

# Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers (S.P.O.A.)

Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers (S.P.O.A.)  
Akerstraat 92, 6411 HD Heerlen  
Postbus 4471, 6401 CZ Heerlen  
Telefoon: 06 - 53 69 18 43  
Telefax: 013 - 533 12 72  
Internetsite: [www.spoa.nl](http://www.spoa.nl)

Ingeschreven in het Handelsregister van  
de Kamer van Koophandel onder nummer 41150815

## Verslag over het boekjaar 1-1-2011 t/m 31-12-2011



# SPOA jaarverslag 2011

Het bestuur van de Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers (SPOA) heeft het genoegen u het jaarverslag over het boekjaar 2011 aan te bieden. Dit verslag is overeenkomstig het bepaalde in artikel 10 lid 4 en 5 van de statuten van het pensioenfonds, vastgesteld in de bestuursvergadering op 31 mei 2012.

De Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers is opgericht op 30 december 1971 ten behoeve van de pensioenvoorziening van de in de openbare farmacie werkzame apothekers. De regeling is volledig herzien met ingang van 1 januari 2000. Op 1 januari 2006 is de regeling aangepast aan de wettelijke eisen ten aanzien van Vut, Prepensioen en Levensloop en daarbij gesplitst in twee regelingen: een regeling voor deelnemers geboren voor 1 januari 1950 (ongewijzigd) en een regeling (aangepast) voor deelnemers geboren op/na 1 januari 1950. De regeling en de statuten van het fonds zijn in 2007 opnieuw aangepast aan de eisen van de nieuwe Wet verplichte beroepspensioenregeling (Wvb). In 2011 is er een reglement 3 bijgekomen, dat uitsluitend betrekking heeft op apothekers in dienstverband.

Pensioenaanspraken worden binnen SPOA opgebouwd volgens het systeem van het beschikbare premiestelsel. De premiestelling is gebaseerd op de opbouw van een pensioen onder aftrek van een franchise ongehuwden-AOW. Bij de pensioeninkoop wordt gerekend met een vaste jaarlijkse onvoorwaardelijke toeslag van 2% tot leeftijd 62 voor hen vallend onder het oude reglement (geboren voor 1 januari 1950). Voor hen, geboren op/na 1 januari 1950 is de vaste jaarlijkse onvoorwaardelijke toeslag 3% tot leeftijd 65. Daarnaast kan een variabele toeslag worden toegekend aan actieve deelnemers, gepensioneerden en slapers. Deze variabele toeslag van het pensioenrecht/de pensioenaanspraak is voorwaardelijk en afhankelijk van het overrendement.

De variabele toeslag in een jaar wordt vastgesteld door het bestuur van het fonds. Over 2011 is de variabele toeslag vastgesteld op 0%. Het is op voorhand niet zeker of en in hoeverre in de toekomst een variabele toeslag wordt toegekend. Er zijn geen middelen gereserveerd voor toekomstige variabele toeslagen. Deze worden gefinancierd uit beleggingsopbrengsten na het op peil brengen van de vereiste reserveringen.

De dekkinggraad van het pensioenfonds bedroeg op 31 december 2011 84,1%. Het pensioenfonds bevindt zich in een situatie van dekkingstekort. Op 1 april 2009 heeft het pensioenfonds een herstelplan ingediend bij De Nederlandsche Bank. Het herstelplan voorziet in een korting van 5% ultimo 2012. Door de ontwikkelingen op de beurs- en geldmarkt heeft SPOA (conform vigerende wetgeving) ervoor gekozen per 1 januari 2011 een integrale korting door te voeren van 5% op alle aanspraken en uitkeringen. Daartoe is er op 1 december 2010 een aangepast herstelplan ingediend, waarin gesproken werd van een tweede tranche korting van 2,8% per 1 april 2012. De omstandigheden (voornamelijk de lage marktrentestand) verslechterden echter de dekkinggraad zodanig, dat het bestuur besloten heeft per 1 april 2012 een korting door te voeren van 7%.

De wijze van verslaglegging is conform de bepalingen in Titel 9 Boek 2 BW en de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving.

Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers



# Inhoud

	<b>Pagina</b>
<b>Bestuur en organisatie</b>	7
<b>Meerjarenoverzicht</b>	9
<b>Bestuursverslag</b>	
Algemene ontwikkelingen	11
Fondsspecifieke zaken	13
Risicobeheer	21
Beleggingen	25
Bestemming van het exploitatiesaldo	31
<b>Jaarrekening</b>	
Balans per 31 december	34
Staat van baten en lasten	36
Kasstroomoverzicht	38
Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling	39
Toelichting op de balans per 31 december	44
Toelichting op de staat van baten en lasten	49
Risicoparagraaf	53
<b>Overige gegevens</b>	
Gebeurtenissen na balansdatum	63
Resultaatbestemming	63
Uitvoering	63
Actuariële verklaring	64
Controleverklaring van de onafhankelijke accountant	66
Verklaring Verantwoordingsorgaan	68
Reactie bestuur op rapport Verantwoordingsorgaan	69



# Bestuur en organisatie

## Bestuur per 31 december 2011

Voorzitter	M.A. Hagenzieker, apotheker
Secretaris	Mw. M.M.J.J. Menheere, apotheker
Penningmeester	J. P. Boelstra, apotheker
Leden	A.J.M. Bakker, apotheker Mw. M.J.G. van de Lustgraaf-Wielens, apotheker J.W. Brienen, apotheker

De bestuursleden van het pensioenfonds worden door de beroepspensioenvereniging BPOA voorgedragen.

## Organisatie

Directeur	A. van Zijl, apotheker
Beleggingsadviseur	Drs M.W. Thomassen AON/Hewitt Consulting, Amsterdam
Administrateur	AZL N.V., Heerlen
Accountant	Ernst & Young Accountants LLP, Maastricht
Adviserend Actuarissen	R.H. Sprenkels, AAG Mw. Drs L.J.C.M. Thissen, AAG Sprenkels & Verschuren, Amsterdam
Certificerend Actuaris	Drs J.J.M. Tol, AAG Triple A – Risk Finance Certifications B.V., Amsterdam





# Meerjarenoverzicht

	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Aantallen</b>					
Actieve deelnemers	2.721	2.706	2.697	2.705	2.699
Gewezen deelnemers	907	879	851	880	891
Pensioengerechtigden	1.114	1.072	1.025	969	903
<b>Totaal</b>	<b>4.742</b>	<b>4.657</b>	<b>4.573</b>	<b>4.554</b>	<b>4.493</b>
<b>Financiële gegevens</b> (in duizenden euro)					
<b>Toeslagen</b>					
Indexatie actieven	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%
Indexatie inactieven	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%
<b>Beleggingen voor risico pensioenfonds</b>					
Belegd vermogen	1.146.237	1.038.981	918.633	831.265	949.566
Beleggingsopbrengsten	98.732	105.632	45.290	-71.288	4.046
Rendement op basis van total return	9,9%	11,5%	5,2%	-7,9%	0,4%
<b>Reserves</b>					
Algemene reserve	-213.015	-111.856	-107.752	-190.981	38.505
Beleggingsreserve	0	0	0	43.427	136.077
<b>Totaal reserves</b>	<b>-213.015</b>	<b>-111.856</b>	<b>-107.752</b>	<b>-147.554</b>	<b>174.582</b>
<b>Technische voorzieningen</b>					
Voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds	1.339.290 <sup>1)</sup>	1.152.314 <sup>1)</sup>	1.056.398 <sup>1)</sup>	998.810	770.107
Herverzekeringsdeel technische voorzieningen	1.252	1.377	1.403	1.331	1.387
Overige technische voorzieningen	1.754	1.902	1.818	64.022	50.105
<b>Totaal technische voorzieningen</b>	<b>1.342.296</b>	<b>1.155.593</b>	<b>1.059.619</b>	<b>1.064.163</b>	<b>821.599</b>

1) Vanaf 2010 gebaseerd op de nieuwe AG-prognosetafels. 2009 is gebaseerd op de oude AG-prognosetafels, inclusief een opslag ad 4,2% in verband met toegenomen levensverwachting.

	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
Premiebijdragen van deelnemers	22.390	22.267	23.694	23.549	19.894
Pensioenuitkeringen	34.334	34.748	32.507	30.320	27.706
<b>Dekkingsgraad</b>					
Aanwezige dekkingsgraad <sup>1)</sup>	84,1%	90,3%	89,8%	86,1%	121,3%
Vereiste dekkingsgraad	116,2%	116,3%	115,3%	116,7%	117,4%

1) De dekkingsgraad is als volgt berekend:  $(-213.015 + 1.339.290 + 1.754) / (1.339.290 + 1.754) \times 100\% = 84,1\%$ .

# Bestuursverslag

De ontwikkelingen in pensioenland worden hieronder nader omschreven te beginnen met de algemene ontwikkelingen en aansluitend die, welke voor SPOA specifiek van toepassing waren.

## Algemene ontwikkelingen

### Contouren van een nieuw pensioenstelsel

Het pensioenakkoord dat de centrale organisaties van werkgevers en werknemers in juni 2010 met elkaar hebben gesloten, heeft in het gehele verslagjaar de gemoederen flink bezig gehouden. Centraal stond daarin het achterbanoverleg bij de FNV. Sociale partners slaagden er uiteindelijk in om het kabinet aan de voorstellen voor een nieuw pensioenstelsel te binden. Een en ander in de vorm van een zogenaamd Uitwerkingsmemorandum.

Vervolgens wist minister Kamp van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) te bereiken dat zich in de Tweede Kamer een meerderheid aftekent die bereid is om het akkoord op hoofdlijnen te steunen. Daarvoor moest hij wel enkele toezeggingen doen en is het zinvol om het akkoord op onderdelen nader te verduidelijken.

Op zijn eigen beleidsterrein, de Algemene Ouderdomswet, zegde hij toe om de overgang naar een hogere pensioenleeftijd voor de lagere inkomens te versoepelen. Daarnaast mogen onder meer de rekeningen uit de bestaande levensloopregelingen en de nieuwe vitaliteitsregeling voor vervroegde pensionering worden aangewend. Wat betreft het aanvullende pensioenstelsel wil hij bereiken dat in het nieuwe pensioencontract een zodanige prudente financiering van de pensioenaanspraken plaatsvindt dat de rekening niet naar de huidige jongeren, de toekomstige generaties van pensioengerechtigden, wordt doorgeschoven. Voorts is de beoogde premiestabiliteit nader toegelicht. Tenslotte heeft de bewindsman reeds enig inzicht gegeven in de berekening van het vereiste eigen vermogen, onder het duurder wordende regime van nominale pensioencontracten.

De besturen van de pensioenfondsen hebben zich in het verslagjaar laten informeren over de contouren van het nieuwe pensioencontract en de informatie zoveel als mogelijk geanalyseerd. In dit verband is geconstateerd dat op belangrijke onderdelen nog nadere uitwerkingen worden gemist. De verwachting is dat deze nadere uitwerking in de loop van 2012 beschikbaar komt. De daadwerkelijke wetgeving wordt overigens eerst in het begin van 2013 verwacht.

Naar verwachting zal ook het komende boekjaar een jaar worden van verdergaande oriëntatie omtrent de fondsspecifieke betekenis van het nieuwe pensioencontract.

### Ingang van AOW-pensioen op de verjaardag

Uitgangspunt van het pensioenakkoord is onder meer een integrale benadering in de AOW en de aanvullende pensioenregelingen van de pensioenleeftijd, flexibilisering van de pensioeningangsdatum en de stijging van de levensverwachting. Echter, in tegenspraak hiermee, kwam het kabinet in het verslagjaar met een andere ingangsdatum van het AOW-pensioen, te weten de dag waarop de 65-jarige leeftijd wordt bereikt. In de desbetreffende wetswijziging werd het aanvullende pensioenterrein ongemoeid gelaten. Vastgesteld moet worden dat het door de betreffende maatregel veroorzaakte 'AOW'-gat niet tot de verantwoordelijkheid van de pensioenfondsen kan worden gerekend en dat buiten hen om naar eventuele compenserende maatregelen moet worden gezocht.

### Financieel crisisplan

De krediet-, schulden- of eurocrisis heeft de besturen van de meeste pensioenfondsen genoodzaakt tot het opstellen van herstelplannen. Dit proces, alsmede de maandelijkse monitoring van de financiële situatie en de jaarlijkse evaluatie van de plannen, heeft de Nederlandsche Bank (DNB) ertoe gebracht om de besturen op grond van een beleidsregel te verplichten een financieel

crisisplan op te stellen. Deze verplichting is, zonder nadere wetgeving, opgelegd op grond van het bestaande voorschrift van het voeren van een beheerste en integere bedrijfsvoering.

Alle fondsen dienen uiterlijk 1 mei 2012 over een dergelijk plan te beschikken. De bedoeling is dat de fondsbesturen beter op een volgende crisis zijn voorbereid. Daarom moet vooraf op fondsniveau worden gedefinieerd wanneer sprake is van een crisissituatie en op welke wijze en met welke maatregelen deze crisis zal worden bestreden.

### **De lopende herstelplannen**

Ondertussen bleef ook in het onderhavige verslagjaar het herstel van de financiële situatie van de pensioenfondsen, langs de uitgezette herstelpaden en in het beoogde tempo alle aandacht vragen van de besturen. De lage stand van de rente en de volatiliteit van aandelen en obligaties, aangewakkerd door rapportages over de gedaalde kredietwaardigheid van overheden en particuliere bedrijven, dwongen tot grote alertheid. In dit verband wordt het bestaande wettelijke toezichtkader als knellend ervaren. Er moet echter worden vastgesteld dat het bestaande, wettelijke regime voor DNB weinig mogelijkheden biedt voor afwijkingen.

In het verslagjaar heeft DNB desondanks getoond oog te hebben voor de positie van de pensioenfondsen. Zo is bijvoorbeeld het premiebeleid tijdens herstel nader gedefinieerd en werd toegestaan dat de premies in 2011 niet behoeften bij te dragen aan het herstel. De eis van kostendekkendheid stond niet ter discussie.

Voorts heeft de toezichthouder in het kader van de op te leveren evaluaties van de herstelplannen besloten een correctie toe te passen op de renteterminstructuur ultimo december 2011 en de voorgenomen kortingen in percentage te maximeren. De evaluaties dienen te worden gebaseerd op de gemiddelde rente over het laatste kwartaal van 2011, terwijl de aan te kondigen, noodzakelijke kortingen per 1 april 2013 mogen worden beperkt tot maximaal 7%. Hoewel deze maatregelen een aantal pensioenfondsen uit de acute problemen helpen, blijft in de pensioensector de opvatting overheersen dat grote behoefte bestaat aan meer structurele maatregelen. Voorts wordt om een soepeler opstelling door DNB gevraagd in de aanloopjaren naar de invoering van het nieuwe pensioencontract.

### **Alternatieve bestuursmodellen en het initiatiefwetsvoorstel Koser Kaya/Blok**

Tegelijk met het pensioenstelsel dat de inhoud en uitkomst van de pensioentoezegging raakt, heeft het kabinet in het verslagjaar de governance van pensioenfondsen ter discussie gesteld.

Minister Kamp publiceerde een voorontwerp van wet, waarin voor de paritair samengestelde fondsbesturen alternatieve modellen worden voorgesteld. Met deze alternatieven wil de bewindsman in de eerste plaats bereiken dat de deskundigheid van fondsbesturen wordt vergroot. Daarnaast wil hij dat de fondsorganen een juistere afspiegeling gaan vertonen van de samenstelling van het deelnemersbestand en dat rekening wordt gehouden met de mate waarin door welke belanghebbende doelgroepen risico's worden gedragen. In dit verband zal de naleving van de aanbevelingen van het Convenant Bevordering Diversiteit Pensioenfondsen van december 2010 met minder vrijblijvendheid worden omgeven. In de jaarverslagen zal over de inspanningen op dit terrein voortaan verantwoording moeten worden afgelegd.

Voorts wil de minister het interne toezicht versterken en moet een efficiëntere organisatie worden bereikt door stroomlijning van de bestaande taken van onder meer Verantwoordingsorgaan en Intern Toezicht.

Over het voorontwerp van in voorgaande alinea genoemde wet heeft de bewindsman in het onderhavige verslagjaar een consultatieronde ingelast. Sociale partners, de Pensioenfederatie en DNB hebben van deze gelegenheid gebruik gemaakt en op zijn voorstellen gereageerd. Naar verwachting zal het wetsvoorstel in 2012 bij de Tweede Kamer worden ingediend. Uit de intenties van de minister moet worden afgeleid dat hij het wetsvoorstel separaat van de pensioenstelselherziening wil afhandelen. Dit ondanks het feit dat er zeker verbanden met het pensioenakkoord kunnen worden gelegd.

Een andere, inhoudelijke verbinding kan worden gemaakt met het initiatiefwetsvoorstel van de Tweede Kamerleden Koser Kaya (D66) en Blok (VVD). Naar verwachting wordt de behandeling van hun voorstel door de Eerste Kamer, dat zich beperkt tot vergroting van de specifieke medezeggenschap van gepensioneerden, binnenkort afgerond. Waarschijnlijk wordt de feitelijke inwerkingtreding die nog niet geregeld is, niet zonder de parlementaire behandeling van het hiervoor genoemde wetsvoorstel van minister Kamp beoordeeld.

### **Vergunningen voor PPI's**

In het verslagjaar kwamen de vergunningen van DNB af met betrekking tot de oprichting van premiepensioeninstellingen (PPI's). Hiermee wordt deze nieuwe uitvoeringsvorm –voorlopig alleen ten behoeve van beschikbare premiereregelingen– steeds meer werkelijkheid. Hoewel primair bedoeld als antwoord op de grensoverschrijdende concurrentie tussen pensioenuitvoeringsorganisaties binnen de Europese Unie, richten de Nederlandse PPI's zich nog voornamelijk op de binnenlandse markt. De PPI speelt in op de waarneembare trend, niet in de laatste plaats vanwege het pensioenakkoord, om loongerelateerde pensioensystemen te wijzigen in beschikbare premiereregelingen die de risico's veel meer bij de deelnemers en gepensioneerden neerleggen.

### **Wijzigingen in de Pensioenwet en Wet verplichte Beroepspensioenregeling**

In het verslagjaar is de Pensioenwet en Wet verplichte Beroepspensioenregeling gewijzigd en zijn enkele knelpunten van merendeels technische aard aangepakt. Zo zijn de wettelijke belemmeringen weggehaald voor het behoud van partnerpensioen op risicobasis in geval van een baanwisseling. Verder wordt op korte termijn het kapitaalcontract tussen pensioenfondsen en hun herverzekeraars afgeschaft. Tenslotte is een ministeriële bevoegdheid gecreëerd om bijbetalingsverplichtingen van de werkgever bij inkomende waardeoverdrachten te matigen.

Staatssecretaris Weekers van Financiën wijzigde de fiscale wetgeving zodanig dat vervroegde pensionering vanaf de 60-jarige leeftijd mag worden gecombineerd met het verrichten van arbeid.

### **Toezichtontwikkelingen**

Met betrekking tot het toezicht vallen in het verslagjaar geen nieuwe ontwikkelingen te melden, anders dan die welke reeds waren gepubliceerd in het speerpuntenoverzicht 2010-2014. DNB herinnert de fondsbesturen voortdurend aan de onderzoeksrapporten en aanbevelingen van de Commissie Frijns. Met name wijst de prudentieel toezichthouder op de noodzaak van het vergroten van het inzicht in de beleggingen, het beleggingsproces en op het ontwikkelen van een beter risicomanagement.

De AFM publiceerde in het verslag de resultaten van een specifiek onderzoek naar de inzichtelijkheid in en transparantie van de uitvoeringskosten van pensioenfondsen, waaronder de kosten van het vermogensbeheer. Voorts vroeg de gedragtoezichthouder aandacht voor de kwaliteit van de administratie, met name voor de juistheid en volledigheid van de uniforme pensioenoverzichten (UPO's).

Beide toezichthouders hebben als schot voor de boeg reeds aangekondigd stevig toezicht te gaan houden op de nakoming van de verplichtingen onder het nieuwe pensioencontract.

### **Fondsspecifieke zaken**

Als beroepspensioenfonds zijn voor SPOA niet alle genoemde algemene ontwikkelingen van toepassing. De regelgeving is voornamelijk van toepassing op ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen. Waar de regelgeving wel van toepassing is voor SPOA zijn de vereiste acties door het bestuur opgepakt.

### **Bestuur**

In 2010 heeft het bestuur gekozen voor het instellen van commissies voor verschillende onderdelen van haar verantwoordelijkheden. De commissies bespreken de verschillende onderwerpen ter voorbereiding van de behandeling in het bestuur; zij brengen verslag uit in de bestuursvergadering, waar de besluiten genomen worden.

Het SPOA bestuur kent nu 5 commissies, die verantwoordelijk zijn voor de uitwerking van diverse onderwerpen ten behoeve van het bestuur:

- Commissie Pension Fund Governance, welke zich richt op de organisatie en besturing van het pensioenfonds, intern en extern toezicht en (zelf)evaluatie van het bestuur. Zitting hebben mevrouw Menheere en de heer Hagenzieker.
- Commissie Contracten en Overeenkomsten (SLA commissie), welke zich richt op de rapportages van de onderscheiden uitvoerders. Zitting hebben mevrouw van de Lustgraaf-Wielens en de heer Bakker.
- Commissie Pensioenen, welke zich bezighoudt met de pensioenregeling en de optimalisatie ervan voor de deelnemers. Zitting hebben de heren Boelstra en Brienen.
- Commissie Beleggingen, die het vastgestelde beleggingsbeleid uitvoert en de beleggingen monitort. Zitting hebben de heren Hagenzieker, Bakker en Brienen. Ondersteuning vindt plaats door een extern beleggingsdeskundige, de heer van Asselt (Sprenkels & Verschuren).
- Commissie Communicatie, die zich bezighoudt met de communicatie naar de deelnemers en andere stakeholders. Zitting hebben de dames Menheere en Van de Lustgraaf-Wielens en de heer Boelstra.

Het voltallige bestuur kwam in het verslagjaar zeven maal bijeen. Tijdens de bestuursvergaderingen kwamen de volgende onderwerpen aan de orde:

- Herstelplan
- Intern Toezicht
- Voorlichting
- Pension Fund Governance
- Risicobeheer
- Bestuursorganisatie
- Beleggingen en Beleggingsbeleid
- Herstel van de financiële positie

### **Mutaties in het bestuur in 2011**

Afgetreden per 1 januari 2011 is mevrouw A.J.M.L. de Koning- van Steenkiste; het bestuur heeft in haar plaats benoemd mevrouw M.J.G. van de Lustgraaf- Wielens.

De heer M.A. Hagenzieker was eind 2011 reglementair aftredend en de BPOA heeft de heer Hagenzieker voor herbenoeming voorgedragen.

### **Statutenwijziging**

In 2011 heeft geen wijziging van de statuten plaatsgevonden.

### **Reglementen**

In de loop van 2011 zijn er geen wijzigingen aangebracht in de bestaande reglementen. Wel heeft het bestuur besloten een reglement 3 vast te stellen, dat tegemoet komt aan de wens van veel apothekers in dienstverband om de mogelijkheid te hebben pensioenpremie te betalen over hogere inkomens.

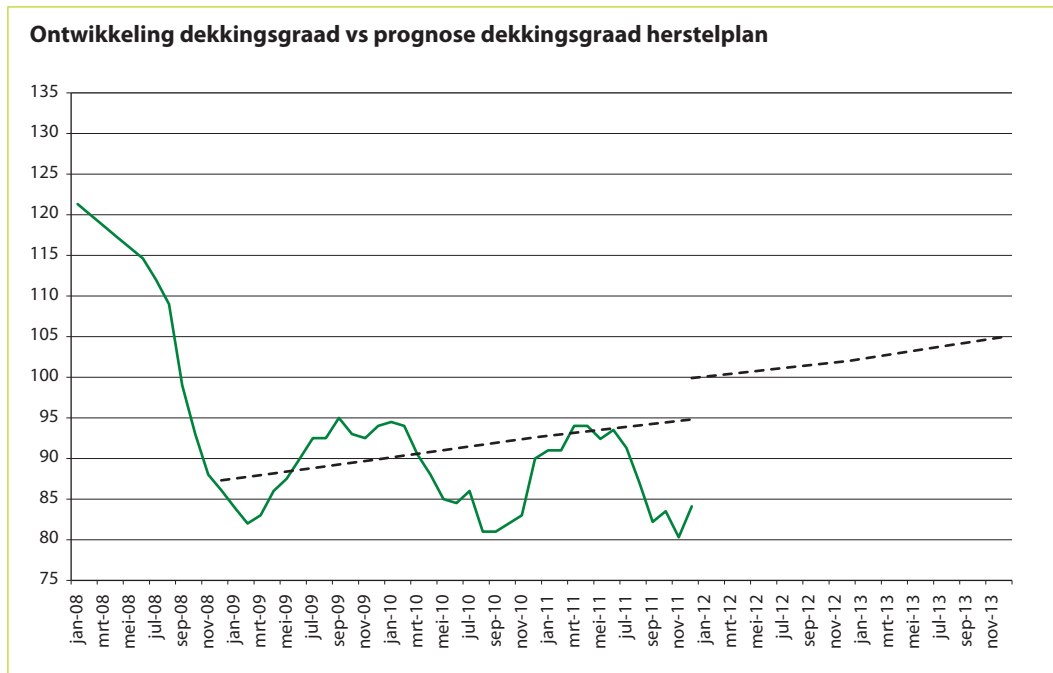
### **Herstelplan**

#### *Historie*

Vanwege de financiële positie van het fonds ultimo 2008, heeft SPOA op 01 april 2009 een herstelplan ingediend bij DNB, waarin een herstelpad aangegeven was, dat resulteerde in een korting van 5% op de pensioenverplichtingen per 1 april 2012. Het economisch herstel bleef zowel in 2009 als in 2010 duidelijk achter bij de prognose verondersteld in het herstelplan. Met name de rentevoet is voor SPOA daarbij het belangrijkste. SPOA bleef daarom achter bij het verwachte 'herstelpad'.

DNB verplichtte SPOA tot het nemen van maatregelen per 1 januari 2011. Overleg met DNB resulteerde in het bestuursbesluit de pensioenverplichtingen integraal voor deelnemers, slapers en gepensioneerden te korten met 5% per 1 januari 2011.

In de onderstaande grafiek is te zien hoe de ontwikkeling van de dekkingsgraad (groene lijn) zich verhoudt tot die geprognostiseerd in het herstelplan (stippellijn).



Uit de bovenstaande grafiek kan worden opgemaakt dat de ontwikkeling van de dekkingsgraad nogal schommelingen vertoont, die verband houden met de ontwikkeling van de beleggingen, de berekening van de pensioenverplichtingen tegen marktwaarde en de rentevoet.

Ultimo 2011 loopt de dekkingsgraad opnieuw achter bij het niveau van het herstelplan; een herstelplan, dat in december 2010 herzien is, mede in het licht van de kortingsmaatregel van 01 januari 2011.

De ontwikkelingen in 2011 waren wederom ongunstig; ook nu bleef door het rentebeleid van de overheden en de ontwikkelingen in Griekenland de rente laag, waardoor geen herstel van de dekkingsgraad optrad. Geconfronteerd met dit gegeven heeft het bestuur opnieuw moeten besluiten tot een ingrijpende kortingsmaatregel van 7% voor alle belanghebbenden per 01 april 2012. Deze korting wordt verwerkt in het resultaat van 2012 en is derhalve geen onderdeel van dit jaarverslag.

Het herziene herstelplan, goedgekeurd door DNB op 15 mei 2012, bevat tevens de mogelijkheid van een verdere korting op de aanspraken en uitkeringen per 01 april 2013 van 6,8%.

### Ontwikkeling dekkingsgraad 2011

De ontwikkeling van de dekkingsgraad kan in 2011 als volgt worden samengevat:

Analyse ontwikkeling dekkingsgraad in % punten	Vanaf aanvang	
	herstelperiode	In 2011
	(31-12-2008)	
Dekkingsgraad begin periode	86,1	90,3
Invloed premies	1,3	0,4
Invloed uitkeringen	-0,6	-0,3
Invloed toeslagverlening	0,0	0,0
Invloed wijziging rente, inclusief renteafdekking beleggingen	-5,2	-4,3
Invloed rendement beleggingen, exclusief renteafdekking	5,7	-1,9
Invloed wijziging overlevingstafels	-8,1	0,0
Invloed korting	4,5	0,0
Overige oorzaken	0,4	-0,1
<b>Dekkingsgraad per 31-12-2011</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>

- In de feitelijke premie is een solvabiliteitsopslag opgenomen van 17%. De feitelijke dekkingsgraad bedroeg in 2011 gemiddeld 89%. De premiemarge <sup>1)</sup> heeft in 2011 een positief effect van 0,4% gehad op de dekkingsgraad;
- Aangezien de dekkingsgraad lager dan 100% was gedurende 2011, heeft het verrichten van uitkeringen een negatief effect gehad op de dekkingsgraad van 0,3%.
- In 2011 zijn geen voorwaardelijke toeslagen toegekend, vanwege de situatie van dekkingstekort;
- In 2011 is de rente gedaald. Het renterisico van de verplichtingen is strategisch voor 60% afgedekt (bij een dekkingsgraad van 100%). De gedaalde rente heeft een negatief effect gehad op de dekkingsgraad van 4,3%.
- Het netto rendement, inclusief het rendement door afdekking van de rente, bedroeg in 2011 9,9%. De afdekking van de rente heeft een positieve invloed gehad op het rendement. Wanneer geen rekening gehouden wordt met het resultaat door renteafdekking bedraagt het rendement naar schatting 1,1% negatief. Dit rendement was lager dan het rendement benodigd om de aangroei van de voorziening te financieren (1,296%). Het netto rendement heeft – na aftrek van het rendement door renteafdekking – een negatief effect gehad op de dekkingsgraad van 1,9%.
- Door overige oorzaken is de dekkingsgraad gedaald met 0,1%.

### Toeslagenbeleid

De Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers kent een voorwaardelijke (variabele) toeslag en een onvoorwaardelijke (vaste) toeslag. Voor hen geboren op of na 1 januari 1950 is de in het reglement vastgestelde onvoorwaardelijke toeslag 3% per jaar. Zij die geboren zijn voor 1 januari 1950 vallen onder de 'oude' regeling en kennen een onvoorwaardelijke toeslag van 2%. Naast de onvoorwaardelijke toeslag kan een voorwaardelijke toeslag worden verleend. De onvoorwaardelijke toeslag vervalt op pensioendatum. Vanaf de pensioendatum is alleen nog de variabele voorwaardelijke toeslag van toepassing. Onderstaand informeren wij u over de variabele voorwaardelijke toeslag.

De variabele toeslag per 1 januari 2011 is door het bestuur van SPOA vastgesteld op 0 (nul) %. Uw pensioenfonds probeert ieder jaar uw pensioen te verhogen. U kunt geen rechten ontlenen aan de verhoging van dit jaar en de verwachting voor de komende jaren. In

1) Feitelijke premie minus benodigde premie voor inkoop pensioenaanspraken.



de afgelopen drie jaar is uw pensioen met respectievelijk 0% (2010), 0% (2009) en 1% (2008) verhoogd op basis van de voorwaardelijke toeslag.

De variabele toeslag is altijd voorwaardelijk. Er wordt geen geld gereserveerd en er is geen recht op deze toeslag. Ook op lange termijn is het niet zeker of en in hoeverre, toeslag zal plaats vinden. Jaarlijks besluit het bestuur of er voldoende middelen zijn om toeslag te verlenen. Zijn er naar het oordeel van het bestuur geen of niet voldoende middelen beschikbaar, dan vindt er geen of slechts een gedeeltelijke toeslag plaats.

### **Voorlichting**

In 2011 lag bij de voorlichting het accent op de informatievoorziening rond het herstelplan en de gevolgen hiervan voor de diverse doelgroepen binnen SPOA. Op de jaarvergadering van de beroepspensioenvereniging, alwaar het jaarverslag 2010 besproken werd, is een uitgebreide toelichting gegeven ter zake van de beleggingsportefeuille en de resultaten daarvan.

De pensioenplanner is in mei 2011 gelanceerd in een on-line versie met jaarlijkse aanpassing van de gegevens. Actieven kunnen middels een inlogcode en wachtwoord hierop hun eigen gegevens invoeren en berekeningen laten maken ten behoeve van de pensioenuitkomsten. Praktisch alle variabele keuzes kunnen gemaakt worden; de uitkomst is echter pas reëel als het moment van met pensioen gaan daar is.

Er zijn 3 nieuwsbrieven gepubliceerd in 2011, waarin diverse onderwerpen belicht werden, zoals het herstelplan, het kortingsbesluit, financiële situatie pensioenfonds in het algemeen, toename levensverwachting, deelnemersenquête en gevolgen pensioenakkoord. Er is ook een nieuwe rubriek gestart: "Wist U dat...". Daarnaast is vanwege de kortingsmaatregel een brief met informatie daarover naar de belanghebbenden gezonden, zodat ieder tijdig geïnformeerd was.

SPOA was met een stand op het KNMP-congres vertegenwoordigd, waar vele vragen aangaande pensioen beantwoord konden worden.

Op 7 november is door de communicatiecommissie een voorlichtings- annex informatiebijeenkomst gehouden in het Jaarbeursgebouw te Utrecht. Er is een presentatie gehouden over de pensioenregeling(en) van SPOA en het beleggingsbeleid. Het voltallige SPOA bestuur was aanwezig en er werd veelvuldig gebruik gemaakt van de gelegenheid tot vragen stellen. Vragen betroffen met name het partnerpensioen, beleggingsbeleid (in relatie tot korten), keuzemogelijkheden bij pensionering en premiekeuzeformulieren en andere facetten van de pensioenregeling.

### **Enquête**

De Commissie Communicatie heeft een uitgebreide enquête gehouden onder de actieven (deelnemers) en gepensioneerden. De enquête is begeleid door ons communicatiebureau Bridgevest en is 'on-line' uitgevoerd. Het doel van het onderzoek was de volgende punten in kaart te brengen: het kennisniveau van de regeling, de mate van pensioenbewustzijn en de tevredenheid over de communicatie vanuit het pensioenfonds en over het pensioenfonds zelf.

397 apothekers hebben gehoor gegeven aan de oproep en de vragenlijst ingevuld. Voor het bestuur van het pensioenfonds leverde dit waardevolle informatie op. De resultaten van de enquête zijn gemeld in de nieuwsbrief van september 2011.

SPOA heeft naar aanleiding van deze resultaten actie ondernomen om de regeling (nog) beter uit te leggen. Verder wordt aandacht besteed aan de keuzemogelijkheden en zal het pensioenfonds beter kenbaar maken wat het fonds doet en hoe het de belangen van de deelnemers behartigt.

Daarnaast is besloten tot het instellen van een klankbordgroep. Een eerste bijeenkomst is in 2012 gepland.

### **Intern Toezicht**

In het verslagjaar 2011 heeft het "Intern Toezicht" van de Stichting Dienstverlening Beroepspensioenfondsen (SDB) de toetsingsbijeenkomst gehouden met het bestuur van de Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers.

Het rapport, de reacties van het verantwoordingsorgaan en de reactie van het bestuur daarop zijn verwerkt in het jaarverslag 2010.

De eigen deskundigheid van het bestuur wordt verder versterkt, mede om processen en uitbesteding strakker aan te kunnen sturen. Dit vindt zijn weerslag in de commissiestructuur van SPOA, waardoor beleidsvraagstukken snel besproken worden en de aansturing van de uitbestede activiteiten wordt versterkt.

Conform de eisen van DNB heeft SPOA een integrale risicoanalyse van zowel de financiële als de niet-financiële risico's uitgevoerd.

### **Pension Fund Governance**

In 2011 is vanuit de politiek veel aandacht gegaan naar de kwaliteit van medezeggenschap van de deelnemers bij een pensioenfonds. Het voorstel tot opnemen van pensioengerechtigden in het bestuur (amendement Koser-Kaya-Blok) is uiteindelijk ook aangenomen door de Eerste Kamer, maar wordt door Minister Kamp van SZW aangehouden en waarschijnlijk vervangen door een 'eigen' initiatief. Vanwege het karakter van een beroepspensioenfonds is dit van nature goed ingebed in de organisatie en op een meer natuurlijke wijze geregeld middels de beroepspensioenvereniging, die als taken heeft voordracht van leden voor het bestuur van het pensioenfonds en vaststelling van de pensioenregeling.

Het bestuur heeft in het kader van 'goed bestuur' een integrale zelfevaluatie gehouden onder leiding van een deskundige. Het rapport is besproken in de bestuursvergadering van december; hier is tevens afgesproken, dat de voorzitter een persoonlijk onderhoud zal hebben met alle bestuursleden om het persoonlijk functioneren te bespreken.

Daarnaast wordt er naar aanleiding van berichten vanuit de toezichthouder (De Nederlandsche Bank) gekeken naar de dwarsverbanden, bevoegdheden en samenstelling van de diverse organen, zoals bestuur, bestuur beroepspensioenvereniging en het verantwoordingsorgaan. De benodigde aanpassingen zullen hun beslag krijgen in het voorjaar van 2012.

### **Pensioenregister**

SPOA is verplicht deelnemer van het Pensioenregister. Het Pensioenregister beoogt op een inzichtelijke wijze alle pensioenaanspraken van Nederlandse burgers te verzamelen en deze eenduidig aan de Nederlander te presenteren. Het Pensioenregister is van start gegaan op 6 januari 2011. SPOA is hierbij, middels haar administratiekantoor AZL, aangesloten. De functionaliteit van het Pensioenregister is in dit jaar verder uitgebreid en momenteel is een bruto/netto toepassing gerealiseerd, welke de pensioenbedragen, los van persoonlijke omstandigheden, omrekent naar de netto, door het pensioenfonds over te maken bedragen. De bruikbaarheid en inzichtelijkheid is hiermee alleen maar vergroot. Een misverstand is dat degene die al met pensioen zijn nog gegevens kunnen vinden; deze gegevens zijn niet beschikbaar.

De database met gegevens is te vinden onder: [www.mijnpensioenoverzicht.nl](http://www.mijnpensioenoverzicht.nl).

### **Deskundigheidsbevordering**

Bestuursleden dienen zich regelmatig op de hoogte te stellen van de ontwikkelingen op pensioengebied en het bestuur is daartoe 'verplicht' een deskundigheidsplan te ontwikkelen, waarbij de onderwerpen 'deskundigheid en nascholing' centraal staan. Het bestuur is van mening dat het kan aantonen integraal over voldoende deskundigheid te bezitten op diverse pensioenterreinen. Door de ontwikkelingen van de afgelopen jaren en het verwijt, dat pensioenfondsen slecht, maar met name 'ondeskundig' hebben belegd en het fonds bestuurd, is de roep om meer deskundigheid binnen het bestuur (en/of commissies) luider geworden. Ook de politiek en DNB leggen meer nadruk hierop. Door de koepels wordt nu gewerkt aan een deskundigheidsplan niveau 2.

## Compliance

Hieronder wordt verstaan de verantwoordelijkheid van het bestuur ten opzichte van het voldoen aan de wet- en regelgeving en het volgen daarvan inclusief de eigen vastgestelde statuten en pensioenregeling.

SPOA heeft over het verslagjaar 2011 gebruik gemaakt van de compliance-diensten van AZL en er zijn bij AZL geen incidenten gemeld.

## Uitvoeringskosten

In november 2011 heeft de Pensioenfederatie de Aanbevelingen uitvoeringskosten gepresenteerd. Hierin worden de pensioenfondsen opgeroepen om de kosten van het pensioenbeheer, vermogensbeheer en transactiekosten te publiceren. Deze kosten moeten naar de mening van de Pensioenfederatie volledig bekend zijn binnen het pensioenfonds en beschikbaar zijn voor deelnemers.

De aanbevelingen luiden als volgt:

- Rapporteer de kosten van pensioenbeheer in euro per deelnemer.
- Rapporteer de kosten van het vermogensbeheer in % van het gemiddeld belegd vermogen.
- Rapporteer separaat (eventueel geschatte) transactiekosten in % van het gemiddeld belegd vermogen.

SPOA deelt de mening van de Pensioenfederatie en wenst volledige transparantie te realiseren ten aanzien van deze kosten. Dit gaat dus verder dan alleen de direct in de jaarrekening te verantwoorden kosten. Het transparant maken van alle kosten en mogelijk afzetten tegen een benchmark is daarbij een middel om de kosten verder te beheersen. Met onderstaand overzicht geeft het fonds gevolg aan de aanbevelingen van de Pensioenfederatie.

## Kostenoverzicht

	2011	2010
<b>Pensioenbeheer</b>		
Kosten in euro per deelnemer <sup>1)</sup>	€ 275,62	€ 337,74
<b>Vermogensbeheer</b>		
Kosten in % van het gemiddeld belegd vermogen <sup>2)</sup>	0,26%	0,28%
Transactiekosten in % van het gemiddeld belegd vermogen	Niet beschikbaar	Niet beschikbaar

1) *Kosten van het pensioenbeheer bestaan uit de kosten van uitbesteding, bestuurskosten en de kosten van toezicht. De totale kosten bedragen € 1.057.000,- (2010: € 1.276.000). Om de kosten per deelnemer te berekenen is conform de aanbeveling van de Pensioenfederatie het aantal deelnemers gedefinieerd als de som van het aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden. Gewezen deelnemers tellen dus niet mee. Dit in tegenstelling tot de methode 'normdeelnemer' waarbij elk type deelnemer een geweging krijgt in het totale aantal deelnemers. Een pensioengerechtigde en gewezen deelnemer kosten immers minder dan een actieve deelnemer.*

2) *Kosten van het vermogensbeheer kunnen in twee categorieën worden onderscheiden. De eerste categorie betreft de kosten zoals die in de jaarrekening zijn verwerkt. Daaronder vallen de beheervergoeding van de vermogensbeheerder(s) en overige beheervergoedingen. Dit betreft een bedrag van € 2.886.000,- (2010: € 2.722.000). De tweede categorie betreft kosten die rechtstreeks ten laste van het beleggingsrendement zijn gebracht. Deze kosten zijn dus niet inbegrepen in de kosten van de vermogensbeheerder(s) zoals opgenomen in de jaarrekening en zijn thans nog niet apart beschikbaar. De Pensioenfederatie vult op basis van de ervaringen en ontwikkelingen in 2012-2013 deze doelstelling op het gebied van transparantie nader in.*

## Verzekerdenbestand

(Aantallen)

	<b>Actieve deelnemers</b>	<b>Gewezen deelnemers</b>	<b>Pensioen- gerechtigden</b>	<b>Totaal</b>
Stand per 31 december 2010	2.706	879	1.072	4.657
Mutaties door:				
Nieuwe toetredingen	166	-50	-	116
Ontslag met premievrije aanspraak	-117	117	-	0
Waardeoverdracht	-	-	-	0
Ingang pensioen	-26	-42	88	20
Overlijden	-5	-1	-39	-45
Afkoop	-	-	-	0
Andere oorzaken	-3	4	-7	-6
<b>Mutaties per saldo</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>85</b>
<b>Stand per 31 december 2011</b>	<b>2.721 <sup>1)</sup></b>	<b>907</b>	<b>1.114</b>	<b>4.742</b>

## Specificatie pensioengerechtigden

	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Ouderdompensioen	794	749
Partnerpensioen	271	273
Wezenpensioen	49	50
<b>Totaal</b>	<b>1.114</b>	<b>1.072</b>

1) Waarvan 21 deelnemers met (gedeeltelijke) vrijstelling van premiebetaling.

## Risicobeheer

De Nederlandsche Bank heeft het risicobeleid voor pensioenfondsen weergegeven in het zogeheten FIRM-document. Hierbij worden alle typen risico's, die een pensioenfonds kan lopen opgesomd en het pensioenfonds dient hier een beschouwing over te geven. Zo zijn er risico's ten aanzien van het premie-, indexatie- en beleggingsbeleid en ook risico's die samenhangen met de uitvoering van dat beleid. Voor het bestuur is het daarom van belang om vast te stellen welk risico het fonds kan en mag lopen gegeven haar doelstelling. Integraal risicomangement stelt het bestuur in staat om op effectieve en efficiënte wijze met deze onzekerheid en de daaraan verbonden risico's en kansen om te gaan. In de volgende paragrafen wordt nader ingegaan op de risico's. De kwantificering en kwalificering van de risico's vindt U terug in de risicoparagraaf bij de jaarrekening.

### Financiële risico's

#### Solvabiliteitsrisico

De belangrijkste doelstelling van het fonds is het nakomen van de pensioentoezeggingen. Voor het realiseren van deze doelstelling wordt gestreefd naar een toereikende solvabiliteit op basis van de marktwaarde van de pensioenverplichtingen. Het belangrijkste risico voor SPOA betreft het solvabiliteitsrisico, ofwel het risico dat het fonds niet beschikt over voldoende vermogen ter dekking van de pensioenverplichtingen. De solvabiliteit wordt gemeten zowel op basis van algemeen geldende normen als ook naar de specifieke normen welke door de toezichthouder worden opgelegd. De solvabiliteit wordt weergegeven door middel van de dekkingsgraad: de marktwaarde van het aanwezige vermogen gedeeld door de marktwaarde van de pensioenverplichtingen x 100%. Het solvabiliteitsrisico is in feite de combinatie van beleggings- en actuariële risico's. De dekkingsgraad van SPOA bedroeg op 31 december 2011 84,1 % tegen een minimaal vereiste dekkingsgraad van 104,3% (het minimaal vereist eigen vermogen) en een vereiste dekkingsgraad van 116,2% (het vereist eigen vermogen).

SPOA dient met een solvabiliteitsopslag rekening te houden bij het vaststellen van de kostendekkende premie; dit ter voorkoming van 'verdunding' van het kapitaal ten opzichte van de toegezegde pensioenverplichtingen. Voor 2011 geldt een solvabiliteitsopslag van 17%; in 2010 was deze 22%.

#### Beleggingsrisico

Het bestuur beschikt over een aantal beleidsinstrumenten ten behoeve van het beheersen van beleggingsrisico's. De keuze en toepassing van beleidsinstrumenten vindt plaats na uitvoerige studies ten aanzien van te verwachten ontwikkelingen van de verplichtingen en de financiële markten. De uitkomsten van deze studies vinden hun weerslag in de jaarlijks door het bestuur vastgestelde richtlijnen voor het beleggingsbeleid. Deze geven de gewenste samenstelling van alsmede de richting waarin de portfolio zich het komende jaar moet ontwikkelen. De ontwikkeling van de richtlijnen gaat gepaard met gebruikmaking van daartoe geëigende berekeningen met betrekking tot het risicogetal van de gehele portefeuille. Deze berekening is onder meer gericht op het beheersen van de belangrijkste risico's van de beleggingen in samenhang met de verplichtingen. Bij de uitvoering van het beleggingsbeleid kan gebruik gemaakt worden van derivaten.

#### Verplichtingenrisico (actuariel risico)

De pensioenverplichtingen kunnen in de tijd worden weergegeven door middel van een schatting van de toekomstige uitgaande kasstromen. Het verplichtingenrisico uit zich in:

- Actuariële resultaten, indien de actuariële aannames en veronderstellingen niet overeenstemmen met de werkelijkheid. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan het periodiek aanpassen van de levensverwachting van de deelnemers (het langlevensrisico).
- Premieresultaten, indien de premie niet gelijk is aan de marktwaarde van de kasstromen die voortvloeien uit de nieuwe pensioentoezeggingen. Dit betreft bijvoorbeeld verschillen tussen de 'kostprijs' en de daadwerkelijk ontvangen bijdrage voor nieuwe pensioentoezeggingen.

SPOA heeft door haar premiestelsel per definitie een kostendekkende premie.

Ultimo 2011 heeft SPOA zijn pensioenverplichtingen vastgesteld op basis van de nieuwe overlevingstafels 2010-2060, die door het Actuarieel Genootschap zijn gepubliceerd, waarbij rekening gehouden wordt met fondsspecifieke ervaringssterfte.

### **Risico's financiële instrumenten**

Overeenkomstig het beleggingsbeleid houdt het fonds posities aan in een breed scala van financiële instrumenten.

Als gevolg van de beleggingsactiviteiten wordt het fonds geconfronteerd met risico's gerelateerd aan de financiële instrumenten en de markt, waarin het fonds actief is. De belangrijkste financiële risico's zijn: marktrisico, kredietrisico, valutarisico en liquiditeitsrisico.

#### **Marktrisico**

Marktrisico kan het rendement positief en negatief beïnvloeden en omvat het koersrisico, concentratierisico en het rentemismatchrisico. De strategie van het fonds met betrekking tot het beleggingsrisico wordt bepaald door de beleggingsdoelstellingen in samenhang met het premie- en toeslagenbeleid. De overall marktposities worden periodiek gerapporteerd aan en besproken met de beleggingscommissie.

#### **Koersrisico**

Koersrisico is het risico van waardewijzigingen door de ontwikkeling van marktprijzen, die wordt veroorzaakt door factoren gerelateerd aan een individuele belegging, de uitgevende instelling of generieke factoren. Omdat alle beleggingen worden gewaardeerd tegen marktwaarde komen waardewijzigingen onmiddellijk in het saldo van baten en lasten naar voren en zijn alle wijzigingen in marktomstandigheden direct zichtbaar in het beleggingsresultaat.

Het koersrisico is voor de lange termijn goed te beheersen door diversificatie over de beleggingscategorieën aandelen, vastrentende waarden, (indirect) vastgoed en liquiditeiten.

Vervolgens vindt binnen de beleggingscategorieën diversificatie plaats naar onder meer regio's en sectoren. Het koersrisico kan worden afgedekt door het gebruik van derivaten zoals opties en futures.

#### **Concentratierisico**

Grote posten zijn aan te duiden als een vorm van concentratierisico. Om te bepalen welke posten hieronder vallen moeten per beleggingscategorie alle instrumenten met dezelfde debiteur worden gesommeerd. Als grote post wordt aangemerkt elke post die meer dan 2% van het balanstotaal uitmaakt. SPOA volgt via haar beheerders de actuele situatie.

#### **Valutarisico**

Op drie manieren kan er sprake zijn van valutarisico. Het duidelijkst te bepalen is het valutarisico, dat ontstaat omdat aangehouden beleggingen in een andere valuta genoteerd zijn dan de euro. Valutarisico is echter ook aanwezig, indien de onderliggende beleggingen van een in euro's vastgesteld mandaat of institutioneel fonds gedeeltelijk luiden in een andere valuta dan de euro. Tenslotte is er sprake van indirect valutarisico, omdat beleggingen kunnen worden beïnvloed door ontwikkelingen op de valutamarkten.

SPOA kende in 2011 één beheerder, te weten Henderson, voor de passieve hedge van het valutarisico op aandelen; zij dekten het overgrote deel van het valutarisico af. Ultimo 2011 bedraagt de valuta exposure 5,2% van de totale beleggingen.

#### **Mismatchrisico**

De pensioenaanspraken kunnen worden beschouwd als zijnde een door de deelnemers verstrekte obligatie waar het fonds op termijn (pensioen)betalingen op doet. Tot en met 2006 was het gebruikelijk in Nederland om deze pensioenaanspraken te verdisconteren tegen een vaste rente van 4%. Met ingang van 1 januari 2007 worden pensioenaanspraken – net als de beleggingen van het fonds –

gewaardeerd op basis van marktwaarde, waarbij voor de berekening gebruik wordt gemaakt van de rentetermijnstructuur (RTS), zoals gepubliceerd door DNB. De marktwaarde van de pensioenaanspraken reageert door de langere looptijd daarvan sterker op renteontwikkelingen dan de marktwaarde van de beleggingen. Het mismatchrisico (het risico als gevolg van verschillen tussen de looptijden van de verplichtingen en de beleggingen en de verhouding van de vastrentende portefeuille met het totaal aan activa) is door de waardering op marktwaarde via de dekkingsgraad hierdoor meer dan voorheen zichtbaar.

Dit rentemismatchrisico heeft zich in 2011 als volgt ontwikkeld. De vastrentende portefeuille kent een strategisch gewicht van 65%. Aangezien de dekkingsgraad ultimo 2011 84,1% bedraagt, is strategisch rond de 55% van het rentemismatchrisico versus de verplichtingen afgedekt. De feitelijke afdekking bedroeg ultimo 2011 circa 62%.

### **Kredietrisico**

Kredietrisico is het risico van financiële verliezen voor het fonds als gevolg van faillissement of betalingsonmacht van tegenpartijen, waarop het fonds (potentiële) vorderingen heeft. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan partijen die obligatieleningen uitgeven, banken waar deposito's worden geplaatst, marktpartijen waarmee Over The Counter (OTC) posities worden aangegaan.

Een voor beleggingsactiviteiten specifiek onderdeel van kredietrisico is het settlementrisico. Dit heeft betrekking op het risico, dat partijen waarmee het fonds transacties is aangegaan niet meer in staat zijn hun tegenprestatie te verrichten waardoor het fonds financiële verliezen lijdt. Het settlement- risico wordt vermeden doordat SPOA het beheer en de handel hiervan heeft uitbesteed, waarbij de beheerders dit risico lopen en SPOA dit risico middels een overeenkomst met de beheerder heeft uitgesloten.

### **Liquiditeitsrisico**

Liquiditeitsrisico is het risico dat beleggingen niet tijdig en/of niet tegen een aanvaardbare prijs kunnen worden omgezet in liquide middelen, waardoor het fonds op korte termijn niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Bijkomend risico is dat beleggingen illiquide zijn, waardoor er een lange periode voorafgaat aan de daadwerkelijke verkoop. Waar de overige risicocomponenten vooral de langere termijn betreffen (solvabiliteit), gaat het hierbij om de korte termijn. Dit risico wordt beheerst door in het beleggingsbeleid voldoende ruimte aan te houden voor liquiditeitsposities.

Het liquiditeitsrisico is verder beperkt, want de som van de ontvangen pensioenpremies, directe opbrengsten en aflossingen van beleggingen is groter dan de som van de pensioenuitkeringen en uitvoeringskosten. Bovendien zijn er voldoende beursgenoteerde obligatiefondsen die direct verkocht kunnen worden.

### **Risico's met betrekking tot derivaten**

Het gebruik van afgeleide financiële instrumenten (derivaten) is toegestaan ter afdekking en beheersing van uit belegging voortvloeiende risico's. Het gebruik van financiële instrumenten (direct en/of afgeleid) mag er niet toe leiden dat de beheerde beleggingsportefeuille materieel gezien een samenstelling krijgt die ligt buiten de door het bestuur en/of de beleggingscommissie van het fonds vastgestelde richtlijnen.

### **Niet-financiële risico's**

Het pensioenfonds kent een aantal niet-financiële risico's:

#### **Operationele risico's (waaronder interne beheersing, IT en integriteitsrisico)**

Het operationeel risico is het risico op verlies als resultaat van inadequate of foutieve interne processen, van mensen en systemen of als gevolg van externe gebeurtenissen. Operationele risico's hebben een negatieve impact op een goede uitvoering van de pensioenregeling. Voor deze operationele risico's geldt wel, dat een verregaande reductie hiervan onevenredig veel inspanning en kosten met zich mee kan brengen. De operationele uitvoering geschiedt door AZL NV. Deze partij heeft een ISAE 3402-rapport (type II). Door het overleggen van dit rapport toont AZL NV aan het pensioenfonds én aan de accountant van het pensioenfonds aan, dat de uitvoering 'in control' is. Het overleggen van het ISAE 3402-rapport komt tevens tegemoet aan de Beleidsregel 'Uitbesteding

Pensioenfondsen', waarin DNB heeft vastgesteld dat een pensioenfonds, dat zijn administratie uitbesteedt aan een uitvoerder, verantwoordelijk is en blijft voor een juiste administratie.

### **Uitbesteding en de risico's die hiermee samenhangen**

Het bestuur heeft onder behoud van zijn verantwoordelijkheden een aantal werkzaamheden structureel uitbesteed. De uitbesteding van werkzaamheden aan een derde partij heeft tot gevolg, dat het bestuur geen directe gezagsverhouding heeft tot de personen die bij de derde partij feitelijk en dagelijks zijn belast met de uitvoering van die werkzaamheden. Het bestuur heeft voorts geen rechtstreeks zicht over en voert geen directe controle uit op administratieve processen, zoals uitbetaling van pensioenen, pensioenberekeningen e.d. Het bestuur erkent voorts dat aan de uitbesteding het risico is verbonden van discontinuïteit van de dienstverlening door AZL N.V.. Bij alle uitbestedingsactiviteiten conformeert het fonds zich volledig aan de regelgeving van DNB op het gebied van uitbesteding. Het fonds beschikt voor iedere extern uit te voeren activiteit over een uitbestedingsovereenkomst, die voldoet aan het bij of krachtens artikel 43 van de Wet Verplichte Beroepspensioenregeling bepaalde. In voorkomende gevallen worden met de uitvoerende organisatie nadere afspraken omtrent procedures, processen, informatieverschaffing en te leveren diensten vastgelegd in een Service Level Agreement (SLA). In een SLA worden afspraken vastgelegd over in ieder geval de administratieve organisatie, de autorisatie en procuratiessystemen en de interne controle van de uitvoerende organisatie.

Het vermogensbeheer is uitbesteed aan diverse vermogensbeheerders, waarmee eveneens contracten zijn afgesloten, waarin onder meer de rapportageverplichtingen richting de toezichthouder zijn vastgelegd, naast zaken als mandaat, benchmark en fees. Het vermogensbeheer wordt gemonitord door Kasbank NV, onze custodian, waarmee het bestuur een SLA heeft afgesloten met daarin de afspraken ten aanzien van de oplevering van de rapportages aan DNB, de performancerapportage en alle overzichten, die voor een goed en gecontroleerd vermogensbeheer noodzakelijk en wenselijk zijn. Kasbank heeft een ISAE 3402 type II rapport over 2011.

### **Juridische risico's**

Een pensioenfonds loopt het risico in rechte aangesproken te worden. Ten einde dit risico te beperken kan het fonds maatregelen treffen. Eén risico is dat de publicaties van het pensioenfonds SPOA niet voldoen aan de wettelijke bepalingen. Een ander risico is dat men als fondsbestuurder in persoon kan worden aangesproken. Een derde risico betreft het niet in voldoende mate vorm geven aan consistent beleid, dit maakt het fonds kwetsbaar indien het hierop wordt aangesproken. Een vierde risico betreft het niet of onduidelijk communiceren naar partijen. Een vijfde risico betreft aansprakelijkheid door het niet of niet goed uitvoeren door partijen, die het fonds heeft ingehuurd.

### **Systeemrisico**

Systeemrisico betreft het risico, dat het mondiale financiële systeem (de internationale markten) niet langer naar behoren functioneert, waardoor beleggingen van het fonds niet langer verhandelbaar zijn en zelfs, al dan niet tijdelijk, hun waarde kunnen verliezen. Net als voor alle andere marktpartijen, is dit risico voor het fonds niet beheersbaar.



## Beleggingen

### Terugblik ontwikkelingen 2011

#### Algemene ontwikkelingen

In maart 2011 werd de wereld opgeschrikt door een zware aardbeving, gevolgd door een tsunami en een nucleaire ramp in Japan. Dit leidde in dit deel van de wereld tot een recessie en zorgde overal voor stagnaties in de aanvoer van onderdelen voor met name de auto- en elektronica-industrie. Mede als gevolg hiervan kreeg de wereldeconomie vanaf het tweede kwartaal van 2011 te maken met een groeivertraging. Deze groeivertraging werd versterkt door de gevolgen van de 'Arabische Lente' in Noord-Afrika en het Midden-Oosten en de daarmee samenhangende stijging van de olieprijs. Een voorzichtig herstel in Japan en de VS in het najaar van 2011 kon niet voorkomen dat de Europese economie in het vierde kwartaal van 2011 in een recessie belandde. Belangrijkste reden hiervoor was de aantasting van het consumentenvertrouwen in Europa als gevolg van een aanhoudende eurocrisis.

#### Kapitaalmarkt en rente

De eurocrisis werd ingegeven door toenemende speculaties over een mogelijke herstructurering van de Griekse staatsschuld. Als gevolg hiervan liepen de spanningen in de Europese rentemarkten steeds verder op in 2011. Ook andere eurolanden (zoals Portugal, Ierland, Spanje en Italië) raakten door het "Griekse drama" besmet. Tijdens een aantal Europese tops zetten beleidsmakers weliswaar belangrijke stappen richting budgettaire en politieke integratie van de Eurozone, maar zij brachten, door het ontbreken van concrete crisismaatregelen, geen structureel vertrouwensherstel bij beleggers. Het voortbestaan van de Eurozone stond in 2011 meer dan eens ter discussie.

Ook in de VS was de staatsschuld een belangrijk thema. Op het laatste moment bereikten Democraten en Republikeinen in augustus 2011 een akkoord over een verhoging van het 'schuldplafond'. Het afgesproken bezuinigingspakket was in de ogen van kredietbeoordelaar S&P echter onvoldoende, waarop zij de AAA-rating van de VS verlaagde naar AA+.

De Europese Centrale Bank (ECB), die door de oplopende inflatie in april de rente nog verhoogde, verlaagde de rente in november en december tot 1,0%. Daarnaast nam de ECB maatregelen om de liquiditeit van de Europese bankensector te verbeteren en kocht zij (beperkt) staatsleningen van landen als Spanje en Italië, vooral om de opname van nieuwe leningen in de markt soepel te laten verlopen.

Terwijl de rentes van landen in de periferie van de Eurozone sterk opliepen, daalde de rente op staatsleningen van 'veilige' landen als Duitsland, Nederland en de VS tot historische dieptepunten. De rente op Nederlandse staatsleningen daalde in 2011 bijna één volledig procentpunt en eindigde het jaar op een stand van 2,2%. Ook de VS wordt, ondanks de enorme staatsschuld en het verlies van de AAA-rating, mede dankzij de liquiditeit van deze markt, nog altijd gezien als 'veilige haven'.

De onrust in de obligatiemarkt leidde tot oplopende spreads (opslagen) op risicovollere obligaties. Obligaties van opkomende markten uitgegeven in harde valuta bleven, in verhouding tot eerdere crises, redelijk goed presteren.

#### Aandelen

Wereldwijde aandelen daalden, gemeten in euro, met 2,4%. Opkomende aandelenmarkten werden stevig geraakt door de hoge risicoaversie bij beleggers en verloren 15,4%. Ook Aziatische markten kenden een teleurstellend jaar. Japanse aandelen daalden 11,3% terwijl de overige volwassen Aziatische markten 9,8% inleverden. Europese aandelen daalden 7,5%. De Nederlandse AEX index schoot met - 11,9% nog dieper in het rood. De Dow Jones Index tenslotte, boekte dankzij de status van veilige haven en het economisch herstel in de VS, een positief resultaat: +5,4%.

#### Valutamarkten

Door het verkrappend monetair beleid van de ECB in de eerste jaarhelft –en het zeer soepele beleid van de Federal Reserve– steeg de euro in de eerste helft van 2011 tegenover de dollar (van 1,34 naar 1,45). De eurocrisis en het soepeler monetair beleid van de ECB maakten de stijging in de tweede helft ongedaan. De EUR/USD daalde naar 1,30.

## Gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen

Toen de kredietcrisis in 2007 uitbrak leken de Nederlandse pensioenfondsen nog over voldoende reserves te beschikken. Eind 2008 kwamen veel fondsen echter in de problemen. Zo'n 340 pensioenfondsen moesten een herstelplan indienen. Nu, drie jaar later, blijkt dat de maatregelen die werden genomen, tekort zijn geschoten. De simultane daling van aandelenkoersen en swaprente (van 4% medio 2011 tot circa 2,5% ultimo 2011) heeft in 2011 opnieuw een sterk drukkend effect uitgeoefend op de dekkinggraden van Nederlandse pensioenfondsen. Zij staan er weer net zo slecht voor als in het voorjaar van 2009. Uit onderzoek van de NOS naar de 35 grootste pensioenfondsen blijkt dat zeker zeven miljoen Nederlanders gekort dreigen te worden op hun uitkering of op de opbouw van het pensioen. Bij negen fondsen gaat het om een korting van gemiddeld meer dan 7%.

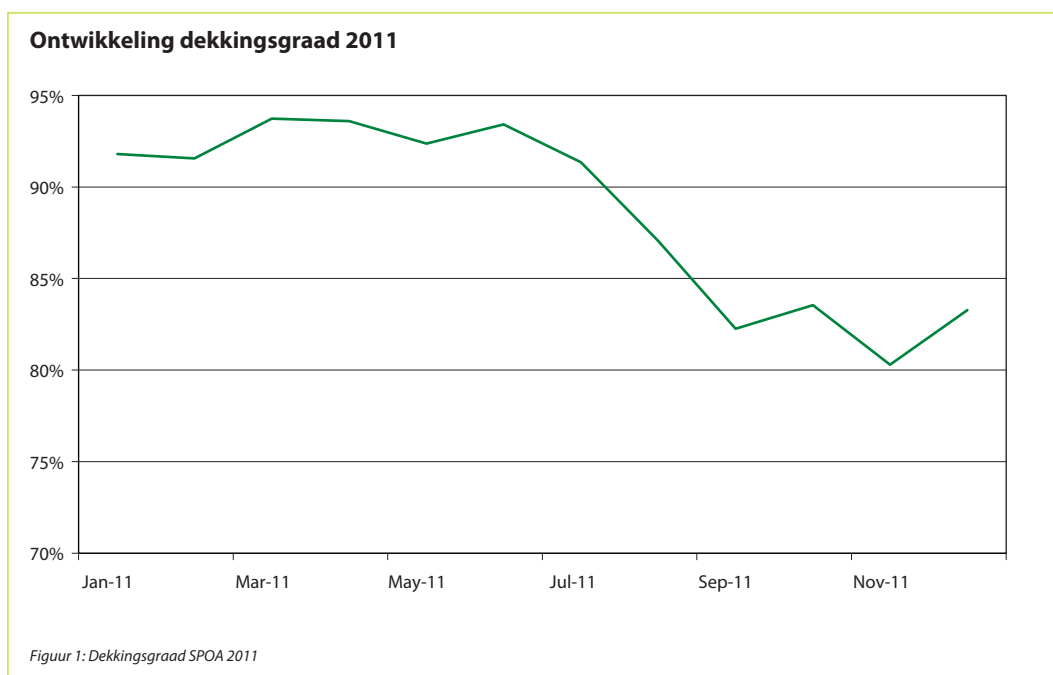
## Vooruitblik

De wereldeconomie zal in 2012 verder vertragen: van een geschatte groei van 3,5% in 2011 naar 3,0%. Voor de volwassen economieën als geheel zal de groei onder het lange termijn gemiddelde liggen. Er zijn echter grote regionale verschillen. Voor Europa wordt een milde recessie verwacht, met een negatieve economische groei in de eerste helft van 2012. Hoe diep en hoe lang de Europese recessie zal zijn, hangt grotendeels af van de manier waarop de staatsschuldencrisis wordt aangepakt. De nadruk op bezuinigen voorspelt weinig goeds voor de toch al zwakke groeivoorzichten in de Eurozone.

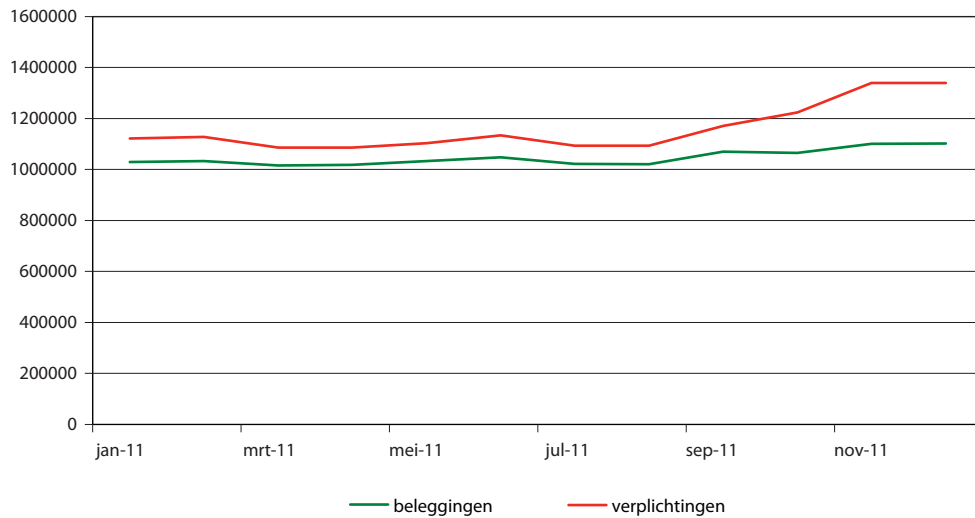
## Dekkingsgraad

De dekkinggraad van SPOA begon in 2011 met 90,3%, een situatie van onderdekking. In figuur 1 is het verloop van de dekkinggraad van SPOA gedurende 2011 weergegeven. In figuur 2 is de waardeontwikkeling van de beleggingen en de verplichtingen te zien. De dekkinggraad is gedurende het eerste half jaar ongeveer constant gebleven door een stabiele (reken)rente (ter vergelijking zie fig.3 de oranje vs. de groene lijn). In deze periode zijn zowel de waarde van de verplichtingen als de beleggingen ongeveer constant gebleven.

In Q3 en Q4 is de rente sterk gedaald wat terug te zien is in de rode en de blauwe lijn. De rode lijn weerspiegelt het ingrijpen van de DNB in december 2011. In december 2011 heeft de DNB de rentetermijnstructuur berekend op basis van een 3-maands gemiddelde vanwege de uitzonderlijke marktomstandigheden (bron: www.dnb.nl).



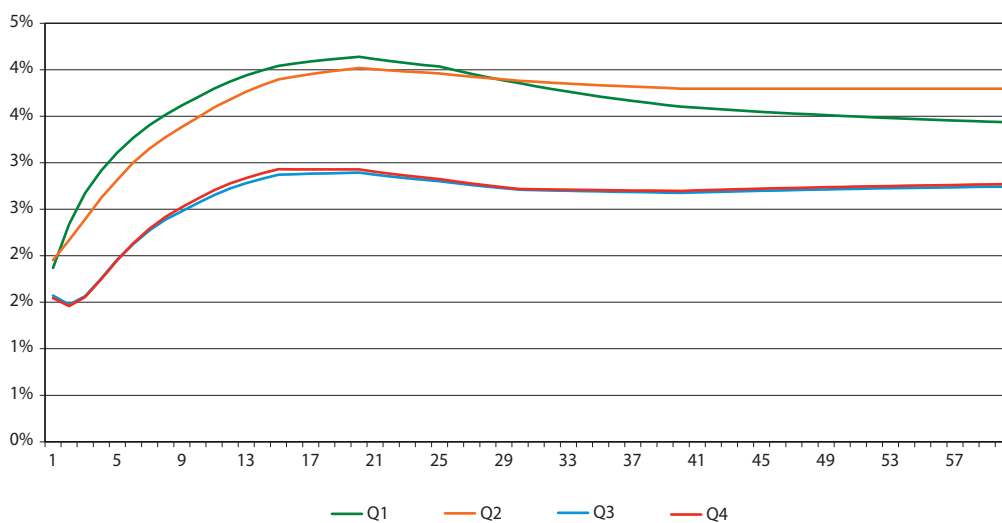
### Ontwikkeling beleggingen/verplichtingen 2011



Figuur 2: Ontwikkeling beleggingen en verplichtingen 2011 (x1000)

De verplichtingen worden gewaardeerd op basis van de rentetermijnstructuur (RTS). Onderstaand (fig.3) zijn de rentetermijnstructuren te zien voor de kwartaaleinden gedurende 2011. De rente is met name tussen Q2 en Q3 sterk gedaald. De 30-jaars rente is eind september ten opzichte van begin van het jaar 0,75% lager. Ultimo 2011 is de 30-jaars rente op basis van de gemiddelde RTS van de DNB 2,72%, dit is driekwart procentpunt lager dan een jaar eerder. Door de lange looptijd van de verplichtingen heeft deze rentedaling geleid tot forse stijging van de waarde van de verplichtingen.

### Ontwikkeling beleggingen/verplichtingen 2011



Figuur 3: Ontwikkeling rentetermijnstructuur over het jaar 2011

## Marktontwikkelingen

Q1- De ontwikkelingen in de financiële markten werden gedurende het eerste kwartaal sterk overheerst door de problematiek in Griekenland, die niet, zoals gevreesd, oversloeg op andere landen. Uiteindelijk werd eind maart een akkoord gesloten over de vorm van eventuele steun, wat waarschijnlijk bijgedragen heeft aan afnemende risicoaversie in de financiële markten. De trend van economisch herstel bleef wereldwijd intact, voornamelijk in de industrie als gevolg van voorraadopbouw. Bovendien was er nog altijd sprake van krachtige fiscale en monetaire stimulering. Het herstel van de Amerikaanse economie verspreidde zich ook over meer sectoren. Geleidelijk trokken de consumentenbestedingen weer wat aan. In combinatie met aanhoudend hoge groei in opkomende economieën kreeg dit ook een positief effect op de Europese export, mede gevoed door de waardedaling van de euro.

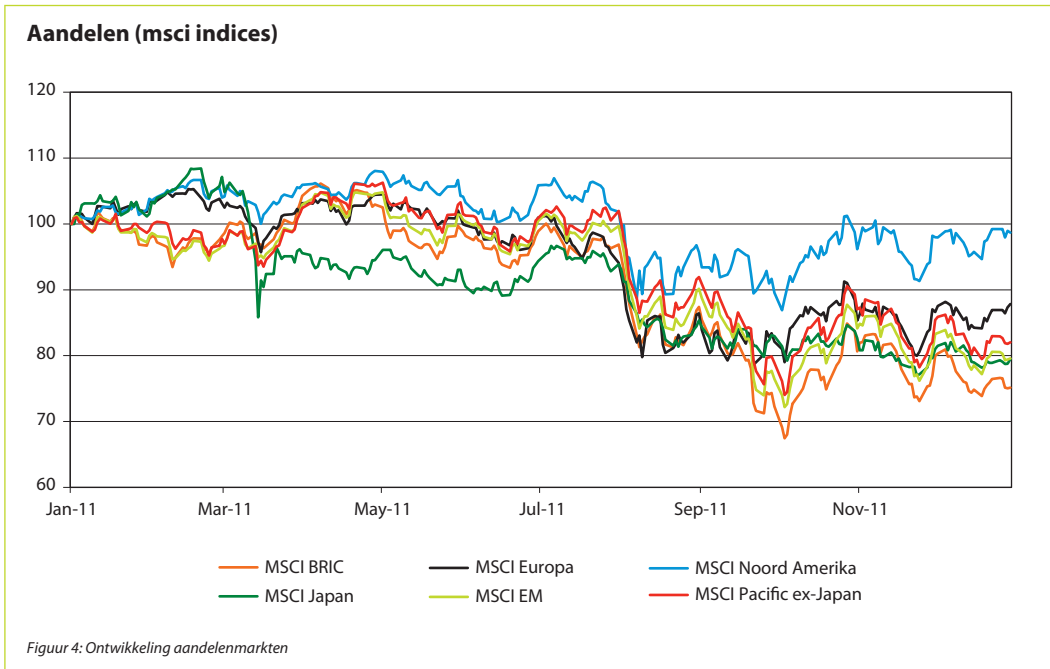
Q2- Het tweede kwartaal was moeilijk voor de financiële markten. De aandelenkoersen gingen wereldwijd onderuit, terwijl de eurozone obligatiemarkt te lijden had onder wat de 'Griekse crisis' is gaan heten. Het IMF, de EU en de lidstaten van de Eurozone hebben een pakket samengesteld van EUR 750 miljard, dat ervoor moet zorgen dat overheden van de zogenaamde PIIGS-landen (Portugal, Italië, Ierland, Griekenland en Spanje) zich kunnen blijven financieren. Begin mei werd duidelijk dat beleggers niet enthousiast waren over het door de EU en het IMF opgetuigde steunpakket en daalde de waarde van de euro sterk en werden de rentes op mediterrane staatsobligaties verder opgedreven. Met name door de forse koersdalingen van deze staatsleningen, dreigden er bovendien nieuwe problemen in het Europese bankwezen te ontstaan. Ook andere Europese kredietmarkten werden geraakt. De Europese crisis zorgde voor wereldwijde schokgolven. De internationale financiële markten vertoonden een stevige risicomijdende reactie. Wereldwijde aandelenmarkten daalden fors. Daarnaast stegen de renteopslagen op bedrijfsobligaties en staatspapier van opkomende landen, daalden de grondstoffenprijzen en zochten beleggers zogenaamde 'veilige havens', zoals Amerikaanse en Duitse staatsobligaties en ook goud.

Q3- In juli waren de economische cijfers in Europa goed, met name in Duitsland. In augustus nam de angst van beleggers over een nieuwe recessie in de VS toe, door tegenvallende arbeidsmarkt cijfers en ingrijpen van de FED. September gaf weer wat positievere cijfers. De rentes van staatsleningen in de PIIGS landen (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje) stegen sterk. Door het Europese steunpakket bleven de gevolgen voor andere Europese landen beperkt. De beperkte economische groei en twijfels over de Amerikaanse economie hielden dit kwartaal de rente laag. Beleggers hebben een sterke voorkeur voor de meest kredietwaardige eurolanden. Dit wordt een "flight-to-quality" genoemd. Door de grote vraag naar de staatspapieren van deze landen daalt de rente.

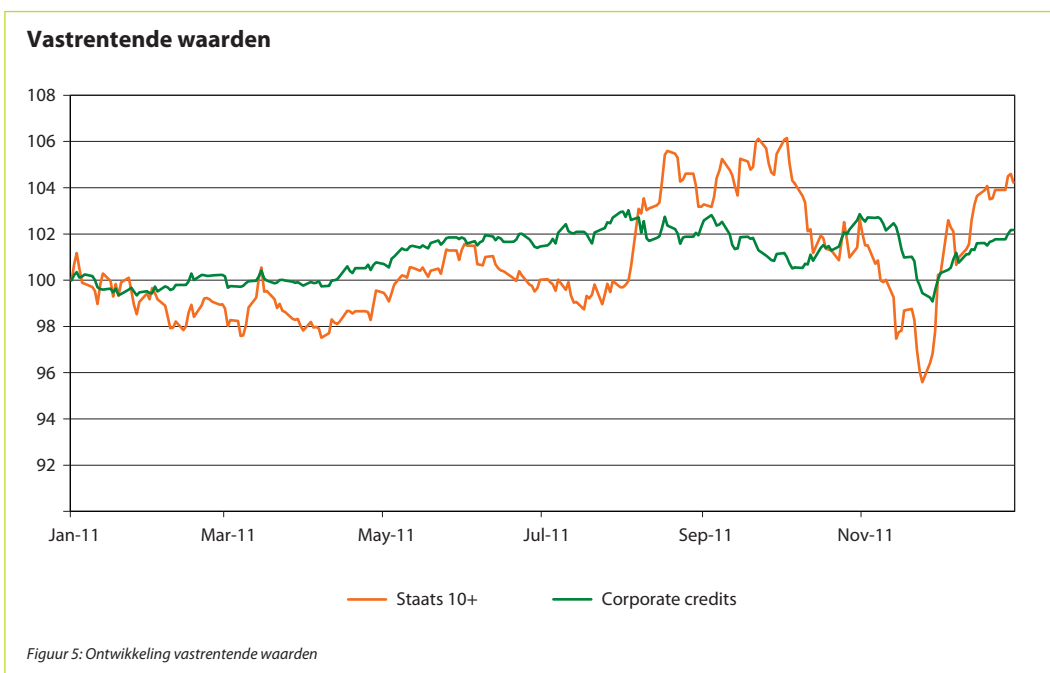
Q4- De aandelenbeurzen hadden een sterk vierde kwartaal. Dit kwam onder andere door goede kwartaalcijfers van bedrijven. Ook beter dan verwachte economische cijfers uit zowel de Verenigde Staten als Duitsland hielpen mee. De obligatiemarkt liet een heel ander beeld zien wat terug te zien is een daling van de rente over de gehele swapcurve. Ook bleven de schuldenproblemen van Europese overheden dit kwartaal de gemoederen bezighouden.

Het overeengekomen reddingsplan van de Europese Unie voor Ierland zorgt ervoor dat dit land voor de komende drie jaar geen problemen zal hebben in het aflossen van hun schuld. Maar de twijfel van beleggers in de financiële situatie van andere Eurolanden (zoals Griekenland, Spanje, Portugal, Italië en zelfs Frankrijk) met een hoge staatschuld, resulteerde in hoge risicopremies. Door het uitblijven van concrete gecoördineerde maatregelen door de Europese Unie om de directe problemen in de markt aan te pakken, houdt de onzekerheid op de obligatiemarkt aan.

De aandelenontwikkelingen gedurende 2011 voor de verschillende regio's zijn weergegeven in onderstaande figuur (zie fig 4).



De vastrentende waarden ontwikkelingen gedurende 2011 zijn weergegeven in onderstaande figuur (zie fig 5).



## **Beleggingen SPOA**

De portefeuille is in 2011 met bijna € 90 miljoen gegroeid tot ruim 1 miljard Euro. Alhoewel dit het grootste vermogen is in de historie van het fonds is de dekkingsgraad gedaald zoals in voorgaande figuren te zien is doordat de beleggingen de forse stijging van de verplichtingen niet hebben bijgehouden. De beleggingen behaalden een rendement van +9,9%, dat is 2,6% minder dan de benchmark van SPOA. Dat is met name te wijten aan de performance van de vastrentende beheerders.

## **Aandelen**

In 2011 is afscheid genomen van de beheerder Alliance Bernstein met een actief Europees mandaat. Redenen hiervoor zijn de achterblijvende historische resultaten en veranderingen in de organisatie. Dit mandaat is in 2011 passief belegd bij Blackrock.

De portefeuille van SPOA heeft een rendement gehaald van -10,99% in 2011. Dit is inclusief het effect van het afdekken van het vreemde valutarisico. Er is vanuit risicomanagement overwegingen voor gekozen dit af te dekken.

De aandelenportefeuille heeft (ongehedged) op -1,0% na conform de benchmark gepresteerd.

Het merendeel van de regio's wordt passief beheerd. Europese aandelen en BRIC vormen hierop de uitzondering. Beide actieve portefeuilles hebben een underperformance behaald.

Acadian – Acadian (Europa) heeft een underperformance geleverd van bijna 3,6% ten opzichte van het MSCI Europe index rendement van -8,1%. Voornaamste oorzaken van deze underperformance zijn onderweging en aandelselectie in Zwitserland, overweging en aandelselectie in Italië en aandelselectie in België.

Allianz – BRIC heeft een underperformance geleverd van bijna 3,2% ten opzichte van het benchmarkrendement van -21,7%. Verklaring hiervoor is de aandelselectie van Allianz. Met name de selectie in de sectoren technologie, industrie en energie heeft negatief bijgedragen aan de performance van Allianz.

## **Vastrentende waarden**

Alhoewel de benchmark van de vastrentende portefeuille bij de start van het jaar al een hoge debiteurenkwaliteit kende (kern staatsobligaties met AAA-rating) heeft de aanhoudende onrust op de markten geleid tot aanpassing van het beleid. In het laatste kwartaal zijn Franse staatsobligaties uit de benchmark gehaald. Dankzij de hoge kwaliteit van de benchmark van de portefeuille is een rendement van 19,0% gehaald. De benchmark heeft een rendement van 22,6% behaald. Dit is een underperformance van 3,6%. Alledrie de beheerders hebben een underperformance behaald (Blackrock -0,5%, Pimco -7,8% en Rogge -1,4%) doordat over 2011 de benchmarkbeleggingen de best renderende beleggingen waren door de "flight-to-quality".

## **Vastgoed**

Voor vastgoedbeleggingen was 2011 een redelijk jaar met een rendement van 5,63%. Het rendement van het fonds wordt gelijkgesteld aan de benchmark.

## **Market Neutral**

De valuta overlay die ook voor deze categorie toegepast wordt heeft een negatieve bijdrage geleverd aan het resultaat. De benchmark (US T-bill) heeft een rendement van +3,4% gehaald, wanneer het dollar exposure echter gehedged wordt komt dit neer op 0,0%. De market neutral portefeuille van SPOA heeft een rendement gehaald van +2,9% ten opzichte van de eerder genoemde 0,0%.

### **Bestemming van het exploitatiesaldo**

In de bestuursvergadering van 31 mei 2012 heeft het bestuur besloten het negatieve saldo over 2011 van € 101.159 ten laste te brengen van de algemene reserve.

31 mei 2012

Het Bestuur

M.A. Hagenzieker, voorzitter

Mw. M.M.J.J. Menheere, secretaris





# Jaarrekening

## Balans per 31 december

(na bestemming saldo; in duizenden euro)

<b>Activa</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Beleggingen voor risico pensioenfondsen [1]</b>		
Onroerende zaken	70.108	63.671
Zakelijke waarden	251.259	276.346
Vastrentende waarden	702.052	645.433
Derivaten	81.875	12.712
Overige beleggingen	54.870	52.155
	<b>1.160.164</b>	<b>1.050.317</b>
<b>Herverzekeringsdeel technische voorzieningen [2]</b>	<b>1.252</b>	<b>1.344</b>
<b>Vorderingen en overlopende activa [3]</b>	<b>18.072</b>	<b>14.795</b>
<b>Liquide middelen [4]</b>	<b>10.007</b>	<b>18.819</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>1.189.495</b>	<b>1.085.275</b>

[..] De tussen haken vermelde nummers verwijzen naar corresponderende nummers in de toelichting op de balans, die een integraal onderdeel uitmaakt van de jaarrekening.

<b>Passiva</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Stichtingskapitaal en reserves [5]</b>	<b>-213.015</b>	<b>-111.856</b>
<b>Technische voorzieningen</b>		
Voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds [6]	1.339.290	1.152.314
Herverzekeringsdeel technische voorzieningen [7]	1.252	1.377
Overige technische voorzieningen [8]	1.754	1.902
	<b>1.342.296</b>	<b>1.155.593</b>
<b>Kortlopende schulden en overlopende passiva [9]</b>	<b>60.214</b>	<b>41.538</b>
<b>Totaal passiva</b>	<b>1.189.495</b>	<b>1.085.275</b>

[.] De tussen haken vermelde nummers verwijzen naar corresponderende nummers in de toelichting op de balans, die een integraal onderdeel uitmaakt van de jaarrekening.

## Staat van baten en lasten

(in duizenden euro)

	2011	2010
<b>Beleggingsopbrengsten voor risico pensioenfondsen [10]</b>		
Directe beleggingsopbrengsten	24.914	26.516
Indirecte beleggingsopbrengsten	76.704	81.838
Kosten van vermogensbeheer	-2.886	-2.722
	<b>98.732</b>	<b>105.632</b>
<b>Premiebijdragen van deelnemers [11]</b>	<b>22.390</b>	<b>22.267</b>
<b>Saldo van overdrachten van rechten [12]</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pensioenuitkeringen [13]</b>	<b>-34.334</b>	<b>-34.748</b>
<b>Mutatie voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfondsen [14]</b>		
Benodigd voor nieuwe aanspraken	-15.127	-14.217
Benodigde intresttoevoeging	-14.808	-13.509
Inkoop uit waardeoverdracht en stortingen	0	0
Uitkeringen	34.672	35.019
Overgedragen pensioenverplichtingen	0	0
Vrijgevallen voor kosten	173	175
Korting per 1 januari 2011	0	60.172
Correcties en mutaties	-885	-511
Mutatie herverzekering	-125	-26
Variabele voorwaardelijke toeslag	0	0
Resultaat op kanssystemen	-4.734	-1.435
Wijziging rentetermijnstructuur	-185.190	-105.871
Overgang nieuwe overlevingstafels	0	-55.053
Mutatie opgebouwd kapitaal	-952	-660
	<b>-186.976</b>	<b>-95.916</b>
<b>Mutatie overige technische voorzieningen [15]</b>	<b>148</b>	<b>-84</b>

[..] De tussen haken vermelde nummers verwijzen naar corresponderende nummers in de toelichting op de staat van baten en lasten, die een integraal onderdeel uitmaakt van de jaarrekening.

	2011	2010
<b>Herverzekering [16]</b>	<b>-62</b>	<b>21</b>
<b>Pensioenuitvoerings- en administratiekosten [17]</b>	<b>-1.057</b>	<b>-1.276</b>
<b>Saldo van baten en lasten</b>	<b>-101.159</b>	<b>-4.104</b>
<b>Bestemming van het saldo</b>		
Algemene reserve	-101.159	-4.104
	<b>-101.159</b>	<b>-4.104</b>

[.] De tussen haken vermelde nummers verwijzen naar corresponderende nummers in de toelichting op de staat van baten en lasten, die een integraal onderdeel uitmaakt van de jaarrekening.

## Kasstroomoverzicht

(in duizenden euro)

	2011	2010
<b>Pensioenactiviteiten</b>		
<b>Ontvangsten</b>		
Premiebijdragen van deelnemers	21.979	22.403
Premie ANW	60	57
Uitkeringen uit herverzekering	281	-36
Overige (inkoopsummen e.d.)	96	14
	<b>22.416</b>	<b>22.438</b>
<b>Uitgaven</b>		
Uitgekeerde pensioenen	-34.514	-34.901
Premies herverzekering	-95	-77
Pensioenuitvoerings- en administratiekosten	-1.063	-1.185
	<b>-35.672</b>	<b>-36.163</b>
<b>Beleggingsactiviteiten</b>		
<b>Ontvangsten</b>		
Directe beleggingsopbrengsten	25.477	27.020
Verkopen en aflossingen beleggingen	3.428.480	1.649.224
	<b>3.453.957</b>	<b>1.676.244</b>
<b>Uitgaven</b>		
Aankopen beleggingen	-3.437.793	-1.661.648
Kosten van vermogensbeheer	-2.783	-2.731
	<b>-3.440.576</b>	<b>-1.664.379</b>
<b>Mutatie liquide middelen</b>	<b>125</b>	<b>-1.860</b>
<b>Saldo liquide middelen 1 januari</b>	<b>9.882</b>	<b>20.679</b>
<b>Saldo liquide middelen 31 december</b>	<b>10.007</b>	<b>18.819</b>

## Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling

### Algemeen

#### *Toepassing Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving*

De jaarrekening is opgemaakt in overeenstemming met de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, in het bijzonder RJ 610 'Pensioenfondsen' en BW 2 Titel 9.

#### *Schattingen en veronderstellingen*

Het opstellen van de jaarrekening in overeenstemming met BW 2 Titel 9 vereist dat het bestuur oordelen vormt en schattingen en veronderstellingen maakt die van invloed zijn op de toepassing van grondslagen en de gerapporteerde waarde van activa en verplichtingen en van baten en lasten. De schattingen en hiermee verbonden veronderstellingen zijn gebaseerd op ervaringen uit het verleden en verschillende andere factoren die gegeven de omstandigheden als redelijk worden beschouwd. De daadwerkelijke uitkomsten kunnen afwijken van deze schattingen.

#### **Algemene grondslagen**

Alle activa en passiva worden gewaardeerd op nominale waarde, tenzij hierna een andere waarderingsgrondslag wordt vermeld.

Een actief wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de toekomstige economische voordelen naar het pensioenfonds 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.

Een financieel actief en een financiële verplichting worden gesaldeerd als nettobedrag in de balans opgenomen indien 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 met de gesaldeerd opgenomen financiële activa en financiële verplichtingen samenhangende rentebaten en rentelasten worden eveneens gesaldeerd opgenomen.

Een actief of verplichting wordt niet langer in de balans opgenomen indien nagenoeg alle toekomstige voordelen en nagenoeg alle risico's met betrekking tot een actief of een verplichting aan een derde zijn overgedragen.

Transacties worden verwerkt op handelsdatum en niet op afwikkelingsdatum. Als gevolg hiervan kan sprake zijn van een post vorderingen of schulden uit hoofde van effectentransacties.

#### ***Buitenlandse valuta***

Activa en passiva in buitenlandse valuta worden omgerekend tegen de ultimo jaar geldende koersen. Per balansdatum bestaande valutatermijntransacties worden gewaardeerd tegen ultimo boekjaar geldende koersen. Verschillen ten opzichte van de contractkoers worden in de staat van baten en lasten verwerkt en als overlopende post dan wel belegging in de balans gepresenteerd.

#### ***Onroerende zaken***

De ter beurze genoteerde aandelen in vastgoedbeleggingsfondsen worden gewaardeerd tegen de beurswaarde ultimo boekjaar. De niet ter beurze genoteerde fondsen worden gewaardeerd tegen hun actuele waarde, zijnde de intrinsieke waarde ultimo boekjaar waarbij de onderliggende beleggingen zijn gewaardeerd op marktwaarde.

### ***Zakelijke waarden***

De zakelijke waarden zijn gewaardeerd tegen de beurswaarde ultimo boekjaar. Aandelenfondsen waarvoor geen beurswaarde beschikbaar is, worden gewaardeerd tegen de op 31 december bekende intrinsieke waarde, waarbij de onderliggende beleggingen zijn gewaardeerd op beurswaarde.

### ***Vastrentende waarden***

De ter beurse genoteerde obligaties worden gewaardeerd tegen de beurswaarde ultimo boekjaar. De niet ter beurse genoteerde fondsen worden gewaardeerd tegen hun actuele waarde, zijnde de intrinsieke waarde ultimo boekjaar waarbij de onderliggende beleggingen zijn gewaardeerd op marktwaarde.

Leningen op schuldbekentenis worden gewaardeerd tegen marktwaarde, zijnde de contante waarde van de met vervroegde aflossing aangepaste kasstromen, verdisconteerd tegen de rente op staatsobligaties met vergelijkbare looptijden inclusief eventuele opslagen behorende bij het risicoprofiel van de leningen.

Deposito's worden gewaardeerd tegen nominale waarde waarbij het verschil tussen marktwaarde en nominale waarde als gering wordt beschouwd.

### ***Derivaten***

Beleggingen in beursgenoteerde derivaten worden gewaardeerd tegen de op 31 december bekende marktprijzen. Beleggingen welke onderhands zijn gekocht, waarvoor geen directe marktwaardering beschikbaar is, worden gewaardeerd op basis van actuele marktparameters.

RJ 610 schrijft voor dat derivaten met een negatieve waarde op de passiva zijde van de balans moeten worden weergegeven.

### ***Overige beleggingen***

Overige beleggingen worden gewaardeerd tegen marktwaarde.

### ***Vorderingen***

Vorderingen worden tegen de nominale waarde opgenomen, met uitzondering van vorderingen inzake gecedeerde aanspraken. Deze worden op dezelfde grondslagen berekend als de pensioenverplichtingen.

### ***Liquide middelen***

Dit betreft direct opeisbare tegoeden bij banken die worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

### ***Algemene reserve***

De reserve voor algemene risico's dient ter dekking van algemene risico's van het fonds. Het saldo van de rekening van baten en lasten wordt aan de algemene reserve toegevoegd of onttrokken.

### ***Voorziening pensioenverplichtingen***

De voorziening pensioenverplichtingen is vastgesteld als de contante waarde van de tijdsevenredig opgebouwde pensioenaanspraken. Voor arbeidsongeschikte deelnemers is de voorziening pensioenverplichtingen gesteld op de contante waarde van de volledige te bereiken aanspraken.



De voorziening is gebaseerd op de volgende actuariële grondslagen:

#### **Rekenrente**

Voor de vaststelling van de voorziening pensioenverplichtingen per 31 december in enig jaar wordt gebruik gemaakt van de actuele, nominale rentetermijnstructuur die ultimo dat jaar van toepassing is en zoals deze is gepubliceerd door De Nederlandsche Bank.

#### **Interesttoevoeging**

De rentetoevoeging in 2011 is gebaseerd op een vaste rente van 1,296% (overeenkomstig met de eenjaarsrente in de rentetermijnstructuur per 1 januari 2011).

#### **Toeslagverlening**

Er wordt bij de vaststelling van de voorziening pensioenverplichtingen rekening gehouden met de onvoorwaardelijke toeslagverleningen van de actieve en gewezen deelnemers welke middels de betaalde premies worden gefinancierd. Er wordt geen rekening gehouden met voorwaardelijke toekomstige verhogingen van opgebouwde en toegekende pensioenen.

#### **Overlevingstafels**

Voor mannen en vrouwen worden de overlevingskansen ontleend aan de door het Actuarieel Genootschap gepubliceerde generatietafel 2010-2060 (startjaar 2012 per 31 december 2011). Er is rekening gehouden met fondsspecifieke ervaringssterfte door het toepassen van leeftijdsafhankelijke correctiefactoren.

#### **Leeftijdverschil man-vrouw**

Voor de reservering van het latent partnerpensioen gaat het fonds uit van het bepaalde partnersysteem. Het leeftijdsverschil tussen man en vrouw is op drie jaar gesteld.

#### **Kosten**

In de voorziening pensioenverplichtingen is een excassovoorziening begrepen van 0,5% van de netto voorziening.

#### **Opslag Uitkeringsduur**

In de voorziening pensioenverplichtingen is een voorziening van 0,5% opgenomen ter compensatie van het feit dat er wordt uitgekeerd tot en met de maand waarin de deelnemer komt te overlijden.

#### **Uitkeringen**

De uitkeringen zijn continu betaalbaar verondersteld.

#### ***Overige technische voorzieningen***

Naast de voorziening pensioenverplichtingen is er een voorziening risicodekkingen aanwezig. De voorziening risicodekkingen bestaat uit een voorziening voor toekomstige arbeidsongeschiktheid vermeerderd met een voorziening voor latent wezenpensioen. De voorziening wordt gevoed middels een opslag in de betaalde premie ter grootte van 1,1% (1,0% voor arbeidsongeschiktheid en 0,1% voor latent wezenpensioen). Daartegenover vinden onttrekkingen plaats als gevolg van invalideren en overlijden in een jaar.

#### ***Herverzekeringsdeel technische voorzieningen***

Voor de berekening van de gekapitaliseerde waarde van de verzekeringsspolissen zijn dezelfde grondslagen aangehouden als voor de totale voorziening pensioenverplichtingen. Er is met betrekking tot de herverzekeringscontracten geen recht op resultatendeling overeengekomen.

### ***Herverzekering***

Het pensioenfonds is herverzekerd voor het overlijdensrisico en ANW-hiaat.

### **Resultaatbepaling**

#### ***Algemeen***

De lasten en baten worden toegerekend aan het jaar waarop ze betrekking hebben. Alle waardeveranderingen van beleggingen, inclusief valutakoersverschillen, worden als beleggingsopbrengsten in de staat van baten en lasten opgenomen.

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.

#### ***Directe beleggingsopbrengsten***

Onder directe beleggingsopbrengsten wordt bij vastrentende waarden verstaan de rente-opbrengst verminderd met de kosten; bij de zakelijke waarden wordt hieronder verstaan het bruto-dividend, voor aftrek van dividendbelasting verminderd met de kosten. De intresten van overige activa en passiva worden opgenomen op basis van nominale bedragen.

#### ***Indirecte beleggingsopbrengsten***

Onder de indirecte beleggingsopbrengsten worden de volgende resultaten opgenomen:

- gerealiseerde koersverschillen bij verkopen van beleggingen
- aflossingen van leningen op schuldbetekenis;
- boetes bij vervroegde aflossingen van leningen op schuldbekentenis;
- valutaverschillen;
- niet-gerealiseerde koersverschillen.

#### ***Kosten vermogensbeheer***

Onder de kosten vermogensbeheer worden de administratiekosten opgenomen die verband houden met het beheer van de beleggingen. De kosten vermogensbeheer worden in mindering gebracht op de beleggingsopbrengsten. De kosten vermogensbeheer kunnen niet worden toegerekend aan individuele beleggingscategorieën.

#### **Technisch resultaat**

Het technisch resultaat is het verschil in sterfte, leeftijdsverwachting, partnerkeuze, etc. ten opzichte van de uitgangspunten. De bij de bepaling van de voorziening pensioenverplichtingen gekozen prudente uitgangspunten zijn weergegeven in de toelichting bij deze post. De actuaris toetst op basis van statistische methoden de uitgangspunten en de voorziening op toereikendheid.

#### **Kostenresultaat**

Het kostenresultaat betreft het verschil tussen kostenopslagen in de premie, vrijval uit de excassokostenvoorziening en de daadwerkelijke kosten van het pensioenfonds.

#### **Beleggingsresultaat**

Het beleggingsresultaat is het verschil tussen de som van de directe en indirecte beleggingsopbrengsten en de aangroei van de voorziening pensioenverplichtingen.

***Uitkeringen***

De uitkeringen bestaan uit de betalingen aan uitkeringsgerechtigden in het boekjaar.

***Uitvoeringskosten***

Uitvoeringskosten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Interne uitvoeringskosten ten aanzien van vermogensbeheer worden in mindering gebracht bij de beleggingsopbrengsten.

***Bestemming van het saldo***

Het resultaat ultimo jaar wordt onttrokken aan de algemene reserve.

## Toelichting op de balans per 31 december

(in duizenden euro)

### Activa

#### [1] Beleggingen voor risico pensioenfondsen

Categorie	Stand	Reallocatie	Aankopen/	Verkopen	Gerealiseerde	Niet-	Stand
	ultimo		Verstrek-		aflossingen	koers-	
	2010		kingen		verschillen	koers-	2011
						verschillen	
<b>Onroerende zaken</b>							
Vastgoed beleggingsfondsen	63.671	0	5.030	0	0	1.407	70.108
<b>Zakelijke waarden</b>							
Aandelen beleggingsfondsen	276.346	0	39.694	-39.952	-12.413	-12.416	251.259
<b>Vastrentende waarden</b>							
Vastrentende beleggingsfondsen	30.873	0	14.891	0	0	1.133	46.897
Obligaties en hypotheke	554.527	0	3.252.014	-3.197.683	-6.001	52.189	655.046
Index obligaties	59.548	0	29.588	-86.358	1.094	-3.763	109
Leningen op schuldbekentenis	485	0	699	-1.160	-85	61	0
	<b>645.433</b>	<b>0</b>	<b>3.297.192</b>	<b>-3.285.201</b>	<b>-4.992</b>	<b>49.620</b>	<b>702.052</b>
<b>Derivaten</b>							
Valutaderivaten	1.199	-1.199	0	0	0	0	0
Rentederivaten	11.513	-4.124	27.818	-15.281	6.456	55.493	81.875
	<b>12.712</b>	<b>-5.323</b>	<b>27.818</b>	<b>-15.281</b>	<b>6.456</b>	<b>55.493</b>	<b>81.875</b>
<b>Overige beleggingen</b>							
Hedgefonds	30.108	0	0	-6.004	-787	2.246	25.563
Money Market Fund	22.047	0	7.260	0	0	0	29.307
	<b>52.155</b>	<b>0</b>	<b>7.260</b>	<b>-6.004</b>	<b>-787</b>	<b>2.246</b>	<b>54.870</b>
<b>Totaal beleggingen voor risico pensioenfondsen activa zijde</b>	<b>1.050.317</b>	<b>-5.323</b>	<b>3.376.994</b>	<b>-3.346.438</b>	<b>-11.736</b>	<b>96.350</b>	<b>1.160.164</b>

Categorie	Stand ultimo 2010		Aankopen/ Verstrekkingen	Verkopen aflossingen	Gerealiseerde koers- verschillen	Niet- gerealiseerde koers- verschillen	Stand ultimo 2011	
	Reallocatie							
Derivaten (passiva zijde)								
Valutaderivaten		-7.212	1.199	4.189	-704	-3.428	-7.971	-13.927
Rentederivaten		-4.124	4.124	0	0	0	0	0
<b>Totaal beleggingen voor risico pensioenfonds passiva zijde</b>		<b>-11.336</b>	<b>5.323</b>	<b>4.189</b>	<b>-704</b>	<b>-3.428</b>	<b>-7.971</b>	<b>-13.927</b>
<b>Totaal beleggingen voor risico pensioenfonds</b>		<b>1.038.981</b>	<b>0</b>	<b>3.381.183</b>	<b>-3.347.142</b>	<b>-15.164</b>	<b>88.379</b>	<b>1.146.237</b>
Liquide middelen beschikbaar voor beleggingen								6.641
Schulden uit hoofde van ontvangen collateral								-43.629
<b>Totaal beleggingen opgenomen in de risicoparagraaf</b>								<b>1.109.249</b>

In de vastrentende waarden is een bedrag van € 43,6 miljoen opgenomen, dat is belegd met ontvangen onderpand. Het fonds is juridisch en economisch eigenaar van deze beleggingen.

	2011	2010
<b>[2] Herverzekeringsdeel technische voorzieningen</b>		
Vordering met betrekking tot pensioenaanspraken		
Stand per 1 januari	1.344	1.272
Tegenboeking kredietafslag vorig boekjaar	33	131
kredietafslag boekjaar	0	-33
<b>Mutatie kredietafslag via staat van baten en lasten</b>	<b>33</b>	<b>98</b>
Mutatie herverzekeringsdeel technische voorzieningen	-125	-26
<b>Stand per 31 december</b>	<b>1.252</b>	<b>1.344</b>

De herverzekeringsdelen hebben betrekking op niet-winstdelende pensioenen.

Vanaf boekjaar 2011 is het niet langer verplicht om bij het vaststellen van de waarde van de herverzekeringsvordering rekening te houden met een afslag ter compensatie van het kredietrisico.

	2011	2010	
<b>[3] Vorderingen en overlopende activa</b>			
Vorderingen op deelnemers van het pensioenfonds	458	317	
Vorderingen uit hoofde van waardeoverdrachten	30	30	
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties	5.217	1.307	
Lopende intrest en nog te ontvangen dividend			
– Vastrentende waarden	11.965	12.409	
– Derivaten	11	7	
– Overige beleggingen	68	211	
– Banken	5	8	
<b>Subtotaal lopende intrest en nog te ontvangen dividend</b>	<b>12.049</b>	<b>12.635</b>	
Terugvorderbare dividendbelasting	116	282	
Vorderingen op verzekeringsmaatschappijen	101	224	
Vooruit betaalde kosten volgend boekjaar	1	0	
Overige vorderingen	100	0	
<b>Totaal vorderingen en overlopende activa</b>	<b>18.072</b>	<b>14.795</b>	
<b>[4] Liquide middelen</b>			
Banken vermogensbeheerders	6.641	11.654	
Kas Bank N.V.	1.376	495	
ING Bank N.V.	1.990	6.670	
	<b>10.007</b>	<b>18.819</b>	
<b>[5] Stichtingskapitaal en reserves</b>			
Stichtingskapitaal	0	0	
Het stichtingskapitaal bedraagt € 45,38.			
Algemene reserve			
Stand per 1 januari	-111.856	-107.752	
Saldobestemming boekjaar	-101.159	-4.104	
<b>Stand per 31 december</b>	<b>-213.015</b>	<b>-111.856</b>	
<b>Totaal eigen vermogen</b>	<b>-213.015</b>	<b>-111.856</b>	
Het minimaal vereist eigen vermogen bedraagt	57.665	49.631	104,3%
Het vereist eigen vermogen bedraagt	216.811	187.766	116,3%
De dekkingsgraad is	84,1%	90,3%	

De dekkingsgraad is 84,1%. Deze is vastgesteld als het Totaal Vermogen (Reserves plus Voorzieningen voor risico pensioenfonds) gedeeld door de Voorzieningen voor risico pensioenfonds.

De berekening is als volgt:

$$(-213.015 + 1.339.290 + 1.754) / (1.339.290 + 1.754) \times 100\% = 84,1\%$$

Per 31 december 2011 voldeed het fonds niet aan de wettelijke normen met betrekking tot het minimaal vereist eigen vermogen.

### Technische voorzieningen

#### [6] Voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds

	2011	2010
Stand per 1 januari	1.152.314	1.056.398
Mutatie via staat van baten en lasten	186.976	95.916
<b>Stand per 31 december</b>	<b>1.339.290</b>	<b>1.152.314</b>
Ontwikkeling van de voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds		
– Stand per 1-1	1.152.314	1.056.398
– Benodigd voor nieuwe aanspraken	15.127	14.217
– Benodigde intresttoevoeging	14.808	13.509
– Inkoop uit waardeoverdracht en stortingen	0	0
– Uitkeringen	-34.672	-35.019
– Overgedragen pensioenverplichtingen	0	0
– Vrijgevallen voor kosten	-173	-175
– Korting per 1 januari 2011	0	-60.172
– Correcties en mutaties	885	511
– Mutatie herverzekering	125	26
– Variabele voorwaardelijke toeslag	0	0
– Resultaat op kanssystemen	4.734	1.435
– Wijziging rentetermijnstructuur	185.190	105.871
– Overgang nieuwe overlevingstafels	0	55.053
– Mutatie opgebouwd kapitaal	952	660
	<b>1.339.290</b>	<b>1.152.314</b>

Per 1-1-2011 is een korting doorgevoerd van 5% op alle aanspraken en uitkeringen. Het effect van deze korting ad 60.172 is in 2010 als mutatie in het resultaat verwerkt.

Na de verslagperiode over boekjaar 2011 is per 1 april 2012 een integrale korting van 7% doorgevoerd op alle aanspraken en uitkeringen. Gezien de financiële positie ultimo 2011 zal het fonds naar verwachting per 1 april 2013 nogmaals een integrale korting door moeten voeren. Op basis van de evaluatie van het herstelplan per eind 2011 bedraagt deze korting 6,8%.

#### [7] Herverzekeringsdeel technische voorzieningen

Stand per 1 januari

Mutatie

Stand per 31 december

#### Totaal voorziening pensioenverplichtingen

De voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds is als volgt opgebouwd

- Actieve en arbeidsongeschikte deelnemers
- Gewezen deelnemers met premievrije aanspraken
- Pensioengerechtigden

#### [8] Overige technische voorzieningen

*Voorziening risicodekkingen*

Stand per 1 januari

Mutatie via staat van baten en lasten

Stand per 31 december

#### Totaal technische voorzieningen

#### [9] Kortlopende schulden en overlopende passiva

Schulden aan deelnemers van het pensioenfonds

Schulden uit hoofde van derivaten

Schulden uit hoofde van effectentransacties

Schulden uit hoofde van ontvangen collateral

Belastingen en sociale premies

Schulden inzake kosten van vermogensbeheer

Schulden inzake pensioenuitvoerings- en administratiekosten

Overige schulden

	2011	2010
Stand per 1 januari	1.377	1.403
Mutatie	-125	-26
<b>Stand per 31 december</b>	<b>1.252</b>	<b>1.377</b>
<b>Totaal voorziening pensioenverplichtingen</b>	<b>1.340.542</b>	<b>1.153.691</b>
- Actieve en arbeidsongeschikte deelnemers	645.521	544.991
- Gewezen deelnemers met premievrije aanspraken	174.842	155.196
- Pensioengerechtigden	520.179	453.504
	<b>1.340.542</b>	<b>1.153.691</b>
<b>[8] Overige technische voorzieningen</b>		
<i>Voorziening risicodekkingen</i>		
Stand per 1 januari	1.902	1.818
Mutatie via staat van baten en lasten	-148	84
<b>Stand per 31 december</b>	<b>1.754</b>	<b>1.902</b>
<b>Totaal technische voorzieningen</b>	<b>1.342.296</b>	<b>1.155.593</b>
<b>[9] Kortlopende schulden en overlopende passiva</b>		
Schulden aan deelnemers van het pensioenfonds	3	0
Schulden uit hoofde van derivaten	13.927	11.335
Schulden uit hoofde van effectentransacties	999	19.481
Schulden uit hoofde van ontvangen collateral	43.629	8.937
Belastingen en sociale premies	827	866
Schulden inzake kosten van vermogensbeheer	518	556
Schulden inzake pensioenuitvoerings- en administratiekosten	311	315
Overige schulden	0	48
	<b>60.214</b>	<b>41.538</b>



## Toelichting op de staat van baten en lasten

(in duizenden euro)

### Bezoldiging bestuursleden

In de "Pensioenuitvoerings- en administratiekosten" is in 2011 een bedrag ad € 163.000,- (2010: € 97.000,-) aan bestuursvergoedingen opgenomen. De stijging van deze bestuurskosten vindt zijn oorzaak in het feit, dat er meer (6) bestuursleden zijn, die 8 vergaderingen hebben gehouden (was 6) , en dat de commissiestructuur in 2011 goed gefunctioneerd heeft (18 vergaderingen). Dit alles heeft geleid tot kostenverhoging.

Er zijn geen leningen en garanties verstrekt.

### Personeel

Gedurende het boekjaar 2011 had Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers geen personeel in dienst.

Baten en lasten	2011	2010
<b>[10] Beleggingsopbrengsten voor risico pensioenfonds</b>		
<b>Directe beleggingsopbrengsten</b>		
Onroerende zaken	2.264	1.934
Zakelijke waarden	141	136
Vastrentende waarden	22.431	23.823
Derivaten	91	681
Overige beleggingen	104	60
<b>Subtotaal</b>	<b>25.031</b>	<b>26.634</b>
Banken	-139	-135
Overige	22	17
<b>Totaal directe beleggingsopbrengsten</b>	<b>24.914</b>	<b>26.516</b>
<b>Indirecte beleggingsopbrengsten</b>		
<i>Gerealiseerde resultaten</i>		
Zakelijke waarden	-12.413	15.549
Vastrentende waarden	-4.992	19.651
Derivaten	3.028	-4.738
Overige beleggingen	-787	-697
Valutare resultaten	-9	0
	<b>-15.173</b>	<b>29.765</b>

	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<i>Ongerealiseerde resultaten</i>		
Onroerende zaken	1.407	-1.134
Zakelijke waarden	-12.416	30.540
Vastrentende waarden	49.620	17.373
Derivaten	47.522	6.277
Overige beleggingen	2.246	396
Valutaresultaten	3.498	-1.379
	<b>91.877</b>	<b>52.073</b>
<b>Totaal indirecte beleggingsopbrengsten</b>	<b>76.704</b>	<b>81.838</b>
<b>Kosten van vermogensbeheer</b>		
Beheerloon	-1.937	-1.954
Bewaarloon e.d.	-454	-361
Beleggingsadviseur	-211	-140
Beleggingsadministratie	-284	-267
<b>Totaal kosten vermogensbeheer</b>	<b>-2.886</b>	<b>-2.722</b>
<b>Totaal beleggingsopbrengsten voor risico pensioenfondsen</b>	<b>98.732</b>	<b>105.632</b>
<b>[11] Premiebijdragen van deelnemers</b>		
Bijdragen van apothekers	22.234	22.196
Premie ANW	61	57
Inkoopsommen	67	9
Bijdrage FVP regeling	28	5
	<b>22.390</b>	<b>22.267</b>
Feitelijke premie	22.390	22.267
Kostendeekkende premie	21.585	21.965
De kostendeekkende premie is als volgt samengesteld:		
– Actuarieel benodigd	17.746	17.391
– Opslag in stand houden vereist vermogen	2.738	3.473
– Opslag voor uitvoeringskosten	1.101	1.101
	<b>21.585</b>	<b>21.965</b>

De kostendeekkende premie is berekend als de som van:

- De actuarieel benodigde koopsom voor pensioenopbouw.  
Dit betreft de koopsom die benodigd is voor de opbouw van onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen. De actuarieel benodigde koopsom is daarbij vastgesteld op basis van de rentetermijnstructuur per 31 december 2010 en de AG Prognosetafel 2010-2060, inclusief leeftijdsafhankelijke ervaringssterfte.
- De opslag ten behoeve van het vereist eigen vermogen. Voor de toetsing van de kostendeekkende premie is een solvabiliteitsopslag opgenomen ter grootte van 16,3%, zijnde het vereist eigen vermogen per eind 2010.
- Opslag voor uitvoeringskosten.
- De toeslagverlening wordt niet gefinancierd door middel van een opslag op de premie.

De feitelijke premie is gelijk aan de som van de door de deelnemers afgedragen pensioenpremies.

**[12] Saldo van overdrachten van rechten**

**0**

**0**

**[13] Pensioenuitkeringen**

**Pensioenen**

Ouderdomspensioen

-28.374

-28.746

Vergoeding OP en NP uitkeringen Nationale-Nederlanden

158

171

Partnerpensioen

-5.962

-6.018

Wezenpensioen

-156

-152

**Subtotaal**

**-34.334**

**-34.745**

**Andere uitkeringen**

Afkoopsommen

0

-3

**Subtotaal**

**0**

**-3**

**Totaal pensioenuitkeringen**

**-34.334**

**-34.748**

**[14] Mutatie voorziening pensioenverplichtingen voor risico pensioenfonds**

**-186.976**

**-95.916**

**[15] Mutatie overige technische voorzieningen**

Voorziening risicodekkingen

**148**

**-84**

	2011	2010
<b>[16] Herverzekering</b>		
Premies herverzekering		
– Overlijdensrisico	-33	-28
– ANW-hiaat	-62	-49
Kredietafslag	33	98
	<b>-62</b>	<b>21</b>
<b>[17] Pensioenuitvoerings- en administratiekosten</b>		
Administratie	-313	-497
Accountant: controle van de jaarrekening	-25	-40
Actuaris	-188	-227
Contributies en bijdragen	-86	-98
Bestuurskosten	-163	-97
Project verbetering organisatie	-11	-50
Kosten beroepspensioenvereniging	-13	-8
Communicatie	-71	-70
Overige	-187	-189
<b>Totaal Pensioenuitvoerings- en administratiekosten</b>	<b>-1.057</b>	<b>-1.276</b>
<b>Saldo van baten en lasten</b>	<b>-101.159</b>	<b>-4.104</b>
	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Actuariële analyse van het saldo</b>		
Overgang nieuwe overlevingstafels	0	-55.053
Rendement en wijziging rentetermijnstructuur	-102.241	-13.882
Premies	3.582	3.815
Sterfte	-2.772	722
Kosten	217	-6
Arbeidsongeschiktheid	123	83
Herverzekering	-187	-5
Waardeoverdracht	0	0
Uitkeringen en diverse bestandsmutaties	119	50
Korting per 1 januari 2011	0	60.172
	<b>-101.159</b>	<b>-4.104</b>

## Risicoparagraaf

(in duizenden euro)

In de risicoparagraaf binnen het bestuursverslag is het beleid rond risicobeheersing uiteengezet. Hierna wordt een aantal specifieke risico's nader toegelicht en gekwantificeerd.

### Solvabiliteitsrisico

Het belangrijkste financieel risico voor het Pensioenfonds is het niet kunnen nakomen van de pensioentoezeggingen. Een belangrijke maatstaf hiervoor is het aanwezig Eigen vermogen. Wettelijk is een gestandaardiseerde methode vastgelegd om te kunnen toetsen of het aanwezig Eigen vermogen voldoende is om een aantal specifieke risico's op te kunnen vangen (het standaardmodel). Het Eigen vermogen van het Pensioenfonds is per 31 december 2011 lager dan het Minimaal Vereist Eigen Vermogen volgens het standaardmodel. Er is een kortetermijnherstelplan van kracht.

Jaarlijks vindt toetsing van het Eigen Vermogen plaats aan de hand van het standaardmodel. De verschillende risicofactoren hierin worden benoemd onder de noemer S1 tot en met S9. Tevens wordt rekening gehouden met onderling compenserende effecten (diversificatie effect). In het standaardmodel worden het liquiditeitsrisico (S7), het concentratierisico (S8) en het operationeel risico (S9) weliswaar onderkend maar nulgesteld in de berekeningen. In aanvulling op het standaardmodel is ultimo 2011 rekening gehouden met de risico's van actief beheer en de illiquiditeit in de vastgoedportefeuille en de hedgefunds. Daarnaast zijn bij het vaststellen van het kredietrisico alle vastrentende waarden betrokken, dus niet alleen bedrijfsobligaties, maar ook staatsobligaties met een positieve creditspread.

	2011		2010	
	€	%	€	%
<b>Op basis van feitelijke beleggingsmix</b>				
Renterisico (S1)	47.421	3,5	56.161	4,9
Zakelijke waarden risico (S2)	129.613	9,7	121.424	10,5
Valutarisico (S3)	15.670	1,2	20.960	1,8
Grondstoffenrisico (S4)	0	0,0	0	0,0
Kredietrisico (S5)	12.861	1,0	10.272	0,9
Verzekeringstechnisch risico (S6)	50.377	3,8	37.786	3,3
Diversificatie-effect	-88.182	-6,6	-83.220	-7,2
<b>Vereist eigen vermogen (feitelijk)</b>	<b>167.760</b>	<b>12,5</b>	<b>163.383</b>	<b>14,2</b>
<b>Op basis van strategische beleggingsmix</b>				
Renterisico (S1)	75.965	5,7	86.920	7,5
Zakelijke waarden risico (S2)	161.676	12,1	124.055	10,8
Valutarisico (S3)	15.675	1,2	9.260	0,8
Grondstoffenrisico (S4)	0	0,0	0	0,0
Kredietrisico (S5)	5.638	0,4	3.173	0,3
Verzekeringstechnisch risico (S6)	50.377	3,8	37.786	3,3
Diversificatie-effect	-92.520	-6,9	-73.428	-6,4
<b>Vereist eigen vermogen (strategisch)</b>	<b>216.811</b>	<b>16,2</b>	<b>187.766</b>	<b>16,3</b>

	2011		2010	
	€	%	€	%
Aanwezige dekkingsgraad		84,1		90,3
Minimaal vereiste dekkingsgraad		104,3		104,3
Vereiste dekkingsgraad (feitelijk)		112,5		114,2
Vereiste dekkingsgraad (strategisch)		116,2		116,3

De dekkingsgraad wordt berekend door het totaal van de activa voor risico van het Pensioenfonds (minus de passiefposten Kortlopende schulden en overlopende passiva ) te delen door de Voorziening pensioenverplichtingen (plus Overige technische voorzieningen). Het afgelopen jaar is deze, op grondslagen van het Pensioenfonds, afgenomen van 90,3% (2010) tot 84,1% (2011). De daling wordt voornamelijk veroorzaakt door de daling van de nominale rentetermijnstructuur.

### Renterisico

De waarde van de beleggingen in vastrentende waarden kan fluctueren als gevolg van de verandering in markttrentes. Vanaf 2007 worden ook de verplichtingen op markttrente gewaardeerd, waardoor de waarde van de verplichtingen eveneens fluctueert als gevolg van verandering in markttrentes.

Het Pensioenfonds gaat bij de vaststelling van de rentegevoeligheid uit van de daadwerkelijke kasstromen van zowel de verplichtingen alsook van de rentegevoelige beleggingen.

De rentegevoelige beleggingen betreffen voornamelijk vastrentende waarden en (producten met) rentederivaten.

Het Pensioenfonds kent een langere looptijd voor pensioenverplichtingen dan voor de vastrentende waarden (19,8 versus 9,7).

Het renterisico wordt veroorzaakt, doordat de rentegevoeligheid van de verplichtingen afwijkt van de rentegevoeligheid van de beleggingen.

De daling van de rentestanden die worden gehanteerd bij de berekeningen van de Voorziening pensioenverplichtingen (eind 2011: 2,74% ten opzichte van eind 2010: 3,93%) hebben in 2011 geleid tot een stijging van de Voorziening pensioenverplichtingen (185.190).

De beleggingen, gewaardeerd tegen marktwaarde, zijn in meer of mindere mate gerelateerd aan ontwikkelingen van de rentestanden. De beleggingen zijn in 2011 door de rentewijziging gestegen met naar schatting 111.114.

Door de periodieke afstemming van beide ontwikkelingen wordt de dekkingsgraad nauwgezet gemonitord. Deze rentegevoeligheid is één van de actoren bij de bepaling van de (strategische) assetallocatie en de duratie van de portefeuilles.

Duratie van de vastrentende waarden voor afdekking 9,7 jaar (2010: 11,1)

Duratie van de vastrentende waarden na afdekking 19,8 jaar (2010: 16,7)

Duratie van de pensioenverplichtingen 19,0 jaar (2010: 18,5)

### Gevoeligheidsanalyse:

Een daling van de markttrente van 1,0%-punt zou leiden tot een hogere verplichting ad 252.863 en tegelijkertijd tot een hogere marktwaarde van de (vastrentende) beleggingen ad 162.015. Per saldo zou een dergelijke daling van de markttrente een verlagend effect op het eigen vermogen hebben van 90.848 en een afname van de dekkingsgraad met 3,1%-punt.

### Derivaten

Het renterisico is afgedekt door middel van renteswaps. De afloopdata variëren van 13-01-2012 tot 11-07-2061. Het ongerealiseerd resultaat bedraagt 81.875. Door deze swaps wordt de duratie van de portefeuille van vastrentende waarden verlengd van 9,7 naar 19,8 jaar (2010: van 11,1 naar 16,7 jaar).

### Zakelijke waarden risico

Mogelijke waardedalingen van beleggingen voor het vastgoed en de aandelen zijn in het hiervoor genoemde standaardmodel begrepen. Hiervoor wordt een gedifferentieerde berekening naar categorieën van markten en beleggingen uitgevoerd. Ter zake van het zakelijke waarden risico worden risico-inschattingen aan de hand van de in de markt gebruikelijke risicoparameters gemaakt. In het beleggingsbeleid wordt met dergelijke risico's rekening gehouden door ondermeer een toepassing van voldoende spreiding in de beleggingsportefeuille naar categorieën, markten en dergelijke. De volatiliteit van de marktwaarden (prijsrisico's) van beleggingen wordt periodiek geëvalueerd en kan leiden tot bijstellingen in het vermogensbeheer.

#### Verdeling zakelijke waarden per categorie:

Ontwikkelde markten (Mature markets)  
Opkomende markten (Emerging markets)

2011		2010	
€	%	€	%
184.781	73,5	193.694	70,1
66.478	26,5	82.652	29,9
<b>251.259</b>	<b>100,0</b>	<b>276.346</b>	<b>100,0</b>

#### Gevoeligheidsanalyse:

Een daling van de zakelijke waarden in ontwikkelde markten en het indirect vastgoed van 27,2% leidt tot een verslechtering van het eigen vermogen met 6,2%.

Een daling van de zakelijke waarden in opkomende markten met 35,8% leidt tot een verslechtering van het eigen vermogen met 2,1%.

Een daling van de niet beursgenoteerde aandelen (private equity en hedge funds) met 39,3% leidt tot een verslechtering van het eigen vermogen met 0,9%.

### Valutarisico

De pensioenverplichtingen luiden in euro's, de mogelijke risico's als gevolg van valutakoersontwikkelingen komen daarom alleen bij de beleggingen tot uitdrukking. Ultimo 2011 bedraagt het valuta exposure als percentage van de totale beleggingen 5,2%.

Zonder afdekking van valutarisico loopt het pensioenfonds risico bij een daling van vreemde valuta ten opzichte van de euro.

Het valutarisico wordt berekend aan de hand van een scenario waarbij wordt uitgegaan van een waardedaling van de beleggingen in vreemde valuta van 20%. Uitgaande van het aanwezige vermogen ultimo 2011 leidt een daling van de vreemde valuta met 20%

tot een daling van het vermogen van 11.692 (op basis van de werkelijke beleggingsmix) en 11.415 (op basis van de strategische

beleggingsmix). Het valutarisico is het totale negatieve effect op de waarde van alle beleggingen als gevolg van dit scenario.

Afdekking van het valutarisico vindt plaats via derivatencontracten.

#### Gevoeligheidsanalyse:

Een daling van de non-euro versus de euro met 20% leidt tot een verslechtering van het eigen vermogen en een daling van de dekkingsgraad met 0,9%.

**Totaal beleggingen**

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Totaal beleggingen naar valuta exclusief derivaten</i>				
Australische dollar	2.251	0,2	0	0,0
Canadese dollar	1.507	0,1	5.239	0,5
Zwitserse frank	0	0,0	-163	0,0
Deense kroon	2	0,0	0	0,0
Euro	794.511	70,7	776.765	74,3
Britse pound sterling	55.153	4,9	18.659	1,8
Hongkongse dollar	19.959	1,8	-30	0,0
Japanse yen	6.712	0,6	0	0,0
Noorse Kroon	2	0,0	5	0,0
Zweedse Kroon	1.407	0,1	-34	0,0
Amerikaanse dollar	157.046	14,0	231.197	22,1
Overige valuta	84.626	7,6	13.173	1,3
	<b>1.123.176</b>	<b>100,0</b>	<b>1.044.811</b>	<b>100,0</b>
<i>Totaal beleggingen naar valuta inclusief derivaten</i>				
Australische dollar	-18.993	-1,7	-12.487	-1,2
Canadese dollar	-6.315	-0,6	4.778	0,5
Zwitserse frank	-9.157	-0,8	-6.856	-0,7
Deense kroon	-1.070	-0,1	-1.186	-0,1
Euro	1.051.537	94,8	1.025.208	98,6
Britse pound sterling	-1.488	-0,1	-32.423	-3,1
Hongkongse dollar	14.602	1,3	-8.291	-0,8
Japanse yen	5.985	0,5	-11.509	-1,1
Noorse Kroon	-2.171	-0,2	5.952	0,6
Zweedse Kroon	-1.715	-0,2	-3.117	-0,3
Amerikaanse dollar	-5.560	-0,5	54.775	5,3
Overige valuta	83.594	7,6	23.954	2,3
	<b>1.109.249</b>	<b>100,0</b>	<b>1.038.798</b>	<b>100,0</b>
<b>Saldo waarde valutaderivaten</b>	<b>-13.927</b>		<b>-6.013</b>	



### Derivaten

Ter afdekking van de valutarisico's op de effectenportefeuille zijn er door de vermogensbeheerders valutatermijntransacties afgesloten. De post valutatermijntransacties bestaat uit de volgende transacties, omgerekend in euro per 31 december 2011:

in duizenden euro	aankoop transacties	verkoop transacties	Resultaat	uiterlijke einddatum
Euro	331.116	74.089	257.027	maart 2012
US dollar	118.076	280.683	-162.607	december 2012
Australische dollar	14.114	35.358	-21.244	februari 2012
Japanse yen	7.829	8.556	-727	februari 2012
Zweedse kroon	697	3.819	-3.122	februari 2012
Deense kroon	9.437	10.509	-1.072	februari 2012
Noorse kroon	9.272	11.445	-2.173	februari 2012
Britse pond	19.794	76.435	-56.641	maart 2012
Zwitserse frank	1.443	10.601	-9.158	februari 2012
Canadese dollar	15.540	23.363	-7.823	februari 2012
overige valuta	49.403	55.790	-6.387	december 2012
	<b>576.721</b>	<b>590.648</b>	<b>-13.927</b>	

Indien de afrekening van deze transacties op 31 december 2011 zou hebben plaatsgevonden dan zou het af te rekenen bedrag 13.927 hoger uitvallen dan de aankoopwaarde. Dit is het verschil in de waarde van de beleggingen voor, en na afdekking van het valutarisico ad resp. 1.123.176 en 1.109.249 zoals hiernaast weergegeven.

### Grondstoffenrisico

Fondsen die beleggen in grondstoffen (commodities) lopen het risico dat de waarde van deze beleggingen daalt. In het standaardmodel is een berekening van de gevoeligheid van het eigen vermogen voor grondstoffen voorgeschreven. Het grondstoffenrisico wordt berekend aan de hand van een scenario waarbij wordt uitgegaan van een waardedaling van de beleggingen in grondstoffen van 30%.

Het pensioenfonds belegt niet in grondstoffen en hoeft daarom geen buffers hiervoor aan te houden.

### Kredietrisico

Voornamelijk wordt belegd via fondsen die aan de hand van mandaten gemanaged worden. Een van de aspecten daarbij is het beheersen van kredietrisico's. Bij het kredietrisico dient het effect van de kredietwaardigheid van de partijen, waarin belegd wordt, tot uitdrukking te komen. Het kredietrisico komt tot uitdrukking in de zogenaamde creditspread. Deze creditspread is het verschil tussen de uitkering die afhangt van de kredietwaardigheid van de tegenpartij en een uitkering die met volledige zekerheid (risicovrij) tot uitkering zal komen. Het kredietrisico verbonden aan derivatentransacties wordt beheerst door het afsluiten van standaardovereenkomsten met tegenpartijen, het beoordelen van de kredietwaardigheid van tegenpartijen, het spreiden van het transactievolume over verschillende tegenpartijen, het eisen van voldoende onderpand en een adequate monitoring met betrekking tot de gestelde eisen inzake het onderpand.

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Notering onroerende zaken:</i>				
Beursgenoteerd	0	0,0	0	0,0
Niet beursgenoteerd	70.108	100,0	63.671	100,0
	<b>70.108</b>	<b>100,0</b>	<b>63.671</b>	<b>100,0</b>
<i>Notering zakelijke waarden:</i>				
Beursgenoteerd	64.766	25,8	118.155	42,8
Niet beursgenoteerd	186.493	74,2	158.191	57,2
	<b>251.259</b>	<b>100,0</b>	<b>276.346</b>	<b>100,0</b>
<i>Notering vastrentende waarden:</i>				
Beursgenoteerd	662.643	94,4	637.198	98,7
Niet beursgenoteerd	39.409	5,6	8.235	1,3
	<b>702.052</b>	<b>100,0</b>	<b>645.433</b>	<b>100,0</b>
<i>Notering overige beleggingen:</i>				
Beursgenoteerd	29.307	53,4	2.805	5,4
Niet beursgenoteerd	25.563	46,6	49.350	94,6
	<b>54.870</b>	<b>100,0</b>	<b>52.155</b>	<b>100,0</b>

De portefeuille Vastrentende waarden bevat rechtstreekse beleggingen waarbij het kredietrisico mede met behulp van de Standard & Poor's rating wordt gemonitord. Bij de balanspost Vastrentende waarden is een nadere toelichting opgenomen waaruit de verdeling van de portefeuille blijkt.

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Rating vastrentende waarden:</i>				
AAA	554.618	79,0	531.479	82,3
AA	44.885	6,4	20.437	3,2
A	51.865	7,4	50.847	7,9
BBB	40.331	5,7	28.501	4,4
Geen rating of lager dan BBB	10.353	1,5	14.169	2,2
	<b>702.052</b>	<b>100,0</b>	<b>645.433</b>	<b>100,0</b>

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Verdeling vastrentende waarden naar looptijd:</i>				
Resterende looptijd < 1 jaar	70.265	10,0	7.770	1,2
Resterende looptijd <> 5 jaar	118.484	16,9	96.513	15,0
Resterende looptijd >= 5 jaar	513.303	73,1	541.150	83,8
	<b>702.052</b>	<b>100,0</b>	<b>645.433</b>	<b>100,0</b>

*Gevoeligheidsanalyse:*

Een daling van de credit-spread met 42,1% leidt tot een daling van de waarde van de vastrentende waarden en daarmee tot een daling van het vermogen met 9.596.

**Verzekeringstechnisch risico**

Binnen het verzekeringstechnische risico worden in principe alleen risico's meegenomen die verband houden met sterfte. Het omvat de risico's als gevolg van afwijkingen ten opzichte van de verwachte sterfte en afwijkingen van de verwachte sterftetrend (langlevensrisico). Tot het verzekeringstechnische risico worden gerekend: procesrisico, risico-opslag voor afwijkingen ten opzichte van de sterftetrend en negatieve stochastische afwijkingen van de verwachtingswaarde. Deze drie risico's bedragen een percentage van de op actuele waarde berekende technische voorziening. Het procesrisico neemt af naarmate de omvang van het deelnemersbestand toeneemt, omdat het sterfteproces dan beter kan worden geschat. De beide andere risicofactoren houden respectievelijk rekening met de onzekerheid in de sterftetrend en met de negatieve stochastische afwijkingen.

Het pensioenfonds hanteert bij de vaststelling van de voorziening pensioenverplichtingen de meest recente overlevingstafels (AG prognosetafel 2010-2060), met fondsspecifieke ervaringssterfte. Dit neemt niet weg dat toekomstige ontwikkelingen kunnen leiden tot nog verdere verbetering of tot verslechtering van de levensduur en dat dientengevolge in de toekomst verdere verhoging of verlaging van de voorziening pensioenverplichtingen aan de orde kan komen.

Het resultaat op het langlevensrisico bedraagt -1.780 (2010: -344).

Het resultaat op het kortlevensrisico bedraagt -992 (2010: 1.066).

**Concentratierisico**

Concentratierisico's kunnen optreden bij een concentratie van de portefeuille in regio's, economische sectoren of tegenpartijen. De spreiding van de portefeuille is in de toelichting op de balans nader toegelicht. Ook "grote posten" zijn aan te duiden als een vorm van concentratierisico. Om te bepalen welke posten hieronder vallen moeten per beleggingscategorie alle instrumenten met dezelfde debiteur worden gesommeerd.

In het standaardmodel is de gevoeligheid van het eigen vermogen voor concentratierisico (S8) gelijkgesteld aan 0%.

**Onroerende zaken**

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Verdeling onroerende zaken per sector:</i>				
Participaties in vastgoed beleggingsfondsen	70.108	100,0	63.671	100,0
<i>Verdeling onroerende zaken per regio:</i>				
Europa	70.108	100,0	63.671	100,0

Er zijn geen grote posten in de categorie onroerende zaken (posten van eenzelfde uitgevende instelling groter dan 2% van de totale beleggingen)

**Zakelijke waarden**

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Verdeling zakelijke waarden per regio:</i>				
Europa	83.584	33,3	118.155	42,8
Afrika	3.064	1,2	0	0,0
Noord-Amerika	98.390	39,2	158.192	57,2
Midden- en Zuid-Amerika	0	0,0	0	0,0
Azië	48.802	19,4	0	0,0
Oceanië	17.419	6,9		0,0
	<b>251.259</b>	<b>100,0</b>	<b>276.347</b>	<b>100,0</b>

*Grote posten: zakelijke waarden van eenzelfde uitgevende instelling groter dan 2% van de totale beleggingen*

MSCI U.S. Equity Index Fund B	79.409	6,9	75.719	7,3
UAM Acadian European Equity Fund	35.909	3,1	40.878	3,9
BlackRock MSCI Europe Index FD B	34.951	3,0		
ACM - European Strategic Value Fund			38.847	3,7
Allianz-dit BRIC Stars	28.857	2,5	38.430	3,7
Blackrock MSCI Pasific Rim ex-Japan Fund B	26.167	2,3	29.028	2,8
Blackrock Emerging Markets ex Latin America			22.991	2,2
Blackrock MSCI Emerging Markets Free B			22.234	2,1

**Vastrentende waarden**

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Verdeling vastrentende waarden per regio:</i>				
Europa	619.002	88,2	578.461	89,6
Afrika	0	0,0	1.005	0,2
Noord-Amerika	44.730	6,4	47.791	7,4
Midden- en Zuid-Amerika	0	0,0	5.019	0,8
Azië	1.608	0,2	10.471	1,6
Oceanië	12.146	1,7	2.686	0,4
Overige	24.566	3,5	0	0,0
	<b>702.052</b>	<b>100,0</b>	<b>645.433</b>	<b>100,0</b>

*Grote posten: vastrentende waarden van eenzelfde uitgevende instelling groter dan 2% van de totale beleggingen*

Staatsobligaties Frankrijk			235.840	22,7
Staatsobligaties Duitsland	209.206	18,3	137.934	13,3
Staatsobligaties Nederland	122.466	10,7	41.218	4,0
BlackRock FGR-ABO	39.332	3,4	23.308	2,2

**Overige beleggingen**

	2011		2010	
	€	%	€	%
<i>Verdeling overige beleggingen per regio:</i>				
Europa	30.309	55,2	22.047	42,3
Noord-Amerika	23.971	43,7	30.108	57,7
Azië	357	0,7	0	0,0
Oceanië	233	0,4	0	0,0
	<b>54.870</b>	<b>100,0</b>	<b>52.155</b>	<b>100,0</b>

*Grote posten: overige beleggingen van eenzelfde uitgevende instelling groter dan 2% van de totale beleggingen*

Blackrock ICS INS EUR LIQ Agency DIS	29.307	2,6	22.047	2,1
--------------------------------------	--------	-----	--------	-----

Uit bovengenoemde opstellingen blijkt dat er meer spreiding is dan in 2010.

Er zijn geen beleggingen uitgeleend.



## Overige gegevens

### Gebeurtenissen na balansdatum

Per 1 april 2012 is een integrale korting van 7% doorgevoerd op alle aanspraken en uitkeringen. Gezien de financiële positie ultimo 2011 zal het fonds naar verwachting per 1 april 2013 nogmaals een integrale korting door moeten voeren. Op basis van de evaluatie van het herstelplan per eind 2011 bedraagt deze korting 6,8%.

Het definitieve percentage per 1 april 2013 wordt vastgesteld naar aanleiding van het resultaat op de balans per 31 december 2012.

### Resultaatbestemming

#### Resultaatverdeling

Het bestuur heeft besloten het resultaat ad € -101.159 over het boekjaar 2011 te onttrekken aan de algemene reserve.

### Uitvoering

De bevoegdheden van het bestuur zijn vastgesteld in de statuten en in het reglement van de Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers. De administratie van de Stichting is opgedragen aan AZL N.V. te Heerlen. Het vermogensbeheer wordt door vermogensbeheerders verzorgd. Hewitt Investment Consulting treedt op als beleggingsadviseur. De controle van de jaarrekening wordt uitgevoerd door Ernst & Young Accountants N.V. te Maastricht. De verantwoordelijkheid voor de vaststelling van de Voorziening pensioenverplichtingen berust bij Sprenkels & Verschuren, actuarissen te Amsterdam, actuaris van Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers. De certificering van SPOA is in handen van Triple A - Risk Finance Certifications BV, Amsterdam.

## Actuariële verklaring

### Opdracht

Door Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers te 's-Gravenhage is aan Triple A – Risk Finance Certification B.V. de opdracht verleend tot het afgeven van een actuariële verklaring als bedoeld in de Wet Verplichte Beroepspensioenregeling over het boekjaar 2011.

### Gegevens

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.

In overeenstemming met de richtlijn "Samenwerking tussen accountant en actuaris ter zake van de controle van verantwoordingen van verzekeringsinstellingen" heeft de accountant van het beroepspensioenfonds mij geïnformeerd over zijn bevindingen ten aanzien van de betrouwbaarheid en de volledigheid van de administratieve basisgegevens en de overige uitgangspunten die voor mijn oordeelsvorming van belang zijn.

### Werkzaamheden

Ter uitvoering van de opdracht heb ik onderzocht of is voldaan aan de artikelen 121 tot en met 135 van de Wet Verplichte Beroepspensioenregeling. De door het pensioenfonds verstrekte administratieve 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 ondermeer 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 beroepspensioenfonds de tot balansdatum aangegane verplichtingen kan nakomen, mede in aanmerking nemend het financieel beleid van het beroepspensioenfonds.

De beschreven werkzaamheden en de uitvoering daarvan zijn in overeenstemming met de binnen het Actuarieel 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 beroepspensioenfonds 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 121 tot en met 135 van de Wet Verplichte Beroepspensioenregeling, met uitzondering van de artikelen 126, 127 en 128.

De vermogenspositie van Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers is naar mijn mening slecht, vanwege een dekkingstekort.



Amsterdam, 31 mei 2012

drs. J.J.M. Tol AAG

verbonden aan Triple A – Risk Finance Certification B.V.

Aan: Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers

## **Controleverklaring van de onafhankelijke accountant**

### **Verklaring betreffende de jaarrekening**

Wij hebben de in dit verslag opgenomen jaarrekening 2011 van Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers te 's-Gravenhage gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2011 en de winst-en-verliesrekening over 2011 met de toelichting, waarin zijn opgenomen een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

### **Verantwoordelijkheid van het bestuur**

Het bestuur van de stichting is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het jaarverslag, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW), met inachtneming van het bepaalde in artikel 146 Pensioenwet. Het bestuur is tevens verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing als het noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten.

### **Verantwoordelijkheid van de accountant**

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht, waaronder de Nederlandse controlestandaarden. Dit vereist dat wij voldoen aan de voor ons geldende ethische voorschriften en dat wij onze controle zodanig plannen en uitvoeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De geselecteerde werkzaamheden zijn afhankelijk van de door de accountant toegepaste oordeelsvorming, met inbegrip van het inschatten van de risico's dat de jaarrekening een afwijking van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten.

Bij het maken van deze risico-inschattingen neemt de accountant de interne beheersing in aanmerking die relevant is voor het opmaken van de jaarrekening en voor het getrouwe beeld daarvan, gericht op het opzetten van controlewerkzaamheden die passend zijn in de omstandigheden. Deze risico-inschattingen hebben echter niet tot doel een oordeel tot uitdrukking te brengen over de effectiviteit van de interne beheersing van de stichting. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door het bestuur van de stichting gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

### **Oordeel**

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers per 31 december 2011 en van het resultaat over 2011 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW, met inachtneming van het bepaalde in artikel 146 Pensioenwet.

### **Paragraaf ter benadrukking van aangelegenheden**

Wij vestigen de aandacht op pagina 15 van het bestuursverslag en pagina 48 van de jaarrekening, waarin het bestuur vermeldt besloten te hebben dat per 1 april 2012 zal worden overgegaan tot het korten van de opgebouwde aanspraken en rechten met 7,0%.

Op basis van de vermogenspositie per 31 december 2012 wordt bepaald of in het boekjaar 2013 nog een aanvullende korting van de opgebouwde aanspraken noodzakelijk is. Deze situatie doet geen afbreuk aan ons oordeel.

**Verklaring betreffende overige bij of krachtens de wet gestelde eisen**

Ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder e en f BW vermelden wij dat ons geen tekortkomingen zijn gebleken naar aanleiding van het onderzoek of het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld, en of de in artikel 2:392 lid 1 onder b tot en met h BW vereiste gegevens zijn toegevoegd. Tevens vermelden wij dat het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Maastricht, 31 mei 2012

Ernst & Young Accountants LLP  
w.g. drs. R.E.J. Pluymakers RA

## Verklaring Verantwoordingsorgaan

Volgens de principes voor goed pensioenfondsbestuur legt het bestuur verantwoording af aan het verantwoordingsorgaan (VO) over het beleid en de wijze waarop het beleid is uitgevoerd. Dit alles in het licht van evenwichtige belangenafweging.

In overeenstemming met de in 2011 gemaakte afspraken heeft er buiten de meestal onder tijdsdruk staande 'jaarverslagronde' in mei een extra informatieve bijeenkomst plaats gevonden op 8 maart waarin een toelichting werd gegeven op de manier waarop het strategische beleggingsbeleid door het bestuur tot stand wordt gebracht, evenals op de werkwijze rondom de bewaking van de implementatie van het gekozen beleid. Vastgesteld kon worden dat de gekozen benadering op de hoogte van de tijd is en dat door gebruik van de "double blind methode" waarbij het bestuur zich niet bevooroordeeld door de concrete invulling van alternatieve beleggingsstrategieën volledig kan concentreren op de evenwichtige afweging van belangen bij de vaststelling van zijn beleid.

Het VO heeft kennis kunnen nemen van het conceptjaarverslag van het fonds, het actuariële rapport van de raadgevende actuaris en de actuariële verklaring van de certificerende actuaris. Het VO heeft vervolgens op 31 mei 2012 overleg gehad met het bestuur en de directeur van het fonds, alsmede de raadgevende actuaris van het fonds. In dat overleg heeft het bestuur zijn beleid toegelicht en vragen beantwoord. De vragen betroffen onder andere het beleid ten aanzien van afdekking van het renterisico dat het fonds loopt, ten aanzien van de wijze waarop in het beleggingsbeleid van het fonds concreet en expliciet rekening wordt gehouden met verschillende slechte scenario's voor de eurocrisis (inclusief een opbreken van de muntunie) en ten aanzien van de afdekking van het marktrisico op (delen van) de aandelenportefeuille. Verder is, in vervolg op de oproep vorig jaar door het VO gedaan om de prestaties van de 'actieve vermogensbeheerders' nauwlettend te volgen en rendementsschade te beperken, aandacht besteed aan de substantieel achterblijvende beleggingsprestaties van de 'actieve' beheerder van de Europese aandelenportefeuille evenals van in het bijzonder één der beheerders van de vastrentende beleggingen. Ook is stil gestaan bij de totstandkoming en bewaking van het beleid rond Hedge Funds. Deze vormen een complexe materie die van het bestuur bijzondere aandacht vergt. Zo dient greep te worden gehouden op welke risico factoren men wenst in te zetten en welke niet om de gezochte rendementen te realiseren. De aangestelde Fund of Fund Manager moet gecontroleerd worden op het binnen de voor die risico's bepaalde grenzen houden van de hedge fund portefeuille en als laatste maar niet het minste of de belegging wel heeft gebracht wat men er zich van had voorgesteld bij de bepaling van het totale beleggingsbeleid van aan de beheersing door het fonds van de risico's op uitzetting van liquide middelen bij het bankwezen. Ten slotte is stil gestaan bij de kosten die het beheer van de beleggingen met zich brengen en het onder controle houden daarvan.

Het VO mocht tot zijn tevredenheid ervaren dat de punten waarvan het vond dat die in het beleid thans bijzondere aandacht verdienen, inderdaad van het bestuur nadrukkelijke aandacht bij de beleidsontwikkeling en uitvoering hebben gekregen of volgens plan binnenkort zullen ontvangen.

Het VO stelt vast dat de externe accountant een goedkeurende verklaring en de certificerende actuaris een actuariële verklaring hebben afgegeven. Uit die actuariële verklaring blijkt dat "de feitelijk ontvangen premie hoger is dan de te ontvangen kostendekkende premie" en dat "voldaan is aan de artikelen 128 en 129 van de Pensioenwet". Verder meldt de actuaris dat de feitelijke dekkingsgraad ultimo 2011 84,1% bedraagt en daarmee achterblijft bij het herstelplan maar dat het herstelplan volgens deze actuaris nog steeds haalbaar is. Tot tevredenheid van het VO stelt de certificerende actuaris in zijn rapport vast dat het beleggingsbeleid van het fonds ook het afgelopen jaar in overeenstemming was met de "prudent person regel", zoals vereist in artikel 130 van de Wet Verplichte Beroeps-pensioenregelingen en uitgewerkt in het Besluit FTK.

Gelet op de vermogensallocatie en de beperkte risicoruimte die het fonds heeft, stelt het rendement op de beleggingen over 2011 van 9,9% niet teleur. Daarbij is het door het fonds behaalde beleggingsrendement echter met 2,6%, wel significant lager dan de vergelijkingsmaatstaf (benchmark). Dit zet nogmaals het zoeklicht op de prestaties van de 'actieve' beheerders. De resultaten van pensioenfondsen zijn overigens onderling moeilijk vergelijkbaar door verschillen in risicograd en tegenwoordig ook in de mate van afdekking van het renterisico.

Alles in overweging nemende vindt het VO dat het door het bestuur open is geïnformeerd en oordeelt positief over het gekozen beleid en de uitvoering daarvan door het bestuur. Het VO beveelt het bestuur aan om waakzaam te blijven met betrekking tot het renterisicobeleid voor een omgeving waarin de rente –bij voorbeeld als gevolg van inflatoire druk– een langdurig stijgende trend zou vertonen alsmede met betrekking tot de gevolgen van verder gaande spanningen in de Euro. Voorts beveelt het VO aan om door te gaan met het met regelmaat toetsen van de mandaten op hun actuele gewenstheid. In het bijzonder geldt dit de vastrentende beleggingen die immers voor het fonds de gehele “matching” portefeuille vormen. Het VO heeft in dit verband met tevredenheid geconstateerd dat het bestuur, in reactie op de turbulentie van de euro crisis, de vastrentende benchmark in conservatieve richting heeft aangepast door Frankrijk er uit te verwijderen. Ook bindt het VO het bestuur nogmaals op het hart om de overgebleven “actieve” vermogensbeheerders –aandelen, vastrentende waarden en hedge funds– kritisch te blijven volgen voor wat betreft hun netto toegevoegde waarde en waar aan de orde, voortvarend over te gaan tot vervanging. In dit verband beveelt het VO nadrukkelijk “passief” beheer in de overwegingen aan.

Het Verantwoordingsorgaan,

J.F.G. Trooster, J.M.H. Bezemer-Biermans, D.J. Seckel en C.B.M. Heerkens.

### **Reactie bestuur op rapport Verantwoordingsorgaan**

Het bestuur neemt met genoeg kennis van het oordeel van het VO. Zij deelt de mening van het VO, dat het in het huidige tijdsgewricht noodzakelijk is alert te blijven op de rentetrend. Dit is door het bestuur geborgd door voor iedere vergadering van de beleggingscommissie het renterisico te agenderen en het bestuur middels rapportages te informeren over de maandelijkse ontwikkelingen. Met betrekking tot de gehele portefeuille wil het bestuur stellen, dat de vermogensbeheerders nauwlettend gevolgd worden en regelmatig uitgenodigd worden toelichting te verschaffen op de resultaten, in de vergaderingen van de beleggingscommissie, dan wel tijdens een bezoek ter plaatse.

Het bestuur is van oordeel dat de huidige portefeuille een goede balans vertoont tussen actief en passief beheer, maar zal zeker alert blijven ter zake.

Het bestuur wil benadrukken, dat zij de contactmomenten met het VO in het afgelopen jaar zeer op prijs heeft gesteld.

## **Colofon**

Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers (S.P.O.A.)  
Akerstraat 92, 6411 HD Heerlen  
Postbus 4471, 6401 CZ Heerlen

## **Redactie**

Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers, Heerlen