de EDTF-aanbevelingen.

## Nederlandse Investeringsinstelling N.V.

PFZW was in 2014 medeoprichter van de Nederlandse Investeringsinstelling N.V. (NII). Het doel van de NII is om Nederlandse projecten in infrastructuur, onderwijs, zorg, woningbouw, midden- en kleinbedrijf en duurzame energie toegankelijker te maken voor investeringen door institutionele beleggers. De NII brengt vraag naar investeringen en aanbod van vermogen bij elkaar. Dat levert welvaart en werkgelegenheid op. Institutionele beleggers kunnen op die manier een bijdrage leveren aan de ontwikkeling van de Nederlandse economie.

## Uitsluitingen van ondernemingen en staatsobligaties in 2014

PFZW heeft naast de uitsluiting van vijf Israëlische banken per 31 december 2013 twee nieuwe ondernemingen aan de uitsluitingenlijst toegevoegd en één onderneming verwijderd, alle drie op basis van het criterium controversiële wapens. PFZW voegde de Centraal Afrikaanse Republiek in 2014 aan de uitsluitingenlijst voor staatsobligaties toe. De uitsluiting van vijf Israëlische banken op 31 december 2013 leidde tot veel aandacht in de media en reacties van PFZW-deelnemers. Deze uitsluitingen zijn het gevolg van de betrokkenheid van de vijf banken bij de uitbreiding van de nederzettingen in de bezette Palestijnse gebieden. Volgens het Internationaal Gerechtshof zijn deze nederzettingen illegaal, omdat ze in strijd zijn met de Bescherming van de Burgerbevolking, zoals bepaald in het Vierde Verdrag van Genève. De banken zagen geen ruimte om hun betrokkenheid bij de financiering van de nederzettingen te beëindigen. PFZW besloot vervolgens om tot uitsluiting over te gaan. Naar aanleiding van de vele reacties hierop, organiseerde PFZW verschillende bijeenkomsten met belanghebbenden, zoals niet-gouvernementele organisaties (ngo's) en joodse en christelijke belangorganisaties.

Het Franse Zodiac Aerospace bleek niet langer betrokken bij de productie van clusterbommen en is daarom niet langer uitgesloten. De betrokkenheid van het Franse bedrijf CNIM bij de ontwikkeling van de lanceerinrichting van de Franse M51 kernraket, gaf aanleiding deze onderneming uit te sluiten. PFZW voegde het Russische Motovilikha Plants aan de uitsluitingenlijst toe vanwege productie van raketlanceringsinstallaties die ook clusterwapens kunnen afvuren. De Verenigde Naties (VN) en Europese Unie (EU) hebben sancties opgelegd aan de zittende regering van de Centraal Afrikaanse Republiek. Het besluit tot uitsluiting was daarmee een directe toepassing van het uitsluitingsbeleid.

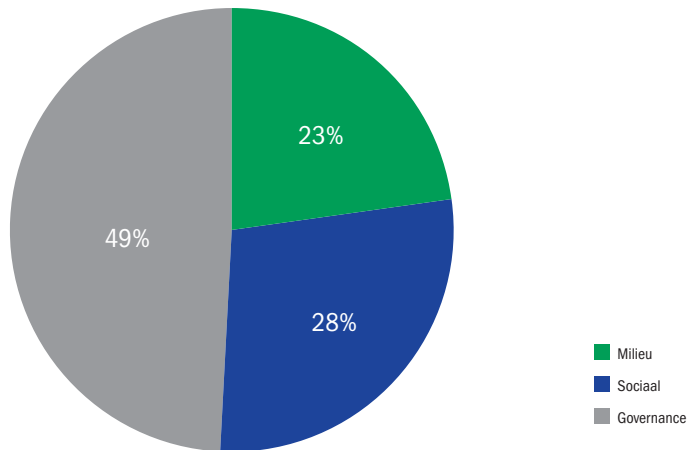
## Awards

PFZW is voor de achtste keer op rij het meest duurzame pensioenfonds van Nederland, blijkt uit onderzoek van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO). Ook heeft PFZW een award gewonnen bij de jaarlijkse IPE Awards in Wenen, voor de categorie ESG. PFZW had hiervoor een case ingestuurd over de opzet en werking van het verantwoord beleggingsbeleid. De jury prees PFZW om zijn 'langetermijnfocus met de nadruk op dialoog'. Verder ontving PFZW de nationale Rookvrij-prijs van de Hartstichting, KWF Kankerbestrijding en het Longfonds. Dit vanwege PFZW's besluit in 2013 om te stoppen met beleggen in de tabaksindustrie. De komende jaren zetten we de ingeslagen weg op het gebied van verantwoord beleggen voort.

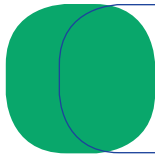
## Duurzaamheid integratie in beleggingsproces

PFZW heeft de doelstelling geformuleerd om duurzaamheid systematisch in het beleggingsproces toe te passen en daarmee duurzaamheid meer te verankeren in de beleggingen. In 2014 zijn vier beleggingen in oplossingen voor maatschappelijke vraagstukken gedaan. Voor het tegengaan van klimaatverandering is belegd in een groene obligatie van GDF Suez voor duurzame energie. Als oplossing voor waterschaarste is belegd in een Chinese waterzuiveringsinstallatie, die afvalwater uit rivieren zuivert tot drinkwater voor de lokale bevolking. Om bij te dragen aan de gezondheidszorg is belegd in een zorgfonds, Gilde Healthcare Services II, dat onder andere in de Nederlandse zorg investeert. Tot slot is bijgedragen aan voedselzekerheid door te beleggen in het Black River Food Fund II, dat privaat kapitaal in de voedselindustrie in onder andere Azië investeert. Verder is de uitvoeringsorganisatie in 2014 gestart met het in kaart brengen van de CO<sub>2</sub>-voetafdruk van de aandelenportefeuille. In 2015 volgt een CO<sub>2</sub>-reductieplan voor deze portefeuille en wordt een vervolg gemaakt met het meten van de uitstoot in andere beleggingscategorieën.

### Themaverdeling engagementactiviteiten 2014



Bovenstaande figuur laat zien dat de engagementgesprekken in 2014 voor een groot deel betrekking hadden op governance. De meeste resultaten zijn ook bereikt op het gebied van governance.



## *Pensioenfonds in bedrijf*

PFZW heeft de uitvoering van de pensioenregeling en het vermogensbeheer uitbesteed aan een uitvoeringsorganisatie. Conform de wetgeving blijft PFZW eindverantwoordelijk voor de gehele dienstverleningsketen. Voor de uitbesteding heeft PFZW overeenkomsten gesloten met de uitvoeringsorganisatie en/of dochterondernemingen daarvan. Alle met de uitvoeringsorganisatie gesloten overeenkomsten zijn voor bepaalde tijd.

### **Bestuursbureau**

Het bestuur en de commissies worden in hun verantwoordelijkheden bijgestaan door het bestuursbureau. Het bureau heeft een adviesfunctie, voert regie op de uitbesteding en rapporteert over de resultaten. Het bestuursbureau is bovendien intensief betrokken bij de uitbesteding en het tot stand komen van de nieuwe overeenkomsten met de uitvoeringsorganisatie. Onderdeel van het werk van het bestuursbureau is het toezicht op de dienstverlening en activiteiten van de uitvoeringsorganisatie. Het bureau telde in 2014 zestien medewerkers, met deskundigheid op het gebied van onder andere pensioen, beleggingen, risico, uitbesteding en kwaliteit.

### **Governance**

#### **Inleiding**

De invoering van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen per 1 juli 2014 vereiste aanpassing van de governance en daarmee een ingrijpende wijziging van de statuten. Daarnaast zette PFZW stappen om tot verdere professionalisering van het bestuur te komen. PFZW overlegde hierover periodiek met de betrokken organisaties van werkgevers en werknemers.

#### **Invoering nieuw bestuursmodel**

Het bestuur heeft gekozen voor voortzetting van het paritaire bestuursmodel, waarbij organisaties van sociale partners bestuursleden voordragen. Deze keuze benadrukt dat werkgevers en werknemers verantwoordelijk zijn voor de arbeidsvoorwaarde pensioen. Dat geldt zeker als het bestuur van het pensioenfonds de inhoud van de pensioenregeling bepaalt, zoals bij PFZW. Directe betrokkenheid van sociale partners bij de besturing van het pensioenfonds is daarom belangrijk.

Het vernieuwde paritaire model kent een verplichte vertegenwoordiging van pensioengerechtigden naar rato in het bestuur. Voor de verkiezing van deze bestuurders is op basis van de profielschets en de wettelijke geschiktheidseisen een kandidatenlijst samengesteld. Met meerderheid werd Ria Vedder, kandidaat gesteld door de ANBO, verkozen. Zij nam zitting in de werknemersgeleding van het bestuur. In verband hiermee vertrok Ilse van der Weijden (AbvaKabo FNV).

Per 1 juli 2014 is de raad van toezicht geëffectueerd. Daarmee wordt voldaan aan de wettelijk verplichte vorm voor de inrichting van intern toezicht bij een bedrijfstakpensioenfonds. De commissie intern toezicht, voorheen verantwoordelijk voor het intern toezicht, is opgeheven. De voorzitter van deze commissie, Nol Hoevenaars, is benoemd tot voorzitter van de nieuwe raad van toezicht. Daarnaast zijn Monique Donders en Jo van Engelen benoemd tot leden.

Binnen de Pensioenraad is de vertegenwoordiging van pensioengerechtigden beperkt (van twaalf naar zes zetels) ten gunste van de actieve deelnemers (van twaalf naar achttien zetels). De Pensioenraad voldoet daarmee aan de wettelijke eis dat het verantwoordingsorgaan een afspiegeling is van de aantallen actieven en pensioengerechtigden aangesloten bij PFZW. Daarnaast traden vertegenwoordigers van ANBO toe tot de geleding van pensioengerechtigden.



De Wet versterking bestuur pensioenfondsen leidde ook tot aanpassingen in de samenstelling en bevoegdheden van de Pensioenraad. De Pensioenraad werd in 2014 een verantwoordingsorgaan met de bijbehorende taken en bevoegdheden. Dat betekent overigens wel dat de Pensioenraad een aantal goedkeuringsrechten, waaronder die op de begroting en het jaarverslag, is overgedragen aan de raad van toezicht.

### Versterking deskundigheid bestuur

Het bestuur is in 2013 gestart met het aantrekken van specifieke deskundigheid op het gebied van vermogensbeheer en risicomanagement. In 2013 traden twee bestuursleden met specifieke deskundigheid als vertegenwoordiger van respectievelijk de geleding van werkgevers en de geleding van werknemers toe tot het bestuur. Een van die twee bestuursleden voorziet in begin 2015 in de vacature van een werkgeversorganisatie. Het andere bestuurslid zal in 2017 een werknemersorganisatie gaan vertegenwoordigen. Daarmee hebben dan alle bestuursleden zitting namens een specifieke voordragende organisatie. Begin 2015 treedt een bestuurslid af en wordt opgevolgd door het derde bestuurslid met extra deskundigheid.

De externe adviseurs op het gebied van vermogensbeheer in de bestuurscommissie investments hebben afscheid genomen. Gezien de bestuurlijke versterking op het gebied van vermogensbeheer in het bestuur en de bestuurscommissie investments heeft het bestuur vooralsnog besloten niet tot vervanging over te gaan.

Het besluit van het bestuur om de representativiteit te versterken, is in 2014 nog niet gestart en nog niet afgerond. Het is de bedoeling dat sociale partners een stevigere positie krijgen in de pensioencommissie. Bovendien krijgt het advies van de commissie over aanpassingen van de regeling het karakter van een zwaarwegend advies aan het bestuur.

Het besluit over de verdergaande mandatering van de bestuurscommissies is in 2014 genomen. Dit besluit zal in 2015 worden geconcretiseerd.

In 2014 volgde het bestuur een commissie-georiënteerd opleidingsprogramma van een externe partij. Daarnaast volgde het bestuur traditiegetrouw in augustus een summercourse. Vrijwel alle bestuursleden namen deel aan een competentie-assessment door een extern bureau. De toetsing is gebaseerd op zowel de 'handreiking geschikt pensioenfondsbestuur' van de Pensioenfederatie als door het bestuur zelf benoemde kerncompetenties.

### Code Pensioenfondsen

Op het gebied van diversiteit in leeftijd van bestuurders voldoet PFZW niet aan de Code Pensioenfondsen, omdat op basis van de code minstens één bestuurder jonger dan 40 jaar moet zijn. PFZW bevordert de diversiteit naar leeftijd en geslacht in de samenstelling van bestuurlijke organen. Het bestuur van het fonds bestaat uit een onafhankelijke voorzitter en veertien bestuursleden waarvan drie van het vrouwelijke geslacht.

De raad van toezicht bestaat uit drie leden van wie één van het vrouwelijke geslacht.

Het verantwoordingsorgaan kent 36 leden van wie tien van het vrouwelijke geslacht en heeft daarnaast ook een onafhankelijke vrouwelijke voorzitter.

Alle bestuursleden en de leden van de raad van toezicht zijn ouder dan 40 jaar. Het verantwoordingsorgaan kent twee leden jonger dan 40 jaar.

PFZW stimuleert de betrokkenheid van jongeren. Ook bij vacatures in het bestuur wordt aan voordragende organisaties een profiel verstrekt waarbij mede gevraagd wordt om op basis van leeftijd voor te dragen.

Voor het overige voldoet PFZW aan de Code Pensioenfondsen.

PFZW kent een gedragscode en een klokkenluiserregeling voor bestuurders en medewerkers. De functie van compliance officer is extern belegd. In 2014 heeft de toezichthouder een sectorbreed onderzoek gedaan naar belangenverstrengeling. De regeling van PFZW bevat een aantal best practices. DNB heeft aanbevelingen gedaan die zoveel mogelijk worden opgevolgd.

## Regie op uitbesteding

### Aanbesteding beleidsadviesing en bestuursondersteuning

De overeenkomst voor de uitbesteding van beleidsadviesing en bestuursondersteuning eindigde in 2014. PFZW sloot voor deze dienstverlening een nieuwe overeenkomst voor wederom een periode van zes jaar. Daarnaast besteedt PFZW ook het vermogensbeheer, de pensioenadministratie en communicatie uit. Het contract voor pensioenadministratie en communicatie loopt eind 2015 af en wordt daarna opnieuw gecontracteerd. Contracten kennen verschillende looptijden en zijn overlappend, waardoor de hercontractering van de uitbesteding in de tijd kan worden gespreid.

De kavel beleidsadviesing en bestuursondersteuning omvat de diensten die PFZW in staat stellen een toonaangevende en bij de sector passende pensioenregeling te behouden. Daarnaast zijn deze diensten van belang voor de bewaking van het draagvlak, het actueel houden van de marktdefinitie en de juiste en adequate uitvoering van het beleid. PFZW wordt niet alleen ondersteund bij de realisatie van zijn doelen maar ook geadviseerd over de impact van (voorgenomen) veranderingen in wet- en regelgeving en veranderende inzichten over solidariteit. De toekomst- en schokbestendigheid van het pensioencontract spelen daarbij een belangrijke rol.

De adviesing stelt PFZW in staat een toekomstbestendige financiële opzet te hanteren. Hierdoor kan PFZW – gegeven de beoogde kwaliteit van de pensioenregeling en de samenstelling van het deelnemersbestand – weloverwogen besluiten over prijs en risico nemen.

### Meten effectiviteit communicatiemiddelen

PFZW hecht veel waarde aan goede communicatie met deelnemers en werkgevers. PFZW streeft naar een juiste balans tussen gebruiksgemak en kosten. Gebruik van en tevredenheid over alle ingezette communicatiemiddelen worden daarom structureel gemonitord. Bovendien analyseert PFZW vragen en klachten met als doel de inzet van communicatiemiddelen te verbeteren. Hiertoe zijn tal van dienstverleningsniveaus afgesproken met de uitvoeringsorganisatie. In het kader van het kostenbesparingsprogramma zet PFZW de komende jaren versterkt in op digitale communicatiemiddelen.

## Kosten van uitbesteding

### Kostenbeheersingsprogramma

PFZW formuleerde in 2014 doelstellingen voor de beheersing van kosten. De doelstelling voor de pensioenuitvoering is om door efficiëntie maatregelen en inzet van automatisering de kosten per deelnemer met 20% te verlagen. Met betrekking tot vermogensbeheer heeft PFZW eenzelfde doelstelling van 20% kostenverlaging. De integrale kosten kunnen daardoor dalen tot onder 0,5% van het pensioenvermogen. Voor uitbesteding aan externe partijen is een fee-protocol opgesteld dat moet bijdragen aan een beheerste vergoeding in relatie tot de prestaties. Ook worden enkele beleggingscategorieën opnieuw bezien op rendement in relatie tot kosten.

PFZW startte in 2014 een kostenbesparingsprogramma om deze doelstellingen te kunnen realiseren. Het kostenbeheersingsprogramma kan niet los worden gezien van de dienstverlening. Dit betekent voor vermogensbeheer dat beheersing van de kosten geen invloed mag hebben op het beleggingsbeleid en de haalbaarheid van de pensioenambitie. Kostenbeheersing van de pensioenuitvoering mag evenmin ten koste gaan van de gewenste kwaliteit van de dienstverlening.

### Kostenontwikkeling pensioenbeheer

Al enige tijd stijgt het aantal pensioengerechtigden en deze ontwikkeling zal de komende jaren doorzetten. Dit leidt tot meer werk en hogere kosten in de uitvoering. Daarnaast leiden de financiële crisis en de bezuinigingen in de sector zorg en welzijn tot een daling van het aantal premiebetalende deelnemers. Deze ontwikkeling is negatief voor de verlaging van de kosten per deelnemer, bezuinigingen en verbetering van productiviteit worden hier tegenover gezet.

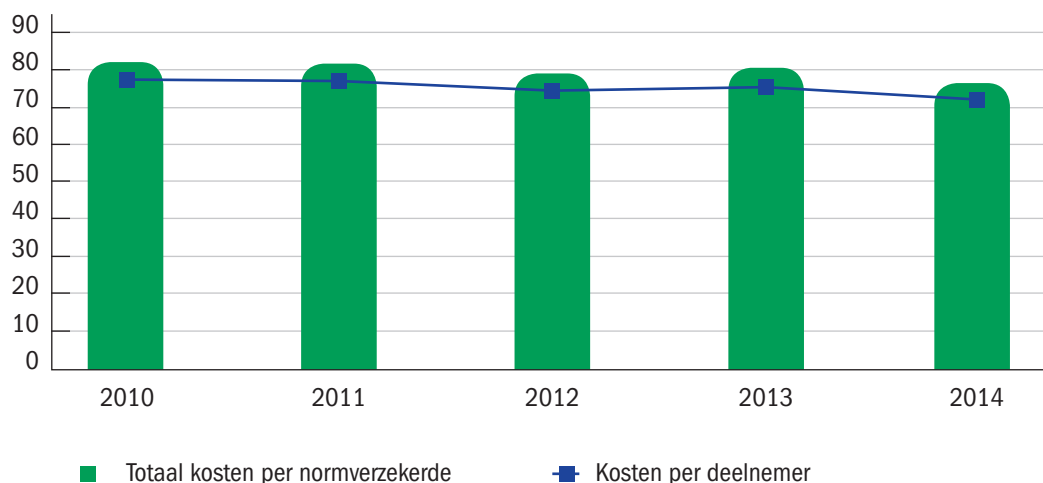
PFZW zet initiatieven in om de efficiency en effectiviteit van de dienstverlening te vergroten. Op die manier behoudt PFZW het gewenste kostenniveau zonder aan kwaliteit te verliezen. Deelnemers kunnen steeds meer aanpassingen van gegevens doorvoeren via MijnPFZW. Dit vergt vergaande automatisering van de online dienstverlening. Aangezien de uitvoering van het pensioenbeheer volledig is uitbesteed aan de uitvoeringsorganisatie, vraagt deze ontwikkeling ook om forse aanpassing van de dienstverlening door de uitvoeringsorganisatie.

In 2014 bedroegen de totale kosten van de uitvoering van de pensioenregeling € 113 miljoen. PFZW beoordeelt de kosten zowel op basis van kosten per normverzekerde als op basis van de kosten per deelnemer. De kosten kwamen overeen met € 76,35 (2013: € 80,32) per normverzekerde en € 72,99 (2013: € 76,68) per deelnemer.

In de kosten per normverzekerde 2013 is een korting opgenomen van € 2.385.000. De korting per normverzekerde bedraagt € 1,58. Over 2014 heeft geen korting plaats gevonden.

In de afgelopen jaren liet de ontwikkeling van beide kengetallen het volgende beeld zien:

**Kosten per normverzekerde en per deelnemer**



### Kostenontwikkeling vermogensbeheer

PFZW volgt in de presentatie van de kosten van vermogensbeheer de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie en de nadere uitwerking kosten vermogensbeheer.

De kosten voor vermogensbeheer, exclusief transactiekosten daalden van € 817 miljoen in 2013 naar € 811 miljoen in 2014. Op basis van het gemiddelde belegd vermogen is sprake van een daling van 0,61% naar 0,54%. Belangrijke oorzaak van deze daling in de kosten is de toename van het belegd vermogen bij dalende absolute kosten. Wat betreft kosten heeft PFZW de doelstelling geformuleerd als een percentage van de omvang van het vermogen.

Onderstaande tabel geeft de vermogensbeheerkosten exclusief transactiekosten per beleggingscategorie weer.

#### Vermogensbeheerkosten over 2014

(bedragen x € 1 miljoen)	Vermogens- beheerkosten (excl. Performance- gerelateerd)	Performance- gerelateerde vergoedingen	Totaal 2014	Totaal 2013
<b>Zakelijke waarden</b>	<b>440</b>	<b>335</b>	<b>775</b>	<b>780</b>
Liquide aandelen	33	1	34	28
Private equity	161	284	445	420
Beursgenoteerd vastgoed	6	0	6	9
Privaat vastgoed	89	2	91	98
High yield & emerging markets debt	35	3	38	36
Structured credit	4	0	4	5
Infrastructuur	35	1	36	36
Hedge funds	38	35	73	102
Insurance	17	0	17	15
Overig	22	9	31	31
<b>Grondstoffen</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Vastrentende waarden</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Staatsobligaties en rente- en inflatieswaps	7	0	7	8
Bedrijfsobligaties	5	0	5	4
Overig	1	0	1	1
Overlay				
<b>Vergoeding uitvoeringsorganisatie</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
Toegerekende kosten bestuursorganen	1	0	1	0
<b>Totale vermogensbeheerkosten</b>	<b>476</b>	<b>335</b>	<b>811</b>	<b>817</b>
<b>Gemiddeld belegd vermogen</b>			<b>150.263</b>	<b>133.776</b>
<b>Kosten in %</b>	<b>0,32</b>	<b>0,22</b>	<b>0,54</b>	<b>0,61</b>

In bovenstaande tabel bestaan de genoemde bedragen onder vermogensbeheerkosten (exclusief performance-gerelateerde kosten) uit de beheervergoedingen gebaseerd op geïnvesteerde of toegezegde bedragen, vaste overeengekomen vergoedingen, bewaarloon en overige kosten.

De bedragen onder de performance-gerelateerde vergoedingen zijn gebaseerd op afgesproken resultaatdoelstellingen. De performance-gerelateerde vergoedingen voor private equity-managers zijn toegenomen en gebaseerd op positieve gerealiseerde resultaten. Deze kunnen ook betrekking hebben op resultaten in voorgaande jaren. Waar mogelijk zijn aanvullende reserveringen gemaakt, zodat performance-gerelateerde vergoedingen beter kunnen worden toegerekend aan het huidige verslagjaar. Van de totale vermogensbeheerkosten was 65% gebaseerd op rapportages van voor het vermogensbeheer ingeschakelde externe managers, niet zijnde de uitvoeringsorganisatie. De kosten van met name het laatste kwartaal van 2014 betreffen deels schattingen of voorlopige opgaven. Dit betreft 26% van de totale vermogensbeheerkosten.

Naast de kosten van het vermogensbeheer betaalde PFZW ook transactiekosten. Deze kosten worden conform aanbeveling van de Pensioenfederatie apart vermeld.

### Transactiekosten over 2014

(bedragen x € 1 miljoen)

In- en uitstapkosten bij beleggingsfondsen	51
Aan- en verkoopkosten bij directe belegging in beleggingstitels	21
Acquisitiekosten	27
Totaal transactiekosten	99

**Totaal transactiekosten** **99**

**Gemiddeld belegd vermogen, waarover transactiekosten zijn meegenomen** **142.055**

**Kosten in %** **0,07**

Transactiekosten vormen een aparte kostensoort, waarvan de omvang wordt bepaald door aard en omvang van de transacties binnen de beleggingsportefeuille van PFZW. De gepresenteerde transactiekosten kunnen daardoor lastig worden vergeleken met andere pensioenfondsen.

PFZW belegt voor een groot deel in beleggingsfondsen. De in- en uitstapkosten zijn een indicatie van de kosten die de beheerders van deze beleggingsfondsen maken om financiële instrumenten binnen het fonds te kopen of verkopen. De aan- en verkoopkosten bij directe beleggingen zijn schattingen. Deze kosten bestonden grotendeels uit kosten van brokers en transactiekosten die onderdeel uitmaakten van de spread tussen bied- en laatkoersen. De schattingen stemt de uitvoeringsorganisatie periodiek af met de relevante externe tegenpartijen.

De vermelde acquisitiekosten die betrekking hebben op directe transacties in illiquide beleggingen betreffen de werkelijk in rekening gebrachte kosten als transactiekosten. Deze kosten bestaan veelal uit kosten van adviseurs.

Voor circa 5% van het belegd vermogen ontbreekt voorsnog het inzicht in de transactiekosten. De transactiekosten bedragen 0,07% van het gemiddeld belegd vermogen waarvan de transactiekosten bekend zijn en meegenomen in de berekening (€ 142 miljard).

### Aansluiting met de jaarrekening

De jaarrekening bevat alleen de kosten die direct bij PFZW in rekening worden gebracht, overeenkomstig de Richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving. De Aanbevelingen Uitvoeringskosten van de Pensioenfederatie nemen naast de directe kosten ook de indirecte kosten mee. Bovendien wordt expliciet onderscheid gemaakt tussen vermogensbeheerkosten en transactiekosten. In de meest recente herziening van oktober 2013 zijn daarnaast diverse aanvullingen opgenomen. De indirecte vermogensbeheer- en transactiekosten maken in de jaarrekening onderdeel uit van de waardeverandering van de beleggingen.

Onderstaande tabel geeft de aansluiting tussen de jaarrekening en de presentatie volgens de aanbevelingen van de Pensioenfederatie weer.

#### Aansluiting jaarrekening met totale vermogensbeheerkosten en transactiekosten

(bedragen x € 1 miljoen)	Vermogens- beheerkosten (excl. Performance- gerelateerd)	Performance- gerelateerde vergoedingen	Transactie- kosten	Totaal
Beheervergoedingen	-/- 6	12	0	6
Bewaarloon	1	0	0	1
Overige kosten	4	0	0	4
<b>Directe kosten, opgenomen in de jaarrekening</b>	<b>-/- 1</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>11</b>
<b>Indirecte kosten, onderdeel van de waardeveranderingen van beleggingen</b>	<b>477</b>	<b>323</b>	<b>99</b>	<b>-</b>
<b>Totale vermogensbeheerkosten en transactiekosten</b>	<b>476</b>	<b>335</b>	<b>99</b>	<b>-</b>

\*Aansluiting tabel vermogensbeheerkosten over 2014 (476 + 335 = 811)

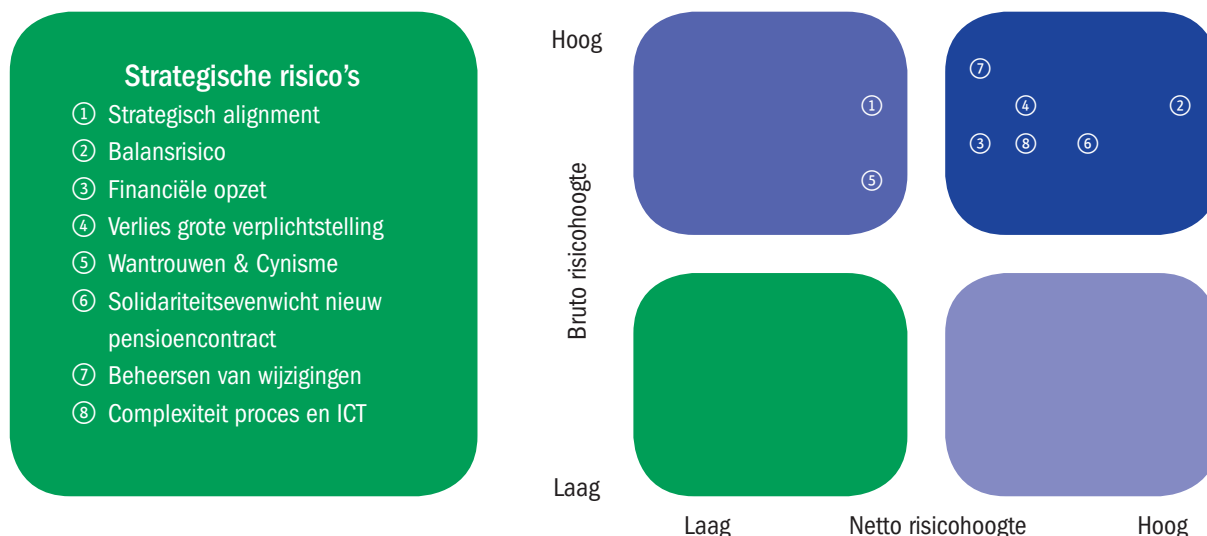
## Risicomanagement

Het bestuur is verantwoordelijk voor een goed functionerend risicomanagement. Twee commissies houden zich bezig met het beleid en de rapportages over risico's. Het audit committee adviseert het bestuur over de interne beheersing, de in- en externe controles en compliance en ethiek. De bestuurscommissie investments maakt risico/rendement afwegingen bij het bepalen van het beleggings- en risicobeleid door het bestuur. De risicomangers van het bestuursbureau ondersteunen beide commissies. Daarnaast geven zij, met betrekking tot de risico's, advies over beleidsvoorstellen van de pensioencommissie.

### Ontwikkeling strategische risico's

Het audit committee heeft in april 2014 de risico's uit het risico-universum van PFZW besproken en beoordeeld op de risico-impact. Op basis van deze impact heeft het audit committee advies uitgebracht aan het bestuur over het monitoren van de belangrijkste risico's. Het bestuur heeft acht strategische risico's benoemd. Ten opzichte van vorig jaar is het risico 'complexiteit proces en ICT' toegevoegd.

#### Overzicht strategische risico's



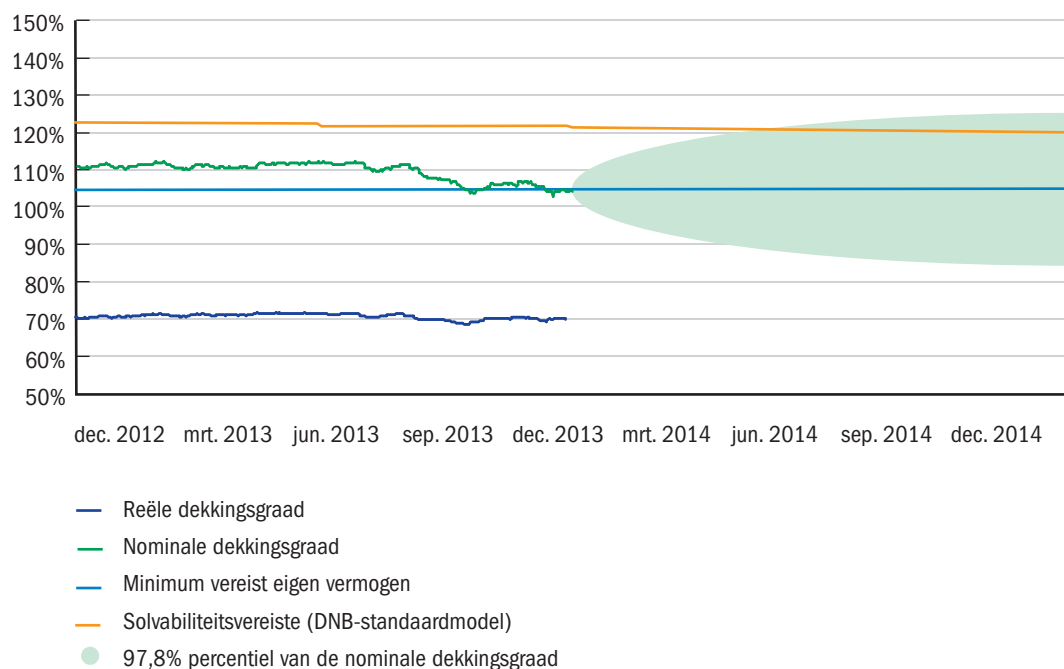
De ontwikkeling van het nettorisico – dat wil zeggen het risico dat overblijft nadat beheersmaatregelen zijn genomen – is als volgt:

1. Strategisch alignment: het risico dat de ambities en belangen van PFZW en van de uitvoeringsorganisatie niet op één lijn liggen. Dit risico is vanwege de hoge mate van uitbesteding altijd aanwezig. Sinds 2013 zijn de governance en overlegstructuur versterkt in het hercontracteringsproces. PFZW en de uitvoeringsorganisatie zijn hierover in gesprek. Het risico blijft midden/hoog.
2. Balansrisico: het risico dat PFZW niet in staat is financiële tegenvallers op te vangen en de nominale toezeggingen waar te maken. De ambitie is om de loongroei in de sector te volgen. Doordat het kortetermijnherstel en langetermijnherstel nog niet is gerealiseerd en in 2014 geen indexering wordt doorgevoerd, blijft het risico hoog.
3. Financiële opzet: het risico dat nominale aanspraken op lange termijn niet volledig kunnen worden uitgekeerd. PFZW kent een reële ambitie. Het dit jaar geldende FTK is vooral gericht op het zeker stellen van de nominale aanspraken en bemoeilijkt het sturen op een reële ambitie. Ook de nieuwe regeling kan het sturen op de reële ambitie belemmeren. De financiering van de ambitie moet in belangrijke mate uit het rendement komen. De prognoses voor dit rendement zijn verslechterd. Het risico is toegenomen naar hoog.
4. Verlies grote verplichtstelling: het risico dat deze verplichtstelling wordt opgeheven en er meer vrijheid ontstaat voor deelnemers en werkgevers. Hierdoor kan de kracht van het collectief goeddeels verloren gaan. In 2015 zal de politiek zich, onder andere op basis van de uitkomsten van de Nationale Pensioendialoog, waaraan het fonds haar bijdrage heeft geleverd, verder oriënteren op de verplichtstelling. Het risico blijft hoog.
5. Wantrouwen & cynisme: het risico op wantrouwen bij deelnemers en werkgevers. Dat kan leiden tot een verslechterd imago en verminderde loyaliteit. PFZW heeft de indexeringsambitie de afgelopen jaren niet altijd kunnen waarmaken. PFZW heeft de rechten niet hoeven te verlagen. Met de wettelijke maatregelen rondom pensioen is de teneur in de media voornamelijk pessimistisch. Wij communiceren intensief met deelnemers en werkgevers over de financiële situatie van PFZW. Het risico is onveranderd midden/hoog.
6. Solidariteitsevenwicht nieuw pensioencontract: het risico dat niet tijdig een nieuw pensioencontract tot stand komt dat op maatschappelijke steun kan rekenen. Het nieuwe financiële toetsingskader is een feit. De kans op indexeren wordt door dit kader uiterst klein. Het risico blijft hoog.
7. Beheersen van wijzigingen: het risico dat PFZW onvoldoende regie en controle heeft bij het wijzigen van processen en diensten. Daardoor kunnen de implementatie van de strategie en het streven naar kwalitatief hoogwaardige diensten in gevaar komen. De beheersing van het wijzigen van diensten en processen worden op een hoger niveau getild. Bij de hercontractering zijn afzonderlijke diensten toegevoegd om dit te realiseren. Dit risico blijft hoog.
8. Complexiteit proces en ICT: Door de grote complexiteit van het bestaande proces en de ondersteunende ICT in combinatie met onvoldoende beheersmaatregelen ontstaat een potentieel negatieve impact op de realisatie van de strategie, de gewenste kwaliteit en/of de opzet van de operationele beheersing. Diverse onderzoeken zijn uitgevoerd en verbeteringen worden doorgevoerd. Dit nieuw vastgestelde risico is hoog.

### Solvabiliteitsmonitor

Gedurende het jaar vindt monitoring plaats van het solvabiliteitsrisico. Op de volgende pagina is de ontwikkeling van de solvabiliteit en het langetermijnherstelpad op basis van de door DNB voorgeschreven rentetermijnstructuur weergegeven.

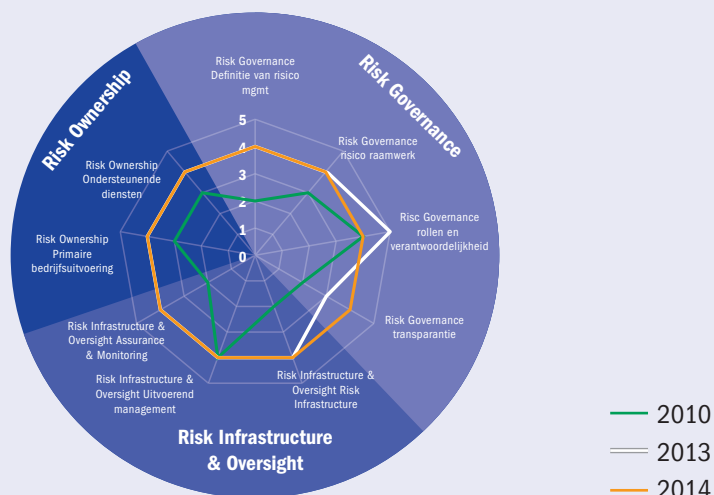
### Solvabiliteitsmonitor



### Volwassenheid risicomanagement en risicohouding

PFZW en de uitvoeringsorganisatie werken sinds 2010 aan de ontwikkeling van een volwassen risicomanagementfunctie. Op basis van een jaarlijks volwassenheidsassessment worden mogelijke verbeteringen in het risicosysteem gesignaleerd en verwerkt in een nieuw jaarplan. De ontwikkeling in volwassenheid in onderstaand figuur laat zien dat PFZW het gestelde doel - volwassenheid niveau 4 - in algemene zin heeft bereikt. Niveau 4 houdt in dat bij uitbesteding proactief gestuurd kan worden om risico's in het algemeen in de dienstverleningsketen zoveel mogelijk te voorkomen. In 2015 wordt het huidige volwassenheidsmodel geëvalueerd.

### Volwassenheidsmodel





Het gewenste volwassenheidsniveau is onderdeel van de risicobereidheid van PFZW. De potentiële risico's die PFZW aanvaardbaar vindt, zijn afkomstig uit het risico-universum en vertaald naar strategische risico's met behulp van worst case-scenario's en risico self-assessments. De reële risico's die PFZW loopt, blijken uit incidenten en uit audits door PFZW, de risk-afdelingen van de uitvoeringsorganisatie en de toezichthouders. Daarnaast wordt het werkelijke risicobeeld bewaakt op basis van periodieke rapportages en andere risico-indicatoren. Om te zorgen dat de werkelijke risico's binnen de bandbreedte van de risicobereidheid vallen, voert PFZW zo nodig verbeteringen door om risico's te beperken.

In 2014 zijn de volgende belangrijke verbeterpunten gerealiseerd:

- Naast de cliënt facing risk dienst is de dienst Assurance (Internal Audit) apart gecontracteerd. Op deze wijze heeft PFZW de rol van de tweede en de derde lijn, die onderdeel uitmaken van het 'Three Lines of Defense'-model versterkt.
- Op weg naar een Risk Intelligent system is een set van kritische risico-indicatoren ontwikkeld (KRI's).
- De verdere ontwikkeling van de fiduciaire rol, waardoor PFZW meer grip heeft op de implementatie van het beleggingsbeleid en zelfstandig een oordeel vormt over de kwaliteit van de uitvoering van het beleid.
- Mandaten voor vermogensbeheer zijn geëvalueerd, aangepast en vastgesteld door het bestuur.
- PFZW gaf uitvoering aan het beleidskader Product Approval Proces, waardoor in de praktijk de implementatie van beleid en uitvoering op het gebied van beleggen is verbeterd.

### Incidenten

Het bestuur wordt periodiek geïnformeerd over incidenten. De incidentenrapportage geeft inzicht in de opvolging van incidenten, wat veelal leidt tot procesverbeteringen. In 2014 hielden de belangrijkste incidenten verband met het strategische risico 'Complexiteit proces en ICT'. Diverse onderzoeken zijn uitgevoerd om oorzaken en oplossingsrichtingen in kaart te brengen.

### Onderzoeken DNB en AFM

#### DNB

DNB heeft in 2014 de volgende onderzoeken uitgevoerd:

- Beleggingsonderzoek beheersing internationaal vastgoed  
DNB beschouwt het onderzoek als afgerond. DNB heeft geconstateerd dat in opzet de beheersing van internationaal vastgoed gedegen overkomt. Wij hebben onze accountant gevraagd om werkzaamheden te verrichten ten aanzien van de werking van de beheersing en zullen DNB hierover informeren.
- Self-assessment belangenverstremgeling  
PFZW heeft een self-assessment uitgevoerd om de beheersing van risico's op het gebied van belangenverstremgeling in kaart te brengen. Op basis daarvan toetst DNB of PFZW voldoet aan de eis van een vastgesteld integriteitsbeleid conform de Pensioenwet. DNB heeft geconcludeerd dat PFZW op de belangrijkste onderdelen voldoet aan de 'good practices'. DNB heeft een beperkt aantal aanbevelingen gedaan. De aanbevelingen worden, waar mogelijk, meegenomen bij de aanscherping van het beleid.
- Self-assessment uitbesteding  
PFZW en PGGM hebben in het derde kwartaal van 2014 een self-assessment uitgevoerd naar aanleiding van de verstrekte DNB-richtlijn uitbesteding. De interne validatie moet nog plaats vinden.
- Themaonderzoek beheersing renterisico  
DNB heeft dit onderzoek uitgesteld in afwachting van de studie voor de ALM-nota 2015. De studie kan leiden tot herformulering van het beleid op het gebied van rente- en inflatierisico en van de bijbehorende doelstellingen.
- Complexe en illiquide beleggingen  
DNB heeft onderzoek verricht naar complexe en illiquide beleggingen. Daaruit zijn aanbevelingen gekomen die hebben geleid tot aanscherping van de verschillende stappen van het besluitvormingsproces. DNB beschouwt het beleggingsonderzoek als afgerond.

### AFM

De Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) is een pilotonderzoek gestart naar de indexeringsambitie en de wijze waarop pensioenfondsen daarover communiceren met deelnemers. Het onderzoek begon met het inventariseren van communicatie-uitingen door pensioenfondsen en loopt nog. PFZW is één van de geselecteerde fondsen. De reden van het onderzoek dat door de financiële crisis van afgelopen jaren het vertrouwen in het collectieve pensioenstelsel is afgenomen. Bovendien worden pensioenen soberder en verschuiven de risico's naar de deelnemers. Tegelijkertijd groeit er een kloof tussen de gerealiseerde pensioenresultaten en de verwachtingen van deelnemers over hun (toekomstig) pensioeninkomen. De AFM wil onderzoeken op welke wijze pensioenfondsen in de afgelopen jaren hebben gecommuniceerd over het te verwachten pensioeninkomen.

### Projectenportfolio

De projectenportfolio van PFZW is sterk in ontwikkeling. Nieuwe wetgeving, het nieuwe pensioencontract en de komst van nieuwe klanten bij de uitvoeringsorganisatie leggen zware druk op de projectenorganisatie. De risico's zijn met behulp van self-assessments in kaart gebracht en worden gemonitord. Daarbij is speciaal aandacht voor risico's in de keten en samengestelde risico's bij het realiseren van meerdere projecten. PFZW contracteert een aparte dienst bij de uitvoeringsorganisatie om de governance van de projectenportfolio eenduidig vast te leggen.

## In Control Statement

Pensioenfonds Zorg en Welzijn (hierna 'PFZW') doet met het 'In Control Statement' een expliciete uitspraak over de kwaliteit van de interne risicobeheersing- en controlesystemen. Dit reflecteert het belang dat PFZW hecht aan een beheerste pensioenuitvoering en een transparante verantwoording daarover. PFZW kiest er voor zich in het 'In Control Statement' op de financiële verslaggevingsrisico's te richten. In onderstaand statement wordt aangegeven wat de reikwijdte van het statement is en de motivering daarbij.

### Verantwoordelijkheid

Het bestuur van PFZW heeft het beleid gescheiden van de uitvoering, waarbij de uitvoering van de pensioenadministratie en het beheer van het belegd vermogen is uitbesteed aan dochtervennootschappen van PGGM NV (hierna: PGGM). Tussen PFZW en PGGM zijn de uitbestedingsafspraken vastgelegd in een service level agreement met daaraan gerelateerde prestatiecriteria en verantwoordingsrapportages. Het bestuur van PFZW blijft verantwoordelijk voor het geheel van beleid en uitvoering van alle activiteiten die samenhangen met de pensioenregeling en het vermogensbeheer. Het bestuur is daarnaast, ondanks de uitbesteding van de uitvoering, verantwoordelijk voor de opzet en werking van de interne risicobeheersing- en controlesystemen ten aanzien van de financiële verslaggeving.

### Reikwijdte

De onderstaande verklaring heeft betrekking op de externe financiële verslaggeving van PFZW in de vorm van de jaarrekening, de kwartaalberichten, de kwartaal- en jaarverslagstaten van het pensioenfonds aan De Nederlandsche Bank en de rapportage Z-score. De verklaring is afgegeven bij de kwaliteit van de opzet en werking van de interne risicobeheersing- en controlesystemen over 2014.

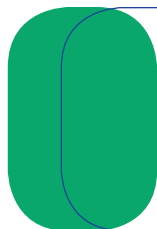
### Motivering reikwijdte

Voor de uitbestede dienstverlening heeft PGGM aan PFZW onder meer een tweetal ISAE 3402 verklaringen over 2014 verstrekt welke betrekking hebben op de inrichting en werking van de interne beheersing en interne controle op het vlak van pensioenbeheer en vermogensbeheer. Daarnaast voorziet het stelsel van risicobeheersing en interne controle in een aantal controleactiviteiten, dat binnen het bestuursbureau van PFZW wordt uitgevoerd. Dit is mede de basis waarop het bestuur vindt dat het een verklaring kan afgeven, gericht op de externe financiële verslaggeving.

De keuze om ons te richten op de financiële verslaggevingsrisico's sluit aan op de maatschappelijke ontwikkelingen op het gebied van interne risicobeheersing en houdt rekening met de best practice bepaling II.1.5 in de Nederlandse Corporate Governance Code. Kern van deze aanbeveling is dat een expliciete uitspraak wordt gedaan over de beheersing van de financiële verslaggevingsrisico's en dat van de andere risico's een beschrijving wordt gegeven van het beheerskader en de geplande verbeteringen.

### Statement

Het bestuur van PFZW verklaart met betrekking tot de externe financiële verslaggeving dat, gegeven de hiervoor aangegeven reikwijdte, met een redelijke mate van zekerheid de interne risicobeheersing- en controlesystemen in 2014 zodanig hebben gewerkt dat de externe financiële verslaggeving over 2014 geen onjuistheden van materieel belang bevat.



## Verantwoording bestuurlijke gremia en colleges

### Verantwoording van het bestuur

Het bestuur is verantwoordelijk voor het beleid van PFZW en de uitvoering van de pensioenregeling.

#### Vergaderingen en bijeenkomsten

Het bestuur heeft in 2014 veertien maal vergaderd. Aansluitend aan de vergaderingen waren er thema- dan wel verdiepings-bijeenkomsten. Daarnaast was in augustus een summercourse. Ook hebben vrijwel alle bestuursleden deelgenomen aan een competentie-assessment.

#### Agenda 2014

Het bestuur heeft een grote verscheidenheid aan onderwerpen besproken en zo nodig zijn daarover besluiten genomen. Dat betreft de onder meer onderwerpen waarover door bestuurscommissies is geadviseerd. In de hierna volgende verantwoording van de bestuurscommissies wordt aandacht geschonken aan de onderwerpen die in de commissies zijn voorbereid. Een paar opvallende onderwerpen zijn de volgende.

#### Op weg naar een nieuwe pensioenregeling

In 2014 is De Nationale Pensioendialoog gestart. Met deze brede en open dialoog wil het kabinet, samen met partijen binnen en buiten de pensioensector, verkennen hoe het pensioenstelsel in de toekomst nog beter kan aansluiten op de manier waarop mensen werken en leven. De Pensioendialoog is voor PFZW aanleiding om een door de sector zorg en welzijn gedragen visie op het stelsel in de dialoog in te brengen. Ter voorbereiding daarvan is er een bestuurlijke werkgroep ingesteld. De werkgroep heeft bij haar voorbereiding ook de kennis uit de studies over pensioenstelsels meegenomen die het bestuur in vorige jaren heeft gedaan. In december zijn de bevindingen van de werkgroep besproken en vastgesteld door het bestuur. Het bestuur presenteerde de bijdrage van PFZW aan de Nationale Pensioendialoog in januari 2015 aan de staatssecretaris. Daarin stelt PFZW een aantal waarden centraal dat overeind moet blijven bij het vormgeven van een nieuw pensioencontract en schetst PFZW drie modellen voor een vernieuwd pensioencontract. Eerder in dit jaarverslag is de inbreng van PFZW nader toegelicht.

#### Relatie PFZW-PGGM

Ruim zeven jaar geleden is het besluit genomen voor de scheiding van beleid en uitvoering. De splitsing is destijds een ingrijpende operatie geweest, die goed is verlopen. De splitsing heeft ook geleid tot een zoektocht naar de wijze waarop de entiteiten zich tot elkaar verhouden. PFZW en PGGM coöperatie U.A. hebben een zelfde maatschappelijke achtergrond en doelstelling, die aangestuurd worden door vertegenwoordigers van sociale partners. Vanaf de start in 2007 is de wens uitgesproken om de samenwerking ten behoeve van de sector zorg en welzijn voort te zetten in een zakelijke verhouding, maar tegelijkertijd in een hecht partnership dat wordt begrensd door de kaders van wet- en regelgeving. Dat heeft destijds geleid tot een referentiedocument dat richting geeft aan de gezamenlijke ambitie van pensioenfonds, coöperatie en uitvoeringsorganisatie. Met het verloop van de tijd en veranderende omstandigheden blijken de gezamenlijke ambities beter op elkaar afgestemd te moeten worden. Voor de besturen van PFZW en PGGM coöperatie U.A. was dat in 2014 aanleiding voor het instellen van de bestuurlijke werkgroep 'relatie PFZW-PGGM'. De werkgroep heeft de opdracht gekregen om een analyse te maken en de bouwstenen aan te leveren voor een nieuw referentiedocument. In de werkgroep is onder andere gesproken over de toekomstvisie van sociale partners op pensioen, inkomen, besturingsmodellen, rolvastheid en rolzuiverheid, maar ook gedrags- en cultuuraspecten. De bevindingen en aanbevelingen worden begin 2015 voorgelegd aan de besturen van PFZW en PGGM Coöperatie U.A. en dat zal in 2015 leiden tot een nieuw referentiedocument.

### **Governance**

Het bestuur heeft per 1 juli 2014 de nieuwe besturing van PFZW ingevoerd en komt daarmee tegemoet aan de eisen die de Wet versterking bestuur pensioenfondsen stelt.

### **Evaluatie**

Bij de zelfevaluatie die onder externe begeleiding heeft plaatsgevonden, heeft het bestuur een aantal aandachtspunten gesignaleerd en acties geformuleerd. Een belangrijk aandachtspunt voor het bestuur is dat er meer bespreektijd moet worden genomen voor lange termijn (strategische) vragen waarbij ook de achterban wordt betrokken. Voorts streeft het bestuur naar meer interactie met de Pensioenraad. Bijvoorbeeld over de overwegingen in zijn advisering over de voorgenomen besluiten van het bestuur. Daarnaast zijn acties voorzien om het vergaderproces te verbeteren.

## Verantwoording van de commissie algemene zaken

De commissie algemene zaken bereidt de vergaderingen van het bestuur voor en verzorgt de afhandeling van praktische aangelegenheden. De commissie houdt toezicht op het bestuursbureau en vervult daarbij de werkgeversrol. Daarnaast houdt de commissie zich bezig met de oriëntatie op en het voorbereiden van de strategie van PFZW, inclusief de inrichting van de organisatie. De commissie rapporteert aan het bestuur door middel van preadviezen bij de besluitvorming en de verslagen van haar vergaderingen.

### Samenstelling

De commissie bestaat uit de voorzitter, de plaatsvervangend voorzitter en de secretaris van het bestuur. De commissie wordt desgewenst bijgestaan door andere bestuursleden.

### Vergaderingen

De commissie heeft in 2014 negen maal vergaderd.

### Agenda 2014

Naast haar reguliere taak heeft de commissie onder meer voorbereidingen getroffen voor de implementatie van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen, mede in het licht van de beleidsregel geschiktheid van DNB en het grote belang dat werkgevers- en werknemersorganisaties hechten aan pariteit en representativiteit van de sector in het bestuur. Ook de voorbereiding van het meerjarenbeleidsplan 2015-2020 heeft de nodige aandacht gekregen. Verder heeft de commissie aangelegenheden besproken die het bestuursbureau betreffen, zoals het jaarplan en het functioneren van het bestuursbureau.

### Evaluatie

Bij de zelfevaluatie heeft de commissie een aantal aandachtspunten gesignaleerd en acties geformuleerd. Een belangrijk aandachtspunt voor de commissie is de taakverdeling tussen de commissies en het bestuur in het kader van een effectievere agendering. Daarbij is de verwachting dat de coördinerende taak van de commissie groter wordt.

## Verantwoording van de pensioencommissie

De pensioencommissie adviseert het bestuur over voorstellen van de uitvoeringsorganisatie en het bestuursbureau op het gebied van het algemene, collectieve pensioenbeleid van PFZW, inclusief het markt- en communicatiebeleid. De pensioencommissie kan daarnaast voorstellen initiëren en door de uitvoeringsorganisatie laten voorbereiden.

De commissie rapporteert aan het bestuur door middel van preadviezen bij de besluitvorming en de verslagen van haar vergaderingen.

### Samenstelling

De commissie bestaat uit vier bestuursleden. Bij de bespreking van de premie maakt de commissie gebruik van de expertise van een externe actuariële adviseur.

### Vergaderingen

De commissie heeft in 2014 acht maal vergaderd. Daarnaast heeft de commissie zich door middel van themabijeenkomsten verdiept in communicatie en communicatiebeleid.

### Agenda 2014

De commissie heeft ontwikkelingen in de sector zorg en welzijn en op het gebied van pensioen en pensioencommunicatie gemonitord. De commissie heeft vraagstukken betreffende het uitvoeringsreglement en het pensioenreglement besproken en daarover positief advies uitgebracht aan het bestuur. Het betreft onder meer het nieuwe FTK, de inperking van het Witteveenkader, een maximum salaris voor pensioenopbouw, het netto(partner)pensioen en de indexering, de premie en tarieven van het pensioen.

Een traject waar de commissie nauw bij is betrokken betreft Jong & Betrokken. In Jong & Betrokken gaan jonge deelnemers in gesprek met een afvaardiging van het bestuur waarbij een specifiek thema centraal staat.

De commissie heeft een aanzet gegeven tot actualisering van het klant- en communicatiebeleid, mede in relatie tot het Meerjarenbeleidsplan 2015–2020. Ook is gesproken over het vergroten van de representativiteit in de commissie wat betreft de arbeidsvoorwaarde pensioen.

### Evaluatie

In 2014 heeft de pensioencommissie zich gebogen over de wijze waarop de commissie invulling kan geven aan een versterking van de representativiteit in de besturing, met name waar het om de inhoud van de pensioenregeling gaat. De bedoeling is dit te realiseren met een zogenaamde Pensioencommissie Plus. Over de samenstelling en taakopdracht van deze commissie zal in 2015 een besluit worden genomen. Daarnaast heeft de pensioencommissie door middel van een aantal intensieve sessies met experts, zich op het thema 'communicatie met deelnemers' verdiept en versterkt.

## Verantwoording van het audit committee

Het audit committee heeft een overwegend adviserende taak ten aanzien van het financieel-economisch beleid, het risicobeleid en de externe verslaglegging. Het audit committee beoordeelt en controleert de voorstellen die het bestuursbureau ter vaststelling of toetsing voorlegt aan het bestuur. Dit leidt in de meeste gevallen tot een preadvies aan het bestuur. Daarnaast is het audit committee gemachtigd zelfstandig onderwerpen af te handelen. Dat betreft de extern gepubliceerde kwartaalberichten, het balansrisicoverslag en de bespreking van het integrale risicoverslag. Het audit committee rapporteert aan het bestuur via preadviezen en verslagen van de vergaderingen.

### Samenstelling

Het audit committee bestond tot juli 2014 uit vijf bestuursleden en twee externe adviserende leden. Sinds 1 juli zijn er twee vacatures voor de externe adviserende leden. Of en hoe deze vacatures worden ingevuld, hangt af van de afrondende besluitvorming van het bestuur over de governance. De externe adviserende leden nemen op gelijkwaardige wijze deel aan de beraadslagingen van het audit committee, maar hebben geen stemrecht.

### Vergaderingen

Het audit committee vergaderde in 2014 elf maal. De externe accountant woonde alle vergaderingen bij, de externe actuaaris enkele vergaderingen. Verder vond conform het reglement op 27 maart een besloten overleg plaats met de externe accountant. In deze bespreking zijn door de externe accountant geen nieuwe feiten naar voren gebracht. Het audit committee is vijf maal schriftelijk geraadpleegd. In 2014 heeft bovendien een gezamenlijke themabijeenkomst met de bestuurcommissie investments en het bestuur plaats gevonden over de risicohouding van PFZW.

### Agenda 2014

Het audit committee heeft het bestuur positief geadviseerd over onder andere het jaarverslag 2013, evaluatie herstelplan, continuïteitsplan, nieuwe pensioenregeling, diverse beleidskaders, de model jaarrekening 2014, risk assessment, wijzigingen Actuariële en Bedrijfstechnische Nota (ABTN) 2015, ALM 2015, economische toekomstverwachtingen, risico's grondslagen, premies en tarieven 2015, SLA 2015, hercontractering bestuursondersteuning en begroting 2015.

Het audit committee heeft zijn controlerende taak ingevuld door onder andere beoordeling van de Service Level Rapportages, de integrale risicorapportage per kwartaal, financiële pensioenfondsrapportages, RISK balans- en risicorapportages, auditplan jaarrekeningcontrole 2014 van de externe accountant, speerpunten externe accountant controle 2014, risicobeleid, collectieve waardeoverdracht, UMC's en nieuwe klanten uitvoeringsorganisatie, DNB-onderzoeken, compliance, PFZW-projecten en de IT bij de uitvoeringsorganisatie.

Op basis van het door het bestuur verleende mandaat heeft het audit committee het balansrisicoverslag en de externe kwartaalberichten goedgekeurd.

### Evaluatie

Op 2 februari 2015 vond de zelfevaluatie van het audit committee plaats. Voor 2015 zijn onder andere de volgende aandachtspunten geformuleerd:

- Het aantal te bespreken onderwerpen per vergadering neemt toe, waardoor extra vergaderingen nodig zijn.
- Het bewaken van de gevraagde informatie aan de uitvoeringsorganisatie.

### Personele wijzigingen

Met ingang van 1 juli 2014 heeft Nol Hoevenaars het audit committee verlaten in verband met zijn rol als voorzitter van de raad van toezicht. Ria Vedder is in juli 2014 als lid van werknemerszijde, vertegenwoordiging pensioengerechtigden, benoemd.



## Verantwoording van de bestuurscommissie investments

De bestuurscommissie investments (Bcl) adviseert het bestuur op beleggingsgebied over beleidsvoorstellen die ter besluitvorming aan het bestuur worden voorgelegd. De Bcl ziet repressief toe op de uitvoering van het beleggingsbeleid. De Bcl verleent goedkeuring of onthoudt deze aan beleggingsvoorstellen van de uitvoeringsorganisatie die van bijzondere aard zijn of boven een bepaalde omvang. De Bcl rapporteert aan het bestuur via de preadviezen en de verslagen van haar vergaderingen.

### Samenstelling

De Bcl bestond in 2014 uit vier bestuursleden en een extern adviserend lid. Met ingang van 1 januari 2015 is het externe adviserende lid afgetreden. De bestuursleden hebben een gemandateerde bevoegdheid om goedkeuring te verlenen aan bepaalde beleggingsvoorstellen. De Bcl kan incidenteel en op verzoek gebruik maken van de expertise van drie ethisch adviseurs.

### Vergaderingen

De Bcl heeft in 2014 zeven maal vergaderd in nagenoeg volledige bezetting. Daarnaast zijn zes themabijeenkomsten gehouden.

### Agenda 2014

De Bcl heeft het bestuur positief geadviseerd over de Economische Toekomstverwachtingen 2014, de ALM-nota 2015 en het Beleggingsplan 2015, dat onder meer de Strategische Benchmark, Wettelijke Normportefeuille en het risicobudget bevat. Daarnaast heeft de Bcl het bestuur positief geadviseerd over wijziging van het rente- en inflatiemandaat, wijziging van het valutahedge-beleid, beleggen in Nederland en in Nederlandse hypotheek, Beleggingsbeleid 2020, Mandaten voor Uitvoering en Investment Cases van verschillende beleggingscategorieën. De Investment Case van de beleggingscategorie hedge funds is door de Bcl voorzien van een negatief advies aan het bestuur vanwege de complexiteit van de betreffende strategie en de negatieve aspecten ervan inzake duurzaamheid, beheersbaarheid en kosten.

Ten aanzien van verantwoord beleggen heeft de Bcl het bestuur positief geadviseerd over onder meer het publiceren van een eigen verantwoordingsdocument van PFZW, over een meer verantwoorde aandelenportefeuille en over de uitsluitingenlijst. Daarnaast heeft de Bcl uitvoerig van gedachten gewisseld over de eventuele invloed van non-governmental organisations op het beleggingsbeleid. In 2014 is veel aandacht besteed aan de economische ontwikkelingen in de eurozone.

De Bcl heeft de volgende voorstellen van de uitvoeringsorganisatie goedgekeurd: beleggingsstrategieën en –producten en (des)investeringen van grote omvang of bijzondere aard, voornamelijk mandaten voor beleggingen in private equity, hedge funds, structured credit, private real estate en infrastructuur.

In het verslagjaar is negen keer buiten de reguliere vergadercyclus een besluit genomen over beleggingsvoorstellen. Het goedkeuringsproces van beleids- en beleggingsvoorstellen waarborgt dat het bestuur ook in die situaties weloverwogen over voorstellen kan besluiten.

De toezichthoudende taak heeft de Bcl ingevuld op basis van de beleggingsmaand- en kwartaalrapportages, de jaarlijkse rapportage over de in- en externe managers en de verantwoord beleggingsbeleid rapportages.

### Themabijeenkomsten

De Bcl heeft diverse themabijeenkomsten gehouden over de afwegingen uit het beleggingskader van PFZW, het beleggingsbeleid 2020, ALM en factorpremies. Samen met het audit committee en het bestuur is stil gestaan bij de ambitie en risicohouding van het fonds.

### Evaluatie

In de evaluatie van haar functioneren over 2014 constateert de commissie, dat de commissie open, constructief en kritisch opereert. De komst van de bestuursleden met een deskundigheid op de gebieden vermogensbeheer en risicomanagement vermogensbeheer ervaart de commissie als een goede stap om de commissie inhoudelijk te versterken.

Punt van aandacht blijft de hoeveelheid en de kwaliteit van de vergaderstukken.

## Verantwoording van de commissie van beroep

De commissie van beroep doet uitspraak in geschillen tussen PFZW en onder andere werkgevers en (ex-)deelnemers over bestuursbesluiten, voor zover het niet om besluiten van algemene strekking gaat. Dat gebeurt met inachtneming van de bepalingen in de statuten, het pensioenreglement en het reglement van de commissie. De commissie oordeelt naar billijkheid. Uitspraken van de commissie zijn bindend voor PFZW. De deelnemer kan zich ook altijd wenden tot de Ombudsman pensioenen of de burgerlijke rechter. Die laatste mogelijkheid staat ook open voor werkgevers.

### Uitspraken

In 2014 hield de commissie van beroep elf zittingen. De commissie deed in 32 zaken uitspraak. De uitspraken hebben betrekking op een verscheidenheid aan onderwerpen, zoals ouderdomspensioenen, partnerpensioenen, Flexpensioenen, arbeidsongeschiktheidspensioenen, verplichte aansluiting en terugvorderingen. In 22 zaken stelde de commissie PFZW in het gelijk, in de overige tien zaken werd PFZW in het ongelijk gesteld. In de gevallen waarin PFZW in het ongelijk werd gesteld, ging het om het onterecht opleggen van terugvorderingen, niet consequent voorzien van informatie en het niet toekennen van partnerpensioenen. De commissie publiceert haar uitspraken op de website van PFZW. In 2013 en 2014 is sprake van een aanzienlijke stijging van het aantal beroepszaken. Voor deze stijging is geen specifieke oorzaak aan te wijzen.

<b>Aantallen beroepszaken</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Openstaand op 1 januari	16	11	12	7	3	9
Binnengekomen		40	36	24	23	20
Ingetrokken		3	7	3	2	6
Uitspraken		32	30	16	17	20

## Verantwoording van de Pensioenraad

De Pensioenraad is het verantwoordingsorgaan van PFZW en heeft de bevoegdheid om een oordeel te geven over het handelen van het bestuur op basis van het jaarverslag, de jaarrekening en andere informatie, waaronder de bevindingen van het interne toezicht. Verder om een oordeel te geven over het gevoerde beleid en over de beleidskeuzes voor de toekomst, en het bestuur te adviseren over voorgenomen bestuursbesluiten, dan wel voorgenomen bestuursbesluiten goed te keuren. Vanwege de inwerkingtreding van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen per 1 juli 2014 heeft er een wijziging in de wettelijke bevoegdheid plaatsgevonden. Dit betreft onder meer de goedkeuring van het jaarverslag en de jaarrekening. Deze bevoegdheid is per genoemde datum aan de raad van toezicht toebedeeld.

### Samenstelling

De Pensioenraad is samengesteld uit drie geledingen: actieve deelnemers (achttien leden), pensioengerechtigden (zes leden) en werkgevers (twaalf leden).

### Vergaderingen

In het verslagjaar zijn zes formele vergaderdagen gehouden. Op deze dagen vergadert de Pensioenraad eveneens met het bestuur. Daarnaast hebben drie informele bijeenkomsten met het bestuur plaatsgevonden voor een nadere gedachteswisseling over de governance, communicatie, financieel toetsingskader en de Nationale Pensioendialoog. De vergaderingen en bijeenkomsten zijn doorgaans door circa 95% van de leden bijgewoond.

### Agenda vergaderingen van de Pensioenraad

De Pensioenraad heeft in zijn vergaderingen de vergaderingen met het bestuur voorbereid. Daarnaast is door de raad in het bijzonder gesproken over de gevolgen van de Wet versterking pensioenfondsbestuur voor de samenstelling van de Pensioenraad per 1 juli 2014.

### Agenda vergaderingen van de Pensioenraad met het bestuur

In april 2014 is het jaarverslag 2013 voor de laatste maal door de Pensioenraad goedgekeurd. De raad heeft decharge aan het bestuur verleend ten aanzien van het gevoerde beleid over 2013 en heeft hierover een verklaring opgenomen in het jaarverslag.

In het verslagjaar heeft de raad positief advies gegeven over onder meer aanpassing van de pensioenregeling door inperking Witteveenkader en aftopping per 1 januari 2015, verhoging salarissen en premievrije en vrijwillige voortzettingen, maximering pensioengevend salaris en premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid, (netto) aanvullende vrijwillige pensioenregelingen, herijking van het beloningsbeleid voor de gremia van PFZW, het beleggingsbeleid, grondslagen, premie en regeling en indexering per 1 januari 2015, de ABTN, de begroting, wijziging van het uitvoeringsreglement en het pensioenreglement. De Pensioenraad heeft de statutenwijzigingen op grond van de wettelijke eisen goedgekeurd.

### Evaluatie van het functioneren

Vanwege het grote aantal nieuwe leden dat met ingang van 1 juli 2014 is benoemd, is in het verslagjaar een korte evaluatie van het functioneren gehouden. De Pensioenraad is tevreden over de wijze waarop de raad sinds 1 juli functioneert. De raad vindt de periode te kort om aandachts- of verbeterpunten te noemen.

### Opleiding

In het kader van opleidingen zijn in het verslagjaar drie bijeenkomsten gehouden waarin door zowel externe deskundigen als professionals van PGGM en het bestuursbureau aandacht is besteed aan uiteenlopende onderwerpen. Daarnaast heeft SPO voor het verantwoordingsorgaan een opleidingsdag besteed aan de advisering en verantwoording in de praktijk.

## Verantwoording van de raad van toezicht

De taken van de raad van toezicht vloeien voort uit de keuze voor het nieuwe bestuursmodel van PFZW en zijn vooral gericht op:

- toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken bij het pensioenfonds
- toezicht op adequate risicobeheersing en evenwichtige belangenafweging door het bestuur
- het met raad terzijde staan van het bestuur
- het verlenen van goedkeuring aan onder andere het bestuursverslag en de jaarrekening, het beloningsbeleid, de profielschets voor bestuurders en de toetsing van benoemingen van bestuursleden

De raad van toezicht is bevoegd leden van het bestuur te schorsen of te ontslaan.

De raad van toezicht legt verantwoording af aan de Pensioenraad door middel van een rapportage.

### Samenstelling

Sinds 1 juli 2014 is de voormalige commissie intern toezicht getransformeerd naar een raad van toezicht. De raad van toezicht bestaat uit drie onafhankelijke leden. De combinatie adviseur audit committee en lid raad van toezicht is wettelijk niet meer toegestaan. In het kader van de continuïteit van beide gremia is Hans Gortemaker adviserend lid van het audit committee gebleven en maakt daarmee sinds 1 juli 2014 geen deel uit van de raad van toezicht. Nol Hoevenaars, voorheen voorzitter commissie intern toezicht, is tot voorzitter van de raad van toezicht benoemd. Na een zorgvuldig selectieproces zijn Monique Donders en Jo van Engelen nieuw toegetreden.

### Vergaderingen en agenda 2014 commissie intern toezicht/raad van toezicht

In 2014 is acht maal vergaderd door de commissie intern toezicht (inclusief bijeenkomsten met de diverse gremia) in nagenoeg volledige bezetting. De eerste vergaderingen van 2014 stonden in het teken van de voorbereidingen op de rapportage 2013. Zo zijn er interviews gehouden met de externe accountant, externe actuaaris en de master-actuaaris en de pensioenspecialist van de uitvoeringsorganisatie. Het rapport over het boekjaar 2013 is als samenvatting opgenomen in het vorige jaarverslag.

Na 1 juli 2014 is de raad van toezicht geëffectueerd en is drie maal vergaderd in volledige bezetting. Hierna geeft de raad van toezicht inzicht in haar activiteiten.

### Rapportage 2014

De rapportage 2014 is gericht op de genoemde taken van de raad van toezicht en de zelfevaluatie. Bij de oordeelsvorming is onder andere gebruik gemaakt van de volgende informatie: de notulen van het bestuur, kwartaalrapportages, jaarstukken, ALM, ABTN, beleggingsplan en interviews met twee bestuursleden, de externe actuaaris, de externe accountant, de master-actuaaris, de master pensioenbeleid, de externe adviseur van het audit committee en de directeur van het bestuursbureau.

### Goedkeuringsactiviteiten en bevindingen

#### Algemeen

De raad van toezicht constateert dat in 2014 de bestuurlijke besluitvormingsprocessen in zijn algemeenheid adequaat zijn verlopen. In grote lijnen zijn de aanbevelingen uit het rapport van 2013 door het bestuur opgevolgd. Voor zover aanbevelingen een doorlopend karakter hebben, komen deze aan de orde in de rapportage 2014.

Tevens constateert de raad van toezicht dat het bestuur zich in 2014 permanent heeft ingespannen om de deskundigheid verder te ontwikkelen.

#### Overzicht van de goedkeuringsactiviteiten

De raad van toezicht heeft aan de hand van de door het bestuur voorgelegde verzoeken het volgende goedgekeurd c.q. getoetst en het bestuur bij brief van de goedkeuring c.q. uitkomsten toetsing in kennis gesteld.

#### Vergadering 2 oktober 2014

De voorgenomen benoeming door het bestuur van de heer C.L. Dert is getoetst aan de profielschets bestuurslid PFZW mede gezien in het licht van lid Bcl en akkoord bevonden.

#### Vergadering 17 november 2014

- Aan de hand van de door het bestuur verstrekte informatie is kennis genomen van de herijking van het beloningsbeleid en mede aan de hand van het advies van de Pensioenraad is het herziene beloningsbeleid goedgekeurd.
- De voorgenomen benoeming door het bestuur van de heer H.J. van der Hoek als bestuurslid PFZW is getoetst aan de algemene profielschets bestuurslid en akkoord bevonden.
- De herbenoeming van zittende bestuursleden en de voorzitter bestuur is getoetst aan de algemene profielschets bestuursleden PFZW en akkoord bevonden. De raad van toezicht heeft de aanbeveling gedaan individuele opleidingsoverzichten bij te houden van de bestuursleden mochten die nog niet zijn ingericht.

#### Vergaderingen 26 maart en 24 april 2015

- Op 26 maart 2015 heeft de raad van toezicht het concept jaarverslag 2014, versie 26 maart 2015, besproken. De definitieve versie is op 24 april 2015 goedgekeurd.
- Verder heeft de raad van toezicht op 26 maart kennis genomen van de analyse die is gedaan door PFZW met betrekking tot het voldoen aan de normen van de Code Pensioenfondsen en geconstateerd dat in het jaarverslag over de naleving ervan is gerapporteerd.

#### Bevindingen

##### Algemeen

De raad van toezicht heeft met waardering geconstateerd dat in zijn algemeenheid de besluitvormingsprocessen in het bestuur in 2014 adequaat zijn verlopen. Het bestuur heeft met grote inzet en betrokkenheid de besturing van het fonds in 2014 uitgevoerd. Er is sprake van een complexe en turbulente tijd met veel ingrijpende veranderingen zoals een nieuw FTK; het Witteveenkader en de Haagse discussie over een nieuwe pensioenregeling. Alle ontwikkelingen tezamen vergen een groot tijdsbeslag van het bestuur.

##### Operationele zaken uitvoeringsorganisatie

- De raad van toezicht constateert dat de verhouding tussen het pensioenfonds en de uitvoeringsorganisatie voortdurende aandacht vraagt. Het blijkt dat de gezamenlijke strategische agenda en de diverse ambities van de twee organisaties spanning oproepen. Een belangrijke bevinding van de raad van toezicht betreft de projectenportfolio van PFZW. Nieuwe wetgeving, het nieuwe pensioencontract en de komst van nieuwe klanten bij de uitvoeringsorganisatie leggen zware druk op de projectenorganisatie. De risico's zijn met behulp van self-assessments in kaart gebracht en worden gemonitord. Speciale aandacht is er voor de risico's in de keten en samengestelde risico's bij het realiseren van meerdere projecten. PFZW heeft een speciale dienst bij de uitvoeringsorganisatie contractueel vastgelegd om de governance van de projectenportfolio eenduidig te regelen. Ook de IT infrastructuur heeft hierbij de nodige aandacht.
- Het hercontracteringsproces is in 2014 voortgezet. In 2015 vindt de hercontractering van het pensioenbeheer plaats.
- De raad van toezicht constateert dat de uitvoeringsorganisatie via periodieke rapportages de incidenten en tekortkomingen meldt aan het audit committee en het bestuur. Over 2014 zijn alle rapportages ontvangen door de raad van toezicht. Te constateren valt dat in de meeste gevallen adequaat en snel actie wordt ondernomen om de problemen op te lossen en procesverbeteringen tot stand te brengen. Wel constateert de raad van toezicht dat het aantal incidenten het laatste jaar is toegenomen. De belangrijkste incidenten hielden verband met het strategische risico 'Complexiteit proces en ICT'. Diverse onderzoeken zijn uitgevoerd om oorzaken en oplossingsrichtingen in kaart te brengen.

##### Gesprek externe accountant en externe actuaris

De raad van toezicht heeft gesprekken gevoerd met de externe accountant en de externe actuaris. Uit die gesprekken komt naar voren dat in zijn algemeenheid, voor zover te beoordelen, sprake is van goed verlopende processen en een gedegen samenspel met de uitvoeringsorganisatie met betrekking tot het jaarwerktraject. De contacten met het bestuursbureau zijn goed en er is sprake van een gezond kritisch gehalte bij het bestuursbureau richting PGGM, zoals in de vergaderingen 'jaarverslagcomité PFZW' zichtbaar is.

#### Risico's lange termijn

- PFZW heeft bijzondere aandacht voor de Nationale Pensioendialoog. De RvT acht de dialoog een belangrijke discussie waaraan het bestuur PFZW een inhoudelijk gedegen bijdrage heeft geleverd. De RvT adviseert het bestuur zich voor te bereiden op een zorgvuldige communicatie richting de deelnemer.
- In augustus 2014 heeft door het bestuur een bezinning plaatsgevonden op de risicohouding van het fonds. Definitieve keuzes zijn nog niet gemaakt en zijn mede afhankelijk van de uitkomsten van de Nationale Pensioendialoog.
- IT-infrastructuur is een belangrijk aandachtspunt en vervult een belangrijke rol in het risicodebat. IT is als een van de top risico's toegevoegd in het risicobeeld.

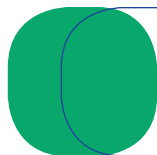
#### Evaluatie gremia

De raad van toezicht constateert dat de diverse gremia een zelfevaluatie hebben uitgevoerd. De raad van toezicht heeft kennis kunnen nemen van de rapportages.

#### Evaluatie raad van toezicht 2014

De raad van toezicht heeft zijn functioneren geëvalueerd. In het kader van de nieuw aangetreden leden in het vierde kwartaal 2014 heeft een beperkte evaluatie plaatsgevonden. De volgende punten zijn hierbij onder meer aan de orde gekomen.

- De raad van toezicht heeft in het kader van volledigheid en continuïteit overleg gehad met het voormalig lid van de commissie intern toezicht.
- De samenwerking en de sfeer is goed en effectief met een deskundige ondersteuning.
- De diversiteit aan deskundigheid binnen de raad van toezicht heeft een elkaar versterkend effect.
- Ten aanzien van het eerste half jaar waarin de commissie intern toezicht nog in functie was, hebben zich geen conflicterende situaties voorgedaan tussen de CIT-rol enerzijds en de adviesrol van het audit committee anderzijds.
- Er is een rooster van aftreden opgesteld.
- Aanvullend op de statuten van PFZW heeft de raad van toezicht het reglement raad van toezicht opgesteld.
- De raad van toezicht betreft de Code Pensioenfondsen en de Code VITP bij zijn functioneren.
- De volgende onderwerpen zijn bepaald om in 2015 bijzondere aandacht aan te besteden:
  - relatie pensioenfondsen en uitvoeringsorganisatie
  - IT-ontwikkelingen bij de uitvoeringsorganisatie
  - uitkomsten Nationale Pensioendialoog.



## *Mededeling van de Pensioenraad*

In het kader van de taakuitoefening heeft de Pensioenraad ruim voorafgaand aan de bijeenkomst van 24 april 2015 kennis genomen van het jaarverslag van PFZW over het boekjaar 2014 en dit op 24 april 2015 besproken met het bestuur. Tevens heeft de Pensioenraad kennis genomen van het accountantsverslag, het actuariel rapport en de rapportage van de raad van toezicht over het boekjaar 2014.

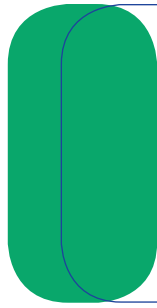
De Pensioenraad heeft deze documenten met respectievelijk de accountant, de certificerend actuaris en de raad van toezicht besproken.

De Pensioenraad komt tot het volgende oordeel:

- Het bestuur heeft op een adequate en (pro)actieve wijze ingespeeld op de actualiteit en op de problematiek van het pensioenstelsel.
- De Pensioenraad is van mening dat het jaarverslag 2014 een helder, toegankelijk en gedegen verslag is van de activiteiten van PFZW.
- De Pensioenraad betreurt het ten zeerste dat het niet mogelijk is om te indexeren. Dat ligt niet aan de resultaten van het fonds, maar aan de wetgeving.
- De Pensioenraad vindt dat het bestuur, mede gelet op de aanbevelingen van de externe accountant, de externe certificerend actuaris en de raad van toezicht, in 2015 aandacht moet besteden aan:
  - de ICT-problematiek; de Pensioenraad ziet het verslag van de raad van toezicht op dit punt als een bevestiging van de door de Pensioenraad eerder gesignaleerde problematiek
  - de communicatie aan de deelnemers
  - de haalbaarheid van de ambitie
- De Pensioenraad adviseert positief over het jaarverslag, boekjaar 2014.

Zeist, 24 april 2015

De Pensioenraad



## *Reactie van het bestuur op de verantwoording van de raad van toezicht en de mededeling van de Pensioenraad*

Het bestuur is de raad van toezicht en de Pensioenraad erkentelijk voor hun inspanningen. Het bestuur herkent de aanbevelingen en zal deze meenemen bij zijn werkzaamheden.

Aan een aantal van de door de raad van toezicht en de Pensioenraad genoemde onderwerpen wordt ook in dit verslag aandacht besteed. Ten aanzien van wat is opgemerkt over de relatie tussen het pensioenfonds en de uitvoeringsorganisatie hecht het bestuur eraan toe te lichten dat PFZW en PGGM dezelfde maatschappelijke achtergrond en doelstellingen hebben en worden aangestuurd door vertegenwoordigers van dezelfde sociale partners uit de zorg en welzijn. PFZW en PGGM werken - begrensd door wet- en regelgeving - samen ten behoeve van de sector zorg en welzijn en in een consoliderend pensioenlandschap. Zij doen dat in een zakelijke verhouding waar het de uitbesteding van werkzaamheden door PFZW aan PGGM betreft. Een belangrijke randvoorwaarde daarbij is dat de werkzaamheden die PGGM voor derden doet de dienstverlening voor PFZW niet negatief beïnvloeden. Gezien de ontwikkelingen in de sector zorg en welzijn en de pensioensector wordt er vanuit beide sectoren een groot beroep op PGGM gedaan. De mate waarin daaraan gehoor kan worden gegeven, vergt zorgvuldige afstemming.

Zeist, 24 april 2015

Het bestuur



Zeist, 24 april 2015

## Het bestuur

J.G.M. Alders, voorzitter

drs. F.F.L. Vlak, plaatsvervangend voorzitter

A.J. Vink bc, secretaris

prof. dr. A.F.P. Bakker

G.H. Bergsma RBA MA

mr. A.W.J.M. van Bolderen

P.A. de Bruijn

dr. C.L. Dert

drs. P.J.H. Fey

E.W.M. Merlijn

drs. J.M.J. Moors

H.C.M. Vedder-Wubben

drs. G.B.F. van Weelden MHA



# *JAAARREKENING*

## *2014*

- Geconsolideerde jaarrekening
- Enkelvoudige jaarrekening

PENSIOENFONDS

ZORG & WELZIJN



# *Geconsolideerde JAARREKENING 2014*

- **Geconsolideerde balans per 31 december 2014**
- **Geconsolideerde staat van baten en lasten 2014**
- **Geconsolideerd kasstroomoverzicht 2014**
- **Toelichting geconsolideerde jaarrekening**

## Geconsolideerde balans per 31 december 2014

(na bestemming van saldo van baten en lasten)

(bedragen x € 1 miljoen)		2014	2013
1)	<b>Activa</b>		
3	Beleggingen		
3.2	Vastgoed en infrastructuur	24.051	18.617
3.3	Aandelen	62.231	48.202
3.4	Vastrentende waarden	67.717	54.665
3.5	Derivaten	26.511	12.755
3.6	Overige beleggingen	8.841	14.478
		189.351	148.717
4	Herverzekeringsdeel technische voorzieningen	196	192
5	Deelnemingen	160	160
6	Vorderingen uit hoofde van beleggingen	1.460	1.716
7	Vorderingen en overlopende activa	658	693
8	Liquide middelen	76	108
	<b>Totaal activa</b>	<b>191.901</b>	<b>151.586</b>
	<b>Passiva</b>		
9	Stichtingskapitaal en reserves	3.468	11.273
10	Technische voorzieningen		
	Voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds	158.129	126.011
	Overige technische voorzieningen	895	883
		159.024	126.894
11	Voorziening pensioenverplichtingen risico deelnemers	91	88
12	Verplichtingen uit hoofde van beleggingen		
3.5	Derivaten	12.091	5.802
12	Schulden	17.009	7.297
		29.100	13.099
13	Overige schulden en overlopende passiva	218	232
	<b>Totaal passiva</b>	<b>191.901</b>	<b>151.586</b>

<sup>1)</sup> De hieronder vermelde nummers verwijzen naar het hoofdstuk in de toelichting van de geconsolideerde jaarrekening.

## Geconsolideerde staat van baten en lasten 2014

(bedragen x € 1 miljoen)		2014	2013
<b>Baten</b>			
17	Premiebijdragen werkgevers en werknemers	5.570	5.500
18	Beleggingsresultaten	21.496	4.785
22	Overige baten	-/- 1	10
	<b>Totaal baten</b>	<b>27.065</b>	<b>10.295</b>
<b>Lasten</b>			
19	Pensioenuitkeringen	-/- 2.832	-/- 2.726
20	Pensioenuitvoeringskosten	-/- 113	-/- 121
10	Mutatie voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds		
	Pensioenopbouw	-/- 4.361	-/- 5.177
	Indexering	-	-/- 1.167
	Rentetoevoeging	-/- 484	-/- 455
	Onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten	2.787	2.705
	Wijziging marktrente	-/-29.399	4.844
	Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten	-/- 203	-/- 167
	Aanpassing actuariële grondslagen pensioenregeling	-/- 443	1.438
	Overige mutaties	-/- 15	-/- 333
		-/-32.118	1.688
10	Mutatie overige technische voorzieningen	-/- 12	92
11	Mutatie voorziening pensioenverplichtingen risico deelnemers	-/- 3	8
4	Mutatie herverzekeringsdeel technische voorzieningen	4	-/- 17
21	Saldo overdracht van rechten	204	214
	<b>Totaal lasten</b>	<b>-/-34.870</b>	<b>-/- 862</b>
	<b>Saldo van baten en lasten</b>	<b>-/- 7.805</b>	<b>9.433</b>

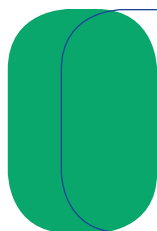
## Geconsolideerde actuariële analyse van het saldo van baten en lasten 2014

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
24 Resultaat op premiebijdragen	1.093	240
25 Resultaat op beleggingen en verplichtingen	-/- 8.473	7.998
26 Resultaat op pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten	5	14
27 Aanpassing actuariële grondslagen	-/- 439	1.507
28 Overige resultaten	9	-/- 326
<b>Saldo van baten en lasten</b>	<b>-/- 7.805</b>	<b>9.433</b>

### *Bestemming van het saldo van baten en lasten*

Het saldo van baten en lasten wordt geheel onttrokken aan de reserves.



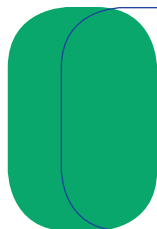


## Geconsolideerd kasstroomoverzicht 2014

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Kasstroom uit pensioenactiviteiten</b>		
Ontvangen premiebijdragen	5.596	5.445
Ontvangen in verband met overdracht van rechten	314	357
Betaalde pensioenuitkeringen	-/- 2.834	-/- 2.702
Betaald in verband met overdracht van rechten	-/- 110	-/- 143
Betaalde pensioenuitvoeringskosten	-/- 113	-/- 151
Overige mutaties uit pensioenactiviteiten	-/- 5	36
<b>Totaal kasstroom uit pensioenactiviteiten</b>	<b>2.848</b>	<b>2.842</b>
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Verkopen en aflossingen van beleggingen	15.051	22.467
Ontvangen directe beleggingsopbrengsten (inclusief gerealiseerde resultaten derivaten)	4.264	1.516
Aankopen beleggingen	-/- 29.700	-/- 28.218
Betaalde vermogensbeheerkosten	-/- 11	-/- 125
Overige mutaties uit beleggingsactiviteiten	12.995	-/- 2.347
<b>Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>2.599</b>	<b>-/- 6.707</b>
<b>Nettokasstroom</b>	<b>5.447</b>	<b>-/- 3.865</b>
<b>Mutatie liquide middelen</b>	<b>5.447</b>	<b>-/- 3.865</b>

De liquide middelen uit beleggingsactiviteiten zijn in de balans gepresenteerd als onderdeel van de 'vastrentende waarden'. De liquide middelen uit pensioenactiviteiten zijn apart in de balans verantwoord.

Voor aansluiting en toelichting zie noot 29 Geconsolideerd kasstroomoverzicht.



# Toelichting geconsolideerde jaarrekening

## 1. Inleiding

### 1.1 Informatie over de stichting

Stichting PFZW is opgericht op 19 juni 1969 en statutair gevestigd in Utrecht en kantoorhoudend in Zeist. Op 1 januari 2008 is de naam van het pensioenfonds gewijzigd van Stichting Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke Belangen in Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW).

PFZW heeft overeenkomstig artikel 3 van de statuten als doel om de (oud-)werknemers in de sector zorg en welzijn en hun partners te beschermen tegen de financiële gevolgen van ouderdom, invaliditeit en overlijden. PFZW wil dit doel bereiken door het innen van geldelijke bijdragen van de aangesloten werkgevers (incl. werknemers), deze gelden te beleggen en te beheren en daaruit uitkeringen toe te kennen bij ouderdom, invaliditeit en overlijden.

### 1.2 Wijzigingen uitvoeringsreglement

Het uitvoeringsreglement is in 2014 op de volgende onderdelen gewijzigd met als ingangsdatum 1 januari 2014.

- Vervanging van het begrip 'beschikking' door het begrip 'besluit' in verband met het opleggen van een verplichtstellingsbesluit door de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Wijziging van de factureringsfrequentie van kwartaalbasis naar maandbasis.
- Introductie van de mogelijkheid om aan sociale fondsen gegevens op werkgeversniveau te verstrekken.
- Explicitering van de privacybepaling.

### 1.3 Wijzigingen pensioenreglement

Het pensioenreglement is met ingang van 1 januari 2014 op de volgende onderdelen inhoudelijk gewijzigd:

- De pensioenregeling is aangepast aan de verhoging van de pensioenleeftijd in de AOW en het fiscale kader voor aanvullende pensioenen.
- Nieuw geïntroduceerd is het begrip 'pensioenrekenleeftijd', de leeftijd waarop het pensioen in de regeling is gebaseerd. Deze sluit voor Regeling A aan bij de fiscale pensioenrichtleeftijd van 67 jaar. Voor Regeling B blijft het 65 jaar.
- Nieuw geïntroduceerd is het begrip 'pensioenleeftijd' waarmee de reglementaire pensioeningangsdatum wordt bedoeld. Deze sluit aan bij de AOW-gerechtigde leeftijd.
- Bij wijziging van de pensioenrekenleeftijd in de pensioenregeling, worden reeds opgebouwde pensioenaanspraken op ouderdomspensioen standaard herrekend naar deze nieuwe pensioenrekenleeftijd.
- Per 1 januari 2014 vindt een dergelijke herrekening plaats naar de nieuwe pensioenrekenleeftijd van 67 jaar.
- De vroegst mogelijke ingangsdatum van het ouderdomspensioen wordt gesteld op vijf jaar voor de AOW-gerechtigde leeftijd.
- Voor deelnemers geboren vóór 1965 is een overgangsbepaling opgenomen in die zin dat zij nog kunnen vervroegen tot de 55-jarige leeftijd.
- De overbruggingsregeling (OBU) en de daarmee samenhangende regeling aanvullend arbeidsongeschiktheidspensioen zijn vervallen.
- De 'Tijdelijke regeling pensioenknp' is vervallen per 1 januari 2014.

## 1.4 Beschrijving van het pensioenreglement 2014

De beschrijving van het pensioenreglement 2014 is hieronder uiteengezet.

### *Algemeen*

PFZW hanteert de Nieuwe Flexibele Pensioenregeling (NFP). Deze regeling, in het pensioenreglement Regeling A genoemd, geldt voor alle deelnemers die zijn geboren op of na 1 januari 1950 of die zijn toegetreden in de regeling op of na 1 januari 2006. Voor de deelnemers die zijn geboren vóór 1 januari 1950 geldt, onder bepaalde voorwaarden, als overgangsrecht Regeling B (NCP). In maart 2015 bouwen deelnemers voor het laatst op in Regeling B.

Het pensioenpakket bestaat uit de verplicht gestelde regeling voor ouderdomspensioen, partner- en wezenpensioen en arbeidsongeschiktheidspensioen. Bij het overlijden van een pensioengerechtigde kent PFZW, onder voorwaarden, een uitkering ineens bij overlijden toe. Daarnaast is er een regeling voor premievrije pensioenopbouw bij arbeidsongeschiktheid en bestaat de mogelijkheid de deelneming in bepaalde situaties vrijwillig voort te zetten.

Naast de verplicht gestelde regelingen konden de deelnemers tot 1 juli 2013, op vrijwillige basis en binnen de wettelijke fiscale ruimte, deelnemen aan 'Extrapensioen'.

De fiscale ruimte is per 1 juli 2013 en nadien per 1 januari 2014 dermate beperkt dat inleg in Extrapensioen niet langer leidt tot substantiële aanvulling op het pensioen.

### *Indexering en sturing*

PFZW heeft de ambitie om de opgebouwde pensioenaanspraken en de ingegane pensioenen te indexeren op basis van de algemene loonontwikkeling van de salarissen in de collectieve arbeidsovereenkomsten die gelden voor de aangesloten werkgevers in een bepaald kalenderjaar. PFZW besluit elk jaar of, en zo ja in hoeverre, er kan worden geïndexeerd gelet op de financiële situatie van het fonds en de te verwachten ontwikkeling daarvan. Hierbij hanteert het bestuur als leidraad een zogenaamde indexeringsstaffel.

Bij een dekkingstekort kan PFZW een aantal maatregelen nemen, in een volgorde die in een leidraad is vastgelegd.

De maatregelen zijn: extra premie-opslag, uniforme pensioenkorting en pensioenkorting voor actieven en slapers.

Wanneer deze maatregelen niet voldoende zijn, zal het bestuur zich opnieuw beraden. In de leidraad is tevens vastgelegd hoe te handelen wanneer de dekkingsgraad zich weer herstelt.

### *Ouderdomspensioen*

Het ouderdomspensioen is een uitkeringsovereenkomst op basis van (voorwaardelijk) geïndexeerd middelloon. Voor het jaar 2014 bedraagt het opbouwpercentage 1,95%. De franchise 2014 voor Regeling A is gelijk aan de fiscaal minimaal toegestane franchise van € 11.005. Het ouderdomspensioen heeft een pensioenleeftijd die gelijk is aan de AOW-leeftijd en kan vervroegd of uitgesteld worden.

### *Partner- en wezenpensioen*

Het partnerpensioen bij overlijden van de actieve deelnemer bedraagt 1,25% van de pensioengrondslag per jaar. Dit is voor de helft (0,625%) in opbouw en voor de andere helft op basis van risicodekking. Voor het vaststellen van de hoogte van het partnerpensioen bij overlijden vóór de pensioenleeftijd als premiebetalende deelnemer, wordt verondersteld dat de deelneming tot de pensioenleeftijd zou hebben voortgeduurd. Er is in voorkomende gevallen ook recht op Anw-compensatie. Als een ex-partner recht heeft op bijzonder partnerpensioen, dan wordt het partnerpensioen verlaagd.

Na het overlijden van een actieve deelnemer, een gewezen deelnemer of een gepensioneerde hebben kinderen jonger dan 21 jaar recht op wezenpensioen.

### *Flexpensioen*

Het Flexpensioen is per 1 januari 2006 afgeschaft voor deelnemers geboren op of na 1 januari 1950. De flexpensioenrechten die tot die datum zijn opgebouwd, worden op 60-jarige leeftijd automatisch omgezet in ouderdomspensioen, tenzij de deelnemer hiertegen expliciet bezwaar maakt.

Verder is er een compensatieregeling getroffen voor deelnemers die op 31 december 2005 nog in aanmerking kwamen voor het NCP-overgangsrecht. Zij krijgen per opgebouwd deelnemingsjaar tot 1 januari 2006 een voorwaardelijke compensatie van 1,5 maand pensioenopbouw in de nieuwe regeling. Deze compensatie wordt toegekend op 31 december 2020 of eerder als de deelnemer voor deze datum 55 jaar wordt.

### **Keuzemogelijkheden**

Kenmerk van Regeling A is de mogelijkheid voor de (gewezen) deelnemer om zijn pensioen meer naar individuele wensen in te richten.

Bij pensionering kan de (gewezen) deelnemer kiezen om een deel van het ouderdomspensioen in te ruilen voor een verhoging van het partnerpensioen. Maar ook omgekeerd kan (vanaf 2006) opgebouwd partnerpensioen worden geruild voor een hoger ouderdomspensioen.

Het ouderdomspensioen kan worden vervroegd of uitgesteld. De vroegst mogelijke ingangsdatum is vanaf 1 januari 2014 gesteld op vijf jaar voor de AOW-gerechtigde leeftijd. Een (gewezen) deelnemer kan het ouderdomspensioen ook geheel of gedeeltelijk uitstellen tot uiterlijk de 70-jarige leeftijd.

Op de ingangsdatum kan de deelnemer er voor kiezen om het ouderdomspensioen eenmalig in hoogte te laten variëren. Hij kan kiezen voor een hoog ouderdomspensioen gevolgd door een laag ouderdomspensioen, of omgekeerd. Het hoge pensioen bedraagt maximaal 100/75 maal het lage pensioen. Uiterlijk op de 75-jarige leeftijd moet het hoge (c.q. lage) pensioen overgaan in het lage (c.q. hoge) pensioen.

### **Premievrije voortzetting bij arbeidsongeschiktheid**

De deelnemer die ziek is geworden tijdens de deelneming en aansluitend daarop een WIA-uitkering ontvangt, heeft recht op premievrije pensioenopbouw. De premievrije voortzetting is afhankelijk van het arbeidsongeschiktheidspercentage dat PFZW heeft vastgesteld. Bij volledige arbeidsongeschiktheid is de premievrije opbouw gebaseerd op maximaal 75% van het laatstverdiende pensioengevend salaris. De premievrije voortzetting eindigt bij einde van de WIA-uitkering.

### **Arbeidsongeschiktheidspensioen (AP-regeling)**

Het arbeidsongeschiktheidspensioen bestaat uit een WIA-excedentpensioen en een WGA-hiaatpensioen. Het WIA-excedentpensioen is bedoeld voor deelnemers die meer dan het maximum dagloon verdienen. Het WGA-hiaatpensioen is bedoeld voor deelnemers die een vervolgutkering ontvangen en meer dan het minimumloon verdienen. Als een deelnemer meer dan het minimumloon verdient, bedraagt het WGA-hiaatpensioen ongeveer 70% van het laatstverdiende salaris.

De financieringsmethode van de AP-regeling is gebaseerd op het rentedekkingsstelsel. De actieve deelnemers betalen in enig jaar een risicopremie, waaruit de arbeidsongeschiktheidspensioenen worden gefinancierd van de deelnemers die naar verwachting twee jaar later arbeidsongeschikt worden.

### **Vrijwillige voortzetting en bescherming bij verlof en werkloosheid**

PFZW biedt de deelnemer in een aantal situaties de mogelijkheid om de pensioenopbouw vrijwillig voort te zetten. Dat kan binnen het dienstverband bij bijvoorbeeld onbetaald verlof. Maar ook na einde van het dienstverband. Bijvoorbeeld tijdens de periode dat een deelnemer een loongerelateerde uitkering ontvangt.

Vanaf 2013 kan de gewezen werknemer gedurende tien jaar de deelneming aan de pensioenregeling vrijwillig voortzetten zolang hij winst uit onderneming geniet (IB-ondernemer). Het pensioengevend salaris is in de eerste drie jaar gemaximeerd op het pensioengevend salaris dat voor de deelnemer gold direct voor ingang van de vrijwillige voortzetting. Met ingang van het vierde jaar geldt als extra maximum dat als de gezamenlijke elementen van het ondernemersinkomen lager zijn dan het pensioengevende salaris dat de deelnemer als werknemer had, dan geldt dit lagere ondernemersinkomen. Is dit ondernemersinkomen hoger dan het laatstverdiende salaris als werknemer dan geldt dit laatste.

Voor de duur van een loongerelateerde werkloosheidsuitkering en tijdens een aantal vormen van onbetaald verlof blijft de risicodekking voor arbeidsongeschiktheid en overlijden in stand.

### **Pensioenregeling Accent en Instapregeling**

Per 1 januari 2010 heeft PFZW alle pensioenverplichtingen overgenomen van Pensioenfonds FNV in liquidatie. Dit betekent dat alle (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden vanaf 1 januari 2010 verzekerd zijn bij PFZW. Voor hen geldt de Pensioenregeling Accent. Dit is een tijdelijke regeling die eindigt op 1 januari 2020 en die op één aspect verschilt van de reguliere PFZW-regeling. De indexering voor slapers en pensioengerechtigden bedraagt namelijk 60% van de reguliere indexering van PFZW.

Daarnaast kent PFZW met ingang van 1 januari 2011 de Instapregeling. Deze regeling geeft werkgevers de mogelijkheid om in maximaal acht jaar geleidelijk in te stromen in de volwaardige collectieve pensioenregeling van PFZW.

Voor beide regelingen geldt dat reglementair mogelijk is gemaakt dat bij overgang naar de algemene collectieve pensioenregeling de pensioenaanspraken en pensioenrechten administratief worden omgezet. De omslachtige procedure van interne collectieve waardeoverdracht wordt op deze manier vermeden.

## 2 Grondslagen

### 2.1 Grondslagen voor de financiële verslaggeving

#### *Algemeen*

De jaarrekening is opgesteld in overeenstemming met de wettelijke bepalingen zoals deze zijn opgenomen in Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en met inachtneming van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving.

#### *Vergelijking met vorig jaar*

De gehanteerde grondslagen van waardering en van resultaatbepaling zijn ongewijzigd ten opzichte van vorig jaar.

#### *Grondslagen voor consolidatie*

De geconsolideerde jaarrekening is opgesteld met toepassing van de grondslagen voor de waardering en de resultaatbepaling van PFZW. De financiële gegevens van PFZW zijn verwerkt in de geconsolideerde jaarrekening zodat, gebruikmakend van artikel 2:402 BW, is volstaan met een verkorte staat van baten en lasten in de enkelvoudige jaarrekening.

In de geconsolideerde jaarrekening zijn de financiële gegevens van PFZW en zijn geconsolideerde kapitaalbelangen opgenomen. De consolidatiekring bestaat uit PFZW zelf, zijn groepsmaatschappijen (dit betreffen de dochtermaatschappijen en andere groepsmaatschappijen die onder PFZW vallen) en andere rechtspersonen waarop PFZW overheersende zeggenschap kan uitoefenen of waarover PFZW de centrale leiding heeft. Deze rechtspersonen worden in de consolidatie betrokken volgens de integrale methode.

De groepsmaatschappijen van PFZW betreffen: Tunupa Investments B.V., Himalaya Investments B.V., Tassili B.V., PFZW Rietveld ETA B.V., PFZW Australian Investment Trust, Gotthardt Investments B.V., Global Winche S.L., PFZW Dynamic Fund Participations B.V., Hudson ABL Fund Limited, FRM Thames Fund LP, Yukon River Fund Limited, Aconcagua Investments LP.

#### *Verwerking*

Een actief wordt in de balans verwerkt wanneer het waarschijnlijk is dat de toekomstige economische voordelen aan PFZW zullen toevloeien en de waarde daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld. Een verplichting wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de afwikkeling daarvan gepaard zal gaan met een uitstroom van middelen en de omvang van het bedrag daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Baten worden in de staat van baten en lasten opgenomen wanneer een vermeerdering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermeerdering van een actief of een vermindering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld. Lasten worden verwerkt wanneer een vermindering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermindering van een actief of een vermeerdering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Als een transactie ertoe leidt dat alle of nagenoeg alle toekomstige economische voordelen en risico's met betrekking tot een actief of een verplichting aan een derde zijn overgedragen, wordt het actief of de verplichting niet langer in de balans opgenomen. Verder worden activa niet meer in de balans opgenomen vanaf het tijdstip waarop niet meer wordt voldaan aan de voorwaarden van waarschijnlijkheid van de toekomstige economische voordelen en betrouwbaarheid van de bepaling van de waarde. Een verplichting wordt niet meer in de balans opgenomen vanaf het tijdstip waarop niet meer wordt voldaan aan de voorwaarden van waarschijnlijkheid van de verwachte uitstroom van middelen en betrouwbaarheid van de bepaling van de waarde.

PFZW houdt het merendeel van zijn beleggingen via participaties in beleggingsfondsen. Deze participaties worden gerubriceerd onder de hoofdcategorie waarin deze beleggingsfondsen beleggen. Bij gemengde beleggingsfondsen wordt aangesloten bij de hoofdcategorie. Als PFZW belegt in een beleggingsfonds dat belegt in een ander fonds en door dit fonds kan niet worden heengekeken ('look through') dan wordt deze belegging aangemerkt als overige beleggingen.

### **Saldering**

Een financieel actief en een financieel passief worden gesaldeerd en als nettobedrag in de balans opgenomen als sprake is van een wettelijke of contractuele bevoegdheid om het actief en de verplichting gesaldeerd en gelijktijdig af te wikkelen en bovendien de intentie bestaat om de posten op deze wijze af te wikkelen. De rentebaten en rentelasten die samenhangen met gesaldeerd opgenomen financiële activa en passiva worden eveneens gesaldeerd opgenomen.

### **Waardering**

Nagenoeg alle activa en enkele passiva van PFZW betreffen financiële instrumenten. Financiële instrumenten worden op het moment van verkrijging gewaardeerd tegen de verkrijgingsprijs, zijnde de reële waarde van het actief of de verplichting, vermeerderd met de transactiekosten. Vervolgens worden financiële activa en financiële verplichtingen op het volgende waarderingsmoment gewaardeerd tegen reële waarde, tenzij anders vermeld.

De reële waarde is het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen goed geïnformeerde partijen die tot een transactie bereid zijn en die onafhankelijk van elkaar zijn. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de transacties niet in het kader van executie of liquidatie worden uitgevoerd.

De verplichtingen hebben voornamelijk betrekking op de voorziening pensioenverplichtingen die worden gewaardeerd tegen reële waarde. De reële waarde betreft de contante waarde van de nominaal opgebouwde pensioenrechten. Bij de bepaling van de voorziening worden de actuariële bestandsgrondslagen gehanteerd. Voor de disconteringsvoet wordt uitgegaan van de nominale rentetermijnstructuur per balansdatum zoals die door DNB wordt gepubliceerd.

### **Waardeveranderingen**

Er wordt geen onderscheid gemaakt tussen gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van financiële instrumenten. Alle waardeveranderingen van beleggingen worden direct in de staat van baten en lasten opgenomen als beleggingsresultaten. Waardeveranderingen van andere financiële activa en financiële verplichtingen worden ook direct in het resultaat opgenomen onder beleggingsresultaten.

### **Transacties met verbonden partijen**

Transacties met verbonden partijen vinden plaats tegen marktconforme condities.

### **Vreemde valuta**

Activa en passiva in vreemde valuta worden omgerekend naar euro's tegen de koers per balansdatum, zijnde de 'WM company fixed Closing Spot rates (mid) at 16:00 hours UK time'.

Deze waardering is onderdeel van de waarderingsgrondslag reële waarde. Baten en lasten voortvloeiend uit transacties in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers per transactiedatum.

De koers op balansdatum van de euro ten opzichte van de belangrijkste valuta is:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
US dollar	1,2101	1,3780
Canadese dollar	1,4015	1,4641
Australische dollar	1,4787	1,5402
Engelse pond	0,7761	0,8320
Zwitserse frank	1,2024	1,2255
Japanse yen	145,0789	144,83
Hongkong dollar	9,3838	10,684

## 2.2 Grondslagen voor waardering van activa en passiva

### Beleggingen

In de hierna volgende paragrafen wordt de algemene waarderingsgrondslag, zoals uiteengezet in de voorgaande paragraaf, nader toegelicht per beleggingscategorie. In toelichting 3.7 “Overzicht marktwaarde beleggingen en waarderingsmethoden” is een overzicht opgenomen met de marktwaarden van de beleggingen per beleggingscategorie waarbij een hiërarchisch onderscheid in waarderingsmethoden is gemaakt, afhankelijk van de beschikbaarheid van objectieve gegevens. De waarderingsmethoden en daarbij gehanteerde veronderstellingen worden nader toegelicht.

### Vastgoed en infrastructuur

Bij niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in open end beleggingsfondsen, die beleggen in vastgoed of infrastructuur, vindt de waardering plaats op reële waarde waarvoor een nettovermogenswaarde wordt gehanteerd zoals gepubliceerd door de fondsbeheerder. Niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in closed end beleggingsfondsen (inclusief deelnemingen en joint ventures), die beleggen in vastgoed of infrastructuur, worden gewaardeerd tegen de reële waarde zoals geschat door de externe manager, het management van de betreffende belegging of de leidende mede investeerder, zijnde de nettovermogenswaarde. Indien tevens financieringen zijn verschaft in de vorm van onderhandse leningen welke onlosmakelijk verbonden zijn met het eigen vermogensinstrument, worden deze ook verantwoord onder de betreffende beleggingscategorie en gewaardeerd tegen reële waarde.

### Aandelen

Beursgenoteerde aandelen waarbij sprake is van een actieve markt worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoersen. Bij niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in open end beleggingsfondsen die beleggen in aandelen vindt de waardering plaats op reële waarde waarvoor nettovermogenswaarde wordt gehanteerd zoals gepubliceerd door de fondsbeheerder. Niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in closed end beleggingsfondsen (inclusief deelnemingen) die beleggen in private equity worden gewaardeerd tegen de reële waarde zoals geschat door de externe manager of het management van de betreffende belegging, zijnde de nettovermogenswaarde. De waardering ultimo boekjaar geschiedt op basis van de waardering ultimo derde kwartaal zoals opgegeven door de externe manager, kasstromen in het laatste kwartaal en een schatting voor de herwaardering in het laatste kwartaal gebaseerd op relevante marktindices. Als tevens financieringen zijn verschaft in de vorm van onderhandse leningen welke onlosmakelijk verbonden zijn met het eigen vermogensinstrument, worden deze ook verantwoord onder de betreffende beleggingscategorie en gewaardeerd tegen reële waarde.

### Vastrentende waarden

Leningen worden gewaardeerd op basis van broker quotes of een model waarbij toekomstige kasstromen contant worden gemaakt waarbij de variabelen uit actieve markten worden afgeleid of waarbij één of meerdere variabelen niet uit een actieve markt zijn af te leiden.

Beursgenoteerde obligaties waarbij sprake is van een actieve markt worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoersen, verhoogd met de lopende rente. Bij niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in open end beleggingsfondsen, die beleggen in obligaties, vindt de waardering plaats op reële waarde waarvoor een nettovermogenswaarde wordt gehanteerd, zoals gepubliceerd door de fondsbeheerder. De onder obligaties opgenomen structured credits worden gewaardeerd op basis van een model waarbij één of meerdere variabelen niet uit een actieve markt zijn af te leiden.

Het saldo van de bankrekeningen en geldmarktinstrumenten op naam van PGGM Treasury B.V. wordt gewaardeerd tegen de reële waarde, zijnde het aandeel van PFZW in de reële waarden van de financiële instrumenten die PGGM Treasury B.V. aanhoudt voor rekening en risico van haar opdrachtgevers. Voor PFZW en de overige pensioenfondsen en beleggingsinstellingen die een strekkend mandaat hebben afgegeven, voert PGGM het treasurymanagement in gezamenlijkheid uit.

Banktegoeden worden gewaardeerd tegen de reële waarde, zijnde de nominale waarde.



## **Derivaten**

Beursgenoteerde derivaten waarbij sprake is van een actieve markt, worden gewaardeerd tegen de officiële slotkoersen. Beursgenoteerde derivaten waarbij geen sprake is van een actieve markt, en niet-beursgenoteerde derivaten worden gewaardeerd op basis van een model waarbij de variabelen uit actieve markten worden afgeleid. Als van één of meerdere variabelen geen volledig objectief waarneembare marktgegevens beschikbaar zijn, wordt bij toepassing van het model gebruik gemaakt van inschattingen of aannames.

## **Overige beleggingen**

Bij niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in open end beleggingsfondsen die beleggen in grondstoffen vindt de waardering plaats op reële waarde waarvoor de nettovermogenswaarde wordt gehanteerd zoals gepubliceerd door de fondsbeheerder.

Niet-beursgenoteerde kapitaalbelangen in closed end en open end beleggingsfondsen (inclusief deelnemingen en joint ventures) die beleggen in hedge funds of alternatieve beleggingsstrategieën worden gewaardeerd tegen de nettovermogenswaarde zoals geschat door de externe manager.

## ***Herverzekeringsdeel technische voorzieningen***

Herverzekeringscontracten worden gewaardeerd voor de actuarieel bepaalde contante waarde van de herverzekerde pensioenrechten en berekend volgens de grondslagen van de technische voorzieningen rekening houdend met een eventuele verandering van het lopende kredietrisico van de herverzekeraars.

## ***Deelnemingen***

Deelnemingen worden gewaardeerd tegen nettovermogenswaarde, op basis van de grondslagen van PFZW. Andere kapitaalbelangen worden verantwoord tegen verkrijgingsprijs. Er wordt rekening gehouden met de duurzame waardeverminderingen die op de balansdatum verwacht worden.

## ***Vorderingen uit hoofde van beleggingen***

De vorderingen uit hoofde van beleggingen zijn verantwoord tegen de nominale waarde eventueel gecorrigeerd met de voorziening voor oninbaarheid.

## ***Vorderingen en overlopende activa***

De vorderingen en overlopende activa zijn verantwoord tegen de nominale waarde eventueel gecorrigeerd met de voorziening voor oninbaarheid. De voorziening voor oninbaarheid wordt bepaald aan de hand van de beoordeling van het kredietrisico van verschillende geïdentificeerde risicocategorieën van debiteuren.

De kredietfaciliteit aan PGGM N.V. en de achtergestelde lening verstrekt aan PGGM Coöperatie U.A. zijn verantwoord tegen nominale waarde.

## ***Liquide middelen***

De liquide middelen zijn gewaardeerd tegen de nominale waarde.

## ***Technische voorzieningen***

Onder de technische voorzieningen wordt verantwoord de voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds uit hoofde van de pensioenregeling en de overige technische voorziening uit hoofde van de AP regeling.

De technische voorzieningen zijn actuarieel berekend en zijn vastgesteld op basis van op balansdatum rechtens afdwingbare verworven aanspraken (nominale opgebouwde rechten). Dit betekent dat de voorwaardelijke toekomstige indexering niet in de voorziening is begrepen, maar de op balansdatum toegezegde indexering wel in de voorziening is opgenomen. De toekomstige pensioenopbouw is buiten beschouwing gelaten. De technische voorzieningen zijn gelijk aan de contante waarde van de kasstromen die voortvloeien uit de rechtens afdwingbare verworven aanspraken. Dit gebeurt tegen de nominale rentetermijnstructuur per balansdatum zoals gepubliceerd door DNB.



Bij het bepalen van de voorziening zijn actuariële grondslagen gehanteerd die zijn geaccordeerd door het bestuur. Volledige actualisering van de grondslagen vindt eens in de drie jaar plaats. In 2013 heeft een volledige actualisering plaatsgevonden. Hierbij zijn alle grondslagen op basis van de meest recente gegevens bepaald. In de tussenliggende jaren zijn de grondslagen geëvalueerd en als dat nodig is gewijzigd. Zie voor een nadere toelichting noot 10 en 27 in de jaarrekening.

#### **Voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds (pensioenregeling)**

De pensioenregeling bevat de voorziening pensioenverplichtingen voor het ouderdomspensioen, partnerpensioen en Flexpensioen. Hierin is ook de toekomstige premievrije pensioenopbouw voor de huidige arbeidsongeschikte deelnemers begrepen. Daarnaast is voor de deelnemers die op de balansdatum ziek zijn, en mogelijk binnen twee jaar arbeidsongeschikt worden verklaard, rekening gehouden met de verwachte toekomstige schadelast in verband met premievrije pensioenopbouw.

De belangrijkste actuariële grondslagen zijn:

Marktrente:	rentetermijnstructuur zoals gepubliceerd door DNB.
Sterfte:	prognosetafel 2014 van het Actuarieel Genootschap (AG), met leeftijds- en geslachtsafhankelijke correctiefactoren gebaseerd op de ervaringssterfte van het deelnemersbestand.
Frequentie samenwonen:	ervaringsgegevens deelnemersbestand pensioenfonds.
Verzekerde partner:	gebaseerd op samenlevingsfrequentie deelnemersbestand PFZW: vóór reglementaire pensioenleeftijd: systeem onbepaalde partner, ná reglementaire pensioenleeftijd: bepaalde partner.
Frequentie voor leeftijd gebruikmaking Flex- en vervroegd pensioen:	mannen: op basis van ervaringsgegevens deelnemersbestand oplopend naar 67-jarige leeftijd, vrouwen: op basis van ervaringsgegevens deelnemersbestand oplopend naar 67-jarige leeftijd.
Arbeitsongeschiktheid en reactivering:	gebaseerd op waarnemingen in het fondsbestand.
Administratie- en excassokosten:	2% van de voorziening.

#### **Overige technische voorzieningen (AP-regeling)**

De AP-regeling bevat de voorziening van AP-verplichtingen voor de ingegane en niet-ingegane AP-rechten. Tevens zit in de AP-regeling de onverdiende premie voor nieuwe instroom. De belangrijkste actuariële grondslagen zijn:

Marktrente:	rentetermijnstructuur zoals gepubliceerd door DNB.
Sterfte:	prognosetafel 2014 van het Actuarieel Genootschap (AG), met leeftijds- en geslachtsafhankelijke correctiefactoren gebaseerd op de ervaringssterfte van het deelnemersbestand.
Arbeitsongeschiktheid en reactivering:	gebaseerd op waarnemingen in het fondsbestand.
Administratie- en Excassokosten:	2% van de voorziening voor ingegaan AP-pensioen en 4,5% van de voorziening voor niet-ingegaan AP-pensioen.

### *Voorziening pensioenverplichtingen risico deelnemers (regeling Extrapensioen)*

De voorziening pensioenverplichtingen regeling Extrapensioen heeft betrekking op de opbouwfase voor het Rendementspensioen. De voorziening wordt gewaardeerd op het saldo van de tot op balansdatum ingelegde premiebijdragen, het overeengekomen contractueel rendement, de onttrekking voor pensioenuitvoeringskosten en de aanwending van het opgebouwde saldo voor inkoop van een premievrij recht op ouderdomspensioen of Flexpensioen.

### *Verplichtingen uit hoofde van beleggingen*

Verplichtingen uit hoofde van beleggingen met een looptijd korter dan één jaar worden gewaardeerd tegen nominale waarde. Overige verplichtingen met een looptijd langer dan één jaar worden gewaardeerd tegen reële waarde. De reële waarde wordt bepaald door het disconteren van de toekomstige kasstromen tegen uit de markt af te leiden gegevens.

### *Overige schulden en overlopende passiva*

Overige schulden en overlopende passiva met een looptijd korter dan één jaar worden gewaardeerd tegen nominale waarde. Overige schulden met een looptijd langer dan één jaar worden gewaardeerd tegen reële waarde. De reële waarde wordt bepaald door het disconteren van de toekomstige kasstromen tegen uit de markt af te leiden gegevens.

## 2.3 Grondslagen voor resultaatbepaling

### *Premiebijdragen werkgevers en werknemers*

De premiebijdragen worden ten gunste van het resultaat gebracht in de periode waarin de daarmee samenhangende pensioenrechten worden opgebouwd.

### *Beleggingsresultaten*

De beleggingsresultaten worden ten gunste of ten laste van het resultaat gebracht in de periode waarop zij betrekking hebben. Hierop worden de kosten van vermogensbeheer in mindering gebracht. Onder de directe beleggingsresultaten zijn vooral dividend en rente opgenomen. Dividend wordt verantwoord op het moment van betaalbaarstelling, waarbij rekening wordt gehouden met niet terugvorderbare dividendbelasting. Resultaten uit beleggingen in beleggingsfondsen worden verantwoord als indirecte beleggingsresultaten. De kosten van vermogensbeheer van indirecte beleggingen zijn al in mindering gebracht op de indirecte beleggingsresultaten.

### *Overige baten*

Overige baten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben.

### *Pensioenuitkeringen*

De pensioenuitkeringen worden in de staat van baten en lasten opgenomen in de periode waarop zij betrekking hebben.

### *Pensioenuitvoeringskosten*

De pensioenuitvoeringskosten worden in de staat van baten en lasten opgenomen in de periode waarop zij betrekking hebben.

### *Mutatie voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds*

### **Pensioenopbouw**

De pensioenopbouw met betrekking tot ouderdomspensioen wordt toegerekend aan de periode waarin de opbouw van pensioenrechten plaatsvindt. De pensioenrechten in verband met de compensatie NFP worden opgenomen in de periode waarin zij onvoorwaardelijk worden. De verplichtingen met betrekking tot nabestaandenpensioen en arbeidsongeschiktheidspensioen worden opgenomen in de periode waarin zij ontstaan. De (gedeeltelijk) premievrije opbouw arbeidsongeschikten wordt ten laste van het resultaat gebracht in de periode waarin de ziekte is ontstaan.

### **Indexering**

De verhoging van de technische voorzieningen uit hoofde van indexering wordt in de staat van baten en lasten opgenomen op het moment waarop de toezegging wordt gedaan.

### **Rentetoevoeging**

De pensioenverplichtingen worden contant gemaakt tegen de nominale marktrente op basis van de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur van interbancaire swaps op basis van driemaandsgemiddelde tot en met balansdatum (met een UFR voor de langere looptijden). Aan de technische voorziening wordt een rente van 0,4% (2013: 0,4%) toegevoegd op basis van de éénjaarsrente op de interbancaire swapmarkt primo verslaggevingsperiode. De rentetoevoeging wordt berekend over het gemiddelde van de stand van de voorziening primo periode en de stand van de voorziening ultimo periode, de laatste exclusief het effect van de indexering.

### **Onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten**

De vrijval wordt ten gunste van de staat van baten en lasten gebracht in de periode waarin de lasten bij de berekening van de voorziening waren voorzien.

### **Wijziging marktrente**

De wijziging marktrente op balansdatum als gevolg van wijzigingen in de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur wordt in de staat van baten en lasten opgenomen.

### **Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten**

Het saldo van de actuariële inkomende en uitgaande waardeoverdrachten wordt toegerekend aan de periode waarop zij betrekking heeft.

### **Aanpassing actuariële grondslagen pensioenregeling**

Mutatie van de voorziening als gevolg van de aanpassing van actuariële grondslagen in verslagjaar wordt in de staat van baten en lasten opgenomen.

### **Overige mutaties**

De overige mutaties worden toegekend aan de periode waarop ze betrekking hebben.

#### ***Mutatie overige technische voorzieningen***

Mutatie in de voorziening heeft betrekking op onverdiende premiebijdrage voor nieuwe ziektegevallen, indexering, rentetoevoeging, onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten, wijziging marktrente en overige mutaties.

#### ***Mutatie voorziening pensioenverplichtingen risico deelnemers***

Mutatie in de voorziening heeft betrekking op ontvangen premiebijdragen, toegevoegd rendement, onttrekking voor pensioenuitvoeringskosten en omzetting naar technische voorziening.

#### ***Mutatie herverzekeringsdeel technische voorzieningen***

Mutatie herverzekeringsdeel technische voorzieningen heeft betrekking op rentetoevoeging, wijziging marktrente, onttrekking voor pensioenuitkeringen, mutatie kredietafslag en overige mutaties.

#### ***Saldo overdracht van rechten***

Waardeoverdrachten worden in de staat van baten en lasten opgenomen op het moment van overdracht van de pensioenverplichtingen.

## **2.4 Grondslagen voor het kasstroomoverzicht**

Het kasstroomoverzicht wordt opgesteld volgens de directe methode. Dit houdt in dat alle ontvangsten en uitgaven als zodanig worden gepresenteerd. Onderscheid is gemaakt tussen kasstromen uit pensioen- en beleggingsactiviteiten.

Kasstromen in vreemde valuta worden omgerekend naar euro tegen de koers per transactiedatum.

Onder liquide middelen worden verstaan bij banken aangehouden rekening-courantsaldi en kasmiddelen, en bij banken aangehouden activa die zonder beperkingen en zonder materieel risico van waardevermindering onmiddellijk kunnen worden omgezet in liquide middelen en een oorspronkelijke looptijd van hooguit één jaar hebben. Dit betreft onder meer callgelden en deposito's.

Het verschil tussen de in het kasstroomoverzicht opgenomen kasstromen en de mutatie van de in de balans opgenomen liquide middelen (inclusief kredietinstellingen) wordt afzonderlijk opgenomen als aansluiting tussen de nettokasstroom en de mutatie in liquide middelen (inclusief kredietinstellingen).

## 3 Beleggingen

### 3.1 Verloopoverzicht van de beleggingen

Verloopoverzicht beleggingen

<b>2014</b>	<b>Balans- waarde begin jaar</b>	<b>Aan- kopen</b>	<b>Ver- kopen</b>	<b>Waarde- verande- ringen</b>	<b>Balans- waarde eind jaar</b>
(bedragen x € 1 miljoen)					
Vastgoed en infrastructuur	18.617	3.580	-/- 776	2.630	24.051
Aandelen	40.070	8.695	-/- 587	4.927	53.105
Private equity	8.132	1.364	-/- 1.829	1.459	9.126
Leningen	885	79	-/- 451	89	602
Obligaties	43.410	12.652	-/- 9.141	4.345	51.266
Overige beleggingen	14.478	1.425	-/- 3.517	-/- 3.545	8.841
<b>Subtotaal</b>	<b>125.592</b>	<b>27.795</b>	<b>-/- 16.301</b>	<b>9.905</b>	<b>146.991</b>
Geldmarktbeleggingen	10.370			15.849	
Derivaten	12.755			26.511	
<b>Totaal</b>	<b>148.717</b>	<b>27.795</b>	<b>-/- 16.301</b>	<b>9.905</b>	<b>189.351</b>

De negatieve waardeverandering van de post Overige beleggingen wordt veroorzaakt door de negatieve beleggingsresultaten (prijsmutaties) van de beleggingen in grondstoffen. De verkopen binnen de post Overige beleggingen zijn veroorzaakt door een lagere allocatie naar hedge funds in het boekjaar.

<b>2013</b>	<b>Balans- waarde begin jaar</b>	<b>Aan- kopen</b>	<b>Ver- kopen</b>	<b>Waarde- verande- ringen</b>	<b>Balans- waarde eind jaar</b>
(bedragen x € 1 miljoen)					
Vastgoed en infrastructuur	18.531	1.790	-/- 2.915	1.211	18.617
Aandelen	34.794	3.994	-/- 5.870	7.152	40.070
Private equity	7.910	610	-/- 1.728	1.340	8.132
Leningen	1.064	155	-/- 323	-/- 11	885
Obligaties	38.786	18.076	-/- 11.278	-/- 2.174	43.410
Overige beleggingen	14.191	541	-/- 611	357	14.478
<b>Subtotaal</b>	<b>115.276</b>	<b>25.166</b>	<b>-/- 22.724</b>	<b>7.875</b>	<b>125.592</b>
Geldmarktbeleggingen	14.137				10.370
Derivaten	19.433				12.755
<b>Totaal</b>	<b>148.846</b>	<b>25.166</b>	<b>-/- 22.724</b>	<b>7.875</b>	<b>148.717</b>

De premiebijdragen voor risico van deelnemers zijn bestemd voor de aankoop van beleggingen in de beleggingsportefeuille van PFZW. Hiervoor wordt geen apart beleggingsdepot aangehouden, zodat deze beleggingen niet afzonderlijk aanwijsbaar zijn aan de deelnemers. Van de totale beleggingsportefeuille wordt € 91 miljoen (2013: € 88 miljoen) aangehouden voor rendement en risico van deelnemers (Extrapensioen).

### 3.2 Vastgoed en infrastructuur

Onder vastgoed en infrastructuur worden verantwoord indirecte beleggingen via deelnemingen, joint ventures en participaties in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoed en infrastructuurfondsen. Onder infrastructuur zijn eveneens directe beleggingen in projecten opgenomen die PFZW samen met één of meerdere mede-investeerdere is aangegaan.

(bedragen x € 1 miljoen)	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Indirecte vastgoedbeleggingen	19.779	15.326
Infrastructuurbeleggingen	4.272	3.291
<b>Totaal</b>	<b>24.051</b>	<b>18.617</b>

Van de totale vastgoed- en infrastructuurbeleggingen is € 21.372 miljoen (2013: € 15.676 miljoen) belegd in PGGM beleggingsfondsen. In de hierna opgenomen specificaties is voor zover het PGGM beleggingsfondsen betreft het verslaggevingsbeginsel 'look through' toegepast.

#### Indirecte vastgoedbeleggingen

De balanswaarde kan als volgt worden ingedeeld:

(bedragen x € 1 miljoen)	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Beursgenoteerd	10.380	7.877
Niet beursgenoteerd	9.399	7.449
<b>Totaal</b>	<b>19.779</b>	<b>15.326</b>

De samenstelling naar regio is als volgt:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Europa	20%	23%
Noord-Amerika en overig dollarzone	50%	39%
Verre Oosten	28%	35%
Opkomende markten	2%	3%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Securities lending activiteiten vindt/vinden plaats binnen het/de PGGM beleggingsfonds/en waarin het pensioenfonds belegt. Het pro rata deel van de securities lending positie per balansdatum is € 16 miljoen (2013: € 116 miljoen). Voor het risico dat de uitgeleende stukken niet worden teruggeleverd, hebben de PGGM beleggingsfondsen zekerheden ontvangen in de vorm van staatsleningen, uitgegeven door kredietwaardige landen met een AA-rating.

#### **Infrastructuurbeleggingen**

De samenstelling naar direct en indirect is als volgt:

(bedragen x € 1 miljoen)	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Direct	2.902	2.116
Indirect	1.370	1.175
<b>Totaal</b>	<b>4.272</b>	<b>3.291</b>

Alle infrastructuurbeleggingen ultimo boekjaar zijn niet-beursgenoteerd.

De samenstelling naar regio is als volgt:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Europa	77%	77%
Noord-Amerika en overig dollarzone	14%	15%
Opkomende markten	9%	8%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### **3.3 Aandelen**

In de jaarrekening wordt onderscheid gemaakt tussen:

(bedragen x € 1 miljoen)	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Aandelen	53.105	40.070
Private equity	9.126	8.132
<b>Totaal</b>	<b>62.231</b>	<b>48.202</b>

Van de totale aandelen- en private equity-beleggingen is € 54.373 miljoen (2013: € 39.839 miljoen) belegd in PGGM beleggingsfondsen. In de hierna opgenomen specificaties is voor zover het PGGM beleggingsfondsen betreft het verslaggevingsbeginsel 'look through' toegepast.

#### Aandelen

Onder aandelen zijn beursgenoteerde fondsen opgenomen, en participaties of aandelen in niet beursgenoteerde beleggingsinstellingen die overwegend in beursgenoteerde aandelen beleggen.

De specificatie naar bedrijfstak is als volgt:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Consumptiegoederen	22%	23%
Energie	8%	8%
Financiële dienstverlening	20%	21%
Gezondheid	11%	12%
Industrie	9%	10%
Informatietechnologie	14%	13%
Grondstoffen	6%	6%
Telecommunicatie	5%	4%
Nutsbedrijven	5%	3%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

De samenstelling naar regio is als volgt:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Europa	24%	27%
Noord-Amerika en overig dollarzone	50%	46%
Verre Oosten	11%	12%
Opkomende markten	15%	15%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Securities lending activiteiten vindt/vinden plaats binnen het/de PGGM beleggingsfonds/en waarin het pensioenfonds belegt. Het pro rata deel van de securities lending positie per balansdatum is € 1.048 miljoen (2013: € 865 miljoen). Voor het risico dat de uitgeleende stukken niet worden teruggeleverd, hebben de PGGM beleggingsfondsen zekerheden ontvangen in de vorm van staatsleningen, uitgegeven door kredietwaardige landen met een AA-rating.

### Private equity

Dit betreft onder meer beleggingen in durfkapitaal en overnames, die zowel direct als indirect via co-investeringen en fondsen plaatsvinden.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Directe beleggingen	1.592	1.248
Indirecte beleggingen	7.534	6.884
<b>Totaal</b>	<b>9.126</b>	<b>8.132</b>

De samenstelling naar regio is als volgt:

	2014	2013
Europa	39%	37%
Noord-Amerika en overig dollarzone	41%	44%
Verre Oosten	6%	6%
Opkomende markten	14%	13%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### 3.4 Vastrentende waarden

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Leningen	602	885
Obligaties	51.266	43.410
<b>Subtotaal</b>	<b>51.868</b>	<b>44.295</b>
Geldmarktbeleggingen	15.849	10.370
<b>Totaal</b>	<b>67.717</b>	<b>54.665</b>

Van de obligatiebeleggingen is € 13.709 miljoen (2013: € 11.851 miljoen) belegd in PGGM beleggingsfondsen. In de hierna opgenomen specificaties is, voor zover het PGGM beleggingsfondsen betreft, het verslaggevingsbeginsel 'look through' toegepast.



Samenstelling van de leningen en obligaties ultimo boekjaar naar contractuele resterende looptijd:

**2014:**

(bedragen x € 1 miljoen)	< 1 jaar	1-5 jaar	> 5 jaar	Totaal
<b>Leningen en obligaties</b>	<b>2.637</b>	<b>15.347</b>	<b>33.884</b>	<b>51.868</b>

**2013:**

(bedragen x € 1 miljoen)	< 1 jaar	1-5 jaar	> 5 jaar	Totaal
<b>Leningen en obligaties</b>	<b>1.030</b>	<b>14.892</b>	<b>28.373</b>	<b>44.295</b>

De kredietwaardigheid van de leningen en obligaties kan als volgt worden weergegeven:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
AAA-rating	45%	47%
AA-rating	16%	12%
A-rating	7%	11%
BBB-rating	14%	10%
BB- en lagere rating	11%	12%
Geen rating	7%	8%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

De indeling naar regio voor leningen en obligaties is als volgt:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Europa	75%	73%
Noord-Amerika en overig dollarzone	6%	7%
Verre Oosten	0%	1%
Opkomende markten	19%	19%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## Leningen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Leningen met vaste rente	183	415
Leningen met variabele rente	3	5
Inflation linked leningen	30	73
Overige leningen	386	392
<b>Totaal</b>	<b>602</b>	<b>885</b>

In de post overige leningen zijn begrepen participaties in hedge funds die overwegend in leningen beleggen en een participatie in een mezzaninefonds.

## Obligaties

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Obligaties met vaste rente	38.401	33.922
Obligaties met variabele rente	2.506	985
Inflation linked obligaties	7.841	6.432
Structured credits	2.518	2.071
<b>Totaal</b>	<b>51.266</b>	<b>43.410</b>

De indeling naar staats- en bedrijfsobligaties is als volgt:

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Staatsobligaties	37.083	31.405
Bedrijfsobligaties	14.183	12.005
<b>Totaal</b>	<b>51.266</b>	<b>43.410</b>

De structured credits bevatten structured credit risk sharing transacties. Deze transacties bestaan voor € 2.518 miljoen (2013: € 1.698 miljoen) uit 'collateralized loan obligations' (CLO's). De CLO's betreffen gestructureerde transacties waarin PFZW het kredietrisico met betrekking tot specifieke leningenportefeuilles van een tegenpartij gedeeltelijk overneemt. De CLO's bestaan uit publieke stukken voor een bedrag van € 587 miljoen (2013: € 81 miljoen) en private stukken voor een bedrag van € 1.931 miljoen (2013: € 1.617 miljoen).

Onder de structured credit risk sharing transacties zijn tevens kredietrisico delende contracten opgenomen voor een bedrag van € 746 miljoen (2013: € 373 miljoen). Deze contracten bestaan uit een kredietderivaat ('credit default swap') en bijbehorend door PFZW verstrekt onderpand in de vorm van geldmarktbeleggingen of obligaties.

## Geldmarktbeleggingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013
Banktegoeden in rekening-courant	42	81	
<b>Totaal liquide middelen</b>	<b>42</b>		<b>81</b>
Bankrekeningen en geldmarktinstrumenten op naam van PGGM Treasury B.V.	15.807	10.289	
<b>Subtotaal</b>	<b>15.807</b>		<b>10.289</b>
<b>Totaal</b>	<b>15.849</b>		<b>10.370</b>

Van de liquide middelen staat een bedrag van € 6 miljoen (ultimo 2013: € 2 miljoen) niet ter vrije beschikking. Dit betreft saldi op margin accounts die worden aangehouden in verband met futurepositities.

PGGM Vermogensbeheer B.V. is de door het fonds aangestelde vermogensbeheerder, die ook voor andere pensioenfondsen en de beleggingsinstellingen van PGGM de vermogensbeheerder is. Voor het fonds en de overige pensioenfondsen en beleggingsinstellingen die een daartoe strekkend mandaat hebben afgegeven, voert PGGM Vermogensbeheer B.V. het treasurymanagement in gezamenlijkheid uit. Voor de uitvoering van dit gezamenlijke beheer houdt PGGM Vermogensbeheer B.V. op naam van PGGM Treasury B.V. bankrekeningen en geldmarktinstrumenten aan voor rekening en risico van haar opdrachtgevers. Als gevolg hiervan ligt het economisch eigendom van bedoelde bankrekeningen en geldmarktinstrumenten bij de opdrachtgevers van PGGM Vermogensbeheer B.V. en ligt het juridisch eigendom bij PGGM Treasury B.V.

Belangrijkste reden voor de oprichting van PGGM Treasury B.V. is het behoud van de voordelen van gecentraliseerde treasury-activiteiten. Om meerdere pensioenfondsen als klant te kunnen bedienen, heeft PGGM beleggingsfondsen opgericht. Hierdoor zijn de beleggingen juridisch van elkaar gescheiden en is het noodzakelijk om ten behoeve van effectief liquiditeitsmanagement de treasury-activiteiten via een aparte juridische entiteit te centraliseren. Andere belangrijke voordelen van de gecentraliseerde treasury-activiteiten zijn risicoreductie en lagere kosten.

Ultimo verslagperiode gaat het om een vordering van € 15.807 miljoen (ultimo 2013: € 10.289 miljoen) waarvan PFZW alleen het economisch eigendom houdt. Dit bedrag is gepresenteerd onder Bankrekeningen en geldmarktinstrumenten op naam van PGGM Treasury B.V. voor rekening en risico van PFZW. De voordelen, zoals netting en rentecompensatie, die met dit gezamenlijke beheer behaald worden, worden naar rato van het absolute belang in de gezamenlijkheid over de participanten van PGGM Treasury B.V. verdeeld.

De omvang van het saldo aan geldmarktinstrumenten ultimo verslagperiode is grotendeels het gevolg van de toename van het ontvangen collateral. Door de toegenomen waarde van de derivatenposities van PFZW is het ontvangen collateral ook toegenomen naar € 14.264 miljoen ultimo verslagperiode (ultimo 2013: € 7.656 miljoen). Collateral wordt voornamelijk in de vorm van cash ontvangen.

De samenstelling van het saldo van de balanspost Bankrekeningen en geldmarktinstrumenten op naam van PGGM Treasury B.V. is als volgt:

	<b>2014</b>		<b>2013</b>	
Obligaties	50%		36%	
Derivaten	0%		0%	
Callgelden bij banken	1%		1%	
Deposito's bij banken	14%		18%	
Liquiditeitsfondsen	12%		12%	
Vorderingen uit hoofde van reverse repo's	23%		41%	
Vorderingen uit hoofde van beleggingsactiviteiten	1%		- %	
<b>Totaal bezittingen</b>		<b>101%</b>		<b>108%</b>
Schulden uit hoofde van beleggingsactiviteiten	-/-	1%	-/-	8%
Totaal schulden		-/- 1%		-/- 8%
<b>Totaal</b>		<b>100%</b>		<b>100%</b>

Het renterisico van de obligaties wordt gereduceerd door gebruik te maken van interest rate swaps met een beperkte looptijd. De swaps zijn verantwoord onder derivaten.

De vorderingen uit hoofde van reverse repo's hebben betrekking op verstrekte liquiditeiten waarvoor onderpand in de vorm van obligaties met minimaal een AA-rating is verkregen. De vorderingen hebben overwegend een kortlopend karakter.

De geldmarktbeleggingen zijn liquide, mede omdat een groot gedeelte van de kaspositie het collateral is op de rentederivaten. Wanneer de rente stijgt, dalen de derivaten in waarde en moet het ontvangen collateral direct worden terugbetaald. Daarom is de gemiddelde looptijd van beleggingen kort: tot maximaal één maand en zijn de obligaties vrijwel allemaal vrij verhandelbaar of uit te lenen.

### 3.5 Derivaten

Derivaten zijn financiële contracten die hun waarde ontleen aan een onderliggend financieel instrument of product, zoals aandelen, valuta en rente. Basisvormen van derivaten zijn termijncontracten, opties, swaps en futures. PFZW gebruikt derivaten met name om risico's af te dekken. Dit zijn hoofdzakelijk het renterisico, inflatierisico en valutarisico. PFZW maakt daarnaast gebruik van derivaten om op een efficiëntere wijze een positie in te nemen dan door het aankopen van het onderliggende financiële instrument of product. Derivaten worden verder slechts in beperkte mate gebruikt om een specifiek risico aan te gaan.

PFZW maakt gebruik van onderstaande derivaten. Derivaten met een positieve reële waarde worden als actief verantwoord. Derivaten met een negatieve reële waarde worden als passief verantwoord. In onderstaand overzicht wordt de uitsplitsing naar actief en passief weergegeven.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
	Reële waarde		Reële waarde	
	Actief	Passief	Actief	Passief
Rentederivaten	25.898	11.580	12.564	5.479
Aandelenderivaten	57	41	45	35
Valutaderivaten	556	470	146	288
<b>Saldo derivaten</b>	<b>26.511</b>	<b>12.091</b>	<b>12.755</b>	<b>5.802</b>

Het grootste deel van de derivatenposities wordt aangehouden via PGGM Treasury B.V. Dit houdt in dat PGGM Treasury B.V. voor rekening en risico van haar opdrachtgevers derivatencontracten afsluit met externe partijen. De opdrachtgevers houden hiermee het economisch eigendom en PGGM Treasury B.V. verkrijgt het juridisch eigendom. Per balansdatum gaat het om een saldo van € 14.394 miljoen (ultimo 2013: € 6.922 miljoen). Dit saldo maakt deel uit van de derivaten activa en derivaten passiva.

In de volgende paragrafen wordt per categorie derivaten inzicht gegeven in de samenstelling en de waarde van alle uitstaande derivatenposities van PFZW.

#### Rentederivaten

Volgend overzicht geeft inzicht in de omvang en samenstelling van de rentederivaten per balansdatum.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
	Reële waarde		Reële waarde	
	Actief	Passief	Actief	Passief
Interest rate swaps	25.699	7.922	12.500	4.288
Inflation swaps	199	3.658	64	1.191
<b>Saldo rentederivaten</b>	<b>25.898</b>	<b>11.580</b>	<b>12.564</b>	<b>5.479</b>

Ontwikkelingen van rente en inflatie beïnvloeden de financiële positie van PFZW. Het renterisico op de verplichtingen van PFZW wordt deels afgedekt door (inflatie)obligaties en deels door rentederivaten.

Doordat de waarde van de rentederivaten, die dienen ter afdekking van het renterisico van de pensioenverplichtingen, net als de waarde van de pensioenverplichtingen meebeweegt met de rente maar in tegengestelde richting, zorgen ze ervoor dat PFZW minder gevoelig is voor renteschommelingen. Op een zelfde manier zorgen inflatieswaps voor afdekking van het inflatierisico. In de risicoparagraaf is opgenomen wat het effect is van een wijziging in de rente of de inflatie op de derivaten die worden gebruikt ter afdekking van het renterisico respectievelijk het inflatierisico van de pensioenverplichtingen.

Interest rate swaps zijn contracten waarbij twee partijen vaste rentebetalingen tegen variabele rentebetalingen uitwisselen. Een swaption is een optie op een interest rate swap. De koper van een swaption heeft tegen betaling van een premie het recht om op een vooraf afgesproken datum een afgesproken interest rate swap aan te gaan. De swaptions worden ook aangehouden ter afdekking van het renterisico. Inflation swaps zijn contracten waarbij twee partijen het inflatierisico uitwisselen, tegen een vastgestelde vergoeding. In hoeverre het rente- en inflatierisico per balansdatum door de derivaten zijn afgedekt, is toegelicht in de risicoparagraaf.

De contractomvang en de looptijden van de interest rate swaps en inflation swaps bepalen in welke mate respectievelijk het rente- en inflatierisico wordt afgedekt. De gepresenteerde netto contractomvang per balansdatum kan een negatief of een positief saldo hebben. Een negatief saldo betekent bij interest rate swaps dat een vaste rentevergoeding wordt ontvangen en een variabele rentevergoeding wordt betaald. Een positief saldo betekent bij inflation swaps dat een variabele inflatievergoeding wordt ontvangen.

Volgend overzicht geeft inzicht in de netto contractomvang en de looptijd van de rentederivaten per balansdatum.

(bedragen x € 1 miljoen)	Reële waarde		Contractomvang
	Actief	Passief	
<b>Interest rate swaps</b>			
Korter dan een jaar	7	-	-
Een jaar tot en met 10 jaar	379	771	5.602
Langer dan 10 jaar	25.313	7.151	-/- 38.032
<b>Totaal interest rate swaps</b>	<b>25.699</b>	<b>7.922</b>	
<b>Inflation swaps</b>			
Korter dan een jaar	-	-	
Een jaar tot en met 10 jaar	87	707	5.573
Langer dan 10 jaar	112	2.951	10.464
<b>Totaal inflation swaps</b>	<b>199</b>	<b>3.658</b>	
<b>Saldo</b>	<b>25.898</b>	<b>11.580</b>	

PFZW belegt in futures. Futures zijn op de beurs verhandelbare termijncontracten met verplichte levering van onderliggend financieel instrument of product in de toekomst tegen een vooraf vastgestelde prijs. Obligatiefutures worden gebruikt om op een efficiënte wijze een positie in te nemen in de onderliggende obligaties. De futures worden dagelijks afgerekend, waardoor de waarde per balansdatum nihil is. Om deze reden zijn deze futures niet in bovenstaand overzicht zichtbaar. De exposure van deze futures, waarover renterisico wordt gelopen, is € -/- 585 miljoen (ultimo 2013: € -/- 109 miljoen). De looptijden van de futures zijn grotendeels korter dan een jaar.

#### Aandelenderivaten

Volgend overzicht geeft inzicht in de omvang en samenstelling van de aandelenderivaten per balansdatum.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
	Actief	Passief	Actief	Passief
Overige derivaten	57	41	45	35
<b>Saldo aandelenderivaten</b>	<b>57</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>35</b>

Onder overige derivaten worden variance swaps opgenomen waarvan de waarde afhankelijk is van andere factoren, zoals de volatiliteit van indices.

### Valutaderivaten

PFZW heeft beleggingen in vreemde valuta. Hierdoor bestaat het risico op waardeveranderingen van deze beleggingen als gevolg van een koersverandering van de betreffende valuta. PFZW dekt dit risico in deels af. Het valutarisico is grotendeels afgedekt middels valutaderivaten met een looptijd korter dan een jaar. Daarnaast worden voor een beperkt gedeelte van de portefeuille valutaderivaten afgesloten die een langere looptijd hebben. Volgend overzicht geeft inzicht in de samenstelling van de valutaderivaten per balansdatum.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
	Reële waarde		Reële waarde	
	Actief	Passief	Actief	Passief
Valuta swaps	556	470	94	286
Overig	-	-	52	2
<b>Saldo valutaderivaten</b>	<b>556</b>	<b>470</b>	<b>146</b>	<b>288</b>

PFZW houdt het merendeel van zijn beleggingen via participaties in PGGM beleggingsfondsen. Tot en met 31 december 2014 hadden de PGGM beleggingsfondsen een eigen valuta-afdekkingsbeleid waarbij zij gebruik maakten van valutaderivaten. Hierbij werden valuta's van de ontwikkelde landen, indien onderdeel van de benchmark, nagenoeg volledig afgedekt naar euro. PFZW heeft een valuta-afdekkingsbeleid dat gedurende het verslagjaar afweek van het PGGM beleggingsfondsenbeleid, waardoor PFZW gedurende het verslagjaar een gedeeltelijk tegengestelde positie in heeft genomen. Dit betekent dat gedurende het verslagjaar vreemde valuta werden gekocht tegen betaling van euro's. Met ingang van 1 januari 2015 wordt de valuta-afdekking uitsluitend nog uitgevoerd door PFZW, zodat per balansdatum de volledige valuta-afdekking door PFZW zelf is aangegaan.

De contractomvang van de valutaderivaten van PFZW bedraagt per balansdatum € 57.758 miljoen (ultimo 2013: € 7.548 miljoen negatief). In hoeverre het valutarisico per balansdatum op totaalniveau door de derivaten zijn afgedekt, is toegelicht in de risicoparaagraaf.

### 3.6 Overige beleggingen

Hieronder zijn beleggingen in grondstoffen, hedge funds en overig opgenomen. Beleggingen in grondstoffen zijn investeringen in de termijnmarkt van grondstoffen, PFZW belegt niet in de fysieke markt van grondstoffen. Hedge funds zijn beleggingsfondsen die gebruikmaken van een breed scala aan beleggingsstrategieën en -instrumenten om een absoluut (positief) rendement te behalen onder alle marktomstandigheden. Onder de categorie overig vallen voornamelijk beleggingen in fondsen met alternatieve beleggingsstrategieën.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Grondstoffen	6.451	9.493
Hedge funds	604	3.682
Overig	1.786	1.303
<b>Totaal</b>	<b>8.841</b>	<b>14.478</b>

Van de totale overige beleggingen is € 7.000 miljoen (2013: € 13.074 miljoen) belegd in PGGM beleggingsfondsen.

De belegging in grondstoffen betreft de belegging in het PGGM Commodity Fund. Binnen dit fonds wordt gebruik gemaakt van commodity futures om exposure naar grondstoffen gerelateerde indices te verkrijgen. Omdat de openstaande posities aan futures aan het einde van de dag worden verrekend, is de waarde hiervan op balansdatum nihil. De waarde van het fonds wordt bepaald door met name de geldmarktbeleggingen die het fonds aanhoudt als onderpand bij de future posities op zogeheten 'margin accounts'.

De beleggingen in hedge funds zijn in omvang afgenomen vanwege een lagere allocatie naar deze beleggingen in het boekjaar.

### 3.7 Overzicht marktwaarde beleggingen en waarderingsmethoden

Voor het bepalen van de reële waarde wordt het volgende hiërarchische onderscheid in waarderingsmethoden gemaakt afhankelijk van de beschikbaarheid van objectieve gegevens.

- Directe marktnoteringen – Beleggingen die worden verhandeld op actieve en publieke markten. Deze noteringen betreffen alle posities waarvan de reële waarde is gebaseerd op een direct verhandelbare prijs in de huidige marktomstandigheden.
- Afgeleide marktnoteringen – Beleggingen die worden gewaardeerd op basis van een model waarbij alle variabelen uit de markt zijn af te leiden. Tevens vallen hieronder de open end fondsbeleggingen waarvan minder frequent een nettovermogenswaarde wordt ontvangen maar waarop wel gehandeld kan worden.
- Waarderingsmodellen en technieken – Hieronder zijn alle beleggingen opgenomen waarvan de reële waarde is gebaseerd op waarderingsmodellen en -technieken waarbij inschattingen zijn gemaakt door het management vanwege het ontbreken van volledig waarneembare marktgegevens. Tevens worden hieronder closed end fondsbeleggingen verantwoord.

In de hierna opgenomen specificaties is voor zover het PGGM beleggingsfondsen betreft het beginsel 'look through' niet toegepast. Beleggingen in open end PGGM beleggingsfondsen en closed end PGGM beleggingsfondsen zijn daarom respectievelijk onder afgeleide marktnoteringen en waarderingsmodellen en -technieken verantwoord.

De marktwaarde van de beleggingen kan ultimo boekjaar als volgt worden weergegeven:

<b>2014</b> (bedragen x € 1 miljoen)	<b>Directe markt- noteringen</b>	<b>Afgeleide markt- noteringen</b>	<b>Waarderings- modellen en technieken</b>	<b>Totaal</b>
Vastgoed en infrastructuur	-	18.837	5.214	24.051
Aandelen	2.457	50.693	9.081	62.231
Vastrentende waarden	44.853	19.990	2.874	67.717
Derivaten activa	-	26.437	74	26.511
Overige beleggingen	73	7.000	1.768	8.841
<b>Totaal beleggingen activa</b>	<b>47.383</b>	<b>122.957</b>	<b>19.011</b>	<b>189.351</b>
Derivaten passiva	-	-/- 12.050	-/- 41	-/- 12.091
<b>Totaal</b>	<b>47.383</b>	<b>110.907</b>	<b>18.970</b>	<b>177.260</b>



**2013**

(bedragen x € 1 miljoen)

	<i>Directe markt- noteringen</i>	<i>Afgeleide markt- noteringen</i>	<i>Waarderings- modellen en technieken</i>	<i>Totaal</i>
Vastgoed en infrastructuur	-	14.038	4.579	18.617
Aandelen	2.304	37.774	8.124	48.202
Vastrentende waarden	34.476	17.622	2.567	54.665
Derivaten activa	-	12.691	64	12.755
Overige beleggingen	65	13.074	1.339	14.478
<b>Totaal beleggingen activa</b>	<b>36.845</b>	<b>95.199</b>	<b>16.673</b>	<b>148.717</b>
Derivaten passiva	-	-/- 5.767	-/- 35	-/- 5.802
<b>Totaal</b>	<b>36.845</b>	<b>89.432</b>	<b>16.638</b>	<b>142.915</b>

In toelichting "2.2 Grondslagen voor waardering van activa en passiva" zijn per beleggingscategorie de waarderingsgrondslagen toegelicht. Hierna worden afhankelijk van de complexiteit en omvang van de beleggingen aanvullende veronderstellingen toegelicht die gehanteerd zijn voor het vaststellen van de reële waarden.

**Directe marktnoteringen**

Beursgenoteerde aandelen en beursgenoteerde obligaties waarbij sprake is van een actieve markt worden gewaardeerd tegen slotkoersen. Obligaties worden gewaardeerd inclusief de lopende rente. Voor het waarderen van de onder 'vastrentende waarden' opgenomen inflatiegeïndexeerde obligaties wordt gebruik gemaakt van de slotkoersen of anders consumentenprijsindices. In de slotkoers is de verwachte inflatie verwerkt, de gerealiseerde inflatie wordt gehaald uit de consumentenprijsindex.

**Afgeleide marktnoteringen**

Niet-beursgenoteerde open end beleggingsfondsen worden gewaardeerd tegen de nettovermogenswaarde zoals gepubliceerd door de fondsbeheerder. Het belangrijkste gegeven om de nettovermogenswaarde te bepalen, is de waarde van de beleggingen in een beleggingsfonds per balansdatum. De fondsbeheerder waardeert de beleggingen op vergelijkbare grondslagen en methoden als PFZW. De beleggingen in open end PGGM beleggingsfondsen ter waarde van € 81.755 miljoen (2013: € 70.385 miljoen) maken het grootste deel uit van de afgeleide marktnoteringen.

De waarde van over-the-counter derivaten zoals interest rate swaps, total return swaps, inflation swaps en valutatermijncontracten worden gewaardeerd met een of meerdere standaardmodellen waarbij variabelen worden gebruikt die uit een actieve markt zijn af te leiden zoals interbancaire rentecurves, swaprentes, valutakoersen, prijzen van onderliggende activa, indexen, referentiekurven en spreads van credit default swaps. Deze variabelen worden verkregen van dataleveranciers. De berekende waarden worden dagelijks afgestemd met de tegenpartijen in het kader van het collateral managementproces.

**Waarderingsmodellen en technieken**

Kapitaalbelangen in closed end beleggingsfondsen, deelnemingen en joint ventures die beleggen in vastgoed, infrastructuur, private equity, vastrentende waarden, hedge funds en alternatieve beleggingsstrategieën worden gewaardeerd tegen de nettovermogenswaarde. Als financieringen aan vastgoed- of infrastructuurbeleggingen zijn verschaft in de vorm van onderhandse leningen, worden deze ook verantwoord onder de betreffende beleggingscategorie en gewaardeerd tegen reële waarde.

De reële waarde van de closed end beleggingsfondsen, deelnemingen en joint ventures wordt geschat door de externe manager, het management van de betreffende belegging of de leidende mede-investeerder, op basis van de waarderingsmethodiek die met deze partijen is afgesproken. De juiste uitvoering van de afgesproken waarderingsmethodiek wordt gedurende het jaar gemonitord. Als geen schatting is ontvangen, wordt de waarde gebaseerd op de meest recente waardering waarbij aanpassingen worden overwogen.

Het belangrijkste gegeven voor de waardering van de beleggingen is de waarde van de vastgoedbeleggingen, infrastructuurprojecten, ondernemingen, de betreffende vastrentende waarden, hedge funds of alternatieve beleggingsstrategieën waarin geïnvesteerd wordt. De aannames die de externe manager, het management van de betreffende belegging of de leidende mede-investeerder daarbij doet zijn afhankelijk van de specifieke belegging die niet direct waarneembaar zijn en een bepaalde mate van professionele expertise vereisen. Daarbij worden uiteenlopende waarderingsmodellen en -technieken gehanteerd waarbij (onafhankelijke) waarderingspecialisten zijn betrokken.

Bij het bepalen van de waarde van vastgoedbeleggingen is rekening gehouden met de richtlijnen van de European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV). De externe manager of het management van de betreffende belegging laten de vastgoedobjecten periodiek taxeren door onafhankelijke taxateurs. Bij infrastructuur en private equity wordt de waarde geschat, waarbij rekening wordt gehouden met de International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines.

De gebruikte methoden om de waarde te bepalen zijn subjectief waardoor de geschatte waarde kan afwijken van de waarde die gerealiseerd zou zijn als de betreffende belegging verkocht zou zijn. De jaarrekeningen van de closed end fondsbeleggingen, deelnemingen en joint ventures worden jaarlijks gecontroleerd door onafhankelijke accountants. Bij elke initiële investering van een externe manager wordt operational due dilligence-onderzoek verricht waarbij onder meer het waarderingsproces wordt beoordeeld. Daarnaast worden de ontwikkelingen bij de externe manager en in de betreffende beleggingen continu gemonitord, al dan niet ter plaatse.

De collateralized loan obligations die onder vastrentende waarden zijn opgenomen, worden gewaardeerd op basis van een model waarbij verwachte toekomstige kasstromen worden verdisconteerd tegen een rentevariabele. Het model en de gebruikte variabelen worden periodiek beoordeeld door een onafhankelijke waarderingspecialist.

Bij het bepalen van de reële waarde van beursgenoteerde aandelen en beursgenoteerde obligaties waarbij geen sprake is van een actieve markt, leningen en enkele derivaten waarbij een of meerdere variabelen niet uit een actieve markt zijn af te leiden, worden aannames gedaan die leiden tot een bepaalde mate van subjectiviteit.

## 4 Herverzekeringsdeel technische voorzieningen

Onder herverzekeringsdeel technische voorzieningen wordt verstaan de langlopende vordering op de herverzekeraars wegens de herverzekerde pensioenverplichtingen. De (her)verzekeraars zijn verantwoordelijk voor de rechtstreekse uitbetaling van uitkering aan deelnemers, PFZW loopt het kredietrisico. Voor dat risico is rekening gehouden met een kredietafslag.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Garantiecontracten	187	183
Overige contracten	9	9
<b>Balanswaarde eind van het jaar</b>	<b>196</b>	<b>192</b>

Bij garantiecontracten zijn levenslange pensioenuitkeringen door de herverzekeraar gegarandeerd voor de ingekochte aanspraken. Overige contracten zijn alle contracten die geen verzekeringen op risicobasis en geen garantiecontract zijn.

De mutaties zijn als volgt:

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Balanswaarde begin van het jaar	192	209
Rentetoevoeging	1	1
Wijziging marktrente	21	-/- 3
Aanpassing actuariële grondslagen	-/- 2	-/- 2
Uitkeringen	-/- 16	-/- 16
Mutatie kredietafslag	1	3
Overige mutaties	-/- 1	-
<b>Balanswaarde eind van het jaar</b>	<b>196</b>	<b>192</b>

De mutatie van het herverzekeringsdeel van de technische voorziening in de staat van baten en lasten voor 2014 bedraagt € 4 miljoen positief (2013: 17 miljoen negatief).

De kredietafslag is dit jaar € 1 miljoen gedaald en bedraagt daardoor € 7 miljoen (2013: € 9 miljoen). Dit is het gevolg van gedaalde credit spreads van de herverzekeraars.

## 5 Deelnemingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Ander kapitaalbelang	160	160
<b>Totaal</b>	<b>160</b>	<b>160</b>

PFZW heeft een kapitaalbelang ad € 160 miljoen verstrekt aan PGGM Coöperatie U.A. Aan dit kapitaalbelang is geen zeggenschap verbonden.

PFZW heeft een recht van veto op de verkoop van de aandelen in PGGM N.V. door PGGM Coöperatie U.A. In geval van verkoop kan PFZW eisen dat het kapitaalbelang van € 160 miljoen wordt terugbetaald. Daarnaast heeft PFZW aanspraak op een deel van de meeropbrengst. De grootte van de meeropbrengst is afhankelijk van het moment van verkoop. Bij verkoop is dit 20% van de meeropbrengst boven € 300 miljoen. Als het pand Noordweg-Noord 150 in Zeist wordt verkocht, dan heeft PFZW, recht op de werkelijke opbrengst tot maximaal € 145 miljoen, tegen een gelijktijdige verlaging van de nominale waarde van het kapitaalbelang.

## 6 Vorderingen uit hoofde van beleggingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Vorderingen uit hoofde van beleggingen</b>		
Vorderingen uit hoofde van collateral management	134	1
Vorderingen uit hoofde van reverse repo's	-	756
Af te wikkelen beleggingstransacties	1.239	922
Te vorderen dividenden	6	-
Te vorderen bronbelastingen	29	8
Overige vorderingen en overlopende activa	52	29
<b>Totaal</b>	<b>1.460</b>	<b>1.716</b>

Vorderingen op beleggingsactiviteiten hebben veelal een korte looptijd. De overige vorderingen hebben een lange looptijd.

### Vorderingen uit hoofde van collateral management

De vorderingen uit hoofde van collateral management hebben betrekking op gestorte liquiditeiten (als zekerheid) in verband met de negatieve reële waarde van derivatenposities. De vorderingen hebben overwegend een kortlopend karakter.

### Vorderingen uit hoofde van reverse repo's

De vorderingen uit hoofde van reverse repo's betreffen de posities in verband met reverse repotransacties in obligaties die PFZW met PGGM Treasury B.V. is aangegaan. Een repo is de verkoop van effecten, gecombineerd met een overeenkomst waarin de verkoper overeenkomt op een later tijdstip de effecten weer terug te kopen tegen een vooraf vastgestelde prijs, teneinde tijdelijk de exposure aan te passen. Een reverse repo is exact hetzelfde alleen bezien vanuit het oogpunt van de koper van de effecten.

Uit deze transacties loopt PFZW tegenpartijrisico. Dit risico wordt gemitigeerd door middel van ontvangen onderpand in de vorm van obligaties.

De vorderingen uit hoofde van reverse repo's hebben een looptijd van maximaal één jaar. PFZW heeft alleen het juridisch eigendom over de aangekochte obligaties. De onderliggende waarde van de aangekochte obligaties is nihil (2013: € 754 miljoen).

### Af te wikkelen beleggingstransacties

De post af te wikkelen beleggingstransacties ultimo 2014 bestaat voor het grootste deel uit transactie voor de uitstap uit het PGGM Fund of Hedge Funds.

## 7 Vorderingen en overlopende activa

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Vorderingen pensioenactiviteiten</b>		
Te factureren premiebijdragen	565	550
Premiedebiteuren	64	105
Overige vorderingen en overlopende activa	29	38
<b>Totaal pensioenactiviteiten</b>	<b>658</b>	<b>693</b>
<b>Overige</b>		
Kredietfaciliteit verstrekt aan PGGM N.V.	-	-
<b>Totaal overige</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totaal</b>	<b>658</b>	<b>693</b>

Vorderingen op pensioenactiviteiten hebben veelal een korte looptijd. De overige vorderingen hebben een lange looptijd.

### Kredietfaciliteit verstrekt aan PGGM N.V.

PFZW heeft aan PGGM N.V. een kredietfaciliteit verstrekt. Voor deze kredietfaciliteit ontvangt PFZW een rente gelijk aan EURIBOR met een opslag van 50 basispunten. De totale kredietfaciliteit is gemaximeerd tot € 150 miljoen. De kredietfaciliteit is voor onbepaalde tijd. Er is geen aflossingsregeling afgesproken. Deze kredietfaciliteit is overeengekomen ten tijde van de splitsing van de uitvoeringsorganisatie en het pensioenfonds.

## 8 Liquide middelen

Het saldo van de liquide middelen heeft betrekking op de pensioenactiviteiten. De liquide middelen betreffen tegoeden die zijn aangehouden bij Nederlandse kredietinstellingen. Alle tegoeden zijn direct invorderbaar en staan geheel ter vrije beschikking.

## 9 Stichtingskapitaal en reserves

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Stand begin van het jaar	11.273	1.840
Saldo van baten en lasten	-/- 7.805	9.433
<b>Stand eind van het jaar</b>	<b>3.468</b>	<b>11.273</b>

Het stichtingskapitaal bedraagt € 45,38.

Op 31 december 2014 bedraagt de omvang van het minimaal vereist eigen vermogen € 6,9 miljard (ultimo 2013: € 5,5 miljard) en het vereist eigen vermogen € 33 miljard (ultimo 2013: € 29 miljard). Het fonds heeft daarom zowel een dekkings- als een reservetekort. Het vereist eigen vermogen bevat een solvabiliteitsbuffer om de kans om binnen een jaar in een dekkingstekort te komen, te minimaliseren.

## 10 Technische voorzieningen

Onder de technische voorzieningen wordt verantwoord de voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds uit hoofde van de pensioenregeling en de overige technische voorzieningen (AP-regeling).

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds	158.129	126.011
Overige technische voorzieningen	895	883
<b>Totaal</b>	<b>159.024</b>	<b>126.894</b>

De voorziening pensioenverplichtingen risico pensioenfonds is als volgt samengesteld:

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Niet ingegaan pensioen</b>		
Actieve deelnemers, deelnemers Flexpensioen en OBU	83.715	68.273
Gewezen deelnemers	18.845	13.691
Arbeidsongeschikten	8.161	6.397
<b>Niet ingegaan partnerpensioen</b>	<b>6.644</b>	<b>5.375</b>
<b>Ingegaan pensioen</b>		
Ouderdompensioen, Flexpensioen	33.098	25.778
Partnerpensioen	4.478	3.946
Wezenpensioen	93	85
<b>Administratie- en excassokosten</b>	<b>3.095</b>	<b>2.466</b>
<b>Totaal</b>	<b>158.129</b>	<b>126.011</b>

De overige technische voorzieningen zijn als volgt samengesteld:

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Ingegaan arbeidsongeschiktheidspensioen	784	754
Niet ingegaan arbeidsongeschiktheidspensioen	92	110
Administratie- en excassokosten	19	19
<b>Totaal</b>	<b>895</b>	<b>883</b>

De mutaties in de technische voorzieningen zijn als volgt:

2014 (bedragen x € 1 miljoen)	Pensioen- verplichtingen		Overige technische voorzieningen	Totaal
	risico pensioenfonds			
Stand begin van het jaar	126.011		883	126.894
<b>Pensioenopbouw</b>				
actieven	3.828		-	3.828
premiervrije pensioenopbouw AO	162		-	162
ingegaan nabestaandenpensioen	163		-	163
onvoorwaardelijke NFP-compensatierechten	208		-	208
<b>Onverdiende premiebijdragen voor</b>				
nieuwe ziektegevallen	-		46	46
Indexering	-		-	-
Rentetoevoeging	484		3	487
Onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten	-/- 2.787		-/- 82	-/- 2.869
Wijziging marktrente	29.399		70	29.469
Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten	203			203
Aanpassing actuariële grondslagen pensioenregeling	443		-/- 4	439
Overige mutaties	15		-/- 21	6
<b>Stand eind van het jaar</b>	<b>158.129</b>		<b>895</b>	<b>159.024</b>

2013 (bedragen x € 1 miljoen)	Pensioen- verplichtingen		Overige technische voorzieningen	Totaal
	risico pensioenfonds			
Stand begin van het jaar	127.699		975	128.674
<b>Pensioenopbouw</b>				
actieven	4.611		-	4.611
premiervrije pensioenopbouw AO	172		-	172
ingegaan nabestaandenpensioen	156		-	156
onvoorwaardelijke NFP-compensatierechten	238		-	238
<b>Onverdiende premiebijdragen voor</b>				
nieuwe ziektegevallen	-		45	45
Indexering	1.167		9	1.176
Rentetoevoeging	455		4	459
Onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten	-/- 2.705		-/- 87	-/- 2.792
Wijziging marktrente	-/- 4.844		-/- 7	-/- 4.851
Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten	167		27	194
Aanpassing actuariële grondslagen pensioenregeling	-/- 1.438		-/- 69	-/- 1.507
Overige mutaties	333		-/- 14	319
<b>Stand eind van het jaar</b>	<b>126.011</b>		<b>883</b>	<b>126.894</b>

## Pensioenopbouw

Onder pensioenopbouw wordt de actuariel berekende waarde van de diensttijdopbouw van de nominale rechten op ouderdomspensioen, inclusief NFP-compensatierechten en nabestaandenpensioen opgenomen.

## Indexering

Het bestuur heeft besloten de nominale rechten niet te indexeren per 1 januari 2015 (1 januari 2014: 0,94%).

## Rentetoevoeging

De rentetoevoeging betreft de verhoging van de technische voorzieningen op basis van de éénjaarsrente in de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur aan het begin van het verslagjaar. Voor het boekjaar 2014 bedraagt deze rente circa 0,4% (2013: circa 0,4%).

## Onttrekking voor pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten

Dit betreft de op de actuariële grondslagen verwachte afname van de technische voorzieningen voor het doen van uitkeringen en het betalen van de pensioenuitvoeringskosten.

## Wijziging marktrente

De waarde van de pensioenverplichtingen verandert onder invloed van wijzigingen in de marktrente.

### *Pensioenverplichtingen risico pensioenfondsen*

	2014	2013
Modified duration (in jaren)	20,1	19,0
Gemiddelde lange rente	2,0%	2,9%

### *Overige technische voorzieningen*

	2014	2013
Modified duration (in jaren)	7,5	7,2
Gemiddelde lange rente	1,1%	2,1%

### *Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten*

De waarde van de pensioenverplichtingen verandert door de actuariële inkomende en uitgaande waardeoverdrachten.

### *Aanpassing actuariële grondslagen pensioenregeling*

De actuariële grondslagen zijn de uitgangspunten en veronderstellingen waarop de berekening van de technische voorzieningen is gebaseerd. Onder aanpassing actuariële grondslagen wordt het effect van aanpassing van de bestandsgrondslagen, economische grondslagen en kostengrondslagen op de technische voorzieningen opgenomen. In paragraaf 27 worden deze aanpassingen verder toegelicht.

### *Overige mutaties pensioenregeling*

Onder de overige mutaties worden de actuariële baten en lasten verantwoord die niet onder één van de andere categorieën kunnen worden gerubriceerd.



## 11 Voorziening pensioenverplichtingen risico deelnemers (Extrapensioen)

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Stand begin van het boekjaar	88	96
Premiebijdragen	-	5
Overeengekomen contractueel rendement	13	3
Onttrekking voor pensioenuitvoeringskosten	-/- 1	-/- 1
Omzetting in technische voorziening	-/- 9	-/- 15
<b>Stand eind van het jaar</b>	<b>91</b>	<b>88</b>

De premiebijdragen werden bestemd voor de aankoop van beleggingen in beleggingsportefeuilles van PFZW. In 2014 konden deelnemers niet meer inleggen in de regeling voor Extrapensioen-Rendementspensioen.

## 12 Verplichtingen uit hoofde van beleggingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Schulden beleggingsactiviteiten</b>		
Derivaten	12.091	5.802
Schulden uit hoofde van collateral management	14.398	6.945
Af te wikkelen beleggingstransacties	2.399	104
Belastingen	1	-
Overige schulden en overlopende passiva	211	248
<b>Totaal</b>	<b>29.100</b>	<b>13.099</b>

Verplichtingen uit hoofde van beleggingen hebben veelal een korte looptijd.

### Schulden beleggingsactiviteiten

#### Derivaten

Zie voor toelichting paragraaf 3.5.

#### Schulden uit hoofde van collateral management

De schulden uit hoofde van collateral management hebben betrekking op ontvangen liquiditeiten (als zekerheid) in verband met de positieve reële waarde van derivatenposities.

#### Af te wikkelen beleggingstransacties

De post af te wikkelen beleggingstransacties ultimo 2014 bestaat voor het grootste deel uit transacties met de PGGM beleggingsfondsen voor de afroming van de valutahedge en instap in de fondsen.

Op 1 januari 2008 is de uitvoeringsorganisatie van PFZW met de hieraan gerelateerde activa en passiva verkocht aan de uitvoeringsorganisatie PGGM. Het nagekomen resultaat uit deze transactie bedraagt € 34 miljoen en wordt vanaf 2014 in zes jaar ten gunste van het resultaat gebracht. In de post 'Overige schulden en overlopende passiva' is per 31 december 2014 € 28 miljoen opgenomen met betrekking tot het nog te amortiseren deel uit hoofde van het gerealiseerde resultaat op de verkoop van de uitvoeringsorganisatie en de gerelateerde activa en passiva (inclusief deelnemingen) per 1 januari 2008. De resterende amortisatieperiode is vijf jaar.

## 13 Overige schulden en overlopende passiva

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Schulden en voorzieningen pensioenactiviteiten</b>		
Belastingen en premies sociale verzekeringen	61	63
Spaarfonds gemoedsbezwaarden	18	16
Nog te betalen uitkeringen	139	140
Overige schulden en overlopende passiva	-	13
<b>Totaal</b>	<b>218</b>	<b>232</b>

### Schulden en voorzieningen pensioenactiviteiten

Het spaarfonds gemoedsbezwaarden heeft een gemiddelde looptijd langer dan vijf jaar. De overige schulden hebben overwegend een kortlopend karakter.

## 14 Niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen

### Juridische procedures

PFZW heeft per balansdatum een aantal juridische procedures lopen in verband met ingehouden bronbelasting op dividenden in andere EU lidstaten. Op basis van de huidige inzichten en stand van zaken bedraagt de te claimen waarde circa € 59 miljoen. Uit voorzichtigheid zijn deze claims per 31 december nog niet als vordering op de balans verantwoord.

Er zijn enkele juridische procedures tegen PFZW aanhangig gemaakt. Op grond van de beschikbare informatie en na raadpleging van juridische adviseurs is het bestuur van mening dat de uitkomst daarvan geen wezenlijke invloed zal hebben op de financiële positie van PFZW.

### Investerings- en stortingsverplichtingen

Per balansdatum bestaan de volgende investerings- en stortingsverplichtingen:

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013	Maximale looptijd
Vastgoed en infrastructuur	2.763	2.983	5 jaar
Private equity	8.191	7.284	4 jaar
Leningen	117	130	-
Overige beleggingen	55	79	1 jaar
<b>Totaal</b>	<b>11.126</b>	<b>10.476</b>	

Van de totale investerings- en stortingsverplichtingen is € 9.872 miljoen (2013: € 8.991 miljoen) aangegaan met PGGM beleggingsfondsen.

### Voorwaardelijke pensioenaanspraken

De niet in de balans opgenomen verplichtingen met betrekking tot de voorwaardelijke pensioenaanspraken bedragen € 1.624 miljoen (ultimo 2013 € 1.072 miljoen). Dit betreft de NFP-compensatierechten en is uitsluitend van toepassing voor op 31 december 1998 actieve deelnemers waarvan het dienstverband niet voortijdig is beëindigd. De inkoop van voorwaardelijke verplichtingen met betrekking tot NFP loopt door tot en met 31 december 2020. De daling van deze post door onvoorwaardelijk worden van rechten is kleiner dan de stijging door de gedaalde marktrente en verminderde uitstroom van deelnemers. Bij de waardering van deze verplichtingen wordt rekening gehouden met de verwachte uitstroom van deelnemers, waardoor ze hun recht verliezen. Omdat er minder deelnemers uitstromen dan verwacht is de verwachting ook daarop aangepast.

Deze verplichtingen worden in de komende jaren gefinancierd uit de premiebijdragen. Vanaf 2015 zal de pensioenpremie hoger zijn dan de in betreffend jaar in te kopen verplichtingen. Het verschil zal als vooruitontvangen premies in de balans opgenomen worden voor de toekomstige inkoop van deze aanspraken. Naar verwachting zijn de toekomstige premiebijdragen dan toereikend om deze verplichtingen te financieren.

## 15 Risicobeheer

PFZW heeft de ambitie om de pensioenaanspraken en de ingegane pensioenen jaarlijks aan te passen aan de algemene loonontwikkeling in de sector zorg en welzijn. In de financiële opzet financiert PFZW de indexeringsambitie deels uit de premie en deels uit rendement op beleggingen. Vanaf 2008 heeft alleen in 2009 en in 2013 gedeeltelijke indexering plaatsgevonden. Zonder het nemen van beleggingsrisico zou de kans dat PFZW kan indexeren nog meer worden verkleind. De bewust aangenomen risico's die voortvloeien uit de beleggingsactiviteiten worden zowel op lange termijn als op korte termijn beheerst, zoals beschreven in het hoofdstuk 'Risicomanagement' van het verslag van het bestuur. Deze 'risico-paragraaf' geeft meer inzicht in de feitelijke risico's en de verandering van die feitelijke risico's in het afgelopen jaar.

### 15.1 Dekkingsgraadrisico

De dekkingsgraad is de verhouding tussen de marktwaarde van de beleggingen en de marktwaarde van de pensioenverplichtingen. Voor de nominale dekkingsgraad worden de verplichtingen gewaardeerd tegen de nominale rente. In de reële dekkingsgraad wordt in de waardering van de verplichtingen expliciet rekening gehouden met toekomstige indexering op basis van verwachte prijsinflatie.

Het dekkingsgraadrisico is de mogelijke impact op de dekkingsgraad als gevolg van onzekerheid in toekomstige beleggingsrendementen, de ontwikkeling van de rente en demografische grondslagen. Daarbij is op korte termijn vooral de onzekerheid in de nominale dekkingsgraad van belang, het zogenaamde solvabiliteitsrisico. Op langere termijn is vooral de onzekerheid in de reële dekkingsgraad van belang, het zogenaamde continuïteitsrisico. Hoe lager de reële dekkingsgraad, hoe lager de kans dat PFZW op langere termijn zijn indexeringsambitie kan realiseren.

De minimaal vereiste dekkingsgraad is eind 2014 gelijk aan 104,3%. Het vermogen is eind 2014 lager dan het minimaal vereist eigen vermogen. Er is dus sprake van een dekkingstekort. In 2014 heeft PFZW van DNB ontheffing gekregen voor het indienen van een nieuw kortetermijnherstelplan, omdat er sprake was van een overgangsjaar voor de invoering van het nieuwe FTK. Voor 1 juli 2015 zal conform de regelgeving in het nieuwe FTK een nieuw herstelplan bij DNB worden ingediend.

Om te beoordelen of PFZW over voldoende vermogen beschikt om op korte termijn beleggingsrisico's op te vangen, hanteert PFZW het standaardmodel van De Nederlandsche Bank (DNB) voor de bepaling van het vereist eigen vermogen, aangevuld met partieel interne modellen voor die risico's die niet goed passen binnen het standaardmodel. Dit vereist eigen vermogen, gebaseerd op de strategische beleggingsmix voor 2014, bedraagt per ultimo 2014 afgerond € 33 miljard

(ultimo 2013: € 29 miljard), wat overeenkomt met afgerond 20,5% van de nominale verplichtingen (ultimo 2013: 22,7%). In het nieuwe FTK zullen de regels voor de bepaling van het vereist eigen vermogen aangepast worden. Dit leidt per 2015 tot een aanpassing van het vereist eigen vermogen.

(bedragen x € 1 miljard)	<i>ultimo 2014</i>		<i>ultimo 2013</i>	
S1 Renterisico	6,6	(4,1%)	9,3	(7,3%)
S2 Risico zakelijke waarden	26,9	(16,9%)	21,6	(17,1%)
S3 Valutarisico	8,5	(5,4%)	6,3	(4,9%)
S4 Grondstoffenrisico	2,9	(1,8%)	3,3	(2,6%)
S5 Kredietrisico	1,4	(0,9%)	1,2	(0,9%)
S6 Verzekeringstechnisch risico	5,7	(3,6%)	4,5	(3,6%)
Af: diversificatie-effect	-/-	19,5 (-/- 12,2%)	-/-	17,4 (-/- 13,7%)
<b>Totaal S (vereiste buffers) = vereist eigen vermogen</b>	<b>32,5</b>	<b>(20,5%)</b>	<b>28,8</b>	<b>(22,7%)</b>
Technische voorzieningen	159,0		126,9	
Vereist vermogen	191,5		155,7	
Aanwezig vermogen	162,5		138,2	
<b>Tekort</b>	<b>29,0</b>		<b>17,5</b>	

In absolute zin is het vereist eigen vermogen gestegen met € 3,7 miljard. Het risicoprofiel is gelijk gebleven. Het bedrag voor renterisico neemt af door de daling van de marktrente in 2014. Door de stijging van de voorziening daalt het vereist eigen vermogen als percentage van de voorziening van 22,7% naar 20,5%.

Het negatief saldo van baten en lasten is bijna € 7,8 miljard. Dit komt omdat de voorziening harder is gestegen dan het vermogen. De stijging van het vereist eigen vermogen en het negatief saldo van baten en lasten zorgen voor een stijging van het reservetekort met € 11,5 miljard naar € 29,0 miljard (2013: € 17,5 miljard).

Er is sprake van een reservetekort van € 29,0 miljard per ultimo 2014. Daarom is het langetermijnherstelplan nog steeds van kracht. Het langetermijnherstelplan is einde verslagjaar niet geëvalueerd, omdat per 1 januari 2015 een nieuw FTK geldt. Voor 1 juli 2015 zal conform de regelgeving in het nieuwe FTK een nieuw herstelplan bij DNB worden ingediend.

Hierna zijn de verschillende risico's voor de dekkingsgraad beschreven. Van elk risico wordt beschreven wat het inhoudt, welke beheersmaatregelen er genomen worden en welke impact een mogelijke schok op de dekkingsgraad zou hebben.

## 15.2 Risico's

De eerste vier risico's (S1 tot en met S4) betreffen marktrisico. Marktrisico is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen en de verplichtingen als gevolg van onzekerheid in marktprijzen, zoals aandelenkoersen en hoogte van de rente. Marktrisico is een bewust genomen risico waaruit de indexeringsambitie deels wordt gefinancierd. Daarbij is de beleggingsstrategie en het overeenkomstige risico afgestemd op de pensioenverplichtingen, onder andere door een weloverwogen spreiding van de beleggingen over categorieën, regio's, sectoren, bedrijven en tegenpartijen.

### Rente- en inflatierisico (S1)

Rente- en inflatierisico is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen en de verplichtingen als gevolg van onzekerheid in de rente en de inflatie.

In de beleggingsstrategie wordt gestreefd naar een optimale afstemming van het rente- en inflatierisico in de verplichtingen en de beleggingen, in samenhang met de ambitie van PFZW. In lijn met de beleggingsstrategie wordt strategisch 46% van het nominale renterisico afgedekt door middel van een rentehedge. De feitelijke nominale afdekking per balansdatum is veel lager dan 46%. Gezien het historisch lage niveau van de rente is dit een bewuste keuze van PFZW. De inflatiederivaten dekken op dit moment ongeveer 6% van het inflatierisico af.

Bij bepaling van de voorziening wordt gebruik gemaakt van de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Sinds 2012 wordt de rentetermijnstructuur door DNB vastgesteld met gebruik van driemaandsmiddeling en een zogenoemde Ultimate Forward Rate (UFR). In de renteafdekking wordt bij de verdeling over looptijden rekening gehouden met marktliquiditeit en systeemrisico's. Het uitgangspunt hierbij is dat de totale rentegevoeligheid en inflatiegevoeligheid ongewijzigd blijven.

In de volgende tabel zijn de effecten van een schok in de nominale rente en de inflatie op de rente- en inflatiehedge, de vastrentende waarde en de technische voorziening weergegeven. Dit leidt tot veranderingen in de dekkingsgraad.

<b>Schok op nominale rente</b> (bedragen x € 1 miljard)	-/- <b>1%</b>	<b>Stand</b>	
		<b>31-12-14</b>	<b>+1%</b>
<b>Rente- en inflatiehedge</b>			
Derivaten	23,7	14,3	6,9
Overig	31,5	28,9	26,3
<b>Overig vastrentende waarden</b>	19,5	19,0	18,1
<b>Technische voorziening</b>	195,3	159,0	131,2
<b>Nominale dekkingsgraad</b>	<b>89,5%</b>	<b>102,2%</b>	<b>115,5%</b>
<b>Schok op inflatie</b> (bedragen x € 1 miljard)	<b>+0,5%</b>	<b>Stand</b>	
		<b>31-12-14</b>	<b>-/- 0,5%</b>
<b>Rente- en inflatiehedge</b>			
Derivaten	16,1	14,3	12,7
Overig	29,2	28,9	28,5
<b>Overig vastrentende waarden</b>	19,0	19,0	19,0
<b>De technische voorziening o.b.v de reële rentetermijnstructuur</b>	266,1	236,8	210,2
<b>Reële dekkingsgraad</b>	<b>61,9%</b>	<b>68,6%</b>	<b>76,4%</b>

Bij de reële dekkingsgraad wordt uitgegaan van de marktwaarde van de technische voorziening, rekening houdend met toekomstige indexering op basis van prijsinflatie. Hierbij is, conform de berekening van de nominale dekkingsgraad, rekening gehouden met de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur.

De technische voorziening is gevoelig voor een verandering van de rente. Een daling van de nominale rente met één procentpunt leidt tot een stijging van de technische voorziening van ongeveer € 36 miljard. Door de rente- en inflatiehedge en de beleggingen in vastrentende waarden wordt deze stijging ten dele gecompenseerd doordat de waarde daarvan met ongeveer € 12 miljard toeneemt. Uiteindelijk is de daling van de dekkingsgraad daardoor beperkt tot ongeveer 13 procentpunt. Hier tegenover staat dat bij een stijging van de rente de stijging van de nominale dekkingsgraad ook gedempt wordt.

PFZW is ook gevoelig voor inflatie. De technische voorziening op basis van de reële rentetermijnstructuur wordt berekend rekening houdend met toekomstige indexering op basis van prijsinflatie. Als de inflatie toeneemt, stijgen meestal de lonen mee. Een hogere loonontwikkeling kan leiden tot meer indexering wanneer de financiële positie dat toelaat. De reële dekingsgraad zal daardoor verder dalen. Bij een toename van de inflatie van 0,5 procentpunt zal de reële voorziening met ongeveer € 29 miljard toenemen. Deze toename zal leiden tot een daling van de reële dekingsgraad met ongeveer 7 procentpunt.

#### Risico zakelijke waarden (S2)

Risico zakelijke waarden is het aandelen- en vastgoedrisico. Risico zakelijke waarden is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen als gevolg van onzekerheid in de marktprijzen.

Het is, in lijn met de beleggingsstrategie, nadrukkelijk niet de bedoeling dit risico te minimaliseren. Toch wordt dit risico wel beheerst, met als belangrijkste beheersmaatregel een weloverwogen spreiding van de onderliggende beleggingen.

Omdat de beleggingsportefeuille voor een groot deel (ongeveer 56%) uit zakelijke waarden bestaat, is de dekingsgraad ook erg gevoelig voor veranderingen in aandelenkoersen. Zo geeft een daling van de aandelenkoersen met 25% een daling van de (nominale) dekingsgraad van ongeveer 14 procentpunt.

#### Valutarisico (S3)

Valutarisico is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen als gevolg van onzekerheid in de valutakoersen.

Per ultimo 2014 wordt 65% van het valutarisico afgedekt door middel van termijncontracten en swaps.

De totale valutapositie bedroeg per ultimo 2014 € 88 miljard (2013: € 73 miljard), waarvan ongeveer € 31 miljard (2013: € 33 miljard) niet was afgedekt.

(bedragen x € 1 miljard)	Beleggingen in vreemde valuta		Valuta- derivaten	Netto- positie
US dollar	49,2	-/-	35,5	13,7
Japanezen yen	5,6	-/-	3,8	1,8
Zwitserse frank	1,6	-/-	1,6	-
Britse pond	6,7	-/-	6,4	0,3
Canadese dollar	2,6	-/-	2,6	-
Australische dollar	2,4	-/-	2,4	-
Hongkong dollar	2,1	-/-	1,8	0,3
Overige G14-valuta	3,4	-/-	3,5	-/- 0,1
Overige valuta	14,8	-/-	0	14,8
<b>Totaal</b>	<b>88,4</b>	<b>-/-</b>	<b>57,8</b>	<b>30,6</b>

Omdat het valutarisico conform beleid niet volledig is afgedekt, is de dekingsgraad gevoelig voor veranderingen in de valutakoersen. Een daling van 25% in de koersen ten opzichte van de euro geeft op basis van de strategische afdekking een daling van de nominale dekingsgraad van zes procentpunt.

#### Grondstoffenrisico (S4)

Grondstoffenrisico is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen als gevolg van onzekerheid over de marktprijzen van de grondstoffen.

PFZW is gevoelig voor een daling van de grondstofprijzen, maar gezien het beperkte aandeel van grondstoffen in de totale beleggingsportefeuille is deze gevoeligheid gering, zeker in vergelijking met de gevoeligheid voor aandelen en vastgoed. Een daling van de grondstofprijzen met 25% geeft een daling van de nominale dekkingsgraad van ruim 1 procentpunt.

#### **Kredietrisico (S5)**

Kredietrisico is de mogelijke impact op de waarde van de beleggingen wanneer tegenpartijen niet aan de contractuele verplichtingen kunnen voldoen. Daarbij worden tegenpartijen gedefinieerd als partijen die direct geld lenen aan tegenpartijen in financiële markten. Het gaat hier voornamelijk om leningen, geldmarktbeleggingen (voornamelijk deposito's) en over-the-counter derivaten (OTC derivaten). Over de beursgenoteerde derivaten wordt geen kredietrisico gelopen.

De beheersing van kredietrisico naar tegenpartijen is geïntegreerd in het beleggingsproces door gebruik te maken van geacordeerde tegenpartijen, een dagelijks collateral managementproces en een limietenstructuur. Het meten van kredietrisico gebeurt dagelijks integraal over de gehele portefeuille waarin alle facetten van krediet- en tegenpartijrisico's worden meegenomen.

De dekkingsgraad is beperkt gevoelig voor schokken in de kredietwaardigheid van tegenpartijen. Zonder rekening te houden met het collateral managementproces (dat maakt het risico nog kleiner) geeft een schok in de credit spread van 25% een daling van de dekkingsgraad met minder dan één procentpunt.

#### **Verzekeringstechnisch risico (S6)**

Verzekeringstechnisch risico is de mogelijke impact op de waarde van de pensioenverplichtingen als gevolg van onzekerheid in de actuariële grondslagen. Langlevenrisico is het belangrijkste verzekeringstechnische risico. Langlevenrisico is het risico voor PFZW dat deelnemers langer blijven leven dan gemiddeld wordt verondersteld.

In 2014 is de grondslag voor sterfte en langlevens geactualiseerd op basis van het door de Actuarieel Genootschap (AG) gepubliceerde prognosetafel AG2014. In 2014 zijn ook de factoren voor de fondsspecifieke ervaringssterfte geactualiseerd.

Er is een hoge mate van onzekerheid rond de levensverwachting. Dat komt doordat 50 jaar vooruit wordt gekeken. PFZW houdt nieuwe voorspellingen over toekomstige levensverwachting goed bij. Dit gebeurt zowel door informatie van andere instanties zoals CBS te bestuderen als door naar de ontwikkelingen van het deelnemersbestand te kijken.

De nieuwe prognose van het AG zegt voor het eerst ook iets over de onzekerheid rondom de sterftetekansen. Daarvoor is een stochastisch model opgeleverd. Op basis van dit model heeft PFZW een inschatting gemaakt van het langlevensrisico. Uit deze inschatting blijkt dat met maar in één op de veertig scenario's de dekkingsgraad met meer dan 2,8% zal dalen als gevolg van langer leven dan eerder ingeschat.

#### **Liquiditeitsrisico (S7)**

Liquiditeitsrisico is het risico dat PFZW in tijden van stress niet over voldoende liquide financiële middelen beschikken om te voldoen aan de betalingsverplichtingen.

PFZW heeft behoefte aan voldoende liquide middelen (kas) om bijvoorbeeld de ingegane pensioenen te kunnen betalen. Daarnaast moet PFZW ook voor de uitvoering van de hedgestrategieën binnen het beleggingsbeleid over voldoende liquide middelen beschikken. PFZW monitort de verhouding tussen de liquiditeitsbehoefte en de beschikbare liquiditeit in een sterk negatief stressscenario. PFZW heeft voldoende mogelijkheden om zijn liquiditeitspositie te vergroten. Hierdoor is PFZW in staat om op korte termijn aan zijn verplichtingen te voldoen, ook in tijden van stress.

Naast de behoefte aan liquide middelen is ook de stuurbaarheid in het belegd vermogen van belang. Die stuurbaarheid is gedefinieerd als de mate waarin de verschillende beleggingscategorieën binnen de strategische bandbreedtes blijven. PFZW investeert een substantieel deel van het vermogen in illiquide beleggingen, die goed aansluiten bij het langetermijnkarakter van pensioenen. Om te voorkomen dat deze illiquide beleggingen de stuurbaarheid verminderen, wordt in het herbalanceringsbeleid expliciet rekening gehouden met de posities in illiquide beleggingen.

Onderhandse leningen betreffen langetermijnbeleggingen en deze hebben een beperkte liquiditeit door beperkingen die zijn opgelegd wanneer PFZW vroegtijdig de omvang daarvan wil terugbrengen.

Door genoemde beheersmaatregelen kan bij het bepalen van het vereist eigen vermogen de impact van dit risico als nihil worden verondersteld.

#### **Concentratierisico (S8)**

Concentratierisico is het risico dat ontstaat als een adequate spreiding van activa of passiva ontbreekt.

PFZW heeft een beleggingsstrategie met een weloverwogen spreiding van de beleggingen over categorieën, regio's, sectoren en bedrijven. Ook het deelnemersbestand is divers, met een zeer groot aantal deelnemers en een spreiding over de verschillende leeftijdscohorten. Het risico is daarmee beperkt.

Daarom wordt bij het bepalen van het vereist eigen vermogen geen buffer voor dit risico aangehouden.

#### **Operationeel risico (S9)**

Operationeel risico betreft het risico dat ontstaat als gevolg van het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen en onverwachte externe gebeurtenissen.

PFZW heeft in de afgelopen jaren stappen gezet richting een meer volwassen risicomanagement. Onder meer door de verstrekking van ISAE3402-rapportages met betrekking tot de beheersing van interne processen bij pensioenbeheer en vermogensbeheer wordt het financieel operationeel risico gemanaged. Daarom wordt bij het bepalen van het vereist eigen vermogen geen buffer voor dit risico aangehouden.

#### **Risico actief beheer (S10)**

Het actief beheer risico heeft betrekking op de ruimte om bij de uitvoering van het beleggingsbeleid af te wijken van de strategisch nagestreefde portefeuille.

De risico-opslag voor actief beheer is gebaseerd op de tracking errors van de beursgenoteerde aandelenportefeuille, waarbij tracking errors kleiner dan 1% buiten beschouwing worden gelaten. Voor de overige beleggingsportefeuilles is actief beheer conceptueel niet goed toepasbaar of wordt het actieve risico in belangrijke mate ondervangen indien het doorkijkbeginsel goed wordt toegepast.

Het beleggingsbeleid van PFZW kent voor beursgenoteerde aandelenportefeuille geen actief beheer. De tracking errors liggen onder 1%. Daarom wordt bij het bepalen van het vereist eigen vermogen geen buffer voor dit risico aangehouden.

## **16 Financiering en financiële positie**

### **Financiële positie**

De dekkingsgraad is gedurende 2014 gedaald van 109% naar 102%.

De volgende tabel geeft de impact van de verschillende factoren op de ontwikkeling van de nominale dekkingsgraad weer.

De dekkingsgraad ligt onder de minimaal vereiste dekkingsgraad van 104,3% en onder de vereiste dekkingsgraad van 120,5%. PFZW heeft daarom zowel een dekkings- als een reservetekort. De vereiste dekkingsgraad bevat een solvabiliteitsbuffer van 20,5% om de kans om binnen een jaar in een dekkingstekort te komen, te minimaliseren.

Bij het bepalen van de voorziening is gebruik gemaakt van de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Sinds 2012 wordt de rentetermijnstructuur door DNB vastgesteld met gebruik van driemaandsmiddeling en een zogenoemde Ultimate Forward Rate (UFR).



Onderstaande tabel geeft de impact van de verschillende factoren op de ontwikkeling van de dekkingsgraad weer.

	<b>2014</b>		<b>2013</b>
Dekkingsgraad begin van het jaar	109%		101%
<b>Impact beleggingsopbrengst:</b>			
· Rendement (exclusief rente- en inflatiemandaat)	6%		7%
· Rente- en inflatiemandaat	11%	-/-	3%
	<b>17%</b>		<b>4%</b>
<b>Impact premies en uitkeringen:</b>			
· Premiebijdrage en pensioenopbouw	0%		0%
· Verrichten van pensioenuitkeringen	0%		0%
			0%
<b>Impact aanpassing actuariële grondslagen</b>	<b>0%</b>		<b>1%</b>
<b>Indexering</b>	<b>0%</b>	-/-	<b>1%</b>
<b>Impact ontwikkeling verplichtingen:</b>			
· Rentetoevoeging voorziening	0%		0%
· Marktwaarde verandering	-/- 24%		4%
	-/- <b>24%</b>		<b>4%</b>
<b>Overige mutaties</b>	<b>0%</b>		<b>0%</b>
<b>Dekkingsgraad eind van het jaar</b>	<b>102%</b>		<b>109%</b>

De factoren die van invloed zijn op de ontwikkeling van de dekkingsgraad zijn hieronder toegelicht:

- *Impact beleggingsopbrengst.* Het totaal behaalde rendement in 2014 op de beleggingsportefeuille van PFZW is 15,5%. Zowel de reguliere beleggingen als het rente- en inflatieafdekking zorgen voor een positief rendement. Het behaalde rendement exclusief rente- en inflatieafdekking (5,9%) zorgt voor een stijging van 6 procentpunt van de dekkingsgraad. Door het rendement van het rente- en inflatiemandaat (9,6%) stijgt de dekkingsgraad met 11 procentpunt.
- *Impact premies en uitkeringen.* Door premiebijdrage en pensioenopbouw verandert de dekkingsgraad met afgerond 0 procentpunt in 2014. Deze post is het saldo van het effect op de dekkingsgraad van de actuariële benodigde premie voor pensioenopbouw en de feitelijk ontvangen premiebijdrage. De feitelijk ontvangen premie is hoger dan de pensioenopbouw. Omdat de dekkingsgraad echter boven de 100% is, heeft dit geen effect op dekkingsgraad. Door verrichten van pensioenuitkeringen verandert de dekkingsgraad met afgerond 0 procentpunt. Deze post is het resultaat van de werkelijke verrichte pensioenuitkeringen en de vrijval uit de voorziening voor pensioenuitkeringen gedurende 2014.
- *Impact aanpassing actuariële grondslagen.* Door aanpassing actuariële grondslagen daalt de dekkingsgraad met afgerond 0 procentpunt. De belangrijkste aanpassing is de grondslag sterfte en langlevens.
- *Indexering.* De post indexering heeft geen effect op de dekkingsgraad. Er is per eind 2014 niet geïndexeerd.
- *Impact ontwikkeling verplichtingen.* De rentetoevoeging betreft de verhoging van de technische voorzieningen op basis van de éénjaarsrente in de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur aan het begin van het verslagjaar. Dit zorgt voor een daling van de dekkingsgraad met afgerond 0 procentpunt. Door marktwaardeverandering in de rentetermijnstructuur daalt de dekkingsgraad met 24 procentpunt. Hierbij is gerekend met de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur per eind december 2014.
- *Overige mutaties.* De mutaties die vallen onder de post overige mutaties zorgen voor een verandering van de dekkingsgraad met 0 procentpunt. De overige mutaties worden toegelicht in de paragraaf 'Overige resultaten'.

De reële dekkingsgraad bedraagt eind 2014 69% (eind 2013: 69%). Dat de reële dekkingsgraad gelijk is gebleven bij een dalende nominale dekkingsgraad komt door gedaalde inflatieverwachting.

### Evaluatie herstelplan

Eind 2008 was de dekkingsgraad van PFZW gedaald tot een niveau van 92%. Bij De Nederlandsche Bank is in 2009 een herstelplan ingediend. Eind 2013 is het korte termijnherstelplan beëindigd zonder verlaging van de pensioenen.

Per eind 2014 ligt de dekkingsgraad weer onder het minimaal vereist eigen vermogen, en is PFZW in dekkingstekort.

Vanaf 2015 geldt een nieuw Financieel Toetsingskader (FTK). Hierin gelden andere regels voor reservetekorten en herstelplannen. In het overgangsjaar 2014 heeft PFZW van DNB een ontheffing gekregen voor het indienen van een nieuw korte termijnherstelplan.

Voor 1 juli 2015 zal conform de regelgeving in het nieuwe FTK een nieuw herstelplan bij DNB worden ingediend.

### Indexering

Indexering is voorwaardelijk en wordt jaarlijks door het bestuur van PFZW vastgesteld. Er is geen recht op indexering. De indexering is afhankelijk van de financiële positie van PFZW. De dekkingsgraad eind 2014 was 102%. Conform het langetermijnherstelplan heeft het bestuur van PFZW op 7 november 2014 besloten niet te indexeren (bij een loongroei van 0,48%). Daarmee loopt het totale verschil tussen de indexering en de loonontwikkeling in de sector zorg en welzijn op tot 12,88%.

PFZW heeft de ambitie om de pensioenaanspraken en de ingegane pensioenen jaarlijks aan te passen aan de algemene loonontwikkeling in de sector zorg en welzijn. Volgens de financiële opzet financiert PFZW de indexeringsambitie deels uit de premie en deels uit rendement op beleggingen.

Gegeven de huidige financiële positie is de kans op indexering ook de komende jaren klein. Die verwachting is sterk afhankelijk van marktontwikkelingen. Volgens het nieuwe FTK mag pas worden geïndexeerd bij een dekkingsgraad boven de 110%. Daarnaast moeten de buffers hoog genoeg zijn om deze indexering ook in de toekomst te kunnen blijven geven. Daardoor is de kans op indexering de komende jaren zeer klein.

### Premie en toetsing aan de Pensioenwet

De feitelijke pensioenpremie voor 2014 bedraagt 24,4% over het salaris boven de franchise. De premie voor arbeidsongeschiktheidspensioen bedraagt 0,4% over salaris boven de AP-franchise. Er is in 2014 geen premiekorting verleend.

Achteraf bekijkt PFZW of de premie over 2014 voldoende kostendekkend is geweest. Dit wordt op twee manieren getoetst. Op basis van de gedempte kostendekkende premie en op basis van de ongedempte kostendekkende premie. Bij de gedempte kostendekkende premie is uitgegaan van een gemiddelde portefeuillerendement van 5,5%. De ongedempte kostendekkende premie is gebaseerd op de nominale rentestand van begin 2014 met bijbehorende yield van 3,1%. Bij de ongedempte kostendekkende premie wordt geen rekening gehouden met de meeropbrengst vanuit het beleggingsbeleid.

De feitelijke pensioenpremie van 24,4% is hoger dan de gedempte kostendekkende premie van 13,3%. Hiermee wordt voldaan aan de eis van kostendekkendheid volgens de Pensioenwet. De feitelijke premie is ook hoger dan de ongedempte kostendekkende premie van 24,0%.

In onderstaande tabel zijn de verschillende premies uitgesplitst. De bovenste regel geeft de gedempte en ongedempte kostendekkende premie weer. Deze premie is te splitsen in een deel voor de inkoop van onvoorwaardelijke verplichtingen, een opslag voor het in stand houden van een solvabiliteitsopslag en een opslag voor uitvoeringskosten. Wanneer de feitelijke premie wordt vergeleken met de kostendekkende premies is een positief verschil te bestemmen als een opslag voor herstel van de financiële positie.

	<b>Gedempte kostendeekkende premie</b>	<b>Ongedempte kostendeekkende premie</b>
Totale kostendeekkende premie	13,3%	24,0%
Onvoorwaardelijke pensioenverplichting	10,6%	19,3%
Solvabiliteitsopslag	2,4%	4,4%
Opslag voor uitvoeringskosten	0,3%	0,3%
Feitelijke pensioenpremie	24,4%	24,4%
Opslag bestemd voor indexering en herstel	11,1%	0,4%

### Waardeoverdrachten

Een pensioenuitvoerder is wettelijk verplicht om op verzoek van een werknemer mee te werken aan waardeoverdracht, als de werknemer gaat deelnemen in een pensioenregeling die door een andere pensioenuitvoerder wordt uitgevoerd. Deze overdracht betreft de waarde van de tot dan toe bij de overdragende pensioenuitvoerder opgebouwde pensioenaanspraken. De ontvangende pensioenuitvoerder is verplicht om de overgedragen waarde aan te wenden voor de toekenning van pensioenaanspraken die ten minste gelijkwaardig zijn aan de oorspronkelijk opgebouwde aanspraken.

De Pensioenwet schrijft voor dat deze verplichting wordt opgeschort als bij een van de pensioenuitvoerders, of beiden, sprake is van een dekkingsgraad onder de 100%. De dekkingsgraad van PFZW bevond zich in 2014 het hele jaar boven de 100%. Daarom hebben in heel 2014 waardeoverdrachten plaatsgevonden.

## 17 Premiebijdragen werkgevers en werknemers

(bedragen x € 1 miljoen)	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Pensioenregeling	5.523	5.449
Regeling arbeidsongeschiktheidspensioen	47	46
Regeling risico deelnemers (Extrapensioen)	-	5
<b>Totaal</b>	<b>5.570</b>	<b>5.500</b>

De premiebijdragen voor de pensioenregeling zijn gestegen als gevolg van loongroei. De bestandskrimp zorgt voor een daling. Per saldo stijgen de premiebijdragen met € 70 miljoen.

## 18 Beleggingsresultaten

Het resultatenoverzicht is ingedeeld naar de aard van de financiële instrumenten:

<b>2014</b> (bedragen x € 1 miljoen)	<b>Direct</b>	<b>Indirect</b> <b>Prijs-</b> <b>mutaties</b>	<b>Valuta-</b> <b>mutaties</b>	<b>Kosten</b> <b>vermogens-</b> <b>beheer</b>	<b>Totaal</b>
Vastgoed en infrastructuur	157	2.528	102	32	2.819
<b>Aandelen</b>					
Aandelen	72	4.756	170	7	5.005
Private equity	17	949	509	-/- 22	1.453
<b>Vastrentende waarden</b>					
Leningen	8	33	56	-/- 5	92
Obligaties	1.073	3.760	585	-/- 26	5.392
Geldmarktbeleggingen	10	-	-/- 201	-/- 1	-/- 192
<b>Derivaten</b>					
Rentederivaten	-	9.712	-	-	9.712
Aandelenderivaten	-	16	-	-	16
Valutaderivaten	-	-	591	-	591
Kredietderivaten	-	114	-	-	114
Overige beleggingen	33	-/- 3.706	163	4	-/- 3.506
<b>Totaal</b>	<b>1.370</b>	<b>18.162</b>	<b>1.975</b>	<b>-/- 11</b>	<b>21.496</b>

<b>2013</b> (bedragen x € 1 miljoen)	<b>Direct</b>	<b>Indirect</b> <b>Prijs-</b> <b>mutaties</b>	<b>Valuta-</b> <b>mutaties</b>	<b>Kosten</b> <b>vermogens-</b> <b>beheer</b>	<b>Totaal</b>
Vastgoed en infrastructuur	100	1.283	-/- 72	18	1.329
<b>Aandelen</b>					
Aandelen	43	7.203	-/- 52	6	7.200
Private equity	22	1.540	-/- 200	-/- 81	1.281
<b>Vastrentende waarden</b>					
Leningen	48	15	-/- 27	-/- 8	28
Obligaties	997	-/- 1.917	-/- 176	-/- 24	-/- 1.120
Geldmarktbeleggingen	5	-/- 49	9	-/- 1	-/- 36
<b>Derivaten</b>					
Rentederivaten	-	-/- 3.631	-	-	-/- 3.631
Aandelenderivaten	-	-/- 16	-	-	-/- 16
Valutaderivaten	-	-	-/- 648	-	-/- 648
Overige beleggingen	39	400	-/- 41	-	398
<b>Totaal</b>	<b>1.254</b>	<b>4.828</b>	<b>-/- 1.207</b>	<b>-/- 90</b>	<b>4.785</b>

## Kosten van vermogensbeheer

<i>(bedragen x € 1 miljoen)</i>		<b>2014</b>		<b>2013</b>
Beheervergoedingen	-/-	6	-/-	86
Bewaarloon	-/-	1	-/-	1
Overige kosten	-/-	4	-/-	3
<b>Totaal</b>	<b>-/-</b>	<b>11</b>	<b>-/-</b>	<b>90</b>

## Vermogensbeheerkosten

In de kosten van vermogensbeheer zoals hierboven gepresenteerd zijn de kosten opgenomen, die direct aan PFZW in rekening worden gebracht. Deze kosten betreffen de beheervergoedingen onder aftrek van restituties, het bewaarloon en de overige kosten, niet zijnde transactiekosten, en bedragen € 11 miljoen in 2014 (2013: € 90 miljoen).

Naast directe kosten zijn er ook indirecte kosten. Een belangrijk deel van het vermogen van PFZW is belegd in beleggingsfondsen. De kosten die in deze fondsen worden gemaakt zijn indirecte kosten voor PFZW. Deze kosten zijn onderdeel van de waardering van deze fondsen en maken als zodanig onderdeel uit van de in het resultatenoverzicht opgenomen indirecte prijsmutaties. Voor PFZW bedragen deze indirecte kosten € 476 miljoen aan vermogensbeheerkosten en € 335 miljoen aan performance gerelateerde vergoedingen (de kosten ad € 11 miljoen maken hier deel van uit). Ongeveer 25% van de totale vermogensbeheerkosten inclusief de transactiekosten is gebaseerd op schattingen zoals opgenomen in de opgaven van de externe managers of schattingen van de uitvoeringsorganisatie.

In de beheervergoedingen 2013 is in verband met de positieve ontwikkeling van de uitvoeringsorganisatie een korting op de kosten van de dienstverlening opgenomen van € 2,1 miljoen.

In de beheervergoedingen van 2014 is rekening gehouden met de resultaat van de verkoop van de uitvoeringsactiviteiten aan PGGM. Een nadere toelichting omtrent het gerealiseerde resultaat ad € 6 miljoen is opgenomen onder noot 12.

## Transactiekosten

Transactiekosten zijn onderdeel van de aan- en verkooptransacties van beleggingen. Deze zijn eveneens onderdeel van de indirecte beleggingsopbrengsten. Kosten die verband houden met de acquisitie van infrastructuur, vastgoed of private equity-beleggingen, zoals juridische kosten, en die direct ten laste van PFZW zijn gebracht, zijn hierboven onder overige kosten opgenomen en bedragen € 0 miljoen in 2014 (2013: € 0 miljoen).

## 19 Pensioenuitkeringen

<i>(bedragen x € 1 miljoen)</i>		<b>2014</b>		<b>2013</b>
Ouderdomspensioen (inclusief Flexpensioen en OBU)	-/-	2.436	-/-	2.351
Partnerpensioen	-/-	302	-/-	282
Wezenpensioen	-/-	10	-/-	10
Totaal pensioenregeling	-/-	2.748	-/-	2.643
Regeling arbeidsongeschiktheidspensioen	-/-	84	-/-	83
<b>Totaal</b>	<b>-/-</b>	<b>2.832</b>	<b>-/-</b>	<b>2.726</b>

## 20 Pensioenuitvoeringskosten

De pensioenuitvoeringskosten hebben betrekking op de kosten van uitbesteding en de kosten van het bestuursbureau.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
Personeelskosten	-/-	4	-/-	4
Kosten uitbesteding	-/-	106	-/-	113
Overige kosten	-/-	3	-/-	4
<b>Pensioenuitvoeringskosten</b>	<b>-/-</b>	<b>113</b>	<b>-/-</b>	<b>121</b>

Tussen PFZW en de uitvoeringsorganisatie zijn per 1 januari 2008 meerjarige overeenkomsten voor vermogensbeheer en pensioenbeheer gesloten. De kosten vermogensbeheer zijn in mindering gebracht op de beleggingsresultaten (noot 18).

In de uitvoeringskosten is in verband met de positieve ontwikkeling van de uitvoeringsorganisatie een korting op de kosten van de dienstverlening opgenomen van € 2,4 miljoen in 2013 (2014: € nihil).

In de overige kosten zijn de honoraria opgenomen van de externe accountant en de externe actuaaris van PFZW.

Het honorarium van de externe accountant bedraagt € 299 duizend (2013: € 272 duizend). Dit betreft een bedrag van € 299 duizend (2013: € 272 duizend) voor kosten voor de wettelijke controle van de jaarrekening en de verslagstaten en nihil (2013: € nihil) voor kosten voor niet-controlediensten.

Het honorarium van Towers Watson Netherlands B.V. bedraagt € 192 duizend (2013: € 183 duizend). Het honorarium betreft € 178 duizend (2013: € 183 duizend) kosten voor actuariële certificering en € 14 duizend (2013: nihil) voor kosten voor geleverde diensten ten behoeve van de pensioencommissie.

## 21 Saldo overdracht van rechten

Dit is het saldo van inkomende bedragen uit hoofde van overgenomen pensioenverplichtingen en uitgaande bedragen uit hoofde van overgedragen pensioenverplichtingen.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014		2013	
Inkomende waardeoverdrachten		314		357
Uitgaande waardeoverdrachten	-/-	110	-/-	143
<b>Totaal</b>		<b>204</b>		<b>214</b>

## 22 Overige baten

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Amortisatie resultaat verkoop uitvoeringsorganisatie	11	11
Overig	-/- 12	-/- 1
<b>Totaal</b>	<b>-/- 1</b>	<b>10</b>

Op 1 januari 2008 zijn de uitvoeringsactiviteiten van PFZW met de hieraan gerelateerde activa en passiva (inclusief deelnemingen) verkocht aan de uitvoeringsorganisatie PGGM. Het gerealiseerde resultaat uit deze verkoop bedraagt € 74 miljoen en wordt lineair in 7 jaar ten gunste van het resultaat gebracht. Daarom is in 2014 € 11 miljoen ten gunste van het resultaat verantwoord als overige baten (geamortiseerd resultaat verkoop uitvoeringsorganisatie).

## 23 Overige informatie

### 23.1 Z-score

Conform het Vrijstellingsbesluit Wet Bpf 2000 moet een bedrijfstakpensioenfonds een performancetoets opstellen. De uitkomst van de performancetoets wordt bepaald door de som van vijf opeenvolgende jaarlijkse Z-scores, gedeeld door de wortel uit vijf. Als de performancetoets een uitkomst oplevert die lager is dan  $-/- 1,28$ , kan op basis van artikel 5, lid 1a van het Vrijstellings- en boetebesluit Wet Bpf 2000 vrijstelling worden verleend aan instellingen die verplicht deelnemen aan de pensioenregeling van PFZW.

De performancetoets berekend over de jaren 2010 tot en met 2014 komt uit op 1,88 (2009 tot en met 2013: 1,36). De Z-score van PFZW over 2014 is uitgekomen op 0,91 (2013: 1,02).

De Z-score wordt jaarlijks berekend en geeft een indicatie van de verhouding van het voor kosten en risico gecorrigeerde behaalde rendement in het betreffende jaar ten opzichte van het rendement van de normportefeuille. In de uitkomst zijn alle resultaten uit de beleggingsactiviteiten verwerkt. Bij de toets wordt verondersteld dat de normportefeuille de strategie van PFZW weerspiegelt. Niet alle beleggingscategorieën uit de strategie worden door de normportefeuille met een markt-conforme benchmark gerepliceerd. Deze benchmarks worden gebaseerd op de geldmarkttarieven.

### 23.2 Medewerkers

Het gemiddelde aantal medewerkers gedurende het jaar berekend op basis van fulltime equivalenten is 16 (2013: 16).

### 23.3 Pensioenregeling medewerkers

De pensioenregeling van de medewerkers is ondergebracht bij PFZW zelf. PFZW (de werkgever) heeft geen verplichting tot het doen van aanvullende bijdragen in het geval van een tekort bij het bedrijfstakpensioenfonds, anders dan het voldoen van toekomstige hogere premiebijdragen. Om deze reden worden de premies die op een periode betrekking hebben in die periode ten laste van het resultaat gebracht.

## 23.4 Bezoldiging

De bezoldiging van de leden van het bestuur, inclusief bestuurscommissies en externe adviseurs bedraagt:

(bedragen x € 1 duizend)	2014		2013	
	Honoraria	Vacatie- gelden	Honoraria	Vacatie- gelden
J.G.M. Alders (voorzitter)	118	-	118	-
Overige bestuursleden	146	760	139	564
<b>Externe adviseurs</b>				
Bestuurscommissie investments	30	-	46	-
Audit committee	36	-	49	-
Commissie intern toezicht	12	-	16	-
Raad van toezicht*	47	-	-	-
<b>Totaal</b>	<b>359</b>	<b>760</b>	<b>368</b>	<b>564</b>

\*Sinds 1 juli 2014 is de voormalige commissie intern toezicht getransformeerd naar een raad van toezicht.

De bestuursleden nemen uit hoofde van hun bestuursfunctie geen deel in de pensioenregeling van PFZW. Ze kunnen echter wel pensioen opbouwen uit andere of eerdere functies.

De toename van de vacatiegelden bij de post overige bestuursleden komt doordat is overgegaan op een vaste jaarlijkse bezoldiging voor alle bestuursleden en er is sprake van een extra bestuurslid.

De bezoldiging van de directeur bedraagt:

(bedragen x € 1 duizend)	2014		2013	
	Salaris	Pensioen- en sociale lasten	Salaris	Pensioen- en sociale lasten
P.J.C. Borgdorff	212	45	215	45
<b>Totaal</b>	<b>212</b>	<b>45</b>	<b>215</b>	<b>45</b>

Aan de leden van het bestuur en de directeur zijn geen leningen, voorschotten of garanties verstrekt.



## 24 Resultaat op premiebijdragen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Pensioenregeling</b>		
Premiebijdragen (exclusief kostenopslagen)	5.444	5.382
<b>Pensioenopbouw</b>		
Actieven	-/- 3.819	-/- 4.596
Premievrije pensioenopbouw arbeidsongeschiktheid	-/- 162	-/- 172
Ingegaan nabestaandenpensioen	-/- 163	-/- 156
NFP-compensatierechten	-/- 208	-/- 238
Saldo overdracht van rechten	204	214
Wijziging uit hoofde van overdracht van rechten	-/- 203	-/- 194
<b>Totaal pensioenregeling</b>	<b>1.093</b>	<b>240</b>
<b>Regeling arbeidsongeschiktheidspensioen</b>		
Premiebijdragen (exclusief kostenopslagen)	46	45
Onverdiende premie voor nieuwe ziektegevallen	-/- 46	-/- 45
<b>Totaal regeling arbeidsongeschiktheidspensioen</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totaal</b>	<b>1.093</b>	<b>240</b>

De pensioenpremie in 2014 bedroeg 24,4% (2013: 24,4%) over salaris minus franchise. Het opbouwpercentage voor ouderdomspensioen in 2014 is 1,95% (2013: 1,95%), bij een pensioenrekenleeftijd van 67 jaar. (2013: 65 jaar).

De stijging van de pensioenrekenleeftijd zorgt voor een lagere waarde van de opbouw. Door een gelijkblijvend premiepercentage zorgt dat ervoor dat het positieve resultaat op premie groter is geworden.

## 25 Resultaat op beleggingen en verplichtingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Beleggingsresultaten	21.482	4.782
Rentetoevoeging technische voorzieningen	-/- 487	-/- 459
Wijziging marktrente technische voorzieningen	-/- 29.468	4.851
Indexering pensioenrechten	-	-/- 1.176
<b>Totaal</b>	<b>-/- 8.473</b>	<b>7.998</b>

De beleggingsresultaten zorgen voor een positief resultaat. De renteafdekking zorgt voor een positief resultaat van € 13.399 miljoen. De overige beleggingen zorgen voor een positief resultaat van € 8.083 miljoen. Dit is exclusief de € 13 miljoen rendement voor risico deelnemers. De daling van de marktrente zorgt voor sterk negatief resultaat op de technische voorzieningen. Zonder de toepassing van de UFR en de driemaandsmiddeling van de rentetermijnstructuur zou de waardeinstijging van de verplichtingen ongeveer € 47,2 miljard zijn geweest. Daarmee bedroeg de effectieve bescherming van de afdekking ongeveer 28,4% in 2014. Dit is lager dan de strategische afdekking van 29% nominaal en 9% reëel die in 2014 van toepassing was.

Per saldo leiden de beleggingen en verplichtingen tot een negatief resultaat, door de sterke daling van de rente. Het totaalresultaat op rente (renteafdekking plus wijziging marktrente) is een last van ruim € 16 miljard.

## 26 Resultaat op pensioenuitkeringen en pensioenuitvoeringskosten

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Werkelijke pensioenuitkeringen	-/- 2.832	-/- 2.726
<b>Onttrekking voor pensioenuitkering uit technische voorzieningen</b>		
Pensioenregeling	2.733	2.653
Arbeidsongeschiktheidspensioen	80	85
<b>Resultaat op pensioenuitkeringen</b>	<b>-/- 19</b>	<b>12</b>
Werkelijke pensioenuitvoeringskosten	-/- 113	-/- 121
<b>Kostenopslag premiebijdrage</b>		
Pensioenregeling	79	67
Arbeidsongeschiktheidspensioen	1	1
<b>Onttrekking voor pensioenuitvoeringskosten</b>		
Pensioenregeling	55	53
Arbeidsongeschiktheidspensioen	2	2
<b>Resultaat op pensioenuitvoeringskosten</b>	<b>24</b>	<b>2</b>
<b>Totaal</b>	<b>5</b>	<b>14</b>

Het resultaat op pensioenuitkeringen is onder andere het effect van pensioenuitkeringen met terugwerkende kracht over voorgaande jaren.

Het resultaat op pensioenuitvoeringskosten is € 24 miljoen positief. Het aantal deelnemers is gedaald en de kosten per normverzekerde zijn gedaald. De kostenopslag in de premiebijdragen is gestegen naar 0,35% van de bijdragegrondslag (2013: 0,30%). Ook is er meer vrijval uit de excassokosten als gevolg van de toegenomen uitkeringen.

## 27 Aanpassing actuariële grondslagen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Sterfte en langlevens	-/- 539	838
Revalidering en arbeidsongeschiktheid	62	-
Uitstel- en ruilfactoren	-	398
Uittreedleeftijd	-	323
ANW-correctie	-	-/- 128
Overige grondslagen	38	76
<b>Totaal</b>	<b>-/- 439</b>	<b>1.507</b>

In 2013 heeft PFZW conform ABTN alle grondslagen geactualiseerd. Dit gebeurt eens in de drie jaar. In 2014 zijn de grondslagen gemonitord en waar nodig aangepast.

De grondslag sterfte en langlevens is aangepast. In september 2014 heeft het Koninklijk Actuarieel Genootschap een nieuwe prognosetafel gepubliceerd, de Prognosetafel AG2014. De invoering van de nieuwe prognosetafel leidt tot een stijging van de levensverwachting.

Het hanteren van de nieuwe prognosetafel leidt tot een stijging van de voorziening met € 307 miljoen.

PFZW heeft in 2014 de fondsafhankelijke correctiefactoren voor ervaringssterfte geactualiseerd. De ervaringssterfte is nog steeds op basis van de gerealiseerde bedragensterfte over 5 jaar (in 2014: 2009-2013). Het toevoegen van een extra observatiejaar, leidt tot een hogere levensverwachting. Dit leidt tot een stijging van de voorziening met € 232 miljoen. In 2013 bevatte de post Sterfte en langlevens enkel een aanpassing van de ervaringssterfte.

Verder zijn de grondslagen revalidering en arbeidsongeschiktheid aangepast. Er wordt zowel meer arbeidsongeschiktheid als revalidering verondersteld.

## 28 Overige resultaten

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Overige actuariële resultaten, per saldo	6	-/- 319
Overige baten en lasten, per saldo	3	-/- 7
<b>Totaal</b>	<b>9</b>	<b>-/- 326</b>

De post overige actuariële resultaten wordt vooral veroorzaakt door bestandsresultaten en het wijzigen van de regeling.

In 2014 bevat deze post de aanpassing van de pensioenrekenleeftijd van 65 naar 67 jaar. Alle bestaande rechten zijn omgerekend van leeftijd 65 naar leeftijd 67. Omdat dit actuariel neutraal gebeurt, heeft dit maar beperkt effect op de voorziening, een stijging van € 85 miljoen.

In 2013 besloot het bestuur van PFZW dat in de toekomst (vanaf de invoering van een nieuwe financiële opzet in 2015) het salaris van de premievrije voortzettingen bij arbeidsongeschiktheid de loonontwikkeling in de sector zal gaan volgen. Tot dan toe werd namelijk de bijdragegrondslag van de arbeidsongeschikten bij niet of gedeeltelijk indexeren steeds verder verlaagd door stijging van de franchise. Dit leidde tot een stijging van de voorziening met € 231 miljoen.

In 2014 heeft het bestuur besloten om dit besluit uit te breiden. Vanaf 1 januari 2015 worden de bijdragegrondslagen van bestaande voortzettingen ook nog verhoogd met de loonontwikkeling die ze in het verleden gemist hebben (de opbouw tot 2014 wordt niet gecorrigeerd). Dit leidt tot een stijging van de voorziening met € 218 miljoen.

Vanaf 2015 wordt het Witteveenkader beperkt. Hierop heeft PFZW zijn regeling aangepast. Dit betreft een daling van het opbouwpercentage van 1,95% naar 1,75% (bij een iets hogere franchise) en een aftopping van de salarissom die meetelt voor pensioenopbouw op € 100.000. Deze beide wijzigingen hebben effect op de voorziening voor toekomstige premievrije opbouw door arbeidsongeschikten. Per saldo daalt de voorziening met € 254 miljoen.

In 2013 bevatte de post overige actuariële resultaten ook de opname van een voorziening voor de verwachte toekomstige schadelast vanwege de premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid van zieke deelnemers op balansdatum. Dit leidde tot een stijging van de voorziening met € 265 miljoen.

## 29 Geconsolideerd kasstroomoverzicht

De liquide middelen bestaan uit de liquide middelen uit de pensioenactiviteiten en de liquide middelen uit de beleggingsactiviteiten. Als sprake is van een negatief saldo, wordt dit gepresenteerd als schuld aan kredietinstellingen onder de overige schulden en overlopende passiva.

De mutatie van de liquide middelen kan als volgt worden aangesloten op de balans.

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
3.4 Totaal geldmarktbeleggingen	15.849	10.370
8 Liquide middelen pensioenactiviteiten	76	108
Stand per einde boekjaar	15.925	10.478
Stand per eind vorig boekjaar	10.478	14.343
<b>Mutatie in liquide middelen</b>	<b>5.447</b>	<b>-/- 3.865</b>

De overige mutaties uit beleggingsactiviteiten die in het kasstroomoverzicht zijn opgenomen, hebben betrekking op collateral management, namelijk gestorte liquiditeiten (als zekerheid) in verband met de negatieve reële waarde van derivatenposities en ontvangen liquiditeiten (als zekerheid) in verband met de positieve reële waarde van derivatenposities.

De stijging in de Overige mutaties uit beleggingsactiviteiten is met name het gevolg van de toename van ontvangen liquiditeiten samenhangend met de toename van de waarde van de derivatenposities.

Zeist, 24 april 2015

## Het bestuur

J.G.M. Alders, voorzitter

drs. F.F.L. Vlak, plaatsvervangend voorzitter

A.J. Vink bc, secretaris

prof. dr. A.F.P. Bakker

G.H. Bergsma RBA MA

mr. A.W.J.M. van Bolderen

P.A. de Bruijn

dr. C.L. Dert

drs. P.J.H. Fey

E.W.M. Merlijn

drs. J.M.J. Moors

H.C.M. Vedder-Wubben

drs. G.B.F. van Weelden MHA



# *Enkelvoudige* **JAAARREKENING 2014**

- Enkelvoudige balans per 31 december 2014
- Enkelvoudige staat van baten en lasten 2014
- Toelichting enkelvoudige jaarrekening

## Enkelvoudige balans per 31 december 2014

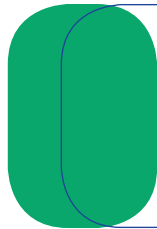
(na bestemming saldo van baten en lasten)

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
<b>Activa</b>		
Beleggingen	188.363	147.335
Herverzekeringsdeel technische voorzieningen	196	192
Deelnemingen	1.112	1.461
Vordering uit hoofde van beleggingen	1.432	1.674
Vorderingen en overlopende activa	658	693
Liquide middelen	76	108
<b>Totaal activa</b>	<b>191.837</b>	<b>151.463</b>
<b>Passiva</b>		
Stichtingskapitaal en reserves	3.468	11.273
Technische voorzieningen	159.024	126.894
Voorziening pensioenverplichting risico deelnemers	91	88
Verplichtingen uit hoofde van beleggingen	29.036	12.976
Overige schulden en overlopende passiva	218	232
<b>Totaal passiva</b>	<b>191.837</b>	<b>151.463</b>

## Enkelvoudige staat van baten en lasten 2014

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Resultaat deelnemingen	83	-/- 89
Overig resultaat	-/- 7.888	9.522
<b>Saldo van baten en lasten</b>	<b>-/- 7.805</b>	<b>9.433</b>





## Toelichting enkelvoudige jaarrekening

### Algemeen

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling voor de enkelvoudige jaarrekening zijn gelijk aan de grondslagen die worden vermeld in de toelichting op de geconsolideerde jaarrekening. Voor de toelichting wordt verwezen naar de geconsolideerde balans en staat van baten en lasten, met uitzondering van wat hieronder is opgenomen.

### Deelnemingen

(bedragen x € 1 miljoen)	2014	2013
Stand begin van het jaar	1.461	1.866
Investeringsen	17	-
Aankopen/ kapitaalstortingen	-	129
Desinvesteringen	-/- 402	-/- 101
Resultaat deelneming	83	-/- 89
Ontvangen dividend	-/- 47	-/- 344
<b>Stand eind van het jaar</b>	<b>1.112</b>	<b>1.461</b>

Het overzicht van groepsmaatschappijen als bedoeld in de artikelen 379 Boek 2 BW is gedeponneerd bij de Kamer van Koophandel te Utrecht.

### Niet in de balans opgenomen verplichtingen

PFZW maakt onderdeel uit van een fiscale eenheid voor de omzetbelasting waardoor het hoofdelijk aansprakelijk is voor eventuele omzetbelastingsschulden van tot de fiscale eenheid behorende entiteiten.

Zeist, 24 april 2015

## Het bestuur

J.G.M. Alders, voorzitter

drs. F.F.L. Vlak, plaatsvervangend voorzitter

A.J. Vink bc, secretaris

prof. dr. A.F.P. Bakker

G.H. Bergsma RBA MA

mr. A.W.J.M. van Bolderen

P.A. de Bruijn

dr. C.L. Dert

drs. P.J.H. Fey

E.W.M. Merlijn

drs. J.M.J. Moors

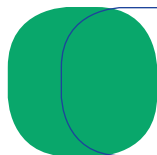
H.C.M. Vedder-Wubben

drs. G.B.F. van Weelden MHA

# *Overige* **GEGEVENS**

**PENSIOENFONDS**

**ZORG & WELZIJN**



# Actuariële verklaring

## Opdracht

Door Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn te Utrecht is aan Towers Watson Netherlands B.V. de opdracht verleend tot het afgeven van een actuariële verklaring, als bedoeld in de Pensioenwet, over het boekjaar 2014.

De gegevens waarop mijn onderzoek is gebaseerd, zijn verstrekt door en tot stand gekomen onder de verantwoordelijkheid van het bestuur van het pensioenfonds.

Voor de toetsing van de fondsmiddelen en voor de beoordeling van de vermogenspositie heb ik mij gebaseerd op de financiële gegevens die ten grondslag liggen aan de jaarrekening.

De accountant van het pensioenfonds heeft mij geïnformeerd over zijn bevindingen ten aanzien van de betrouwbaarheid (materiële juistheid en volledigheid) van de basisgegevens en de overige uitgangspunten die voor mijn oordeel van belang zijn.

## Werkzaamheden

Ter uitvoering van de opdracht heb ik onderzocht of is voldaan aan de artikelen 126 tot en met 140 van de Pensioenwet.

De door het pensioenfonds verstrekte basisgegevens zijn zodanig dat ik die gegevens als uitgangspunt van de door mij beoordeelde berekeningen heb aanvaard.

Als onderdeel van de werkzaamheden voor de opdracht:

- heb ik onder meer onderzocht of de technische voorzieningen, het minimaal vereist eigen vermogen en het vereist eigen vermogen toereikend zijn vastgesteld, en
- heb ik mij een oordeel gevormd over de vermogenspositie van het pensioenfonds.

Mijn onderzoek heb ik zodanig uitgevoerd, dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de resultaten geen onjuistheden van materieel belang bevatten. Ik heb mij een oordeel gevormd over de waarschijnlijkheid waarmee het pensioenfonds de tot balansdatum aangevane verplichtingen kan nakomen, mede in aanmerking nemend het financieel beleid van het pensioenfonds.

De beschreven werkzaamheden en de uitvoering daarvan zijn in overeenstemming met de binnen het Koninklijk Actuariel Genootschap geldende normen en gebruiken en vormen naar mijn mening een deugdelijke grondslag voor mijn oordeel.

## Oordeel

De technische voorzieningen zijn, overeenkomstig de beschreven berekeningsregels en uitgangspunten, als geheel gezien, toereikend vastgesteld. Het eigen vermogen van het pensioenfonds is op de balansdatum lager dan het wettelijk minimaal vereist eigen vermogen. Gemeten naar de wettelijke maatstaf is, ten aanzien van de verplichtingen aangegaan tot balansdatum, sprake van een dekkingstekort.

Met inachtneming van het voorafgaande heb ik mij ervan overtuigd dat is voldaan aan de artikelen 126 tot en met 140 van de Pensioenwet, met uitzondering van artikel 131 (minimaal vereist eigen vermogen) en artikel 132 (vereist eigen vermogen).

Ik heb mij ervan overtuigd dat bij de vaststelling van het vereist eigen vermogen, zoals bedoeld in artikel 132 van de Pensioenwet, het risicoprofiel van de verschillende beleggingen op juiste wijze is meegenomen. Hierbij is zowel gebruik gemaakt van het standaardmodel als partieel interne modellen. Er is binnen de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds geen sprake van actief beheer waarvoor een additionele vermogensbuffer binnen het vereist eigen vermogen opgenomen zou moeten worden. Daarnaast heb ik de beheersingsmaatregelen van het pensioenfonds ten aanzien van het liquiditeitsrisico, het concentratierisico en het operationeel risico beoordeeld. Op basis hiervan zijn naar mijn mening de hiervoor, overeenkomstig het standaardmodel, nihil veronderstelde vermogensbuffers binnen het vereist eigen vermogen gerechtvaardigd.

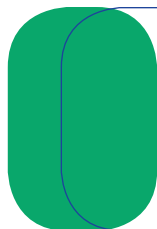
Bij artikel 137 (financiering voorwaardelijke toeslagverlening) merk ik op dat het niveau van de nominale marktrente in de afgelopen jaren zowel de realisatie als de financiering van de voorwaardelijke toeslagverlening negatief heeft beïnvloed. Daardoor staan deze per einde 2014 op gespannen voet met de reële ambitie van het pensioenfonds. De consistentie van de financiële opzet staat daarmee naar mijn mening onverminderd onder druk.

De vermogenspositie van Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn is naar mijn mening slecht, vanwege een dekkingstekort.

In 2015 zal het pensioenfonds onder de regelgeving van het nieuwe Financieel Toetsingskader een nieuw herstelplan opstellen. Zowel de te realiseren herstelkracht als de mate waarin de door het pensioenfonds nagestreefde reële ambitie gedurende de herstelperiode kan worden verwezenlijkt, zal in grote mate afhankelijk zijn van toekomstige, onzekere overrendementen en een gunstige ontwikkeling van de nominale marktrente.

Amstelveen, 24 april 2015

drs. H. Zaghdoudi AAG  
verbonden aan Towers Watson Netherlands B.V.



# Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: het bestuur van Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn

## Verklaring over de jaarrekening 2014

### Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2014 van Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn (hierna PFZW) te Zeist gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van PFZW op 31 december 2014 en van het saldo van baten en lasten over 2014 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2.

De jaarrekening bestaat uit:

1. de geconsolideerde en enkelvoudige balans per 31 december 2014;
2. de geconsolideerde en enkelvoudige staat van baten en lasten; en
3. de toelichting met een overzicht van de belangrijke grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

### De basis voor ons oordeel

Wij hebben onze controle uitgevoerd volgens het Nederlands recht, waaronder ook de Nederlandse controlestandaarden vallen. Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn beschreven in de sectie 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'.

Wij zijn onafhankelijk van PFZW zoals vereist in de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

Wij vinden dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

### Materialiteit

Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel.

Op basis van onze professionele oordeelsvorming hebben wij de materialiteit voor de jaarrekening als geheel bepaald op € 1 miljard. De materialiteit is gebaseerd op 1% van de som van het stichtingskapitaal en de reserves en de technische voorzieningen (voorheen het pensioenvermogen). Voor de controle op de vermogensbeheer- en transactiekosten hebben wij de materialiteit bepaald op € 100 miljoen. Wij houden ook rekening met afwijkingen en/of mogelijke afwijkingen die naar onze mening voor de gebruikers van de jaarrekening om kwalitatieve redenen materieel zijn.

Wij zijn met het bestuur van het pensioenfonds overeengekomen dat wij aan het bestuur en de organen belast met governance tijdens onze controle geconstateerde afwijkingen boven de € 10 miljoen rapporteren, alsmede kleinere afwijkingen die naar onze mening om kwalitatieve redenen relevant zijn.

## Reikwijdte van de groepscontrole

PFZW staat aan het hoofd van een groep van entiteiten. De financiële informatie van deze groep is opgenomen in de geconsolideerde jaarrekening van PFZW.

Gegeven onze eindverantwoordelijkheid voor het oordeel zijn wij verantwoordelijk voor de aansturing van, het toezicht op en de uitvoering van de groepscontrole. In dit kader hebben wij de aard en omvang bepaald van de uit te voeren werkzaamheden voor de groepsonderdelen. Bepalend hierbij zijn de omvang en/of het risicoprofiel van de groepsonderdelen of de activiteiten. Op grond hiervan hebben wij de groepsonderdelen geselecteerd waarbij een controle of beoordeling van de volledige financiële informatie of specifieke posten noodzakelijk was.

De groepsmaatschappijen die zijn betrokken in de consolidatie, houden verband met de juridische structurering van bepaalde beleggingen. De controle van deze groepsonderdelen is integraal betrokken in de controlewerkzaamheden van de beleggingen.

Door bovengenoemde werkzaamheden bij het groepsonderdeel, gecombineerd met aanvullende werkzaamheden op groepsniveau, hebben wij voldoende en geschikte controle-informatie met betrekking tot de financiële informatie van de groep verkregen om een oordeel te geven over de geconsolideerde jaarrekening.

## De kernpunten van onze controle

In de kernpunten van onze controle beschrijven wij zaken die naar ons professionele oordeel het meest belangrijk waren tijdens onze controle van de jaarrekening. De kernpunten van onze controle hebben wij met het bestuur en de organen belast met governance gecommuniceerd, maar deze vormen geen volledige weergave van alles wat is besproken.

Wij hebben onze controlewerkzaamheden met betrekking tot deze kernpunten bepaald in het kader van de jaarrekeningcontrole als geheel. Onze bevindingen ten aanzien van de individuele kernpunten moeten in dat kader worden gezien en niet als afzonderlijke oordelen over deze kernpunten.

### *Financiële positie en de gevoeligheden ten aanzien van de waardering van de technische voorzieningen*

De technische voorzieningen, waaronder de voorziening voor pensioenverplichtingen, betreffen de belangrijkste verplichtingen in de balans van PFZW en vormen een van de belangrijkste componenten voor de berekening van de dekkingsgraad. Per 31 december 2014 bedraagt de dekkingsgraad 102%. De dekkingsgraad is van een groot aantal factoren afhankelijk.

Bij onze controle hebben wij bijzondere aandacht gegeven aan de technische voorzieningen die ten grondslag liggen aan deze dekkingsgraad en waarvan de waardering gevoelig is voor de gehanteerde (actuariële) veronderstellingen en schattingselementen.

PFZW heeft in hoofdstuk 2.2 'Grondslagen voor waardering van activa en passiva' de grondslagen voor de waardering van de technische voorzieningen toegelicht, waaronder een actualisatie van actuariële grondslagen in 2014 (noot 27), en in noot 10 een verdere detaillering van de technische voorzieningen gegeven.

Wij hebben de redelijkheid van de aannames en schattingen van het bestuur met betrekking tot de gekozen actuariële grondslagen en de gehanteerde waarderinggrondslagen getoetst en besproken met de certificerende actuaire. Daarnaast hebben wij controlewerkzaamheden uitgevoerd om de gehanteerde basisgegevens te toetsen.

### *De waardering en presentatie van (illiquide) beleggingen*

De beleggingen zijn een significante post op de balans van PFZW. Alle beleggingen dienen volgens de Pensioenwet te worden gewaardeerd op marktwaarde.

Voor een groot deel van de beleggingen is deze marktwaarde te toetsen aan transacties die tot stand zijn gekomen op de financiële markten. Er zijn ook beleggingen die worden gewaardeerd op basis van waarderingmodellen. Het met behulp van deze modellen bepalen van de marktwaarde is complex en bevat subjectieve elementen die bij de berekening worden gehanteerd.

In noot 3.7 bij de jaarrekening geeft PFZW inzicht in de gehanteerde waarderingmethoden van de beleggingen. Uit deze toelichting blijkt dat ultimo 2014 ruim € 18 miljard (11% van totale beleggingen) is gewaardeerd met behulp van waarderingmodellen en technieken.

Op basis van de specifieke kenmerken van een belegging heeft PFZW in een waarderingshandboek beschreven welke modellen moeten worden gebruikt en met welke variabelen moet worden gerekend om de marktwaarde te bepalen. Een beschrijving van deze modellen en technieken is weergegeven in noot 3.7.

Wij hebben beoordeeld of de in het waarderingshandboek beschreven methoden en technieken geschikt zijn om, binnen de geldende verslaggevingsregels, te kunnen komen tot een marktwaarde van deze beleggingen. Verder hebben wij getoetst of de toepassing van deze modellen is uitgevoerd overeenkomstig de uitgangspunten van het waarderingshandboek.

#### ***De betrouwbare uitvoering van processen voor pensioenbeheer en vermogensbeheer bij de uitvoeringsorganisatie***

PFZW heeft de uitvoering van de pensioenadministratie en het vermogensbeheer uitbesteed, maar blijft conform wetgeving eindverantwoordelijk voor de gehele dienstverleningsketen. In het verslag van het bestuur wordt dit nader toegelicht in het hoofdstuk 'Pensioenfondsen in bedrijf', alsmede in noot 15.2 bij de jaarrekening onder het kopje 'Operationeel risico'.

Wij hebben de juiste werking van interne beheersingsmaatregelen bij de uitvoeringsorganisatie, voor zover relevant voor onze controle van de jaarrekening, beoordeeld. Hierbij hebben wij gebruikgemaakt van de ontvangen ISAE 3402 type II-rapportages. Verder hebben wij kennisgenomen van de rapportages van de uitvoeringsorganisatie en de toelichtingen hierop aan het bestuur. Daarnaast hebben wij gegevensgerichte cijferanalyses en deelwaarnemingen uitgevoerd, gericht op de uitkomsten van de relevante financiële informatiestromen.

#### ***Transparantie ten aanzien van de uitvoeringskosten van vermogensbeheer***

Een transparante toelichting van de uitvoeringskosten van vermogensbeheer en de hierbij gehanteerde veronderstellingen en schattingselementen staat nadrukkelijk op de agenda van de toezichthouders van pensioenfondsen.

PFZW geeft in de paragraaf 'Beleggingsbeleid en resultaten in 2014' in het hoofdstuk 'Beleggingen in 2014' van het bestuursverslag inzicht in de uitvoeringskosten van vermogensbeheer, een toelichting welke aannames en schattingen zijn gedaan, alsmede een verantwoording over de samenstelling van deze kosten.

Wij hebben de verantwoording van de uitvoeringskosten van vermogensbeheer door middel van gegevensgerichte werkzaamheden zoals cijferanalyses en deelwaarnemingen gecontroleerd. Verder hebben wij de redelijkheid van de aannames en schattingen van het bestuur met betrekking tot de uitvoeringskosten van vermogensbeheer binnen de uitgangspunten en berekeningsmethodiek van de Pensioenfederatie beoordeeld.

#### **Benadrukking van de effecten van de invoering van het nieuwe financiële toetsingskader met ingang van 1 januari 2015**

Wij vestigen de aandacht op de paragraaf 'Dekkingsgraad daalt' in het hoofdstuk 'Financiële opzet 2014' van het bestuursverslag, alsmede op de in de Overige gegevens bij de jaarrekening beschreven gebeurtenissen na balansdatum. Hierin wordt een toelichting gegeven op de invoering van het nieuwe financiële toetsingskader en de gevolgen daarvan voor de financiële positie van het pensioenfonds. Deze situatie doet geen afbreuk aan ons oordeel.



## Verantwoordelijkheden van het bestuur voor de jaarrekening

Het bestuur is verantwoordelijk voor het opmaken en het getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en voor het opstellen van het verslag van het bestuur in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. In dit kader is het bestuur verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing die het bestuur noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet het bestuur afwegen of de onderneming in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemde verslaggevingsstelsels moet het bestuur de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteitsveronderstelling, tenzij het bestuur het voornemen heeft om de stichting te liquideren of de activiteiten te beëindigen, of als beëindiging het enige realistische alternatief is, waarbij opgemerkt wordt dat het bestuur op basis van de Pensioenwet het korten van pensioenen als ultimum remedium kan inzetten. Het bestuur moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de stichting haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

De organen belast met governance zijn verantwoordelijk voor het uitoefenen van toezicht op het proces van financiële verslaggeving van het pensioenfonds.

## Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

Onze verantwoordelijkheid is het zodanig plannen en uitvoeren van een controleopdracht dat wij daarmee voldoende en geschikte controle-informatie verkrijgen voor het door ons af te geven oordeel.

Onze controle is uitgevoerd met een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle fouten en fraude ontdekken.

Wij hebben deze accountantscontrole professioneel-kritisch uitgevoerd en hebben waar relevant professionele oordeelsvorming toegepast in overeenstemming met de Nederlandse controle-standaarden, ethische voorschriften en de onafhankelijkheidseisen. Onze controle bestond onder andere uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door het bestuur en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat de door het bestuur gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is, alsmede het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de onderneming haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om in onze controleverklaring aandacht te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring. Toekomstige gebeurtenissen of omstandigheden kunnen er echter toe leiden dat een onderneming haar continuïteit niet langer kan handhaven;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen; en
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de organen belast met governance onder andere over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over de significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele significante tekortkomingen in de interne beheersing.

Wij bevestigen aan de organen belast met governance dat wij de relevante ethische voorschriften over onafhankelijkheid hebben nageleefd. Wij communiceren ook met de organen belast met governance over alle relaties en andere zaken die redelijkerwijs onze onafhankelijkheid kunnen beïnvloeden en over de daarmee verband houdende maatregelen om onze onafhankelijkheid te waarborgen.

Wij bepalen de kernpunten van onze controle van de jaarrekening op basis van alle zaken die wij met de organen belast met governance hebben besproken. Wij beschrijven deze kernpunten in onze controleverklaring, tenzij dit is verboden door wet- of regelgeving of, in buitengewoon zeldzame omstandigheden, wanneer het niet vermelden in het belang van het maatschappelijk verkeer is.

## Verklaring betreffende overige door wet- of regelgeving gestelde vereisten

### *Verklaring betreffende het verslag van het bestuur en de overige gegevens*

Wij vermelden op basis van de wettelijke verplichtingen onder Titel 9 Boek 2 BW (betreffende onze verantwoordelijkheid om te rapporteren over het verslag van het bestuur en de overige gegevens):

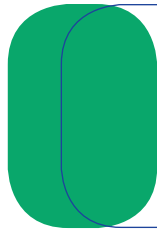
- dat wij geen tekortkomingen hebben geconstateerd naar aanleiding van het onderzoek of het verslag van het bestuur, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld en of de door Titel 9 Boek 2 BW vereiste overige gegevens zijn toegevoegd;
- dat het verslag van het bestuur, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening.

### *Benoeming*

Wij zijn door het bestuur benoemd als accountant van PFZW vanaf de controle van het boekjaar 2008 en zijn sinds die datum tot op heden de externe accountant.

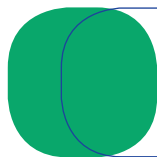
Amsterdam, 24 april 2015  
Deloitte Accountants B.V.

drs. J.P.M. Hopmans RA



## *Bestemming van saldo van baten en lasten*

In de statuten is geen bepaling opgenomen over de wijze waarop het saldo van baten en lasten moet worden verdeeld. Het saldo wordt echter jaarlijks geheel ten gunste dan wel ten laste van de reserves gebracht.



## *Gebeurtenissen na balansdatum*

Als dat van toepassing is, worden hier de gebeurtenissen na balansdatum opgenomen.

### **Nieuwe FTK**

Per 1 januari 2015 geldt een nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK). Dit leidt tot wijzigingen in de te gebruiken rentetermijnstructuur en de te berekenen vereiste dekkingsgraad.

In de rentetermijnstructuur voor de technische voorzieningen vervalt in het nieuwe FTK de driemaandsmiddeling. Dit leidt tot een stijging van de technische voorzieningen per 1 januari 2015 met ongeveer € 8 miljard. Hierdoor daalt de actuele dekkingsgraad van 102% naar 97%. De gewijzigde methodiek voor de berekening van het vereist eigen vermogen leidt tot een stijging van de vereiste dekkingsgraad van 120,5% naar 126,3%.

In het nFTK wordt er gestuurd op basis van de beleidsdekkingsgraad, dit is het gemiddelde van de dekkingsgraad over de afgelopen 12 maandeinden. Per 1 januari 2015 bedraagt deze 108%, welke is berekend als het gemiddelde van de dekkingsgraden van de afgelopen 12 maandeinden, zoals bepaald onder de regels van het oude FTK.



# *Personalia*

**PENSIOENFONDS**  
**ZORG & WELZIJN**

Stand per 31 december 2014

## Bestuur

J.G.M. (Hans) Alders, voorzitter

## Leden, vertegenwoordigers van de werkgeversorganisaties

*ActiZ, organisatie van zorgondernemers*

drs. F.F.L. (Florent) Vlak, plaatsvervangend voorzitter

drs. G.B.F. (Guus) van Weelden MHA

*Maatschappelijk Ondernemers Groep (MOgroep)*

P.A. (Petra) de Bruijn

*NVZ vereniging van ziekenhuizen (NVZ)*

drs. J.M.J. (Jacques) Moors

*Vereniging Geestelijke Gezondheidszorg Nederland*

*(GGZ Nederland)*

vacature

*Vereniging Gehandicaptenzorg Nederland (VGN)*

drs. E.W.C.M. (Eelco) Damen MSM

*Gezamenlijke werkgeversorganisaties als genoemd in art. 6 statuten PFZW*

prof. dr. A.F.P. (Age) Bakker

vacature

## Leden, vertegenwoordigers van de werknemersorganisaties

*Abvakabo FNV*

A.J. (Albert) Vink bc, secretaris

E.W.M. (Elise) Merlijn

*CNV Publieke Zaak*

drs. P.J.H. (Patrick) Fey

*FBZ, Federatie van Beroepsorganisaties in de Zorg en daaraan gerelateerd onderwijs en onderzoek*

mr. A.W.J.M. (Alex) van Bolderen

*NU'91: beroepsorganisatie van de verpleging en verzorging*

C.H.W. (Ellie) van Soelen

*Pensioengerechtigden als bedoeld in art. 6 statuten PFZW*

H.C.M. (Ria) Vedder-Wubben

dr. C.L. (Cees) Dert, voorgenomen benoemd

*Gezamenlijke werknemersorganisaties als genoemd in art. 6 statuten PFZW*

G.H. (Gerard) Bergsma RBA MA

## Raad van toezicht

drs. A.H.A. (Nol) Hoevenaars RA, voorzitter

dr. M.W.M. (Monique) Donders, voorgenomen benoemd lid

prof.dr.ir. J.M.L. (Jo) van Engelen, lid

drs. J.B.M. (Ina) van der Zee, secretaris

## Pensioenraad

*Voorzitter*

mr. E.H. Swaab

M.J.G. (Marika) Huurman-Groenestein, secretaris

## Abvakabo FNV

*Leden (14)*

E. Bronswijk

M.A. Bruens MSc

J. Buitenhuis-van Poppel

B.J.A. Engel

J. van Geffen

J.J. Gelderloos

drs. N.E. de Leur

S. Lodiers

J.W.H. Nieland

R. Okkerman

T.G. de Winter

J.A. Wolbers

*vertegenwoordigers pensioengerechtigden:*

H.J. Esten

E.H. Kramer

## ActiZ, organisatie van zorgondernemers

*Leden (4)*

drs. M. Lenselink

drs. G.H.M. Verkerk

ing. C.P.J. Verouden MHA

A.H. Wirtz

## **ANBO**

Leden (3)

W.P. Hölzel

C.M. Kleine

J.C.P. Marcelis

## **Belangenvereniging Pensioengerechtigden PFZW**

Leden (1)

drs. J.C. Caljouw RA

## **CNV Publieke Zaak**

Leden (2)

P.J.W. Leurs

R.M. de Rijke

## **FBZ, Federatie van Beroepsorganisaties in de Zorg en daaraan gerelateerd onderwijs en onderzoek**

Leden (2)

mr. B. Sprokholt

mr. A.F.J.M. Crijns

## **GGZ Nederland, Vereniging Geestelijke Gezondheidszorg Nederland**

Leden (2)

drs. M.M.A. von Bönninghausen tot Herinkhave-Visser

drs. H. Meppelink

## **MOgroep, Maatschappelijk Ondernemers Groep**

Leden (2)

drs. J.F. Boskma

G.J. Hoogeland

## **NU'91, beroepsorganisatie van de verpleging en verzorging**

Leden (2)

W.A.M. Aerts

R.P. Belt

## **NVZ, vereniging van ziekenhuizen**

Leden (2)

drs. M.J.P. Schmidt

mr. Th.H. Walma van der Molen

## **VGN, Vereniging Gehandicaptenzorg Nederland**

Leden (2)

mr.drs. J.A.P.M. Maas

drs. E.F.F. van Schijndel

stand 24 april 2015

## **Samenstelling van het bestuursbureau**

P.J.C. (Peter) Borgdorff, directeur

### **Medewerkers**

drs. P.P. (Peter) Bannink

mr. K. (Karin) Bitter

drs. P.E. (Pieter) Braaksma

M.J.G. (Marika) Huurman-Groenestein

drs. P.W. (Pieter) Jansen MBA

L. (Leonie) Jonkergouw

S.M. (Sara) Leene

A.J. (Ton) Massar

L.C. (Linda) de Mooij

L.J.M. (Lindia) van Munster-Rigo

drs. J.W.G. (Jan Willem) van Oostveen RBA

drs. W.H.C. (Wouter) Thalen

mr. J. (Jan) van der Torre

ir. C.H.A. (Coen) Weerkamp

drs. J.B.M. (Ina) van der Zee

## **Commissie van beroep**

prof. mr. A.G. Castermans, voorzitter

mr. H.A.M. Pinckaers, lid

mr. P.S. Fluit, lid

mr. W. Wille, plaatsvervangend lid

mr. J. van der Torre, secretaris

## **Externe compliance officer (in het kader van de gedragscode)**

Nederlands Compliance Instituut – B.M. Peters

## **Reporting officer (in het kader van de klokkenluiderregeling)**

drs. G.B.F. van Weelden MHA, voorzitter audit committee

## **Actuaris**

Towers Watson B.V.

## **Accountant**

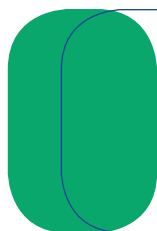
Deloitte Accountants B.V.





# *BIJLAGEN*

**PENSIOENFONDS**  
**ZORG & WELZIJN**



## *Bijlage 1: Specifieke bestuurscolleges*

stand: 31 december 2014

### **Commissie algemene zaken**

- J.G.M. Alders, voorzitter bestuur
- drs. F.F.L. Vlak, plv. voorzitter
- A.J. Vink bc, secretaris

### **Bestuurscommissie investments**

- drs. F.F.L. Vlak, voorzitter
- prof. dr. A.F.P. Bakker
- G.H. Bergsma RBA MA
- dr. C.L. Dert, voorgenomen benoemd
- drs. P.J.H. Fey
- drs. E.M.A. van der Weiden (tot 1-7-2014)
- drs. F. Verschoor (tot 23 -1-2014)

### **Extern adviserend lid**

- drs. J.M. Overmeer (tot 26-11-2014)

### **Pensioencommissie**

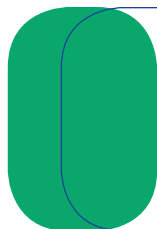
- E.W.M. Merlijn, voorzitter
- mr. A.W.J.M. van Bolderen
- drs. E.W.C.M. Damen MSM
- drs. J.M.J. Moors

### **Audit committee**

- drs. G.B.F. van Weelden MHA, voorzitter
- P.A. de Bruijn
- C.H.W. van Soelen
- A.J. Vink bc
- H.C.M. Vedder-Wubben (vanaf 1-7-2014)

### **Externe adviserende leden**

- prof. J.C.A. Gortemaker RA
- drs. A.H.A. Hoevenaars RA (tot 1-7-2014)
- Vacature (2x vanaf 1-7-2014))



## Bijlage 2: Gebruikte begrippen en afkortingen

A

### A-regeling

1. De A-regeling is een uitkeringsovereenkomst die onder voorwaarden recht geeft op:
  - a. ouderdomspensioen voor de (gewezen) deelnemer;
  - b. partnerpensioen voor de partner van de (gewezen) deelnemer of gepensioneerde, als de partnerrelatie is begonnen voor de pensioenleeftijd van de deelnemer;
  - c. Anw-compensatiepensioen voor de partner als de deelnemer overlijdt voordat de partner zijn AOW-gerechtigde leeftijd heeft bereikt;
  - d. Anw-compensatiepensioen voor de partner van de gewezen deelnemer, als:
    - de gewezen deelnemer, voor het einde van de partnerrelatie, ouderdomspensioen heeft geruild voor partnerpensioen, en
    - de gewezen deelnemer overlijdt voordat de partner zijn AOW-gerechtigde leeftijd heeft bereikt;
  - e. Anw-compensatiepensioen voor de partner van de gepensioneerde, als:
    - de gepensioneerde ouderdomspensioen heeft geruild voor partnerpensioen,
    - de gepensioneerde overlijdt voordat de partner zijn AOW-gerechtigde leeftijd heeft bereikt, en
    - de partnerrelatie voor de pensioenleeftijd van de deelnemer is begonnen;
  - f. wezenpensioen voor de wees van de (gewezen) deelnemer of gepensioneerde.

Regeling A is een uitkeringsovereenkomst die nader is uitgewerkt in hoofdstuk 2, paragraaf 2 van het pensioenreglement.
2. Het partnerpensioen is voor de helft in opbouw en voor de helft in risicodekking verzekerd.
3. Het Anw-compensatiepensioen is volledig in risicodekking verzekerd.

### ABTN

Actuariële- en bedrijfstechnische nota. In deze, door de wet verplichtgestelde, nota worden naast de actuariële aspecten van de reglementaire pensioenen ook de hoofdlijnen van het interne beheersingssysteem en de opzet van de administratieve organisatie en interne controle beschreven.

### AFM

Autoriteit Financiële markten. De AFM houdt toezicht op het gedrag van en de informatieverstrekking door alle partijen op de financiële markten in Nederland, waaronder pensioenfondsen. Bovendien houdt de AFM toezicht op de naleving van de zorgplicht. Het doel hiervan is om deelnemers, als dat van toepassing is, te adviseren over verantwoorde individuele beleggingen. Naast AFM houdt ook De Nederlandsche Bank (DNB) toezicht op pensioenfondsen.

### AIFMD

Alternative Investment Fund Management Directive (Richtlijn van 8 juni 2011, nr. 2011/61/EU). Beheerders van beleggingsinstellingen moeten met ingang van 22 juli 2014 voldoen aan de vereisten van de AIFMD. De AIFMD introduceert binnen Europa een geharmoniseerd kader voor het financiële toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen, anders dan instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbes). De AIFMD heeft als doel meer transparantie voor participanten in de beleggingsinstellingen en toezichhouders en een versterking van de stabiliteit van de financiële markten.

### ALM

Asset Liability Management. Een methode om modelmatig de samenstelling van de strategische beleggingsportefeuille te bepalen, rekening houdend met de pensioenverplichtingen.

## **B** B-regeling

1. De B-regeling is een uitkeringsovereenkomst die onder voorwaarden recht geeft op:
  - a. ouderdomspensioen voor de (gewezen) deelnemer;
  - b. Flexpensioen voor de (gewezen) deelnemer;
  - c. partnerpensioen voor de partner van de deelnemer en de partner van de gewezen deelnemer, gepensioneerde of Flexpensioengerechtigde die ouderdomspensioen heeft geruild voor partnerpensioen; in die gevallen moet de partnerrelatie zijn begonnen voor de pensioenleeftijd van de deelnemer;
  - d. wezenpensioen voor de wees van de (gewezen) deelnemer of gepensioneerde.Regeling B is een uitkeringsovereenkomst die nader is uitgewerkt in hoofdstuk 2, paragraaf 3 van het pensioenreglement.
2. Het partnerpensioen is in risicodekking verzekerd.

## Beleidsdekkingsgraad

Dekkingsgraad op basis waarvan gestuurd wordt in het nieuwe FTK. De beleidsdekkingsgraad is het gemiddelde van de (actuele) dekkingsgraden van de afgelopen twaalf maanden.

## Benchmark

Representatieve herbeleggingsindex waartegen de prestaties van een beleggingsportefeuille worden afgezet.

## Broker quotes

Prijsindicaties of indicatieve kredietopslagen opgegeven door een tussenpersoon in effecten.

## **C** Callgeld

Direct opvraagbare tegoeden.

## CEM

Cost Effectiveness Measurement. Canadese organisatie die zich toelegt op performancevergelijking van pensioenfondsen.

## CEM-benchmark

Door CEM samen met PFZW en andere pensioenfondsen ontwikkelde, internationaal gehanteerde standaard om de doelmatigheid van een pensioenuitvoeringsorganisatie en investeringsorganisatie te meten en inzichtelijk te maken.

## CLO

Collateralized Loan Obligations. Effecten die uitgegeven worden met bancaire schuldvorderingen als onderpand. Wanneer dit bilateraal met een bank gebeurt, worden het private CLO's genoemd. Als meer partijen betrokken zijn in een transactie of de effecten vrij verhandelbaar zijn, worden het publieke CLO's genoemd.

## Closed end beleggingsfonds

Een closed end beleggingsfonds is een beleggingsfonds waarbij het aantal aandelen gedurende de looptijd van het fonds vast staat.

Hierdoor is de koers van het aandeel geheel afhankelijk van de vraag en het aanbod van de markt.

## Collateral

Onderpand. Manier om het kredietrisico op tegenpartijen uit hoofde van over-the-counter-derivaten transacties te beperken. Het risico is dat de tegenpartij op aflooptdatum niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen.

Het collateral reduceert dit risico doordat er gedurende de looptijd van de transactie onderpand in de vorm van kasgeld wordt gestort ter dekking van de marktwaarde van de transacties.

## **D** Dekkingsgraad

Verhouding tussen het aanwezige pensioenvermogen en de waarde van de opgebouwde aanspraken, uitgedrukt in een percentage.

## Derivaten

Van effecten afgeleide beleggingsproducten, zoals futures, swaps, total return swaps.

## **E** Engagement

In verband met duurzaam beleggen: het voeren van een intensieve dialoog met bedrijven waarin belegd wordt teneinde verbeteringen te bewerkstelligen op het gebied van het duurzaamheidsbeleid van het betrokken bedrijf.

## Enkelvoudige jaarrekening

Dit is de jaarrekening van het pensioenfonds zelf.

Hierbij worden de groepsmaatschappijen in de enkelvoudige balans gepresenteerd als deelnemingen en gewaardeerd tegen nettovermogenswaarde.

De nettovermogenswaarde is gelijk aan het saldo van de activa minus passiva van de groepsmaatschappij op basis van de grondslagen van het pensioenfonds.

## Ervaringssterfte

Correctiefactoren voor ervaringssterfte worden toegepast om de overlijdenskans van een verzekerde bij het fonds te verlagen. Doordat de overlijdenskans wordt verlaagd, wordt verondersteld dat een verzekerde langer leeft. Het fonds doet dit omdat de sterftkans is afgeleid van de gehele bevolking. Het fonds past dus een correctie toe op de overlijdenskansen om rekening te houden met deze langere levensduur van de werkende bevolking. Door rekening te houden met deze langere levensduur wordt de pensioenvoorziening hoger.

## ESG (-factoren, -thema's, -aspecten)

Engelse afkorting voor milieu (environment), maatschappij (social) en bestuur (governance).

## Euribor

Afkorting voor Euro Interbank Offered Rate. Euribor is de rente die banken elkaar in rekening brengen voor leningen.

## Extrapensioen

Product dat deelnemers de mogelijkheid biedt om binnen de collectieve pensioenregeling op vrijwillige basis individueel extra pensioen op te bouwen.

## F Flexpensioen

Een tijdelijk ouderdomspensioen dat de deelnemer op ieder gewenst moment tussen zijn 55e en 65e verjaardag kan laten ingaan. De deelnemer bouwt bij het Flexpensioen rechten op die desgewenst door waardeoverdracht meegenomen kunnen worden naar een nieuwe pensioenverzekeraar. Voor Flexpensioen vindt sinds 2010 geen opbouw meer plaats.

## Franchise

Deel van het salaris dat niet wordt meegeteld bij het berekenen van de pensioengrondslag.

## FTK

Financieel Toetsingskader. Regelgeving voor toetsing van de financiële opzet en toestand van pensioenfondsen door De Nederlandsche Bank.

## Future

Op de beurs verhandeld termijncontract met verplichte levering van onderliggende waarden/goederen in de toekomst tegen een vooraf vastgestelde prijs. De onderliggende waarde kan een obligatie zijn of een aandelen-

index, een geldmarktrente, een commodity of valuta. Futures stellen een belegger in staat beleggingsrisico's af te dekken.

## FVP

Stichting Financiering Voortzetting Pensioenverzekering.

## G Geconsolideerde balans (staat van baten en lasten)

In de geconsolideerde balans/staat van baten en lasten zijn samengevoegd de financiële gegevens van het pensioenfonds en alle groepsmaatschappijen waarover een overheersende zeggenschap ter zake van bestuur en financieel beleid kan worden uitgeoefend.

## Gedempte premie

Kostendekkende premie berekend op basis van het verwacht rendement.

## Gepensioneerde

Persoon van wie het ouderdomspensioen is ingegaan.

## Groepsmaatschappijen

Groepsmaatschappijen zijn vennootschappen en andere rechtspersonen die met elkaar in een groep zijn verbonden. De groepsmaatschappijen van het pensioenfonds worden aangehouden voor beleggingsdoeleinden.

## H Hedge

Het afdekken van (rente- en inflatie-) risico's in pensioenverplichtingen.

## Hedge funds

Fondsen waarbij gebruik wordt gemaakt van een breed scala van beleggingsstrategieën en -instrumenten om onder verschillende marktomstandigheden een absoluut (positief) rendement te behalen.

## High yield

Beleggingsportefeuille met obligaties met een credit rating van BB en lager.

## I Indexering (indexatie)

Het jaarlijkse verhogen van de verworven pensioenaanspraken en pensioenrechten, op grond van de in het pensioenreglement omschreven pensioenregeling.

## Indexeringsstaffel

Leidraad voor het bestuur bij de berekening van de indexering, waarbij de staffel wordt verbonden met de hoogte van de dekkingsgraad. Bij een dekkingsgraad binnen bepaalde marges past in principe respectievelijk geen, gedeeltelijke of volledige indexering. Het bestuur kan hiervan afwijken.

## Inflatieswap

Een derivatencontract waarbij inflatierisico wordt getransfereerd tussen tegenpartijen.

## Inflatiegeïndexeerde obligaties (Inflation linked bonds)

Obligaties waarvan de hoofdsom en de rentebetalingen worden geïndexeerd met de inflatie van een bepaald land.

## Interest rate swap

Een derivaat waarbij een vaste rentecoupon wordt uitgewisseld tegen een variabele rentecoupon.

## IORP

Institution for Occupational Retirement Provision. IORP zorgt voor een hoge bescherming van deelnemers en uitkeringsgerechtigden van pensioenfondsen.

## ISAE 3402

De ISAE 3402 is de internationale assurance standaard en is bestemd voor de organisatie, de gebruiker, die werkzaamheden heeft uitbesteed aan een serviceorganisatie en de accountant van de gebruiker. Een ISAE 3402 rapport geeft de gebruiker inzicht en zekerheid inzake de beheersing die de serviceorganisatie heeft ingericht in de processen en systemen die van belang zijn voor de juistheid en volledigheid van de financiële verantwoording van de gebruiker. Het rapport wordt opgesteld door de serviceorganisatie en beoordeeld door een door de serviceorganisatie aangestelde auditor.

**J**

## JoJ

Jaar op jaar.

**K**

## Kostendekkende premie

De premie die precies voldoende is om de nominale uitkeringen te kunnen nakomen die ontstaan uit pensioenrechten die in een bepaalde periode worden opgebouwd, inclusief een opslag voor opbouw van het vereist eigen vermogen.

## Margin account

Een margin account is een rekening waar geld als onderpand wordt gegeven als bewijs dat de investeerder aan zijn verplichtingen kan voldoen en is van toepassing bij futures.

**M**

## Mezzanine

Een financieringsinstrument dat zich positioneert tussen het eigen en het vreemd vermogen met een achtergesteld karakter. Het hogere financieringsrisico wordt gecompenseerd door een hoge rentecoupon en een equity-kicker – meestal – bij aflossing.

## Middelloon(regeling)

Pensioenregeling waarbij de hoogte van de uitkering is gebaseerd op het gemiddeld verdiende loon.

**N**

## NCP

Nieuwe Collectieve Pensioenregeling (= de B-regeling).

## NFP

Nieuwe Flexibele Pensioenregeling (= de A-regeling).

## Nominale dekkingsgraad

Verhouding tussen het aanwezige pensioenvermogen en de waarde van de opgebouwde aanspraken, uitgedrukt in een percentage, waarbij de opgebouwde aanspraken contant zijn gemaakt met de nominale marktrente.

## Nominale marktrente

De marktrente die volgt uit de prijsvorming van obligaties. De hoogte van deze rente fluctueert in de tijd en hangt af van de looptijd van de kasstromen.

## Normverzekerde (gewogen deelnemer)

Er is verschil in de mate van werk voor – en daarmee de kosten van – de verschillende soorten deelnemerscategorieën. Om bij de kostenvergelijking met dat aspect rekening te houden, wordt gewerkt met een ‘gewogen deelnemer’, de normverzekerde. Op grond van onderzoek door CEM hanteert het pensioenfonds de verhouding 100, 40, 15 voor respectievelijk actieven, gepensioneerden en gewezen deelnemers.

**O**

## OBU

Salarisvervangende uitkering voor deelnemers die zijn geboren vóór 1949 en die vanaf 60 jaar willen stoppen met werken. Deze uitkering duurt tot de deelnemer 65 jaar wordt en het ouderdomspensioen ingaat. Vanaf 1999 wordt de OBU geleidelijk vervangen door het Flexpensioen.

### Ongedempte premie

Kostendekkende premie berekend op basis van de actuele rentetermijnstructuur.

### Outperformance

Er is sprake van outperformance als het gerealiseerde rendement van een portefeuille hoger is dan het rendement van de benchmark. Bij een negatief rendement is sprake van outperformance als het rendement van de benchmark nog negatiever is.

### Over-the-counter (OTC)

Over-the-counter-contracten zijn contracten die buiten de beurs verhandeld worden.

P

### Pensioengerechtigde

Persoon van wie een pensioen is ingegaan.

### Pensioengrondslag

Het pensioengevend salaris minus de zogenoemde franchise; over die franchise wordt geen pensioenpremie betaald.

### Pensioenleeftijd (of pensioengerechtigde leeftijd)

- De AOW-gerechtigde leeftijd, of
- De eerste dag van de maand waarin de (gewezen) deelnemer 60 jaar wordt bij Flexpensioen op grond van Regeling B.

Als de AOW-gerechtigde leeftijd nog niet is vastgesteld, dan wordt uitgegaan van de hoogste al wel vastgestelde AOW-gerechtigde leeftijd.

### Pensioenrekenleeftijd

De leeftijd waarop de pensioenopbouw is gebaseerd.

### Private equity

Het is de benaming voor beleggingen in niet-beursgenoteerde bedrijven.

### Prognosetafel

Het Actuariel Genootschap heeft de Prognosetafel 2010-2060 uitgegeven, een zogeheten generatietafel. De Prognosetafel 2010 – 2060 is in feite een verzameling sterftetafels. Tussen opeenvolgende sterftetafels is een dalende trend in de sterftekansen zichtbaar. De sterftekans van iemand die nu 40 jaar is, is hoger dan de sterftekans van iemand die over tien jaar 40 is. De grondslag – sterfte en langlevens gebaseerd op de Prognosetafel 2010 – 2060 bevat de volgens het FTK vereiste voorzienbare trend in overlevingskansen.

R

### Reële ambitie

De ambitie om nominale rechten van deelnemers in de toekomst te verhogen met de looninflatie in de sector-zorg en welzijn.

### Reële dekkingsgraad

Verhouding tussen het aanwezige pensioenvermogen en de waarde van de opgebouwde aanspraken, uitgedrukt in een percentage, waarbij de opgebouwde aanspraken contant zijn gemaakt met de reële marktrente.

### Reële marktrente

De marktrente die volgt uit de prijsvorming van inflatie gerelateerde obligaties. De hoogte van deze rente fluctueert in de tijd en hangt af van de looptijd van de kasstromen. De reële rente is gelijk aan de nominale rente, met een afslag voor verwachte inflatie en een inflatierisicopremie.

### Reële waarde

Het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld, tussen terzake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen, die onafhankelijk zijn.

### Rendementspensioen

Vorm van Extrapensioen waarin de premie belegd wordt. De premie wordt belegd in de PFZW-beleggingsmix. In het Rendementspensioen is sprake van beleggingsrisico, maar ook van een grotere kans op een hoger extra pensioen dan bij de variant Pluspensioen. Bij ingang van het pensioen wordt de waarde van de beleggingen omgezet in een gegarandeerd aanvullend pensioenrecht. Als de financiële situatie van het fonds het toelaat, wordt dit recht jaarlijks geïndexeerd.

### Renteswap

Een renteswap of Interest Rate Swap (IRS) is een afspraak tussen twee partijen om gedurende een bepaalde periode (één tot tien jaar) rentebetalingen over een bepaalde hoofdsom uit te wisselen.

### Rentetermijnstructuur

Grafiek die het verband weergeeft tussen de looptijd van een vastrentende belegging enerzijds en de daarop te ontvangen marktrente anderzijds.

**S****Securities lending**

Het voor een bepaalde periode uitlenen van effecten, waarbij een leenvergoeding wordt ontvangen. Gelijkzeitig wordt overeengekomen dat de effecten aan het einde van de looptijd aan de uitlener worden geretourneerd.

**SLA**

Service Level Agreement. Een Service Level Agreement is een type overeenkomst waarin afspraken staan tussen aanbieder en afnemer van een dienst of product.

**Spreads**

Rendementsopslag.

**Structured credit**

Een innovatieve manier om kredietrisico aan beleggers met verschillende risicovoorken aan te bieden door het risico op wanbetaling van een totaal pakket leningen te verdelen in stukken met verschillende risico's.

**Swap**

Een swap is een derivaat waarbij een partij een bepaalde kasstroom of risico wisselt tegen dat van een andere partij.

**Swaption**

Een optie op een IRS (Interest Rate Swap of Renteswap).

**T****Total Return Swap**

Ruil van het rendement op een vastgestelde referentiewaarde tegen een variabele korte rente gedurende een vastgestelde looptijd.

**U****Ultimate Forward Rate**

Een door DNB voorgeschreven nieuwe rekenmethode om de marktwaarde van de verplichtingen te bepalen, ingevoerd per 30 september 2012.

**V****Valuta swap**

Uitwisseling van rentebedragen en hoofdsommen in verschillende valuta tegen een vooraf overeengekomen verhouding tussen de valuta.

**Valutatermijncontract**

Bindende overeenkomst tussen een bank en een tegenpartij, waarin wordt afgesproken om een bedrag aan vreemde valuta's op termijn te kopen of te verkopen tegen een nu al vastgestelde termijakoers.

**Variance swaps**

Een variance swap is een bilaterale overeenkomst waarbij een vooraf veronderstelde volatiliteit van een onderliggende waarde wordt geruild tegen de werkelijke volatiliteit van die onderliggende waarde.

**Vastrentende waarden**

Schuldpapieren (obligaties) die een regelmatige en vaste rentebetaling opleveren.

**Venture capital**

Categorie binnen de private equity-portefeuille, voor de financiering van jonge, innovatieve ondernemingen.

**VW**

Vereniging voor Vreemdelingenverkeer

**Waardeoverdracht**

Het naar een andere pensioenregeling overdragen van de waarde van een tot een zeker moment opgebouwd pensioenrecht.

**W****WIA**

Wet werk en inkomen naar arbeidsvermogen. De opvolger van de WAO.

**Y****Yield**

Gemiddelde rente.

**Z****Z-score**

Jaarlijkse score die de afwijking weergeeft van het werkelijk behaalde rendement ten opzichte van het rendement van een vooraf door het bestuur vastgestelde wettelijke normportefeuille.





