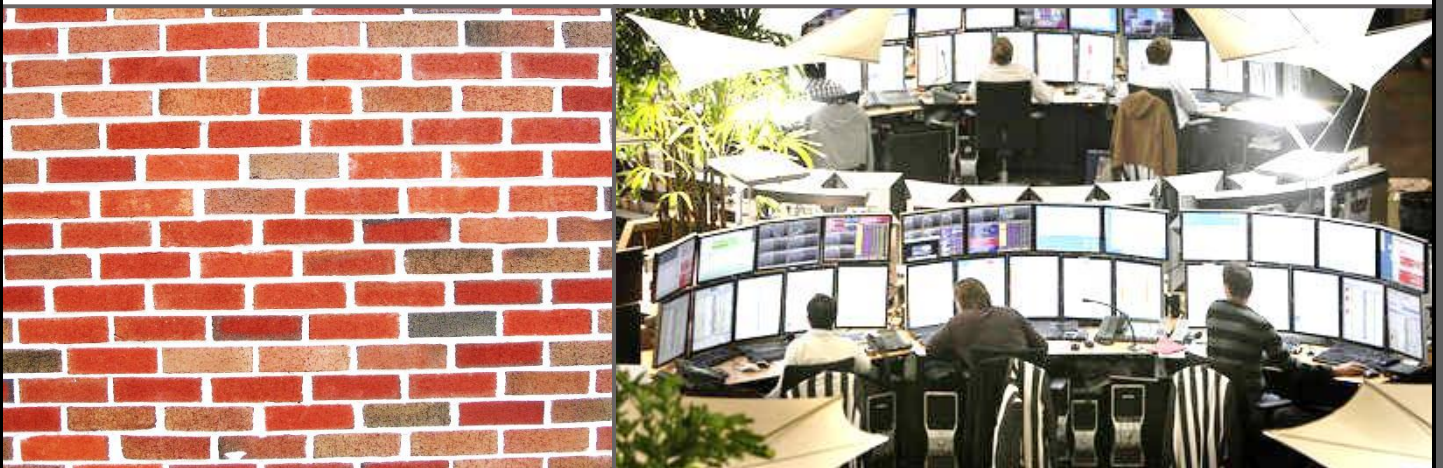


Rijksuniversiteit Groningen

Pensioenfondsen: van direct vastgoed naar indirect vastgoed

Een onderzoek naar de beweegredenen van pensioenfondsen ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen



Tim van Duren
30-11-2011



rijksuniversiteit
groningen

Colofon

Pensioenfondsen: van direct vastgoed naar indirect vastgoed

Een onderzoek naar de beweegredenen van pensioenfondsen ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke wetenschappen

Afstudeerscriptie Master Vastgoedkunde

Ing. T. (Tim) van Duren

s1929224

tvanduren1984@hotmail.com

Begeleider: Rijksuniversiteit Groningen, dhr. H.J. Brouwer

Tweede lezer: Rijksuniversiteit Groningen, dhr. A.R. Marquard

Nijmegen, november 2011

Voorwoord

Beste lezer,

Voor u ligt het eindresultaat van mijn masteropleiding Vastgoedkunde die ik aan de Rijksuniversiteit Groningen gevolgd heb. Het is een onderzoek naar de beweegredenen van de Nederlandse pensioenfondsen die de overstap van direct vastgoed naar indirect vastgoed beleggen hebben gemaakt. Hierbij wordt ingegaan op de beweegredenen van deze pensioenfondsen en de onderliggende kenmerken die nog meer van invloed zijn geweest. Tevens wordt ingegaan op de beweegredenen van andere pensioenfondsen die juist het tegenovergestelde gedaan hebben, dus juist van indirect naar direct.

Mijn interesse voor beleggen heeft zich gedurende de masteropleiding verder ontwikkeld, vandaar dat ik mijn scriptieonderzoek ook graag wilde richten op de beleggingskant van vastgoed. Door middel van het lezen van vakbladen ben ik op dit onderwerp gekomen, waarbij mijn vraag is of de theorie ook overeenkomt met de praktijk. De conclusie kunt u lezen in hoofdstuk 9 en in de samenvatting van dit verslag. Van één ding ben ik zeker en dat is dat ik graag in deze praktijk wil gaan werken. Ik vind het interessant om bezig te zijn met beleggingen en deze te plaatsen in het internationale kader. De koppeling tussen beleggingen en macroniveau wordt door de verdergaande globalisatie alleen maar sterker en dus voor mij interessanter.

Het onderzoek heeft plaatsgevonden onder begeleiding van de heer H.J. Brouwer waar mijn dank naar uitgaat. Daarnaast gaat mijn dank ook uit naar alle geïnterviewde personen die tijd hebben vrijgemaakt om mij met dit onderzoek te helpen. Zonder hun hulp had ik dit onderzoek niet kunnen uitvoeren. Ook wil ik mijn familie en vrienden bedanken voor hun hulp. Mijn vriendin Natascha wil ik bedanken voor haar vertrouwen en haar onvermoeibare ondersteuning. Mijn ouders wil ik bedanken voor hun vertrouwen en ook voor het steunen van mijn studiercarrière, die hiermee tot een einde is gekomen. Ook Anke wil ik bedanken voor haar opmerkingen. Samoa wil ik bedanken voor haar gezelligheid. Tot slot wil ik ook Sander bedanken voor de gezelligheid en voor het zijn van een sparringpartner tijdens dit onderzoek.

Nijmegen, november, 2011,

Tim van Duren

Samenvatting

Pensioenfondsen zijn steeds meer aan het beleggen in indirect vastgoed, dat wil zeggen via participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en/of beursgenoteerde vastgoedondernemingen, zo stelt PropertyNL (2011c). Dit is ten koste gegaan van het direct vastgoed beleggen. Zo zijn de pensioenfondsen DSM, ABP, Zorg en Welzijn, AKZO, KLM, Hoogovens, Shell, Stork en meer recentelijk Philips overgestapt, blijkt uit Van Gool et al. (2007). De aanleiding hiervoor is dat de pensioenfondsen zich steeds meer gaan bezighouden met de kerntaak van het pensioenfonds, namelijk gelden alloceren. Daarom is ook de trend gaande dat de beleggingsapparaten van de pensioenfondsen worden gescheiden en deze worden voortgezet als een zelfstandig investmentmanagement (vermogensbeheerder).

Op het eerste gezicht is de overstap van indirect vastgoed naar direct vastgoed vreemd, want de rendementen voor direct vastgoed laten een uitstekend verloop zien. Zelfs tijdens de crisisjaren laat direct vastgoed een goed rendement zien, terwijl indirect vastgoed ver negatief gaat. De reden dat de indirecte vastgoedfondsen in een crisis negatieve rendementen laten zien, is dat er gebruik wordt gemaakt van leverage, de verhouding van vreemd vermogen met eigen vermogen. Het financiële risico is daarom groter bij indirect vastgoed dan bij direct vastgoed, want bij direct vastgoed mag geen leverage gebruikt worden. Het gevolg is dat de leverage een zeer negatieve impact heeft gehad op de vastgoedfondsen in de crisis van 2002 en 2008 (Downs, 2008). Het vreemde is dan ook dat de interesse voor niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen juist is toegenomen vanaf 2002. De vraag is dan ook waarom pensioenfondsen de overstap maken naar indirect vastgoed, terwijl het een volatiele belegging is die op korte termijn ook nog eens slechtere rendementen laat zien dan direct vastgoed. Vanuit deze vraag is de volgende centrale vraagstelling opgesteld die de leidraad is voor dit onderzoek:

Wat is het beleid van pensioenfondsen geweest ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen, welke wijzigingen hebben plaatsgevonden en welke conclusies kunnen uit deze beleidswijziging getrokken worden?

De overstap blijkt door veel pensioenfondsen gemaakt te zijn. Echter, het antwoord op deze vraagstelling is divers. Er zijn namelijk ook uitzonderingen en bovendien blijkt een overstap niet overall even duidelijk aanwezig te zijn. Zo blijken grote pensioenfondsen meer in direct vastgoed te beleggen dan kleine pensioenfondsen. Zeer waarschijnlijk omdat grote pensioenfondsen zichzelf groot genoeg achten om goede panden te kunnen kopen en groot genoeg om het grote beleggingsapparaat te kunnen onderhouden dat nodig is bij direct vastgoed. Kleine pensioenfondsen hebben dat vermogen niet noch genoeg werknemers. Daarnaast blijkt dat er uitzonderingen zijn van pensioenfondsen die uitsluitend direct beleggen. Bijvoorbeeld het middelgrote Spoorwegpensioenfonds heeft deze keuze gemaakt, omdat direct vastgoed een gunstige correlatie-eigenschap heeft met de andere beleggingscategorieën in de portefeuille en omdat ze achten genoeg expertise in huis te hebben. Desondanks is over de gehele linie een toename in indirect vastgoed te zien. Daarbij neemt bij alle pensioenfondsen het bij direct vastgoed belegd vermogen af, met uitzondering van de bedrijfstakpensioenfondsen waar het belegd vermogen in direct vastgoed gelijk blijft. Echter, dit type pensioenfondsen heeft het grootste belegd vermogen waardoor er geen oorzakelijk verband is aan te tonen tussen pensioenfondstype en direct vastgoed beleggen. Er is wel een relatie tussen het type pensioenfondsen en/of de grote van het belegd vermogen met direct vastgoed beleggen aan te tonen. Het blijkt dus dat grotere pensioenfondsen meer in direct vastgoed beleggen dan kleinere pensioenfondsen. Daarnaast beleggen bedrijfstakpensioenfondsen meer dan ondernemingspensioenfondsen en meer dan beroepspensioenfondsen in direct vastgoed. Waarbij het laatste type nauwelijks in direct vastgoed belegt, blijkt uit data van DNB (2011a).

Indien er door een pensioenfonds voor gekozen wordt om in indirect vastgoed te beleggen, heeft dat voornamelijk te maken met het spreiden van risico, blijkt uit de gehouden interviews. In de afgelopen jaren zijn pensioenfondsen steeds meer risicoavers geworden. Daarom wordt er eerder gekozen voor indirect vastgoed dan direct vastgoed en dan bij voorkeur nog voor niet-beursgenoteerd vastgoed, vanwege zijn gunstige correlatie-eigenschappen in de portefeuille en ook vanwege de mogelijkheid om sectoraal en geografisch te spreiden. Hierdoor spelen risico's zich bij direct vastgoed op pandniveau af en bij indirect vastgoed op fondsniveau. Daarbij valt wel op dat het specifieke risico van direct vastgoed geruimd is voor het financiële risico (leverage) van indirect vastgoed, zoals eerder genoemd. Desondanks zijn de beweegredenen om eerder indirect te gaan beleggen dan direct divers, blijkt uit de interviews:

1. Mogelijkheid tot spreiden in beleggingen, geografie, sector en in managementapparaten.
2. Mismatch tussen het werkapparaat van direct vastgoed met de allocatie naar direct vastgoed.
3. Beschikbaarheid van lokale kennis in het buitenland bij indirect vastgoed.
4. Indirect is liquider dan direct.
5. Flexibiliteit, waardoor sneller vastgoedexposure op te bouwen is dan bij direct vastgoed. Ook is een indirecte portefeuille sneller te wijzigen dan een directe portefeuille en daarbij aansluitend is een indirecte portefeuille sneller op te bouwen dan een directe portefeuille.
6. Mogelijkheid om te beleggen in meerdere participaties dan bij direct vastgoed.
7. Er is meer controle op de fondsmanagers, doordat er meerdere personen naar kijken.
8. Er is bij indirect een groter belegend vermogen mogelijk.
9. Toegang voor kleine pensioenfondsen, iets wat niet mogelijk zou zijn bij direct vastgoed.
10. In theorie een hoger rendement realiseerbaar, met kanttekening dat dit vaak bereikt wordt met leverage en dus meer financieel risico heeft dan direct vastgoed.
11. De voorkeur van het bestuur om liever indirect te gaan beleggen dan direct. Het bestuur heeft namelijk het laatste woord waarin en hoe belegd wordt.
12. Een indirect fonds heeft zijn eigen bestuur, dus directe aansturing is niet noodzakelijk.

Daartegenover zijn er ook enkele beweegredenen die bepalend zijn om juist in direct te beleggen (bron interviews):

1. De correlatie met andere beleggingscategorieën is lager bij direct vastgoed dan bij indirect vastgoed en al helemaal in vergelijking met beursgenoteerd vastgoed.
2. Men heeft meer zicht op de beleggingen en dus een directe controle.
3. De afwezigheid van leverage bij direct vastgoed zorgt voor een lager risicoprofiel.
4. Vanuit de historie nemen veel pensioenfondsen direct vastgoed mee, hierdoor zijn er goede portefeuilles ontstaan die indirect niet gemakkelijk te reproduceren zijn.
5. Direct vastgoed levert een stabiel rendement op, zeker in vergelijking met indirect vastgoed.
6. Men heeft minder fiscalisten en/of juristen nodig, want de complexiteit is veel kleiner dan bij indirect.
7. Vanuit het Financieel Toetsingskader (FTK) wordt er een lagere buffer voor direct vastgoed vereist dan voor indirect.
8. Ook hier geldt dat er een voorkeur van het bestuur kan zijn voor direct vastgoed, mogelijk in gegeven door punt 4.

Tevens zijn er redenen geweest die niet zozeer bepalend zijn geweest voor een beleidsoverstap, maar wel invloed hebben gehad. Ten aanzien van rendement bijvoorbeeld zijn de meningen verdeeld. In theorie zou indirect een hoger rendement moeten geven vanwege het gebruik van leverage, maar in de praktijk wordt dit niet altijd gezien, blijkt uit de interviews. Vooral bij niet-beursgenoteerde fondsen zonder leverage zijn de verschillen in rendement met direct vastgoed niet op te merken. Het enige waardoor er een verschil in rendement kan zijn, is omdat via een niet-beursgenoteerd fonds internationaal en sectoraal belegd kan worden. Doordat dit met direct vastgoed niet te realiseren is zou er een hoger

rendement behaald kunnen worden. Tussen niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed is wel een verschil op te merken in rendement, maar alleen op korte termijn. Op lange termijn vertoont het indirecte vastgoed dezelfde rendementen, echter de meetperiode is niet lang genoeg om hier een gedegen conclusie over te trekken. Bovendien bevat de meetperiode twee zware crisissen in 2002 en 2008. Een andere reden is dat het direct vastgoed en indirect vastgoed elk zijn eigen karakteristieken hebben. Zo heeft direct vastgoed een lange looptijd en een lage correlatie met andere beleggingscategorieën, waardoor hiermee een goede diversificatie in de portefeuille bereikt kan worden. Het niet-beursgenoteerde vastgoed heeft deze diversificatie-eigenschap ook en de mogelijkheid om internationaal te beleggen, maar wel een kortere looptijd dan direct vastgoed. Het beursgenoteerde vastgoed heeft goede internationale mogelijkheden en een looptijd zo lang als de belegger wenst, maar geen goede diversificatie-eigenschappen in de portefeuille. Daarom worden de vastgoedcategorieën anders behandeld. Het beursgenoteerd vastgoed wordt met name gezien als bijstelling van de allocatie, terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed echt als vastgoed wordt gezien. Het directe vastgoed wordt tevens zo gezien, maar de allocatie is alleen gewenst indien het in Nederland (of lokaal) kan en de portefeuille groot genoeg is om door het pensioenfonds zelf te handhaven.

Ten aanzien van de toezichthouder blijkt dat de invloed van De Nederlandsche Bank (DNB) niet aanwezig is op het beleggingsniveau, blijkt uit interviews. De enige invloed is de communicatie tussen het pensioenfondsbestuur en de toezichthouder, maar dit heeft zover bekend (nog) geen directe invloed op het (vastgoed-)beleggingsbeleid gehad. Een ander kenmerk dat totaal geen invloed op de overstap heeft gehad, is de verhouding tussen de actieve deelnemers, niet-actieve deelnemers en gepensioneerden. Tevens heeft een derde kenmerk geen invloed gehad. Volgens de Liability Driven Investment (LDI) zouden pensioenfondsen verplichtingen moeten afdekken met beleggingen om de dekkingsgraad minder gevoelig te maken voor rentewijzigingen. Aangezien de verplichtingen op lange termijn gelden zou direct vastgoed hiervoor beter geschikt zijn dan indirect vastgoed, maar desondanks heeft indirect vastgoed toch de voorkeur. In die zin lijken pensioenfondsbesturen nog niet op een LDI-wijze naar de portefeuille te kijken, in ieder geval niet ten aanzien van het vastgoedbeleggingsbeleid.

Inhoudsopgave

VOORWOORD	IV
SAMENVATTING	VI
1 INLEIDING.....	1
1.1 KADERING	1
1.1.1 <i>Vastgoed</i>	1
1.2 AANLEIDING	1
1.2.1 <i>Toename beleggingsrisico</i>	2
1.2.2 <i>Vastgoed</i>	2
1.2.3 <i>Beleidswijzigingen</i>	3
1.3 WETENSCHAPPELIJKE EN MAATSCHAPPELIJKE RELEVANTIE	4
1.4 STELLINGEN.....	4
1.5 ONDERZOEKSMETHODIEK	4
1.6 LEESWIJZER	5
2 PENSIOENFONDSEN EN HUN OMGEVING.....	6
2.1 PENSIOENWET	6
2.1.1 <i>Financiële Toetsingskader</i>	6
2.2 PENSIOENSTELSEL	7
2.3 PENSIOENFONDS VERPLICHTINGEN	7
2.3.1 <i>Indexatie</i>	8
2.4 PENSIOENFINANCIERING	8
2.4.1 <i>Premiebepaling</i>	8
2.5 BELEGGINGEN	9
2.5.1 <i>Beleggingsportefeuille</i>	9
2.5.2 <i>Beweegredenen</i>	10
2.5.3 <i>Beloningen</i>	10
2.6 RISICOMANAGEMENT	10
2.6.1 <i>Risico's</i>	11
2.7 KAPITAALREIS.....	12
2.7.1 <i>Dekkingsgraad</i>	12
2.7.2 <i>Herstelplannen</i>	13
2.8 TOETSEN	13
2.8.1 <i>Asset Liability Management</i>	13
2.8.2 <i>Continuïteitsanalyse</i>	13
2.8.3 <i>Liability Driven Investment</i>	14
2.9 TOEZICHTHOUDER.....	14
2.9.1 <i>Autoriteit Financiële Markten</i>	15
2.9.2 <i>Kritiek op pensioenfondsen</i>	15
2.10 CONCLUSIES	15
3 THEORETISCH KADER: BELEGGINGSSTRATEGIE	18
3.1 DE MODERNE PORTEFEUILLETHEORIE	18
3.1.1 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	18
3.2 BEHAVIORALE THEORIE.....	19
3.3 CONCLUSIES	19

4	VASTGOED	20
4.1	VASTGOED.....	20
4.1.1	<i>Correlatie</i>	20
4.1.2	<i>Management</i>	20
4.1.3	<i>Risico's</i>	21
4.1.4	<i>Terugverdiertijd</i>	21
4.1.5	<i>Dividend</i>	22
4.1.6	<i>Belasting</i>	22
4.1.7	<i>Buitenland</i>	22
4.2	DIRECT.....	23
4.2.1	<i>Voordelen van beleggen in direct vastgoed</i>	23
4.2.2	<i>Nadelen van beleggen in direct vastgoed</i>	24
4.3	INDIRECT.....	25
4.3.1	<i>Voordelen van beleggen in indirect vastgoed</i>	25
4.3.2	<i>Nadelen van beleggen in indirect vastgoed</i>	25
4.3.3	<i>Beursgenoteerd</i>	26
4.3.4	<i>Niet-beursgenoteerd</i>	26
4.4	RISICOMANAGEMENT	26
4.5	DERIVATEN.....	27
4.5.1	<i>Vastgoedderivaten</i>	27
4.6	CONCLUSIES	28
5	PENSIOENFONDSEN.....	30
5.1	KLEINE PENSIOENFONDSEN	30
5.2	INVESTMENTMANAGEMENT	30
5.2.1	<i>Beweegredenen</i>	31
5.3	DE NEDERLANDSCHE BANK.....	32
5.3.1	<i>Regelgeving</i>	32
5.3.2	<i>Toekomst regelgeving</i>	33
5.4	CONCLUSIES	33
6	BEWEEGREDEKEN.....	35
6.1	DIRECT VASTGOED VERSUS INDIRECT VASTGOED	35
6.2	RENDEMENT	38
6.3	VASTGOEDBELEGGINGSBELEID	39
6.4	ADVISEURS EN EXTERNE MANAGERS	40
6.5	RISICO'S	41
6.6	HONORARIUMBELEID.....	42
6.7	DIVIDEND.....	43
6.8	VASTGOEDDERIVATEN.....	44
6.9	CONCLUSIES	44
7	CIJFERS PENSIOENFONDS BELEGGINGEN.....	47
7.1	OPMERKING VOORAF	47
7.2	ALLE NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN.....	47
7.3	MACROCIJFERS GROTE PENSIOENFONDSEN	49
7.4	MACROCIJFERS MIDDELGROTE PENSIOENFONDSEN	49
7.5	MACROCIJFERS MIDDELKLEINE PENSIOENFONDSEN.....	50
7.6	MACROCIJFERS KLEINE PENSIOENFONDSEN	51
7.7	BEDRIJFSTAKPENSIOENFONDSEN.....	52

7.8	ONDERNEMINGSPENSIOENFONDSEN	52
7.9	BEROEPSPENSIOENFONDSEN.....	53
7.10	CONCLUSIES	53
8	MEERVOUDIGE CASESTUDY.....	55
8.1	SPOORWEGPENSIOENFONDS.....	55
8.1.1	<i>Dekkingsgraad</i>	55
8.1.2	<i>Investmentmanagement</i>	56
8.1.3	<i>Portefeuille</i>	56
8.1.4	<i>Vastgoed</i>	56
8.1.5	<i>Conclusies</i>	57
8.2	UNILEVER PENSIOENFONDS (PROGRESS).....	57
8.2.1	<i>Dekkingsgraad</i>	58
8.2.2	<i>Investmentmanagement</i>	58
8.2.3	<i>Portefeuille</i>	59
8.2.4	<i>Vastgoed</i>	59
8.2.5	<i>Conclusies</i>	59
8.3	PENSIOENFONDS METAAL EN TECHNIEK (PMT).....	60
8.3.1	<i>Dekkingsgraad</i>	60
8.3.2	<i>Investmentmanagement</i>	60
8.3.3	<i>Portefeuille</i>	61
8.3.4	<i>Vastgoed</i>	61
8.3.5	<i>Conclusies</i>	61
9	CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN.....	63
9.1	CONCLUSIES	63
9.2	AANBEVELINGEN.....	65
10	LITERATUUR.....	66
10.1	JAARVERSLAGEN	68
10.2	GERAADPLEEGDE PERSONEN	68
	BIJLAGE 1: MACROCIJFERS NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN	I
	BIJLAGE 2: CIJFERS MEERVOUDIGE CASESTUDY	III
	BIJLAGE 3: INTERVIEW VRAGENLIJST	VI

1 Inleiding

In dit hoofdstuk is de aanleiding en onderzoeksmethodiek beschreven. Ten eerste is de kadering aangegeven welke gebruikt is in dit onderzoek. Ten tweede is de aanleiding beschreven. Ten derde is de wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie benoemd. Ten vierde zijn de stellingen aangegeven en als vijfde is op de onderzoeksmethodiek ingegaan. Tot slot is de leeswijzer weergegeven.

1.1 Kadering

Volgens Van Gool et al. (2007) is de doelstelling van een pensioenfonds: “*het beheren van vermogen voor de deelnemers, om in de toekomst uitkeringen zoals lijfrentes en pensioenen te kunnen uitkeren aan de deelnemers*”. Een pensioenfonds is volgens het CBS een wettelijk erkend fonds waarin gelden worden bijeengebracht strekkende tot verzekering van pensioen van werknemers die in een bepaalde bedrijfstak, onderneming of beroep werkzaam zijn geweest (CBS, 2011a). De bij De Nederlandsche Bank (DNB) ingeschreven pensioenfondsen zijn onderverdeeld in bedrijfstak-, ondernemings-, beroeps- en overige pensioenfondsen (DNB, 2011b). Voor deze thesis worden Nederlandse pensioenfondsen als kader gebruikt voor het onderzoek, hierbij zijn die onderverdeeld in de bedrijfstakpensioenfondsen, de ondernemingspensioenfondsen en de beroepspensioenfondsen.

1.1.1 Vastgoed

In dit onderzoek is de vastgoedverdeling van Van Gool et al. (2007) gebruikt. Deze verdeling houdt een onderscheid in tussen direct vastgoed en indirect vastgoed. Direct vastgoed is het beheren van eigen panden en daaruit huurinkomsten ontvangen. Indirect vastgoed is het participeren in vastgoedfondsen of vastgoedondernemingen, waaruit gelden via dividend en waardegroei wordt ontvangen. Hierbij is nog een extra onderscheid te maken tussen niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed. Het beursgenoteerd vastgoed is, zoals de naam al zegt, op de beurs genoteerd, terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed private vastgoedfondsen zijn waar vaak met meerdere participanten in geparticipeerd wordt. Hieronder is in figuur 1 weergegeven hoe deze verdeling is gehanteerd in dit verslag. In hoofdstuk 4 zijn de karakteristieken van vastgoed beschreven, waarbij in paragraaf 4.2 direct vastgoed is beschreven en in paragraaf 4.3 indirect vastgoed is beschreven.



Figuur 1: Nederlandse vastgoedverdeling [Eigen ontwerp]. (Bron: o.b.v. Van Gool et al., 2007)

1.2 Aanleiding

Mede door de wereldwijde kredietcrisis hadden veel pensioenfondsen in 2008 een zeer lage dekkingsgraad. De grote Nederlandse pensioenfondsen Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP) en Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) verloren samen zelfs 14 miljard euro op hun beheerd vermogen (Elsevier, 2008). Een groot gedeelte van de pensioenfondsen is destijds onder de wettelijk vereiste dekkingsgraad van 105% gekomen, waardoor ze genoodzaakt waren de pensioenen niet te indexeren. Dit is te verklaren aan de hand van de crisis en de stijgende verplichtingen van de pensioenfondsen. De verplichtingen zijn gestegen door een hogere inflatie en een lagere rente, blijkt uit NRC (2011). Uit Mercer (2011a) blijkt dat veel pensioenfondsen een herstelplan voor de dekkingsgraad hebben ingediend bij De Nederlandsche Bank (DNB), omdat het verplicht is indien een pensioenfonds onder de dekkingsgraad van 105% komt. Daarnaast zijn ze steeds bezorgder over de oplopende inflatie. Zo'n 40%

van de pensioenfondsen is bezig zich actief in te dekken, onder andere via ‘inflation linked credits’, zoals energiemaatschappijen, tolwegen en vastgoedondernemingen. De achterliggende reden is dat de koopkracht van het pensioen behouden blijft en pensioenen geïndexeerd kunnen worden (Mercer, 2011b).

1.2.1 Toename beleggingsrisico

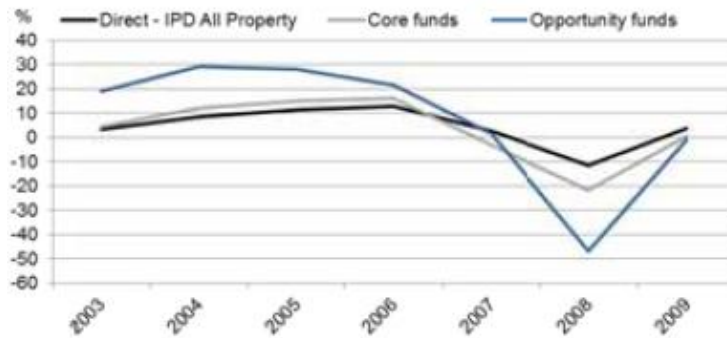
Uit het onderzoek van Frijns (2010) blijkt dat pensioenfondsen afhankelijker zijn geworden van de financiële markten. In plaats van te beleggen in vastrentende waarden zoals obligaties zijn de pensioenfondsen vanaf ‘90 steeds meer gaan beleggen in zakelijke waarden, zoals aandelen, vastgoed en alternatieve beleggingen. Eén van de redenen dat pensioenfondsen een hoger risicoprofiel nemen, is om de oplopende pensioenkosten tegen te gaan en om de koopkracht op lange termijn te handhaven. Met name in tijden van crisis kan dit leiden tot aanzienlijke dalingen in de dekkingsgraad, zoals ook de afgelopen tijd zichtbaar was. Een andere reden voor een groter risicovol gedrag is dat de pensioenen duurder worden door minder premiebetalende deelnemers, vergrijzing en een langere levensverwachting van de deelnemers. De meeste pensioenfondsen zijn daarom aan het vergrijzen, want het aandeel premie-inkomsten neemt af ten opzichte van de pensioenverplichtingen. Hierdoor is het voor pensioenfondsen moeilijker om pensioenen te indexeren en is er dus meer rendement nodig om te kunnen indexeren. De derde reden om risicovoller te beleggen ligt in de theorie van diversificatie, waarmee het risico in de portefeuille verlaagd kan worden (zie ook paragraaf 3.1). Volgens Frijns (2010) zijn pensioenfondsen hier actief mee bezig geweest. De diversificatie heeft de afgelopen jaren naast de standaard beleggingen, zoals overheidsobligaties, aandelen en vastgoed, ook met alternatieven beleggingen plaatsgevonden. Het is echter gebleken dat diversificatie in crisissen minder effectief is, omdat de correlatie tussen de beleggingscategorieën dan oploopt. Dit kan uiteindelijk omslaan in krediet- en liquiditeitsrisico’s (Frijns, 2010). In tabel 1 is een overzicht weergegeven van de allocatie van pensioenfondsen in de verschillende beleggingscategorieën.

Tabel 1: Verdeling beleggingscategorieën van alle pensioenfondsen in 2009 en in 2010 (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

	2010		2009	
Vastgoed	77.101	10,3%	65.614	9,8%
Aandelen	268.988	35,8%	242.988	36,2%
Vastrentende waarden	340.239	45,3%	328.492	49,0%
Overige	64.336	8,6%	33.293	5,0%
Totaal belegd vermogen	750.664	100,0%	670.387	100,0%

1.2.2 Vastgoed

Ten aanzien van vastgoed is er tot 2008 een hoogconjunctuur geweest in de beleggingscategorie. Vastgoed behaalde goede rendementen en dat zorgde ervoor dat er meer beleggers in geïnteresseerd waren, met name in de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is men vanaf 2002 zeer geïnteresseerd geworden. Vanwege een beperkt aanbod van ‘top’vastgoed werd er middels leverage steeds meer vreemd vermogen gebruikt om mooie rendementen te laten zien. Echter, toen in 2008 de kredietcrisis toesloeg, bleek dat veel vastgoedfondsen een te hoge graad van leverage hadden en niet meer konden voldoen aan de leningeisen. Hiermee is de aantrekkelijkheid van indirect vastgoed verdwenen, maar het directe vastgoed zonder leverage is niet zo negatief als de indirecte vastgoedfondsen (Downs, 2008). In figuur 2 is te zien hoe de rendementen verlopen van direct vastgoed en niet-beursgenoteerd vastgoed, waarbij in de laatst genoemde een onderscheid is gemaakt tussen core fondsen en opportunistische fondsen (zie ook paragraaf 4.3.4). Hierbij heeft een core fonds in het algemeen weinig leverage en een opportunistisch fonds juist veel leverage. In figuur 2 valt op dat direct vastgoed een stabiel verloop laat zien qua rendementen, terwijl het indirect vastgoed weliswaar een beter rendement laat zien in goede tijden, maar in slechte tijden een veel grotere dip laat zien dan direct vastgoed.



Figuur 2: Rendementen van Europese core- en opportunistische fondsen tegenover directe rendementen.
(Bron: Baum, 2011, p. 6)

Het aantal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is sinds het midden van 1990 flink gegroeid, zowel in aantal als in kapitaal. Dit is opmerkelijk gezien in een tijd dat de vastgoedfondsen historisch gezien niet konden bewijzen dat ze beter presteerden dan de benchmarks of performance doelen. Dit was een gebrek aan transparantie hoe goed het fonds presteert ten opzichte van de groep of het direct vastgoed (Baum, 2011). Inmiddels is er een historisch overzicht met een onderscheid tussen fondsen (zie bijvoorbeeld figuur 2). Het verschil in rendement in vastgoed is het gebruik van leverage. Het is gebleken dat de opportunistische fondsen veelal gedreven zijn door hoge leverage met een hoog risico en dus een hoog rendement. Tevens heeft het onderzoek van Baum (2011) uitgewezen dat de core fondsen niet in staat zijn gebleken de directe vastgoedindex te volgen, ze hebben namelijk een bredere spreiding van rendementen dan verwacht. Dit lijkt de consequentie te zijn van het gebruik van leverage.

1.2.3 Beleidswijzigingen

De pensioenfondsen DSM, ABP, PFZW, AKZO, KLM, Hoogovens, Shell, Stork en meer recentelijk Philips zijn overgestapt, blijkt uit Van Gool et al. (2007). Volgens Van Gool et al. (2007) en PropertyNL (2010) zijn de pensioenfondsen steeds meer aan het overstappen naar indirect vastgoed. In het verleden hebben al vele de directe vastgoedportefeuille met management van de hand gedaan. Met name omdat ze meer in het buitenland willen beleggen en met direct vastgoed is dat lastig. Een inzicht in het beleid van het pensioenfonds van Unilever, genaamd Progress, blijkt dat het pensioenfonds ook minder in direct vastgoed investeert en meer in indirect vastgoed (Progress, 2010). Deze beleidswijziging is gebaseerd op het feit dat meer internationale spreiding gewenst is en dat Progress een kleine speler is op de Nederlandse directe vastgoedmarkt. Het nieuwe beleid richt zich dan ook volledig op deelname in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. De beleidsoverstap van de pensioenfondsen is opmerkelijk aangezien de rendementen op lange termijn beter zijn van direct vastgoed dan van indirect vastgoed, zie tabel 2. Vooral in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is men meer geïnteresseerd geraakt vanaf 2002. Echter, Van Gool et al. (2007) stelt dat het direct vastgoed tijdens de crisis juist beter gepresteerd heeft, zie tabel 2. Ook blijkt uit Baum (2011) dat de vastgoedfondsen niet de verwachte risicorendementsverhouding hebben geleverd, want er is meer risico dan gedacht. Het traditionele risicorendementsprofiel van vastgoed dat tussen vastrentende waarden en aandelen in zit wordt aangevochten. De pensioenfondsen zijn lange termijn beleggers en kiezen blijkbaar niet voor het risicorendementsprofiel van vastgoed, maar voor andere redenen.

Tabel 2: Overzicht rendementen van beleggingscategorieën in 2010 [Eigen bewerking]. (Bron: IDP, 2011)

	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar
Direct vastgoed	4,60%	2,50%	6,20%	7,60%
Beursgenoteerd vastgoed	13,70%	4,30%	5,60%	-
Aandelen	9,30%	-6,00%	1,40%	-1,00%
Vastrentende waarden	9,30%	8,40%	4,50%	6,40%
Inflatie	1,90%	1,70%	1,60%	2,00%

1.3 Wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie

De pensioenfondsen lijken tot op heden niet voor het beleid te kiezen van rendementsmaximalisering, want het is gebleken dat het directe vastgoed met name tijdens crisissen beter presteert. Vreemd genoeg blijken pensioenfondsen juist steeds meer in indirect vastgoed en minder in direct vastgoed te beleggen. Daarom is met dit onderzoek een poging gedaan om inzicht te krijgen in de beweegredenen van de pensioenfondsen om indirect te gaan beleggen. Tevens is onderzocht of er bedrijfskenmerken zijn die aan deze beleidsoverstap ten aanzien van indirect vastgoed ten grondslag liggen. Hiermee zal dit onderzoek een bijdrage proberen te leveren omtrent het inzichtelijk maken van de beweegredenen van pensioenfondsen ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen.

1.4 Stellingen

Probleemstelling:

Er is geen inzicht in de beweegredenen van pensioenfondsen die de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen hebben gemaakt.

Doelstelling:

Inzicht krijgen in de beweegredenen van pensioenfondsen die de overstap direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen hebben gemaakt.

Centrale vraagstelling:

Wat is het beleid van pensioenfondsen geweest ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen, welke wijzigingen hebben plaatsgevonden en welke conclusies kunnen er uit deze beleidswijziging getrokken worden?

Deelvragen:

1. Wat zijn de kaders waarbinnen de pensioenfondsen (moeten) opereren?
2. Wat is het onderscheid tussen beleggen in direct vastgoed en indirect vastgoed?
3. Welke beweegredenen liggen ten grondslag aan een beleidsoverstap ten aanzien van vastgoedbeleggingen door pensioenfondsen, zowel intern als extern?
4. Welke onderliggende bedrijfskenmerken zijn aan deze overstap te koppelen en welke effecten en invloeden hebben deze overstap gehad op de prestaties van het vastgoed in de portefeuille?

1.5 Onderzoeksmethodiek

De eerste deelvraag is via een beschrijvend literatuuronderzoek beantwoord (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). De focus ligt op het theoretisch kader en het empirisch kader van de pensioenfondsen. Hierin is de regelgeving omtrent pensioenfondsen onderzocht, alsmede de invloed van de regelgeving op de pensioenfondsen.

De tweede deelvraag is tevens via een beschrijvend literatuuronderzoek beantwoord (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). Deze focus ligt op het theoretisch kader en empirisch kader van vastgoed beleggen.

Hierin is onder andere onderzocht welke karakteristieken het directe en het indirecte vastgoed heeft en welke voor- en nadelen deze met elkaar hebben.

Voor de derde deelvraag is een evaluatieonderzoek uitgevoerd. Middels een selecte steekproef zijn mondelinge interviews afgenomen met specialisten in het vakgebied om een goed beeld te krijgen van de achterliggende beweegredenen (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). Deze specialisten hebben de functie van investmentmanager, senior portfoliomanager real estate, vastgoedanalist, e.d. Deze zijn werkzaam voor pensioenfondsen en vermogensbeheerders (investmentmanagement). Door het interviewen van deze personen is getracht de achterliggende beweegredenen en externe factoren te achterhalen. Hiermee is getracht bepalende factoren in een beleidsbeslissing naar voren te halen en invloeden van reglementen op de portefeuille en beleidsbeslissingen te verduidelijken.

De vierde deelvraag is op te splitsen in een harde studie en een zachte studie. De harde studie bestaat uit een onderzoek van de macrocijfers van Nederlandse pensioenfondsen betreffende bedrijfskenmerken en beleggingsbeleid. De zachte studie bestaat uit drie meervoudige casestudy's die volgens het evaluatieonderzoek zijn uitgevoerd om te bepalen hoe de beleidsoverstap de prestaties heeft beïnvloed en hoe de beleidsoverstap in de praktijk in elkaar zit (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). Tevens is hierbij bekeken of er enkele strategische ondernemingsvariabelen ten grondslag liggen aan de overstap naar indirect vastgoed.

1.6 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 zijn de kaders van de Nederlandse pensioenfondsen beschreven, zoals die in de regelgeving is vastgelegd. In hoofdstuk 3 is een theoretisch kader weergegeven omtrent de beleggingsstrategie, waarin de basistheorieën zijn beschreven. In hoofdstuk 4 worden de eigenschappen van beleggen in vastgoed getoond, zowel van direct als van indirect. In hoofdstuk 5 is de omgeving van de pensioenfondsen beschreven. Het hoofdstuk laat zien waarmee de pensioenfondsen recentelijk te maken hebben gehad. In hoofdstuk 6 zijn de bevindingen van de interviews beschreven. In hoofdstuk 7 zijn de macro kerncijfers van de Nederlandse pensioenfondsen weergegeven. In hoofdstuk 8 zijn de drie casestudy's beschreven. Ten slotte zijn in hoofdstuk 9 de conclusies en aanbevelingen beschreven.

2 Pensioenfondsen en hun omgeving

In dit hoofdstuk is ingegaan op de Nederlandse pensioenfondsen. Ten eerste is de regelgeving voor pensioenfondsen beschreven die in de Pensioenwet staat. Ten tweede is ingegaan op het Nederlandse pensioenstelsel. Ten derde is een samenhang gepresenteerd op de verplichtingen van de pensioenfondsen voor het uitbetalen van de pensioenen. Vervolgens is als vierde ingegaan op de financiering van de pensioenen. Ten vijfde zijn de beleggingen van de pensioenfondsen nader toegelicht. In de zesde paragraaf is ingegaan op het risicomanagementaspect van de pensioenfondsen. In de zevende paragraaf is de kapitaal eis van de pensioenfondsen beschreven. In de achtste paragraaf is ingegaan op de toetsen die gebruikt worden bij het bepalen van en inzicht geven in het beleid van de pensioenfondsen. In de negende paragraaf is nader ingegaan op de toezichthouders van de pensioenfondsen. Als laatste zijn de conclusies van dit hoofdstuk beschreven.

2.1 Pensioenwet

In de afgelopen periode zijn enkele sociale volksverzekeringen vervangen en vervallen en geldt er een andere pensioenregelgeving in Nederland. Zo is de Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW) in 1999 vervallen. Ter vervanging van de PSW is sinds 2007 de nieuwe Pensioenwet (PW) van kracht (Stichting AB, 2011). De PW heeft hetzelfde doel als zijn voorganger de PSW had, namelijk het waarborgen van gelden voor pensioentoezegging. De primaire verantwoordelijkheid voor het tot stand brengen van de inhoud van de pensioenregelingen blijft, net als voorheen, berusten bij de arbeidsvoorwaarden. De PW kent op enkele onderdelen verdergaande normen dan voorheen het geval was. Zo is de onderhandelingsvrijheid met betrekking tot de inhoud van de pensioenregeling enigszins beperkt. Tevens mag een pensioenfonds geen nevenactiviteiten verrichten, want de enige activiteiten die verricht mogen worden zijn in het kader van de pensioenenwerkzaamheden. Ook is het oprichten van een pensioenfonds voor slechts één deelnemer niet meer mogelijk, er moeten minimaal twee deelnemers aanwezig zijn. Daarnaast zijn er strengere eisen gesteld aan de transparantie van het pensioenfonds. De (nieuwe) gepensioneerden moeten goed geïnformeerd worden omtrent hun pensioenovereenkomst, zodat men voor de pensioenintreding weet welke pensioenovereenkomst men heeft. Tevens behoort hiertoe het verhelderen van de verantwoordelijkheden van de driehoeksverhouding: werkgever-werknemer-pensioenuitvoerder. Een ander punt heeft te maken met de ontwikkeling van de financiële markten in het verleden, die ertoe heeft geleid dat in de PW normen ten aanzien van de financiële zekerstelling nader zijn uitgewerkt. Zo wordt de wijze van technische voorzieningen (buffer) berekend op basis van marktwaardering. Daarnaast worden eisen gesteld aan het minimum vermogen (zie ook paragraaf 2.7.) (Bol-Zuidema, et al., 2007).

In de continu wijzigende omgeving van pensioenen zullen pensioenfondsen flexibel moeten zijn en pensioenen voor zeer lange termijn veilig moeten stellen. Ondanks dat de maatschappelijke ontwikkelingen voortdurend wijzigen, zal het veiligstellen van pensioenen verkregen moeten worden door de financiële structuur van het pensioenfonds. Een recent voorbeeld van de wijzigende omgeving is dat Henk Kamp, minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, een wetswijziging van de AOW-leeftijd heeft voorgesteld. De AOW-leeftijd moet vanaf 2020 verhoogd worden naar 66 jaar en de pensioengerechtigde leeftijd wordt in 2013 verhoogd naar 66 jaar (Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken, 2011).

2.1.1 Financiële Toetsingskader

Onderdeel van de PW is het Financiële Toetsingskader (FTK). Hiervan is het doel in vier hoofdpunten samen te vatten. Ten eerste is inzicht in de financiële positie nodig, door middel van de adequate waardering van beleggingen en verplichtingen. Ten tweede is de waardering op risico gebaseerd, want de financiële eisen worden afgestemd op het risicoprofiel. Ten derde is er een bevordering van

professioneel risicobeheer door het gebruik van een intern model als toets op het vereiste eigen vermogen. Ten vierde wordt het interventiemoment naar voren gehaald, middels de continuïteitsanalyse. Door de continuïteitsanalyse (zie ook paragraaf 2.8.2) wordt de sturingskracht van beleidsinstrumenten beoordeeld en kan men beter besluiten welke indexatie gehanteerd moet worden. Daarnaast worden er ook eisen gesteld aan de communicatie naar deelnemers over het indexatiebeleid, hierbij moet de communicatie voldoen aan enkele standaard teksten (Bol-Zuidema, et al., 2007 en Pröpper, 2006 en Van Dijk, et al., 2007).

Frijns (2010) stelt dat het FTK ervoor zorgt dat pensioenfondsen de portefeuille op basis van nominale dekkingsgraad beheersen, terwijl deelnemers een reële pensioenverwachting hebben. Mercer (2011b) stelt hierbij dat de verplichtingen van de pensioenfondsen wel op nominaal niveau zijn, maar de pensioenfondsen actief aan het beleggen zijn om de koopkracht op peil te houden. Dus indexatie is geen garantie noch een verplichting, maar een doelstelling van de pensioenfondsen (zie ook paragraaf 2.3.1).

2.2 Pensioenstelsel

Het huidige Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit drie pijlers (Raad van deelnemers Pensioenfonds Elsevier, 2006):

1. *AOW*: hiervoor is de overheid verantwoordelijk. De AOW is een basisvoorziening voor iedereen die in Nederland woont. De AOW kent geen inkomens- of vermogenstoets. Voor ieder jaar dat iemand tussen zijn vijftiende en vijfenzestigste levensjaar in Nederland woont, bouwt deze persoon AOW-rechten op.
2. *Pensioen*: de pensioenen behoren tot de verantwoordelijkheid van de pensioenfondsen. Het pensioen is immers een arbeidsvoorwaarde waarin de inhoud van de pensioenovereenkomst wordt bepaald. De rol van de overheid is gelegen in het waarborgen van deze pensioenovereenkomst.
3. *Eigen vermogen*: men kan zichzelf verzekeren voor de oude dag via het opbouwen van eigen vermogen, bijvoorbeeld door middel van sparen.

De drie pijlers worden op verschillende wijzen gefinancierd. De eerste pijler wordt gefinancierd door een omslagstelsel dat een basisinkomen geeft voor alle burgers boven de leeftijd van 65 jaar. Hierin betalen de huidige werkende de premies voor de huidige AOW-gerechtigden (Raad van deelnemers Pensioenfonds Elsevier, 2006). De tweede pijler bestaat uit de gelden die voornamelijk gefinancierd zijn door de werkgevers en werknemers middels een verplichte koppeling aan het arbeidscontract. Meestal betaalt de werkgever het grootste gedeelte van de contributies, alhoewel het werknemersgedeelte toeneemt. Het is gebaseerd op het totale inkomen van de arbeidsduur. De tweede pijler dient als toevoeging aan de eerste. Daarom wordt bij het bepalen van het pensioen rekening gehouden met het basis pensioen van de eerste pijler, de AOW (Broeders en Pröpper, 2010). De derde pijler bestaat uit privé spaargelden voor het pensioen. Hieronder vallen belastinggunstige pensioenbesparingen, zoals levensverzekeringen en sparen. De derde pijler staat los van de eerste en tweede pijler. Hierbij kan men zelf bepalen hoeveel en op welke manier het pensioen uit de eerste en tweede pijler aanvult.

2.3 Pensioenfonds verplichtingen

De tweede pijler van het Nederlands pensioenstelsel wordt gehanteerd omdat de AOW alleen niet voldoende is om de levensstandaard na pensionering in stand te houden. Hiervoor is tussen de werkgever en de werknemer een pensioenregeling in het leven geroepen, die door het pensioenfonds wordt uitgevoerd. De pensioenregeling kent twee varianten: een salarisafhankelijke regeling en een (vaste) bedragenregeling (Kleynen, 1996). Het (vaste) bedragensysteem komt sporadisch voor. De meest voorkomende vorm van pensioensystemen is het salarisafhankelijke systeem, waarbij de hoogte van het pensioen gerelateerd wordt aan het salaris. Het salarisafhankelijke systeem kan gesplitst worden in een

eindloonregeling en middelloonregeling, aldus Broeders en Pröpper (2010). Bij een eindloonregeling wordt het ouderdomspensioen volledig gebaseerd op het inkomen net voor de pensionering. Dit resulteert meestal in een uiteindelijk te verkrijgen pensioen van zo'n 70% van het laatst genoten salaris. Het eindloonsysteem is daarom duur vanwege het werkverleden dat hierbij wordt betrokken. Een andere wijze van salarisafhankelijke pensioenbepaling wordt gevormd door het middelloonsysteem. In dit systeem is het pensioen gebaseerd op het salaris dat gedurende de gehele carrière verdiend is. Dit systeem werkt zonder werkverleden, maar het pensioen wordt geïndexeerd met de salarisgroei of inflatie. Deze indexatie is echter niet gegarandeerd, want het wordt op jaarlijks bepaald op basis van de financiële reserve. Mede daardoor is het middelloonsysteem in vergelijking met het eindloonsysteem goedkoper. De meeste pensioenfondsen opereren onder het middelloonsysteem en deze trend is stijgende (Broeders en Pröpper, 2010 en Kleynen, 1996).

2.3.1 Indexatie

Deelnemers kunnen geen rechten doen gelden op indexaties en pensioenfondsen zijn niet verplicht om technische voorzieningen op te sparen voor indexatie. Als er slechte tijden aanbreken kan de indexatie zelfs worden verlaagd. Omdat indexatie in een middelloonsysteem grotendeels het niveau van pensioen bij pensionering bepaald, zijn deelnemers het beste af indien er een realistische communicatie is betreffende (tegenvallende) indexatieverwachtingen. Het FTK verplicht deze communicatie jaarlijks. Daarom is er een soort indexatielabel gemaakt, die de redelijk verwachte indexatie voor de komende 15 jaar en de indexatie in een crisis laat zien. De indexatie wordt hierbij gekoppeld aan de dekkingsgraad, indien de dekkingsgraad hoger is dan 125% wordt er een volledige indexatie toegepast. Als de dekkingsgraad lager is dan 125% volgt een gedeeltelijke indexatie of zelfs geen indexatie (Broeders en Pröpper, 2010).

2.4 Pensioenfinanciering

De pensioenfinanciering van pensioenfondsen vindt plaats via de manier van het kapitaaldekkingstelsel. Dit houdt in dat de reserve wordt opgebouwd door de premiebetalende deelnemers. Hierbij is het doel om verplichtingen in de toekomst te kunnen financieren met een reserve die precies groot genoeg is (zie ook paragraaf 2.7). Onder verplichtingen vallen pensioenuitkeringen maar ook crisissen. Door Kleynen (1996) wordt hierbij geïmpliceerd dat er een solidariteit bestaat tussen twee dimensies: de tijdsdimensie en inkomensdimensie. De tijdsdimensie impliceert dat er een solidariteit bestaat tussen de premiebetalende populatie en niet-premiebetalende populatie. De inkomensdimensie is een solidariteit tussen verschillende inkomensgroepen (Kleynen, 1996).

2.4.1 Premiebepaling

Pensioenfondsen moeten de kosteneffectieve premie bepalen voor de dekking van de benodigde reserve. De kosteneffectieve contributie wordt in dit geval bepaald als som van (Broeders en Pröpper, 2010):

- de benodigde contributie van de pensioenverplichtingen;
- de extra som voor onderhouden van het eigen fonds;
- de extra som voor administratiekosten;
- de extra som die nodig is vanuit een actuariel standpunt voor het doel van het geven van indexaties.

Door pensioenfondsen worden in het algemeen de eerste drie punten gedekt door kosteneffectieve premie. Het laatste punt wordt vaak gedekt door beleggingen, omdat er anders een te hoge premie gerekend moet worden.

Bij de berekening van kosteneffectieve contributies mogen pensioenfondsen een smoothed of vaste berekende marktrente gebruiken om toekomstige verplichtingen te disconteren. Hierdoor kunnen fluctuaties in de pensioenen beter worden opgevangen. Deze mag niet gebruikt worden als buffer en/of

technische provisies. Het is aan het pensioenfonds te bepalen welk niveau het hanteert, echter een 70% level van volledige indexatie is het absolute minimum. Hierbij moet worden opgemerkt dat pensioenfondsen stichtingen zijn, waardoor ze niet failliet kunnen gaan. Een pensioenfonds kan indien nodig de premies verhogen of de pensioenen verlagen om de financiële positie te herstellen (Broeders en Pröpper, 2010). Een andere optie is dat de sponsor (de onderliggende werkgever) bijspringt om de financiële positie te herstellen.

2.5 Beleggingen

Om aan de pensioenverplichtingen te voldoen, moeten de pensioenfondsen voldoende liquide en solvabel zijn en ook zorgen dat ze dit op lange termijn blijven. Daarom beleggen pensioenfondsen met als doel het behalen van rendement, zodat aan toekomstige pensioenverplichtingen voldaan kan worden. De vermogens van de Nederlandse pensioenfondsen blijken zeer groot te zijn: in 1994 bedroeg het gezamenlijke vermogen 226,89 miljard euro en in 2010 bedroeg het vermogen al 800,36 miljard euro (DNB, 2011c). Door middel van beleggen is in een periode van 16 jaar het vermogen (nominaal) meer dan verdrievoudigd.

2.5.1 Beleggingsportefeuille

De beleggingen van pensioenfondsen vinden plaats in verschillende beleggingscategorieën, die ieder een ander rendement opleveren met een daarbij behorend risico. Hieronder zijn de verschillende beleggingscategorieën weergegeven, met een volgorde van laag rendement met weinig risico naar hoog rendement met veel risico, dus van een laag risicorendementsprofiel naar een hoog risicorendementsprofiel. (In hoofdstuk 3 wordt dieper ingegaan op het bepalen van de 'ideale' beleggingsportefeuille.)

- Vastrentende waarden (lang en kort lopende).
- Vastgoed (direct en indirect).
- Aandelen (beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd).
- Alternatieven (hedgefonds, infrastructuur, grondstoffen, etc.).

De samenstelling van de beleggingsportefeuille van de pensioenfondsen is verschillend per pensioenfonds vanwege de onderliggende kenmerken en verplichtingen. Hoewel de vastrentende waarde van oudsher de beleggingsportefeuille domineert, wordt er tevens belegd in de zakelijke waarden, zoals vastgoed en aandelen (Kleynen, 1996). Vanaf de jaren '90 zijn de pensioenfondsen meer in aandelen gaan beleggen, ten nadele van de beleggingen in vastrentende waarden, zoals staatsobligaties. Daarnaast is in de vastwaarde waarden een verschuiving geweest van privéleningen naar verhandelbare obligaties. Het vergroten van de beleggingen in aandelen en verhandelbare obligaties toont een grotere interesse in liquide middelen aan. Ook in vastgoed is dit zichtbaar, want er vindt een verschuiving plaats van direct vastgoed in naar indirect vastgoed. Een andere trend is een grotere interesse in alternatieve beleggingen, zoals grondstoffen, hedgefonds en infrastructuur. Hierin zijn pensioenfondsen meer aan het beleggen, maar vergeleken met de andere beleggingscategorieën nog beperkt. Tevens is een trend dat pensioenfondsen steeds meer internationaal investeren. Op het moment maken internationale beleggingen driekwart van de totale portefeuille uit, terwijl dit in de jaren '80 zeer beperkt was. Dit geldt voor alle beleggingscategorieën (Broeders en Pröpper, 2010).

Herbalanceren

Veel pensioenfondsen hanteren een vaste beleggingsportefeuilleverdeling die is afgestemd op de toekomstige verplichtingen. Door (externe) marktinvloeden moet de beleggingsportefeuille voortdurend aangepast worden. Het herbalanceren van de beleggingsportefeuille impliceert dat de fluctuerende waarde van een belegging leidt tot aan- en verkopen, zodat de relatieve gewichten in de portefeuille constant blijven. Echter, het is mogelijk om de waardeveranderingen binnen bepaalde bandbreedtes te laten plaatsvinden, de zogenoemde 'tracking-error'. Daarbij is gebleken dat na een relatieve periode van underperformance, van bijvoorbeeld aandelen, pensioenfondsen te gretig zijn in het herbalanceren van

de portefeuille, terwijl de beleggingsverdeling vrij wordt gelaten na een periode van outperformance van aandelen (Broeders en Pröpper, 2010). Dus pensioenfondsen kopen aandelen indien hiervan de waarde daalt, maar verkopen de aandelen niet als de waarde stijgt. De winsten worden hierdoor dus niet gekapitaliseerd.

2.5.2 Beweegredenen

Er zijn een drietal belangrijke beweegredenen waarom pensioenfondsen in verschillende beleggingscategorieën beleggen. Ten eerste geldt de regel naar de zoektocht tussen de optimale combinatie van rendement en risico, het risicorendementsprofiel. Door middel van spreiding kan die combinatie bereikt worden (zie ook paragraaf 3.1) (Van Loo, 1983). Ten tweede zijn lange termijn beleggers risicoavers. De verliezen die beleggers ervaren, worden in vergelijking met winsten van dezelfde omvang veel negatiever ervaren (Kleynen, 1996). Het blijkt dat portefeuillebeheerders die vaker de portefeuille evalueren eerder geneigd zijn risico te mijden dan degene die minder evalueren. Daarnaast blijkt dat hoe vaker men de portefeuille evalueert, men een steeds hoger rendement wil behalen op aandelen dan op vastrentende waarden vanwege het extra risico dat men loopt. Zou men slechts één keer in de 20 jaar de portefeuille evalueren, dan zou de belegger met een veel lager rendement op aandelen genoegen nemen (Benartzi en Thaler, 1993). Een derde reden is dat pensioenfondsen op basis van het kapitaaldekkingstelsel de pensioenverplichtingen en –beleggingen beter op elkaar kunnen laten aansluiten. Een pensioenfonds heeft hierdoor de mogelijkheid om extra rendement op beleggingen te halen door meer te alloceren in aandelen dan in vastrentende waarden. Echter, hierdoor loopt het pensioenfonds meer risico, terwijl bij een hoge allocatie in vastrentende waarden meer zekerheid bestaat over het pensioen van de gepensioneerden. De keuze voor de allocatie(verdeling) van de beleggingscategorieën hangt hierbij af van het pensioenfonds(bestuur) (Benartzi en Thaler, 1993).

2.5.3 Beloningen

De manier van het belonen van managers is mede bepalend, voor het risico dat gelopen wordt bij beleggingen. Er kleven namelijk risico's aan de wijze van de beloning van het beleggingsbeleid, want het toepassen van een beloningsbeleid met een variabele (prestatie)beloning (performancehonorarium) leidt tot het nemen van meer korte termijn risico's. Iets wat niet overeenkomt met de lange termijn visie van een pensioenfonds. Hierbij is het gebruikelijker om voor externe investeringsmanagers een performancehonorarium te gebruiken dan voor investeringsmanagers van het pensioenfonds (Kiewit en Pijpers, 1997).

2.6 Risicomanagement

Volgens een studie van Ortec door Van Hoogdalem, Kramer en Boender (2011) zijn er drie kernpunten in relatie tot risico en pensioenfondsen. Het eerste punt is hoeveel risico het pensioenfonds bereid is te nemen, waarbij er een onderscheid is tussen dekkingsgraadrisico, contributierisico en pensioenrisico. Het tweede punt is hoe het risico gemonitord wordt en welke acties daarop volgen indien het risico overschreden wordt, zoals welk beleggingsrisico verminderd moet worden en hoe dit aansluit op de visie op de markten. Een vuistregel die door Ortec gehanteerd wordt, is dat "1% extra rendement gelijk is aan 30% hoger pensioen of 30% lagere premies". Het derde punt is de keuze tussen nominaal of marktrente hedgen, waarbij een keuze voor nominaal hedgen gevolgen heeft voor de dekkingsgraad als de inflatie en de marktrente stijgt. De recente crisis laat zien dat risico's een grote invloed hebben op pensioenfondsen. Het gevolg hiervan is dat uit de huidige kredietcrisis twee dingen zijn geleerd. Als eerste stelt een hoog risicoprofiel pensioenfondsen bloot aan hele duidelijke dalingen op de korte termijn. Als tweede is de termijn waarin risicovolle beleggingen de risicovrije beleggingen zullen outperformen langer dan voorheen verwacht, want aandelen presteren slechter dan vastrentende waarden (zie tabel 2) (Broeders en Pröpper, 2010). Echter, het komt uiteindelijk neer op het bestuur, welk risico het pensioenfonds wil nemen en hoe ze het willen beheersen.

2.6.1 Risico's

Er zijn verschillende soorten risico's waar een pensioenfonds mee te maken heeft. Zo is er het operationeel risico, liquiditeitsrisico, marktrisico en het renterisico naast de meer traditionele risico's, zoals sterfelijkheidsrisico en levensduurrisico. Hieronder worden de belangrijkste risico's beschreven (Broeders en Pröpper, 2010):

1. *Rentevoet risico*: vanwege de langere looptijd en hogere waarde van verplichtingen, ten opzichte van de looptijd van rente-afhankelijke beleggingen, zijn pensioenfondsen kwetsbaarder voor een dalende dan een stijgende rente. Ook door in meerdere categorieën te beleggen zijn pensioenfondsen sinds 1990 gevoeliger geworden voor rentevoetrisico en mede daarom zijn de kapitaaleisen groter geworden. Dit risico heeft zich sterk geprofileerd gedurende de kredietcrisis vanwege de steile daling van de rente.
2. *Valutarisico*: dit risico geldt bij buitenlandse beleggingen. Door fluctuerende geldkoersen kunnen de waarden van buitenlandse beleggingen gedurende de looptijd veranderen. Sommige pensioenfondsen dekken het valutarisico af door het aangaan van valutaswaps of 'forward contracten'¹.
3. *Kredietrisico*: een kredietrisico treedt op indien een lenende partij zijn betalingen niet kan nakomen. Een recent voorbeeld is waarin Griekenland zijn obligaties (bijna) niet kan terugbetalen. In de toekomst kan meer nadruk gelegd worden op kredietrisicobeoordelingen, omdat kredieten populairder worden als beleggingsklasse met een risicorendementsprofiel tussen risicovrije staatsobligaties en risicovolle aandelen.
4. *Verzekeringsrisico*: het verzekeringsrisico betreft eigenlijk de actuariële risico's. Elk pensioenfonds heeft een mogelijkheid voor het bepalen van de actuariële risico's die afwijken van de gemiddelde populatie en dus overeenkomen met hun eigen populatie van deelnemers en gepensioneerden. Voor pensioenfondsen met meer dan 1.000 deelnemers nemen deze risico's snel af, want grote pensioenfondsen zijn eigenlijk alleen blootgesteld aan lange levensduur(risico). Daarnaast is het risico voor jongere deelnemers hoger dan voor oudere deelnemers. Het benodigd kapitaal voor verzekeringsrisico's is meestal relatief klein voor pensioenfondsen met een blootstelling naar rentevoetrisico's, met name door de aanname van onafhankelijkheid tot alle andere risicocategorieën.
5. *Vastgoedrisico en alternatieve risico's*: beleggingen in aandelen en vastgoed zijn alternatieven voor het beleggen in de (risicovrije) staatsobligaties. Pensioenfondsen beleggen hierin vanwege het verwachte risicorendementsprofiel die gerealiseerd kan worden op lange termijn. In het algemeen gesproken heeft indirect vastgoed een groter risicoprofiel vanwege het gebruik van leverage. Om deze reden wordt indirect vastgoed gezien als een gelijke van aandelen in de markt. Andere ontwikkelingen voor het zoeken naar rendement zijn niet-beursgenoteerde aandelen en hedgefondsbeleggingen. Elk met zijn eigen karakteristieke risico's.
6. *Grondstoffen- en bulkgoederenrisico*: een belangrijke reden voor het beleggen in grondstoffen is risicodiversificatie met andere beleggingscategorieën. In de recente jaren hebben de meeste grondstoffen een opwaartse trend laten zien, die verklaard kan worden door een groeiende vraag uit nieuwe economieën, zoals China en India. Echter, ze hebben ook korte en ernstige dippen laten zien.
7. *Overige risicocategorieën*: het liquiditeitsrisico, het concentratierisico en het operationele risico worden herkend als drie verschillende risico's. De les van de crisis is dat pensioenfondsen mogelijke blootgesteld staan aan het liquiditeitsrisico, door bijvoorbeeld gerelateerde derivaten. Daarnaast worden vooral grijze pensioenfondsen blootgesteld aan beleggingsliquiditeit risico. Deze ontstaat gedurende periodes van stress waarbij de prijzen ver beneden de recente

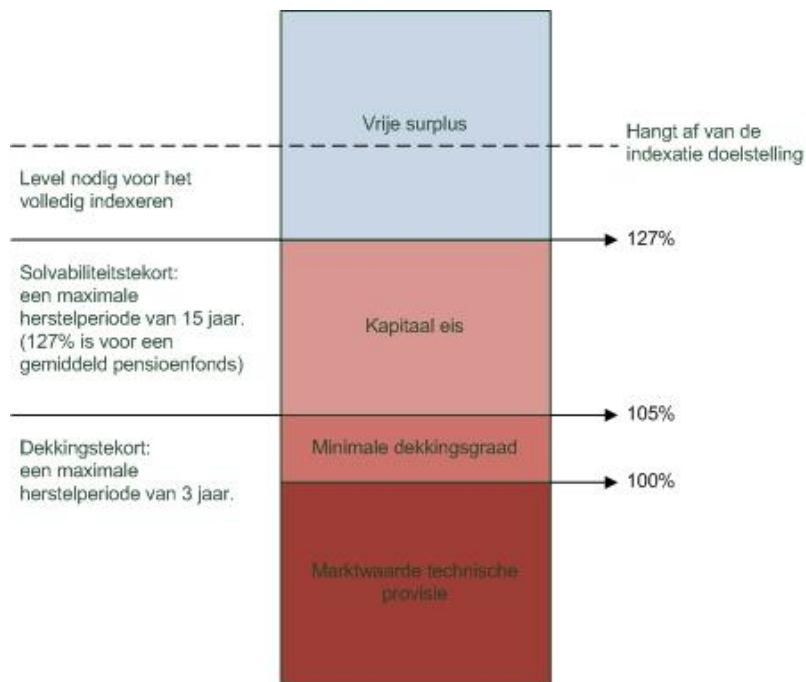
¹ Forward contract is een niet gestandaardiseerd contract tussen twee partijen voor het kopen of verkopen van een belegging/goed op een vooraf afgesproken toekomstig tijdstip en prijs.

marktprijzen dalen. Dit risico wordt meer relevant voor grijze pensioenfondsen die een grotere netto cash-outflow hebben.

De koppeling van risico en tijd wordt groter bij de lange horizon van een pensioenfonds. Daarom hebben pensioenfondsen de plicht om de risico's binnen acceptabele grenzen te houden om de pensioenen van de deelnemers te garanderen. Door middel van risico gebaseerde solvabiliteitseisen en een lange termijn continuïteitsanalyse wordt de solvabiliteit op lange termijn bekeken (zie ook paragraaf 2.7 en paragraaf 2.8.2) (Broeders en Pröpper, 2010).

2.7 Kapitaaleis

Volgens Broeders en Pröpper (2010) zijn pensioenfondsen verplicht een extra kapitaal (buffer) aan te houden omtrent de solvabiliteit. Deze buffer is vereist om veranderingen in de verhouding van beleggingen- en verplichtingen op te vangen. Zonder deze buffer kunnen de pensioenfondsen een risicovol beleid voeren en de risico's op de jonge deelnemers afschuiven. Echter, pensioenfondsen kunnen risico's verdelen door bij oudere deelnemers de jonge deelnemers als vangnet te gebruiken en bij de jonge deelnemers het opgebouwde vermogen van de oude deelnemers te gebruiken. Het aanhouden van deze buffer is gebaseerd op de karakteristieken van een pensioenfonds. Elk pensioenfonds heeft zijn eigen kapitaaleis, oftewel zijn eigen minimale buffer (Broeders en Pröpper, 2010).



Figuur 3: Vereiste dekkingsgraad voor pensioenfondsen [Eigen bewerking].
(Bron: Broeders en Pröpper, 2010, p. 500)

2.7.1 Dekkingsgraad

Een pensioenfonds moet altijd een minimum kapitaal hebben. Er is een minimum eis van 5% aan technische provisies en risicogebaseerd kapitaal. De minimum dekkingsgraad is daarom 105%, zie figuur 3. Voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds met 50% geïnvesteerd in risicovolle beleggingen (aandelen, grondstoffen, kredieten, valuta) is de vereiste kapitaaldekking gemiddeld 27% aan technische provisies. De vereiste dekkingsgraad is daarom 127%. Dit niveau is een gemiddelde voor alle Nederlandse pensioenfondsen, maar verschilt dus per pensioenfonds. In figuur 3 is te zien dat volledige indexatie alleen te behalen is met een dekkingsgraad boven de 127%. Tevens is te zien dat de minimale

dekkingsgraad 105% bedraagt, waaronder geen indexatie wordt toegewezen (Broeders en Pröpper, 2010 en Van Dijk, et al., 2007).

2.7.2 Herstelplannen

Gedurende de tijd zijn dekkingsgraden volatiel en kunnen dus onder de vereiste dekkingsgraad komen, dus onder de 127%. In dat geval moeten pensioenfondsen onmiddellijk DNB informeren over de ontwikkelingen en moet het pensioenfonds een lange termijn herstelplan opstellen. Hierin wordt beschreven wat de realistische stappen zijn voor het herstellen van de vereiste dekkingsgraad binnen 15 jaar. Als de minimumeis van 5% doorbroken is, dus een lagere dekkingsgraad dan 105%, dan moet het herstelplan ook een beschrijving bevatten van realistische stappen om de minimumeis binnen 3 jaar te halen. Elk herstelplan is gebaseerd op een recente continuïteitsanalyse (zie paragraaf 2.8.2) (Broeders en Pröpper, 2010 en Van Dijk, et al., 2007).

2.8 Toetsen

Door een pensioenfonds dient te worden bepaald wat de optimale verdeling is tussen de beleggingscategorieën, zoals aandelen, vastrentende waarden en vastgoed. De optimale beleggingsmix hangt af van de doelstelling van de belegger en zijn criteria. Tevens spelen de omvang van het vermogen, de praktische mogelijkheden en eventuele beperkingen een rol, zoals indexatieniveau, premieniveau, marktrente, het aantal gepensioneerden, etc. Door de pensioenfondsen worden twee middelen gebruikt om deze verhouding te bepalen (Van Gool et al., 2007):

1. *Asset Liability Management*: hierbij komt men tot een op de verplichtingen afgestemde beleggingsstructuur. Dus een optimale verhouding tussen verplichtingen en beleggingen.
2. *Continuïteitsanalyse*: de analyse laat een overzicht zien van verschillende marktscenario's en belangrijke sleutelrisico's over een 15-jarige horizon.

2.8.1 Asset Liability Management

Asset Liability Management (ALM) is in de PW een verplicht onderdeel bij pensioenfondsen en moet elke 5 jaar worden uitgevoerd (Mercer, 2011a). Het zorgt ervoor dat pensioenfondsen een goede balans kunnen hanteren tussen verplichtingen en beleggingen. De verhouding tussen de pensioen ontvangende populatie en de premiebetalende populatie bepaalt het draagvlak waarop verplichtingen van dat pensioenfonds kunnen plaatsvinden (Kleynen, 1996). In een ALM-studie komen actuariële prognoses, pensioenverplichtingen, economische verwachtingen en het beleggingsbeleid samen. Door middel van meerdere scenario's te berekenen op basis van verwachtingen op inflatie, renteniveaus, valuta, beleggingscategorie rendementen, demografie, indexatie, premieniveau, e.d. is er een schatting te maken wat de beste beleggingstrategie is voor het pensioenfonds en dus ook de beste beleggingsallocatie. De ALM-studie geeft een zeer waarschijnlijk beeld van de toekomst. Hierbij is het van belang dat de beste strategie voor een pensioenfonds een stabiele koers is waarin korte termijn fluctuaties geen of beperkte invloed hebben op de dekkingsgraad (Van Hoogdalem, Kramer en Boender, 2011). Echter, bij de ALM-studie gaat het om voorspellingen die gebaseerd zijn op resultaten uit het verleden, de input bepaalt de output. Dus ook hier luidt het credo 'in het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst'. Daarom is het ook van belang bij het bepalen van het beleid of de onderliggende onderneming (sponsor) bereid is bij te springen in geval van tegenvallende beleggingsresultaten (Van Gool et al., 2007).

2.8.2 Continuïteitsanalyse

Om tekortkomingen te detecteren in de financiering zijn pensioenfondsen verplicht om elke 3 jaar een continuïteitsanalyse uit te voeren. Het doel om de analyse in te voeren was om pensioenfondsen bewust te maken van lange termijn ontwikkelingen en ze te laten nadenken over hun reacties op deze ontwikkelingen. Het laat dan ook een overzicht zien van verschillende marktscenario's en belangrijke

sleutelrisico's over een 15-jarige horizon. Daarnaast laat de continuïteitsanalyse zien of er genoeg middelen zijn om de dekkingsgraad te kunnen aanpassen en geeft de continuïteitsanalyse het pensioenfonds een lange termijn herstelplan (Broeders en Pröpper, 2010). Een continuïteitsanalyse is daarom een toetsing van het huidige beleid, terwijl een ALM een nieuw beleid vormt en inzicht geeft in de verwachtingen (Mercer, 2011a).

DNB heeft voor deze analyse slechts alleen een kader geschetst. Het is aan de pensioenfondsen de taak om de analyse verder uit te werken. Het model met parameters moet zowel realistisch als consistent zijn en op het pensioenfonds zijn toegespitst. Het bepaalt een realistische aanname over de toekomstige resultaten. Populatie, indexatieniveau, contributieniveau, beleggingsrendement en rentevoetniveaus zijn hierbij bepalende inputparameters. Om het realiteitsniveau niet te verliezen zijn deze parameters en andere categorieën gebonden aan reglementen welke het minimale en maximale niveau van verwachte waarden begrenst. De beleggingscategorieën hebben maximum rendementen, namelijk: vastrentende waarden 4,5%, beursgenoteerde aandelen 9%, niet-beursgenoteerde aandelen 9,5%, aandelen in opkomende markten 10%, grondstoffen 8%, en direct vastgoed 8%. Daarbij is er een minimum verwachte waarde van prijs- en salarisinflatie van 2% en 3%. Deze rendementen zijn veelal een discussiepunt aangezien deze een belangrijke invloed hebben. De afhankelijkheid van de pensioenfondsen op hogere schattingen van toekomstige rendementen is zeker een belangrijke zorg en geeft een constante druk op het Nederlandse pensioensysteem (Broeders en Pröpper, 2010).

2.8.3 Liability Driven Investment

Volgens Van Gool et al. (2007) is een andere benadering van institutionele beleggers het 'Liability Driven Investment' (LDI). De aanleiding hiervoor is dat de pensioenfondsen volgens het FTK op (variabele) marktwaarden moeten waarderen (disconteren) en niet meer met de vaste rekenrente van 4%. Aangezien beleggingen een kortere looptijd hebben dan verplichtingen, zorgt een daling van de rente tot een hogere waarde van de verplichtingen als voor de beleggingen. Het gevolg is een dalende dekkingsgraad. Dus een variabele marktwaarde zorgt voor een volatiele dekkingsgraad. Vandaar dat men ook anders over beleggingen is gaan denken. In het verleden ging het voornamelijk om het verslaan van de benchmark, zoals de Morgan Stanley Capital Index (MSCI). Nu staat vooral het dichten van het verschil tussen de verplichtingen en beleggingen centraal, ook wel 'looptijd mismatch' genoemd. Dit dichten leidt tot het ongevoelig worden voor renteveranderingen. Daarom is het bij een LDI belangrijk beleggingen te vinden die een bescherming kunnen bieden tegen rente. Dit zou gerealiseerd kunnen worden door te beleggen in langlopende, geïndexeerde obligatieleningen. Echter, doordat deze obligaties minder renderen dan aandelen zal een afweging gemaakt moeten worden tussen risicoreductie en rendement (Van Gool et al., 2007). De blootstelling aan hogere risico's betaalt zich terug op lange termijn, maar kan voor serieuze tekortkomingen zorgen op korte termijn. Een gedegen LDI portefeuille zou de gevoeligheid van de dekkingsgraad voor renteveranderingen kunnen verminderen en daarmee de volatiliteit van de dekkingsgraad kunnen dempen.

2.9 Toezichthouder

Aangezien pensioenfondsen stichtingen zijn die geen aandelen uitgeven en de verplichtingen aan de deelnemers hebben, is er vanwege afwezigheid van de markt toezicht nodig. De toezichthouder voor Nederlandse pensioenfondsen is De Nederlandsche Bank (DNB). DNB heeft het mandaat om pensioenfondsen te controleren via de Pensioenwet (PW) (zie ook paragraaf 2.1). Het doel van DNB betreft het toezicht houden en controleren om problemen van pensioenfondsen te voorkomen en zo pensioenen te waarborgen. Het toezicht bestaat uit drie fundamentele punten: het definiëren, het overzien en het uitvoeren van minimum voorwaarden met betrekking tot het bekostigen en de solvabiliteit van de pensioenfondsen (DNB, 2011c, en Van Dijk, et al., 2007, en Broeders en Pröpper, 2010). Om het toezicht te kunnen uitvoeren moet DNB goed geïnformeerd zijn over de solvabiliteits- en

liquiditeitspositie van de pensioenfondsen (DNB, 2011). De bevoegdheden van DNB zijn (DNB, 2011 en Van Dijk, et al., 2007):

- Het vorderen van inlichtingen en openbaar maken van beslissingen ten aanzien van een pensioenuitvoerder.
- Het geven van een aanwijzing door het verplichten tot herverzekeren, tot overdracht aan een verzekeraar of tot onderbrenging bij een ander pensioenfonds.
- Het benoemen van een stille curator of laten aanstellen van een bewindvoerder voor een pensioenfonds.
- Het opleggen van een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete.
- Het aanstellen van een bewindvoerder, ter vervanging van het bestuur van het pensioenfonds.
- Het wraken van de actuaris of accountant bij een pensioenfonds wanneer deze zijn taak niet meer goed vervult of kan vervullen.

2.9.1 Autoriteit Financiële Markten

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is tevens een toezichthouder en let op de voorlichting van de pensioenfondsen. Deze moet voldoen aan de wettelijke eisen (Rijksoverheid, 2011 en Van Dijk, et al., 2007). Volgens Van Loo (1984) is ondoorzichtigheid van beleid altijd schadelijk voor het imago van een pensioenfonds. Pensioenfondsen hebben hierin nooit uitgeblonken, maar hierin lijkt een ommekeer te komen. Overigens wordt er op de AFM in dit verslag niet verder ingegaan, omdat haar rol beperkt is tot de voorlichting van pensioenfondsen.

2.9.2 Kritiek op pensioenfondsen

Het is gebleken dat het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfondsen nog voor verbetering vatbaar zijn volgens DNB (Fondsnieuws, 2011). Op basis van onderzoek in 2010 naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen concludeert DNB dat sommige fondsen substantiële verbeteringen in het beleggingsbeleid en risicobeheer hebben doorgevoerd, maar dat de kwaliteit hiervan nog niet op het gewenste niveau is. Het niveau van risicobeheersing en de aanwezige expertise staat niet in verhouding tot de complexiteit van het beleggingsbeleid bij veel pensioenfondsen. Daarnaast ontbreekt bij een substantieel aantal pensioenfondsen ten opzichte van vermogensbeheerders de vorm van onafhankelijk en adequaat risicobeheer. Een ander punt van kritiek is dat de mandaten die pensioenfondsen afsluiten met externe managers of vermogensbeheerders soms te ruim zijn opgesteld en deze uitvoerders te veel vrijheid hebben in het nemen van risico's. Bovendien zijn sommige fondsen volgens DNB niet in staat de financiële risico's van illiquide en innovatieve beleggingen te beheersen en de waarderingen adequaat en onafhankelijk in beeld te brengen (Fondsnieuws, 2011).

2.10 Conclusies

In dit hoofdstuk en in hoofdstuk 3 is de beantwoording van de eerste deelvraag bereikt. Deze deelvraag luidt: *Wat zijn de kaders waarbinnen de pensioenfondsen moeten opereren?*

1. De Pensioenwet (PW) is bepalend voor het beleid van de pensioenfondsen. De pensioenfondsen zijn hierbij de uitvoerders van de pensioenregeling. De onderhandelingsvrijheid met betrekking tot de inhoud van de pensioenregeling is enigszins beperkt. Tevens zijn de enige activiteiten die verricht mogen worden in kader van de pensioenwerkzaamheden. Daarnaast zijn er strengere eisen gesteld aan de transparantie van het pensioenfonds dan voorheen, zoals bij de (nieuwe) gepensioneerden die goed geïnformeerd moeten worden omtrent hun pensioenovereenkomst. Een ander punt heeft te maken met de ontwikkeling van de financiële markten in het verleden. Die hebben ertoe geleid dat in de PW normen ten aanzien van de financiële zekerstelling nader zijn uitgewerkt. Door het hanteren van buffers wordt deze financiële zekerstelling uitgewerkt.

2. Volgens de PW zijn pensioenfondsen niet verplicht om te indexeren. De indexatie vindt plaats via de huidige verhouding tussen de verplichtingen en beleggingen (dekkingsgraad). Als de verhouding gunstig is, worden pensioenen geïndexeerd tegen inflatie of salarisgroei. Als de verhouding niet gunstig is, wordt de indexatie niet doorgevoerd of verlaagd.
3. Onderdeel van de PW is het Financiële Toetsingskader (FTK). Hierin worden eisen gesteld aan het toezicht op de pensioenfondsen. Het doel van het FTK bestaat uit drie punten. Als eerste is inzicht in de financiële positie nodig. Als tweede is de waardering op risico gebaseerd, want de financiële eisen worden afgestemd op het risicoprofiel. Als derde is er een bevordering van professioneel risicobeheer, want door middel van de continuïteitsanalyse wordt de sturingskracht van de beleidsinstrumenten beoordeeld.
4. De pensioenfondsen opereren in de tweede pijler van het Nederlandse pensioenstelsel. De pensioenen behoren tot de verantwoordelijkheid van de pensioenfondsen. Het pensioen is immers een arbeidsvoorwaarde, waarin de inhoud van de pensioenovereenkomst wordt bepaald.
5. Om aan de pensioenverplichtingen te voldoen, moeten de pensioenfondsen voldoende liquiditeit en solvabiliteit in huis hebben en zorgen dat ze dit op lange termijn ook behouden. Daarom beleggen pensioenfondsen, want met het behalen van rendement kan aan toekomstige pensioenbetalingen worden voldaan.
6. De beleggingen van pensioenfondsen vinden plaats in verschillende beleggingscategorieën, welke ieder een ander rendement opleveren met een daarbij behorend risico. De verschillende beleggingscategorieën met een volgorde van een laag risicorendementsprofiel naar een hoog risicorendementsprofiel zijn: vastrentende waarden (lang- en kortlopende), vastgoed (direct en indirect), aandelen (beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd) en alternatieven (hedgefonds, infrastructuur, grondstoffen, etc.).
7. Uit de samenstelling van de portefeuille kan geconcludeerd worden dat pensioenfondsen meer willen beleggen in liquide beleggingen. Dit uit zich in een grotere vraag naar aandelen, maar ook in een grotere vraag naar indirect vastgoed dan direct vastgoed.
8. Veel pensioenfondsen willen een vaste beleggingsportefeuille verdeling hanteren, omdat uit onderzoek blijkt dat men door diversificatie de ideale combinatie van rendement en risico in de portefeuille kan behalen.
9. De pensioenfondsen herbalanceren de beleggingsportefeuille, zodat de gewichten in de portefeuille gelijk blijven. In de praktijk wordt wel een kleine afwijking geaccepteerd. Tevens blijkt dat na een periode van underperformance van aandelen pensioenfondsen te gretig zijn in het herbalanceren van de portefeuille, terwijl de beleggingsverdeling vrij wordt gelaten na een periode van outperformance van aandelen. Hierdoor worden winsten niet gekapitaliseerd.
10. Het grote belang van fondsen in vastrentende waarden duidt op risicomijdend gedrag. Spreiding van de beleggingen over diverse soorten binnen- en buitenlandse beleggingen bevordert een optimale verhouding tussen rendement en risico voor de beleggingsportefeuille als geheel.
11. Verliesaversie beleggers zullen hun portefeuille vaker evalueren en daarom vaker met verliezen worden geconfronteerd. Ze zullen daarom het risico steeds meer vermijden. Het hoger percentage vastrentende waarden in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen kan verklaard worden uit de verliesaversie van de lange termijn belegger.
12. Pensioenfondsen hebben twee dingen geleerd door de kredietcrisis. Als eerste stelt een hoog risicoprofiel pensioenfondsen bloot aan hele duidelijke dalingen op de korte termijn. Als tweede is de termijn waarin risicovolle beleggingen de risicovrije beleggingen zullen outperformen langer dan voorheen verwacht. Echter, het komt uiteindelijk neer op het bestuur, welk risico het pensioenfonds wil nemen en hoe ze het willen beheersen.
13. De kredietcrisis laat zien dat pensioenfondsen een zeer grote blootstelling hebben aan risico's. De blootstelling uit zich in marktrisico, renterisico, liquiditeitsrisico, operationeel risico, naast de meer traditionele risico's, zoals sterfelijkheidrisico en levensduurrisico.

14. De minimale dekkinggraad van een pensioenfonds is 105%. De gemiddelde vereiste dekkinggraad voor pensioenfondsen is 127%. Echter, dit laatste niveau verschilt per pensioenfonds.
15. Het doel om de continuïteitsanalyse in te voeren was om pensioenfondsen bewust te maken van lange termijn ontwikkelingen en ze te laten nadenken over hun reacties op deze ontwikkelingen. Om tekortkomingen te detecteren in de financiering in een vroeg stadium zijn pensioenfondsen verplicht om elke 3 jaar een continuïteitsanalyse uit te voeren. De analyse laat tevens zien of er veranderingen kunnen worden doorgevoerd door aanpassingen van middelen, zoals contributieniveau, indexatie, investeringsbeleid, e.d. In de analyse zijn parameters en andere categorieën gebonden aan reglementen welke het minimale en maximale niveau van verwachte waarden begrenzen. De beleggingscategorieën hebben maximumrendementen van: vastrentende waarde 4,5%, aandelenmarkt 9%, niet-beursgenoteerde aandelen 9,5%, aandelen in opkomende markten 10%, grondstoffen 8% en direct vastgoed 8%.
16. In een ALM-studie komen actuariële prognoses, de aard en structuur van de pensioenverplichtingen, economische verwachtingen en beleggingsbeleid samen. Deze is elke 5 jaar verplicht voor pensioenfondsen. In de ALM-studie wordt aan de hand van enkele scenario's een simulatie van de toekomst geschetst, welke tot een zeer waarschijnlijk beeld van de toekomst omschreven kan worden. Echter, hierbij gaat het om voorspellingen die gebaseerd zijn op resultaten uit het verleden. Dus de input beïnvloedt de output.
17. Een andere (nieuwere) benadering van pensioenfondsen is het Liability Driven Investment (LDI). De aanleiding hiervoor is dat in de FTK beleggingen op (variabele) marktwaarden moeten worden gewaardeerd. Dit leidt ertoe dat veranderende marktomstandigheden tot grote volatiliteit zorgen in de waarde van de verplichtingen, waardoor de dekkinggraad volatiel wordt. Hierin staat vooral het dichten van het verschil tussen de verplichtingen en beleggingen centraal, ook wel 'looptijd mismatch' genoemd. Dit dichten leidt tot het ongevoelig worden voor renteveranderingen. Hierdoor zorgt een portefeuille van een pensioenfonds, die afgestemd is op LDI, voor een minder volatiele dekkinggraad. Dit zou gerealiseerd kunnen worden door te beleggen in langlopende, geïndexeerde obligatieleningen. Echter, doordat de obligaties minder renderen dan aandelen zal een afweging gemaakt moeten worden tussen risicoreductie en rendement.
18. Vooral een rentedaling zal voor een daling van de dekkinggraad bij pensioenfondsen zorgen, omdat een daling van de rente leidt tot een snellere stijging van de waarde van de verplichtingen dan voor de beleggingen. Dit is te verklaren aan de hand van de langere looptijd van verplichtingen dan van beleggingen. Hierdoor zal de looptijd de rentegevoeligheid van de beleggingen aangeven.
19. De toezichthouder voor Nederlandse pensioenfondsen is De Nederlandsche Bank (DNB). Het toezicht bestaat uit drie fundamentele punten: het definiëren, het overzien en het uitvoeren van minimum voorwaarden met betrekking tot het bekostigen en de solvabiliteit van de pensioenfondsen. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is tevens een toezichthouder en let op of de voorlichting van de pensioenfondsen voldoet aan de wettelijke eisen.
20. Het beleggingsbeleid en risicobeheer van pensioenfondsen is nog voor verbetering vatbaar volgens DNB. De mandaten die pensioenfondsen afsluiten met externe investmentmanagers (vermogensbeheerders) zijn soms te ruim opgesteld en geven deze uitvoerders te veel vrijheid in het nemen van risico's.

3 Theoretisch kader: beleggingsstrategie

In dit hoofdstuk zijn de beleggingstheorieën nader uitgelegd. De grondslag van de beleggingstheorieën is bepalend voor de wijze waarop pensioenfondsen hun beleggingsbeleid bepalen. Als eerste is ingegaan op de Moderne portefeuille theorie van Markowitz. Als tweede is de behaviorale (gedrags) beleggingstheorie toegelicht en als laatste zijn de conclusies beschreven van dit hoofdstuk.

3.1 De Moderne portefeuilletheorie

De Moderne portefeuilletheorie van Markowitz (1952) is niet meer weg te denken in beleggen. Hieruit komt het credo 'leg niet al je eieren in hetzelfde mandje', oftewel het spreiden van beleggingen. Door individuele beleggingen in een portefeuille te spreiden, waarbij de onderlinge correlatie zo laag mogelijk is, kan de belegger het risico verlagen en een optimaal rendement behalen op zijn portefeuille. De verklaring waarom individuele beleggingen apart voor een betere portefeuille zorgen, ligt niet zozeer in de desbetreffende verschillende risico's, maar eerder in de verschillende cycli van de beleggingen. Dus los van het verschil in omvang van de fluctuaties is er eveneens een verschil in de timing van beleggingen. De individuele beleggingen kunnen een verschillende reactie hebben op het nieuws, waardoor de individuele beleggingen gezamenlijk minder fluctuatie, oftewel risico, hebben dan individueel. Dus de portefeuille heeft dan in zijn geheel een lager risico (Van Gool et al., 2007).

Het bovenstaande is onder te verdelen in verschillende risicocategorieën. Het risico van een belegging of portefeuille wordt aangegeven met de standaarddeviatie. De correlatie duidt aan of beleggingen dezelfde cycli hebben of niet. Bijvoorbeeld, indien de correlatie 1,0 is dan bewegen de beleggingen op precies dezelfde wijze en bij -1,0 op precies tegenovergestelde wijze. Tevens heeft het gewicht dat de belegging in de portefeuille ook invloed op risicospreiding. Hieruit is op te maken dat het risico in de portefeuille uit drie grootheden bestaat: de gewichtsverdeling, de risico's van de individuele beleggingen en de correlatie tussen de beleggingen (Van Gool et al., 2007). De theorie van Markowitz maakt duidelijk dat een belegger het risico van zijn portefeuille kan verkleinen mits deze een goede spreiding (diversificatie) heeft van, voornamelijk niet of weinig correlerende, individuele beleggingen. Welke portefeuilleverdeling de belegger wil hanteren, hangt af van zijn risicorendementsprofiel

3.1.1 Capital Asset Pricing Model

De Capital Asset Pricing Model (CAPM) is gebaseerd op de Moderne portefeuilletheorie. Dit model legt een verband tussen het gewenste risico en het gewenste rendement van een belegging, want het CAPM veronderstelt een lineaire relatie tussen het risico en rendement van een belegging. De toevoeging van deze formule ten opzichte van de Moderne portefeuilletheorie is de bepaling van het risico, omdat er een verdeling te maken is in het risico van een belegging. Ten eerste is er het marktrisico (systematisch risico), welke een gegeven is voor de markt. Het marktrisico kan daardoor niet worden verminderd door spreiding. Ten tweede is er het specifieke risico (onsystematisch risico), welke een gegeven is bij een bepaalde belegging. Het specifieke risico kan daardoor wel door spreiding worden verminderd. Dat komt omdat er beleggingen zijn die een risico hebben dat gelijk is aan die van de markt in tegenstelling tot de beleggingen die niet gelijk zijn aan het marktrisico. Defensieve beleggingen, zoals voedsel en vastgoed, hebben dus een specifiek risico dat veel minder overeenkomt met het marktrisico. Agressieve beleggingen, zoals technologie en telecomsector, hebben een grotere overeenkomst met het marktrisico. Indien men beschikt over historische rendement- en risicodata kan men de optimale marktportefeuille bepalen aan de hand van een vereist risicorendementsprofiel (Van Gool et al., 2007).

3.2 Behaviorale theorie

Keer op keer is gebleken dat beleggers niet alleen de keuze voor een belegging bepalen aan de hand van theorie. In de praktijk blijkt dat beleggen vooral mensenwerk is. De beleggingen worden daarom ook met het hart-en-gevoel in het groter geheel genomen. Alle beleggingsmodellen zijn uiteindelijk altijd een vereenvoudiging van de realiteit door de aannames die er aan ten grondslag liggen. De drie veronderstellingen die elk model heeft zijn (Van Gool et al., 2007):

1. De belegger is altijd rationeel.
2. De belegger heeft volledige controle over zijn gevoel.
3. De belegger is altijd egoïstisch.

Volgens Van Gool et al. (2007) blijkt het idee dat de belegger altijd voor zichzelf kiest in de praktijk niet op te gaan. Onderzoeken hebben aangetoond dat mensen, en dus ook de beleggers, altijd behoefte hebben aan gelijkheid. Daarnaast is gebleken dat beleggers niet rationeel kiezen. Mede door het gevoel van optimisme blijken veel beleggers zich te overschatten, overigens mannen meer dan vrouwen. Een positieve handelsdag op de beurs is hieruit vaak te bepalen, oftewel het zogenoemde beurs sentiment. De economie is dus niet rationeel. Weer een ander punt wat de veronderstellingen onderuit haalt is het beruchte kuddegedrag van beleggers. Elke belegger is overtuigd van zijn portefeuille, maar als blijkt dat andere beleggers op een nieuwsfeit voor een massabeweging zorgen zijn ze zeer gevoelig om hieraan mee te doen. Tijdelijke hypes en trends zijn aan de orde van de dag op de beurs. Daartegenover staat dat beleggers ook gevoelig zijn voor trends uit het verleden. Beleggingscategorieën die in het verleden goede resultaten hebben behaald kunnen nog steeds veel kapitaal aantrekken, ondanks dat dit in 1900² al is weerlegd (Van Gool et al., 2007).

3.3 Conclusies

In dit hoofdstuk en het vorige hoofdstuk is de beantwoording van de eerste deelvraag bereikt. Deze deelvraag luidt: *Wat zijn de kaders waarbinnen de pensioenfondsen (moeten) opereren?*

1. Door individuele beleggingen in een portefeuille dusdanig te spreiden waarbij de onderlinge correlatie zo laag mogelijk is, kan de belegger het risico verlagen en een optimaal rendement behalen op zijn portefeuille. De verklaring hiervoor ligt niet in de desbetreffende verschillende risico's, maar eerder in de verschillende cycli van de beleggingen. Dus los van het verschil in omvang van de fluctuaties bestaat een verschil in de timing van beleggingen.
2. Het risico in de portefeuille bestaat uit drie grootheden: de gewichtsverdeling, de risico's van de individuele beleggingen en de correlatie tussen de beleggingen.
3. In het CAPM wordt een lineaire relatie verondersteld tussen het risico en rendement van een belegging. De CAPM is ten grondslag aan de bepaling van het risico. Er is een verdeling te maken in het risico van een belegging. Als eerste is er het marktrisico (systematisch risico), welke een gegeven is voor de markt. Het marktrisico is een gegeven risico en kan daardoor niet worden verminderd door spreiding. Ten tweede is er het specifieke risico (onsystematisch risico), welke aanwezig is bij een bepaalde belegging. Het specifieke risico kan daarentegen wel door diversificatie worden verminderd.
4. Alle beleggingsmodellen zijn uiteindelijk altijd een vereenvoudiging van de werkelijkheid door de aannames die er aan ten grondslag liggen. De drie veronderstellingen die elk model heeft zijn: de belegger is altijd rationeel, de belegger heeft volledige controle over zijn gevoel en de belegger is altijd egoïstisch. In de praktijk blijken deze niet altijd op te gaan. Zo komt het kuddegedrag en het zelf overschatten regelmatig voor.

² Bachelier, L. (1900). "Théorie de la Spéculation", *Annales de l'Ecole normale supérieure (trans. Random Character of Stock Market Prices)*. Parijs: Editions Jacques Gabay.

4 Vastgoed

In dit hoofdstuk is een kader aan vastgoed gegeven en wordt bepaald wat de verschillende kenmerken zijn van vastgoed. Als eerste is ingegaan op de verschillende kenmerken van vastgoed. Vervolgens is als tweede direct vastgoed en als derde indirect vastgoed beschreven. Als vierde is het risicomanagementaspect bij vastgoed nader toegelicht. Daarna is als vijfde ingegaan op de derivaten van vastgoed en als laatste zijn de conclusies beschreven.

4.1 Vastgoed

Volgens Van Gool et al. (2007) wordt met *beleggen* in de categorie *vastgoed* vermogen vastgelegd in *onroerend goed*, wat als doel heeft om via de exploitatie en verkoop van het onroerend goed geldelijke opbrengsten te genereren. Dit is te onderscheiden van *investeren* in *onroerend goed*, welke als doel heeft het onroerend goed als productiemiddel te gebruiken. Hierin wordt dus een onderscheid gemaakt tussen *onroerend goed* en *vastgoed*, waarbij onroerend goed een pand betreft en vastgoed alle aan onroerend goed afgeleide financiële producten.

Er is tevens een onderscheid te maken in de beleggingsmogelijkheden van vastgoed. Als eerste bestaat de mogelijkheid om te beleggen in *direct* vastgoed, welke het kopen van een onroerend goed inhoudt om daaruit huuropbrengsten en verkoopopbrengsten te ontvangen. De tweede mogelijkheid bestaat uit het kopen van participaties of aandelen van een vastgoedonderneming, dit wordt ook wel *indirect* vastgoed genoemd. Bij het indirect vastgoed is een verdere verdeling te maken in beursgenoteerd vastgoed en niet-beursgenoteerd vastgoed. Het beursgenoteerd vastgoed bestaat uit een vastgoedonderneming die zijn aandelen op een aandelenbeurs heeft staan en daardoor beschikbaar is voor elke belegger die hierin wil beleggen. Het niet-beursgenoteerd vastgoed bestaat uit vastgoedondernemingen, maar niet beschikbaar zijn op de aandelenbeurs. Hierin kunnen beleggers dan participeren. In het algemeen is niet-beursgenoteerd vastgoed niet voor elke belegger beschikbaar, want vaak wordt hierbij een minimum beleggingsvermogen gevraagd. Daarom wordt niet-beursgenoteerd vastgoed soms ook *privaat vastgoed* genoemd (Van Gool et al., 2007). Uit het onderzoek van CBRE (N.B.) blijkt dat het geld belegd in direct of indirect vastgoed in essentie niks zou moeten uitmaken, want het blijft onroerend goed. Echter, de producten van indirect vastgoed verschillen ten opzichte van direct vastgoed. Een belegging in indirect vastgoed zou daarom een meer gediversifieerde belegging zijn dan een belegging in direct vastgoed, omdat indirect gaat over verschillende panden en over verschillende locaties in tegenstelling tot direct dat gaat over een enkel pand op een enkele locatie.

4.1.1 Correlatie

Uit het onderzoek van Van der Putten (2009) blijkt dat vastgoed in vergelijking met de andere beleggingscategorieën diversificatie teweeg brengt in de portefeuille, dus in overeenstemming met de theorie. Het laat zien dat vastgoed een relatieve kleine of negatieve correlatie vertoont met andere beleggingscategorieën, overigens blijkt dit ook uit Brounen en Eichenholtz (2003). De lage correlatie kan het onsystematisch risico van de portefeuille verkleinen en het rendement van de portefeuille verhogen (zie ook paragraaf 3.1) Volgens Brounen en Eichenholtz (2003) blijkt vastgoed in de portefeuille, gecorrigeerd met taxatie-indexen, voor minimaal 10% tot bijna 30% uit de optimale portfeuillemix te bestaan. Daarnaast noemt Van der Putten (2009) een kritisch punt, namelijk dat vastgoed en de verplichtingen van een pensioenfonds een lage correlatie hebben. Dit betekent dat een hoge allocatie naar vastgoed de dekkingsgraden van pensioenfondsen volatiel maakt.

4.1.2 Management

Het vastleggen van vermogen in direct vastgoed is een arbeidsintensief proces, want er is een uitgebreid management nodig om het beleggen in vastgoed goed te ondervangen. In het algemeen zijn de volgende drie managementfuncties hierbij betrokken: portefeuille- of fondsmanagement, assetmanagement en

propertymanagement. (Opgemerkt dient te worden dat een grote belegger een andere indeling heeft van niveaus dan een kleine belegger.) Ten eerste vindt het fonds- of portefeuillemanagement plaats op het strategische niveau. Hierbij is de doelstelling het bepalen van keuzes op lange termijn en in de organisatie van het beleggingsproces. Ten tweede is het assetmanagement op tactisch niveau bezig, hierbij houdt men zich bezig met het optimaliseren van het risico en rendement van de vastgoedportefeuille. De keuzes worden hierbij gemaakt op middellange termijn. Ten derde is het propertymanagement op operationeel niveau bezig met het optimaliseren van het risico en rendement voor een bepaald pand. Tevens wordt hierbij het servicemanagement soms als aparte categorie opgenomen in plaats van onderdeel van propertymanagement. Deze optimaliseert de relatie met huurders en gebruikers met het oog op optimale huurinkomsten (Van Gool et al., 2007).

4.1.3 Risico's

Vastgoed kent enkele risico's die vaak onderkend worden. De stabiliteit in de vastgoedkoersen bevestigt namelijk dat deze risico's begrepen worden. De belangrijkste risico's zijn (Boissevain, 2002):

1. *Bezettingsrisico*: wanneer huurders bij afloop van het huurcontract ervoor kiezen om zich elders te vestigen komen de eigenaren van het onroerend goed in bezit van een lege ruimte die wederom gevuld moet worden met andere huurders. Daarnaast kunnen de verschillende deelmarkten van vastgoed een ander bezettingsrisico hebben, zoals kantoren tegenover woningen maar ook de Randstad tegenover Noord-Nederland.
2. *Technisch risico*: dit risico is in verschillende categorieën te verdelen. Als eerste is er het bouwkundig risico waarbij gebouwen zoveel mogelijk technisch marktconform moeten worden gebouwd. De wet- en regelgeving in Nederland ondervangt dit grotendeels, met uitzondering van het onderhoud. Een ander technisch risico is het milieurisico, zoals een verontreinigde bodem wat tot hoge kosten leidt.
3. *Economisch (financieel) risico*: het economisch risico wordt bepaald door een aantal factoren, de belangrijkste zijn het rente- en inflatierisico. Vanwege het gebruik van leverage heeft de rente een grote invloed op het rendement van vastgoed en vastgoedproducten. Wanneer de inflatie stijgt, zullen de centrale banken de rente verhogen en omgekeerd. Bij de aankoop wordt daarom vaak de rente voor een lange tijd vastgezet. Daarnaast worden de huurprijzen geïndexeerd met het prijsindexcijfer.
4. *Juridisch en fiscaal risico*: de regelgeving van de verhuur van woningen en winkels is strikt. Zo kunnen winkeliers hun huren vergelijken met de markthuurlen en indien deze afwijkt daarop aanpassen. Dergelijke huurbeschermingsmaatregelen zijn ook van kracht op de woningmarkt. Dit kan een beperking vormen voor de rendementsontwikkeling van verhuurd vastgoed. De fiscale regelgeving kan gevolgen hebben voor het rendement, voornamelijk door wijzigingen in de wetgeving.
5. *Koersrisico*: hieronder vallen de gevolgen van verhandelbaarheid van vastgoedfondsen. Aangezien de onderliggende waarde van vastgoedfondsen slechts beperkt verhandelbaar is, komt het voor dat zelfs de gewenste liquiditeit door vastgoedfondsen niet geleverd kan worden. Het kan dan voorkomen dat een gunstige ontwikkeling in de onderliggende waarde van het beleggingsfonds zich niet uit in de koersontwikkeling. Anderzijds zijn er ook perioden waarin vastgoedfondsen boven hun intrinsieke waarde noteren. Bij niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt dit vaak niet waargenomen, omdat deze op de intrinsieke waarde beoordeeld worden.

4.1.4 Terugverdientijd

Voor direct vastgoed is gebleken dat de terugverdientijd lang is, zo'n 16 jaar. Door wisselende aanvangsrendementen zal de terugverdientijd langer of korter worden, daarom is de looptijd van direct vastgoed niet constant. Het is eveneens gebleken dat de correlatie voor vastgoed tussen

rentevariaties en rendementen klein is, wat wijst op een beperkte looptijd. Daarnaast laat het zien dat een rentedaling niet automatisch leidt tot een hogere vastgoedwaarde. Direct vastgoed is daarom duidelijk anders dan vastrentende waarden (Van Gool et al., 2007). Beursgenoteerd vastgoed heeft daarentegen een looptijd zolang als de belegger wenst. Het niet-beursgenoteerd vastgoed is niet zo liquide als het beursgenoteerde vastgoed en heeft vaak een looptijd die bij de oprichting van het fonds is vastgesteld. Tussentijdse veranderingen zijn mogelijk, maar hierbij is men afhankelijk van het aantal kopers. De liquiditeit van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is dan ook vaak beperkt. De belegger moet daarom rekening houden met vastgoedbelegging en zijn gewenste looptijd.

4.1.5 Dividend

Indirecte vastgoedfondsen en ondernemingen hebben in vergelijking met andere aandelen een zeer hoog dividend. Nadat het fonds ex dividend³ is gegaan, is het fonds optisch goedkoop en treedt vaak een koersstijging op. Beleggers anticiperen hier soms op door in de periode voorafgaand aan deze datum aandelen van het fonds te kopen. Het inlopen van het dividend vindt dan als het ware voor de ex-datum plaats (Boissevain, 2002). Daarnaast stellen De Bont en De Heus (2006) dat het rendement van het dividend hoger kan zijn, indien de onderliggende waarde van het onroerend goed onder de intrinsieke waarde wordt verhandeld. Dit zorgt voor een hoger direct rendement op de indirecte belegging, dan via de huurinkomsten uit het onderliggende onroerend goed wordt behaald.

4.1.6 Belasting

Wanneer het onroerend goed wordt gehouden in een vennootschap, dan wordt de vennootschapsbelasting toegepast (Boissevain, 2002). Hierbij wordt de winst met een vast tarief belast. Een belangrijk element is hierbij de hoogte van de afschrijving, omdat de gebouwen verouderen accepteert de fiscus de gebouwen namelijk als aftrekpost. Een ander punt is dat de huur van beleggers niet btw-plichtig is, maar huurders kunnen echter opteren voor btw-belaste verhuur. Bij aankoop van nieuwbouw kan dan 19% van de betaalde btw worden teruggevraagd. De verhuur van een gebouw aan een partij die niet kan opteren, zoals overheid en banken, levert dus een belangrijk nadeel op. Vaak compenseren dit soort huurders de verhuurders voor het btw-nadeel.

4.1.7 Buitenland

In Boissevain (2002) wordt beschreven dat specifieke lokale omstandigheden het succes van vastgoed bepalen. De lokale beleggers zijn in het algemeen beter geïnformeerd over de vastgoedmarkt dan hun buitenlandse concurrenten. Wanneer toch een keuze wordt gemaakt voor buitenlandse investeringen, behoort er een extra rendementsvergoeding te zijn als compensatie van het extra risico. Tegelijkertijd zullen de lokale beleggers in het buitenland genoeg moeten nemen met een lagere risicopremie, aangezien zij betere informatie over het lokale vastgoed tot hun beschikking hebben. Wanneer de risicorendementsverhouding beter is in het buitenland, zullen beleggers de gelegenheid krijgen om goede beleggingen in het buitenland te doen. De enige factor die deze vergelijking kan doen verbeteren in het voordeel van de buitenlandse belegger is een samenwerking met een lokale partner die de belegging realiseert. Zo zijn ook in de vastgoedwereld uitsluitend organisaties in het buitenland succesvol indien ze samenwerken met buitenlandse lokale partners. Hierbij benutten vooral indirecte vastgoedfondsen de mogelijkheid om gebruik te maken van de lokale expertise in een buitenlandse belegging.

De totale waarde van de beursgenoteerde vastgoedmarkt in Europa ligt rond de 100 miljard euro. Dit in vergelijking met de directe vastgoedmarkt van 3.000 miljard euro in Europa en ongeveer 250 miljard in de beursgenoteerde vastgoedmarkt in de Verenigde Staten (VS). Opmerkelijk is dat bijna de helft van de bestaande beursgenoteerde vastgoedmarkt in het Verenigd Koninkrijk (VK) is te vinden. Veranderingen

³ De eerste datum na de uitbetaling van dividend waarop een koper van aandelen geen recht heeft op het ontvangen van de volgende uitbetaling van dividend.

in de belastingregimes in een aantal Europese landen betekent dat deze sector nog veel kan groeien in de komende decennia. De grootte van het niet-beursgenoteerde vastgoed is veel moeilijker te bepalen (CBRE, N.B.).

4.2 Direct

Onder direct beleggen in vastgoed wordt het beleggen in onroerend goed verstaan, waarbij men eigenaar is van het onroerend goed en dus ook recht heeft op de huur- en verkoopopbrengsten. De kenmerken van direct vastgoed zijn bepalend voor de voor- en nadelen van beleggen in direct vastgoed. Hieronder zijn de kenmerken van direct vastgoed weergegeven ten opzichte van beleggingen in aandelen (Van Gool et al., 2007):

1. Direct vastgoed is een vermogensobject en productiemiddel, dus zowel actief op de vermogensmarkt en verhuurmarkt.
2. Het is niet verplaatsbaar en daardoor kwetsbaar voor verandering in economische en fysieke omgeving.
3. Vastgoed is heterogeen, want elk gebouw is uniek. Hierdoor wordt de markt gekenmerkt door één-op-één transacties in tegenstelling tot de aandelenmarkt, welke vele kopers en verkopers heeft.
4. Er is sprake van veel (lokale) deelmarkten in plaats van één directe onroerend goed markt. Dit komt voornamelijk door de geografische gebondenheid en heterogeniteit.
5. Er is geen sprake van doorlopende prijsvorming, daarnaast worden gegevens over transacties vaak geheimgehouden. Dit draagt bij aan onvolledige informatie en marktimperfecties.
6. Onroerend goed heeft hoge eenheidsprijzen. Ondanks dat het onroerend goed gesplitst kan worden in bijvoorbeeld appartementsrechten gaat het nog om grote bedragen.
7. Er zijn hoge transactiekosten, zoals notariskosten, overdrachtsbelastingen en ook hoge informatiekosten (door de onvolledige informatie, groot aantal deelmarkten en de heterogeniteit van direct vastgoed).
8. Direct vastgoed is illiquide, want de aan- en verkooptransacties vergen veel tijd.
9. De levensduur van grond is oneindig en van gebouwen zeer lang. Daarom is onroerend goed een lange termijn belegging.
10. Onroerend goed heeft een lange productietijd. Tussen vraag en aanbod kunnen daardoor discrepanties ontstaan die zich uiten in schaarste of overaanbod.
11. Onroerend goed kent een grote mate van overheidsregelgeving en heeft veel aandacht van de fiscus.
12. Beleggen in direct vastgoed betreft een zeer managementintensieve vorm van beleggen, waarmee de opbrengsten te beïnvloeden zijn.

4.2.1 Voordelen van beleggen in direct vastgoed

Op basis van de bovenstaande 12 kenmerken van direct vastgoed zijn voordelen te bepalen van het beleggen in direct vastgoed (Van Gool et al., 2007):

- *Vrij stabiele stroom inkomsten*: middels de lange levensduur en vaak langlopende huurcontracten is het mogelijk voor vele jaren redelijk stabiele huurinkomsten te genereren. Belangrijke punten zijn hierbij een goede locatie, de kwaliteit van het pand en de solvabiliteit van de huurders en wijze waarop tussentijdse huuraanpassingen zijn gereguleerd.
- *Aantrekkelijk rendement bij een beperkt risico*: de verhouding risico-rendement is zeer goed door het imperfecte karakter van de vastgoedmarkten. Vooral door lokale mensen kunnen hierdoor bijzondere winsten gehaald worden. Vastgoedbeleggers eisen in het algemeen een looptijdrendement (IRR) dat één tot een paar procentpunten boven dat van langlopende staatsobligaties ligt. Toch wordt het aantrekkelijke karakter van vastgoedbeleggingen vaak

betwist, omdat rendementen en risico's zouden zijn vertekend door 'lagging' en 'smoothing'. De gemeten risico's zouden kleiner zijn dan de werkelijke.

- *Additionele portefeuillediversificatie*: door geringe en soms zelfs negatieve correlaties heeft direct vastgoed een diversifiërend vermogen in een portefeuille met andere vermogenstitels. Dit is te verklaren doordat de vastgoedmarkt vertraagd reageert (lagging) op een verandering in de economische ontwikkeling, vastgoed is daardoor een laatcyclische belegging.
- *Redelijke bescherming tegen inflatie*: bescherming tegen inflatie is op zich te bereiken door een hoog rendement, maar een gemiddeld hoog reëel rendement wil nog niet zeggen dat het rendement de inflatie in elk jaar goed volgt. Het blijkt dat het rendement van direct vastgoed over langere perioden gemeten meestal in beperkte mate correleert met de inflatie. Rendementen van aandelen en vastrentende waarden correleren in de regel nog minder met inflatie.
- *Meer rendement door intensief management*: de directe opbrengsten liggen niet vast (zoals bij couponobligaties) en worden ook niet volledig door anderen bepaald (zoals bij dividenden). De opbrengsten zijn te beïnvloeden door actief management, zoals onderhoud, renovatie, herontwikkeling, e.d.
- *Kunnen profiteren van specifieke kansen op onroerendgoedmarkten*: direct vastgoed is een inefficiënte markt, waardoor de mogelijkheid bestaat om gedurende langere tijd een kennis- en informatievoorsprong op te bouwen waarmee hogere rendementen behaald kunnen worden.
- *Gebruikmaken van fiscale voordelen*: omdat onroerend goed als productiemiddel wordt gezien kan er van worden afgeschreven. De afschrijvingen leveren een aftrekpost op, zelfs als de marktwaarde stijgt. De verkoopwinst (verschil verkoopprijs en boekwaarde) is wel belastbaar, maar kan worden doorgeschreven middels de herbeleggingreserve. Hierover is men geen belasting verschuldigd mits men dit binnen drie jaar herinvesteert.

4.2.2 Nadelen van beleggen in direct vastgoed

Op basis van de 12 kenmerken van direct vastgoed zijn nadelen te bepalen van het beleggen in direct vastgoed (Van Gool et al., 2007):

- *Zeer kennis- en managementintensieve beleggingsvorm*: het direct beleggen in vastgoed is een zeer kennis- en managementintensieve beleggingsvorm, welke een groter management nodig heeft dan in vergelijking met aandelen of vastrentende waarden.
- *Hoge eenheidsprijzen*: doordat de eenheidsprijzen zeer hoog zijn is het niet mogelijk om met kleine investeringen een risicospreiding te realiseren. Alleen bij een grote vastgoedportefeuille wordt de gewenste schaalomvang bereikt voor diversificatie, hiervoor is de ondergrens in 2005 gelegd op ongeveer 0,5 miljard euro (Troostwijk, 2005 geciteerd in Van Gool et al., 2007, p. 25).
- *Illiquide*: vanwege het heterogene karakter is onroerend goed illiquide in vergelijking met aandelen en vastrentende waarden. Dit wordt gekenmerkt door hoge transactiekosten, veel tijd en portefeuilles die weinig flexibel zijn op korte termijn.
- *Resultaten kunnen beïnvloed worden door de overheid*: door de functie van vastgoed en het ruimtegebruik is er sprake van overheidsinvloed die mogelijkheden en resultaten kunnen beïnvloeden.
- *De performancemeting en benchmarking zijn moeilijk*: vooral vanwege de waarderingen (taxaties) en de indirecte rendementen is het moeilijk de performance te meten en de benchmark te bepalen. Dit komt omdat deze lastig en alleen subjectief te bepalen zijn. Daarnaast kunnen deze door lagging en smoothing zijn beïnvloed.
- *Aantrekkingskracht voor criminelen*: het ondoorzichtige en attractieve karakter van onroerend goed trekt criminelen aan. Om dit te ondervangen is een goed ontwikkeld ethisch gevoel, zelfbeheersing en toezicht nodig.

4.3 Indirect

Onder indirect beleggen in vastgoed wordt volgens Van Gool et al. (2007) verstaan het beleggen in financiële vermogenstitels (aandelen of participaties) die recht geven op de opbrengsten van het onderliggende onroerend goed. Hierbij is het eigendom gedeeld en heeft men geen of slechts beperkte zeggenschap over het management. In de praktijk komt het neer op het hebben van participaties of aandelen van vastgoedondernemingen of maatschappen, ook wel onroerendgoed- of vastgoedfondsen genoemd. De fondsen zijn ondernemingen die zelf direct beleggen in onroerend goed en het hiervoor benodigd vermogen via uitgifte van aandelen of participaties dan wel via het aantrekken van vreemd vermogen verkrijgen.

4.3.1 Voordelen van beleggen in indirect vastgoed

Hieronder zijn de voordelen van indirect beleggen in vastgoed ten opzichte van direct vastgoed besproken (Van Gool et al., 2007):

- *Er is geen grote expertise benodigd:* bij het indirect vastgoed beleggen is geen lokale expertise of een managementorganisatie nodig. De expertise en management zitten bij het vastgoedfonds en is dus als het ware eigenlijk uitbesteed.
- *Investerings voor kleine bedragen zijn mogelijk:* vooral via beursgenoteerde vastgoedfondsen is het mogelijk om kleine bedragen te investeren en dus met kleine bedragen te profiteren van een grote portefeuillespreiding.
- *Er is geen overdrachtsbelasting verschuldigd:* een belegger betaalt in het beginsel geen overdrachtsbelastingen, tenzij het over grote belangen gaat. Hierdoor zijn de zichtbare transactiekosten relatief gering. In Nederland is de overdrachtsbelasting 6% van de koopprijs. Het vastgoedfonds zal deze uiteindelijk wel betalen, omdat deze belasting impliciet verwerkt zit in de prijs van het vastgoedfonds.
- *De liquiditeit kan groter zijn:* de liquiditeit is vergeleken met direct vastgoed groter bij het vastgoedfonds, mits deze beursgenoteerd is en er sprake is van een levendige handel. De liquiditeit van een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds is uiteraard geringer, maar groter dan bij direct vastgoed.
- *Schaalvoordelen:* de belegger kan profiteren van schaalvoordelen doordat expertise en het management worden gecentraliseerd. Hierdoor kan een uitbreiding van de portefeuille niet tot evenredige stijging van kosten lijden.
- *Er is sprake van minder emotionele waarde:* er is een grotere afstand tot het onroerend goed, waardoor er minder emotionele hechting is aan de belegging. Vanwege de beperktere emotionele waarde zullen beslissingen rationeler en eenvoudiger genomen worden.
- *De beurs kan extra kansen bieden:* doordat beurzen volatieler zijn, is het mogelijk om extra rendement te behalen op de beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Dit komt vooral voor wanneer de desbetreffende aandelen in disagio zijn, dus wanneer de marktwaarde van de aandelen lager is dan het onderliggende eigen vermogen van de onderneming.
- *De belegger kan profiteren van het hefboomeffect:* vooral bij vastgoedfondsen die (mede-) gefinancierd zijn met vreemd vermogen kan de belegger extra profiteren van effecten van leverage.

4.3.2 Nadelen van beleggen in indirect vastgoed

Hieronder zijn de nadelen van indirect beleggen in vastgoed ten opzichte van direct vastgoed besproken (Van Gool et al., 2007):

- *De belegger heeft weinig invloed op het beleggingsbeleid:* behalve via de keuze van een vastgoedfonds kan de belegger niet bepalen in welk onroerend goed wordt belegd. Tevens kan de belegger geen of nauwelijks invloed uitoefenen op de spreiding over landen, markten,

huurders, etc. Bij een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds kunnen beleggers die een groot aandeel hebben wel beschikken over een positie in een raad van advies of beleggingscommissie. Een andere mogelijkheid is via voorwaarden deze invloed binnen kaders te laten plaatsvinden.

- *Er is minder gevoel met de markt:* doordat er geen of beperkte invloed is uit te oefenen op het management staat de belegger verder van de markt. Voor informatie over de markt is de belegger afhankelijk van de informatie van de vastgoedonderneming.
- *Vreemd vermogen verhoogt het risico:* doordat veel vastgoedfondsen gefinancierd zijn met vreemd vermogen (leverage) is een verhoogd risico aanwezig. Overigens kan het ook tot een hoger rendement leiden.
- *Het rendement van beursgenoteerd indirect vastgoed is volatieler:* de beurswaarde van het vastgoedfonds is volatieler dan de onderliggende waarde van het onroerend goed. Dit wordt mede bepaald door het sentiment op de beurs. Doordat het indirecte vastgoedfonds op de beurs volatieler is gaat wel een groot deel van het diversificatie voordeel van vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën verloren. Het niet-beursgenoteerd vastgoed heeft veel minder volatiliteit, echter meer volatiliteit dan het onderliggende onroerend goed.

4.3.3 Beursgenoteerd

Volgens Van Gool et al. (2007) kan een belegger bij het beleggen in beursgenoteerde vastgoedondernemingen vermogentitels verwerven. Door middel van het kopen van aandelen kan de belegger van enkele euro's tot miljoenen in de beursgenoteerde vastgoedfondsen beleggen. Hierbij heeft de belegger geen of beperkte invloed op het management en beleid en is de belegger voornamelijk vermogensverschaffer en risicodragers. Hierbij verschilt de beleggingsstrategie van vastgoedfondsen verschilt van heel breed tot heel specialistisch. In het algemeen wordt een onderscheid gemaakt tussen drie verschillende fondsen:

1. *Internationals:* vastgoedfondsen die internationaal beleggen in verschillende vastgoedsectoren (kantoren, winkels, woningen etc.).
2. *Multinationale sectorfondsen:* vastgoedfondsen die internationaal beleggen in slechts één vastgoedsector.
3. *Nationale multisectorfondsen:* vastgoedfondsen die nationaal beleggen in verschillende vastgoedsectoren.

Indien de strategie algemener is, levert de portefeuilleallocatie over de landen en de vastgoedsectoren een bijdrage aan het rendement. Indien de strategie meer specialistisch is, wordt het rendement meer bepaald door specifieke kennis en de keuze van specifieke objecten, omdat de keuze voor de sector al gemaakt is (Van Gool et al., 2007).

4.3.4 Niet-beursgenoteerd

Bij niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen is een onderscheid te maken op basis van de managementstijl. De meest gebruikelijke onderverdeling is de INREV en Property Funds Research (PFR) standaard van drie typen: core, value added en opportunity. Deze fondsen hebben een verschillend type risico dat vooral door het niveau van leverage wordt bepaald. De corefondsen hebben een lager risico, terwijl de opportunityfondsen een hoger risico hebben vanwege een hogere leverage en omdat ze als enige type vaak ook aan projectontwikkeling doen. De value added zit qua risicoprofiel hier tussenin (Baum, 2011).

4.4 Risicomanagement

Het risicomanagement omtrent vastgoedbeleggingen vindt plaats op verschillende manieren. Een manier is bij indirect vastgoed dat een bepaalde bandbreedte wordt vastgesteld waartussen een belegging moet opereren, hiermee kan gemeten worden hoeveel risico in de portefeuille wordt gelopen.

Daarop kan bijvoorbeeld de allocatie worden aangepast. Daartegenover staat voor directe beleggingen risicomanagement nog in de kinderschoenen. Dit komt vooral doordat de benchmark, zoals de Nederlandse ROZ/IDP-vastgoedindex niet reproduceerbaar is, want het onderliggend vastgoed in de benchmark is namelijk niet te koop. Bij direct vastgoed vindt risicomanagement plaats door de verdeling van de beleggingen over de verschillende beleggingsvormen, maar ook per beleggingsvorm. Zo wil men een spreiding realiseren over de verschillende vastgoedmarkten, verschillend onroerend goed, oude en nieuwe panden, huurders of één huurder, etc. Om spreiding te realiseren worden voor de acquisitie regels gesteld, bijvoorbeeld dat men niet meer objecten in één stedelijke of regionale vastgoedmarkt mag hebben en regels over maximale omvang e.d. Een andere mogelijkheid voor risicomanagement is met financiële producten. Denk hierbij aan derivaten, waarmee actief risicomanagement gevoerd kan worden (Van Gool et al., 2007). Het grootste verschil tussen direct risicomanagement en indirect risicomanagement is het niveau waarop dat zich afspeelt. Bij direct speelt het zich op pandniveau af en op indirect speelt het zich op fondsniveau af.

4.5 Derivaten

Derivaten zijn afgeleide producten en kunnen voor verschillende beleggingscategorieën gelden, zoals aandelen, valuta, vastrentende waarden en vastgoed. Door Kiewit en Pijpers (1997) is onderzoek gedaan naar het gebruik van derivaten door Nederlandse pensioenfondsen. De typen derivaten die de pensioenfondsen gebruiken hangen af van de beleggingsgrootte van het pensioenfonds. De kleinere pensioenfondsen gebruiken vooral het type beursgenoteerde derivaten, omdat deze bijna geen directe buitenlandse beleggingen hebben. Terwijl de grote pensioenfondsen bijna alle typen derivaten gebruiken. In de omvang van het gebruik van derivaten bleek dat kleine pensioenfondsen weinig tot beperkt derivaten gebruikten. Daartegenover stond dat de grote pensioenfondsen bijna allemaal derivaten gebruikten, waarbij voor het merendeel werd toegepast door een extern beleggingsmanagement. Overigens is het opvallend dat pensioenfondsen bij een extern beleggingsmanagement geen tot weinig beperkingen opleggen aan het gebruik van derivaten. Iets wat niet verschilt bij kleine en grote pensioenfondsen. Ten aanzien van het gebruik van derivaten door pensioenfondsen zijn grofweg drie hoofdgroepen en één kleine groep aan te geven (Kiewit en Pijpers, 1997):

1. Beperkt aantal grote pensioenfondsen die zeer actief zijn op de derivatenmarkt.
2. Grote en kleine pensioenfondsen die veel minder actief zijn in het gebruik van derivaten, maar er wel aandacht voor heeft in de organisatiestructuur.
3. Voornamelijk kleine pensioenfondsen die zeer beperkt gebruik maken van derivaten en nog niet het gewenste kwaliteitsniveau heeft gehaald in de organisatie door het ontbreken van richtlijnen, procedures, limieten, etc.
4. Een zeer beperkt aantal pensioenfondsen gebruikt actief derivaten zonder het gewenste kwaliteitsniveau in de organisatie.

4.5.1 Vastgoedderivaten

Volgens Vermeulen (2005) hebben vastgoedderivaten ten opzichte van onroerend goed enkele voordelen, namelijk een verandering van het risicoprofiel, een toename van de liquiditeit en beperkte transactiekosten. Daartegenover staan de nadelen van vastgoedderivaten, welke voornamelijk door het risico zijn bepaald (Vermeulen, 2005):

1. *Kredietrisico*: het risico dat de contractpartner niet aan zijn verplichtingen kan voldoen.
2. *Juridisch risico*: het risico dat een partij niet aan zijn verplichtingen kan worden gehouden op basis van het onderliggend contract in relatie tot de wet- en regelgeving in een bepaald land.
3. *Marktrisico*: het risico dat marktontwikkelingen afwijken van datgene dat bij aanvang van de overeenkomst was verwacht.

4. *Operationeel risico*: het risico van menselijk falen, slecht management, e.d.
5. *Systematisch risico*: niet specifiek voor derivaten, maar geldt voor meerdere financiële producten. Het risico dat iets verkeerd gaat binnen een financieel systeem of binnen een bepaald marktsegment met een sneeuwbaaleffect tot gevolg.
6. *Niet nakomen van verplichtingen*: het risico dat een partij niet in staat is om aan de contractueel overeengekomen verplichtingen te voldoen.

4.6 Conclusies

In dit hoofdstuk is de beantwoording van de tweede deelvraag bereikt. Deze deelvraag luidt: *Wat is het onderscheid tussen beleggen in direct vastgoed en indirect vastgoed?*

1. In dit verslag is een onderscheid gemaakt tussen onroerend goed en vastgoed, waarbij onroerend goed een pand betreft en vastgoed alle daaraan afgeleide financiële producten.
2. Met beleggen in vastgoed legt men vermogen vast in onroerend goed met als doel om via de exploitatie en verkoop van het onroerend goed geldelijke opbrengsten te genereren. Als eerste bestaat de mogelijkheid om te beleggen in direct vastgoed, welke in principe het kopen van een pand betekent om daaruit huuropbrengsten en verkoopopbrengsten te ontvangen. De tweede mogelijkheid bestaat uit het kopen van participaties of aandelen van een vastgoedonderneming, waarmee waardegroei wordt gerealiseerd. Oftewel indirect vastgoed beleggen.
3. Bij het beleggen in indirect vastgoed is tevens een onderscheid te maken tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Bij beursgenoteerd koopt de belegger aandelen van de aandelenmarkt, hierbij heeft de belegger geen of beperkte invloed op het management en het beleid en is de belegger voornamelijk vermogensverschaffer en risicodrager. De beleggingsstrategie van beursgenoteerde vastgoedfondsen verschilt van heel breed tot heel specialistisch. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen drie verschillende fondsen: internationals, multinationale sectorfondsen en nationale multisectorfondsen. Bij niet-beursgenoteerd koopt de belegger aandelen of participaties van een vastgoedfonds, hierbij heeft de belegger ook geen of beperkte invloed op het management. Hierbij is een onderscheid te maken op basis van de managementstijl, namelijk core, value added en opportunity. Hierbij is vooral het niveau van leverage bepalend voor het risico.
4. Geld beleggen in direct of indirect vastgoed zou in essentie niks moeten uitmaken, omdat de onderliggende waarde hetzelfde is. Echter, de producten van indirecte beleggingen verschillen ten opzichte van de directe beleggingen. Een belegging in indirect vastgoed zou daarom een meer gespreide belegging zijn dan een belegging in direct vastgoed. Indirect gaat over meerdere beleggingen, verschillende panden en over verschillende locaties, terwijl direct vastgoed meer (lokaal) gebonden is aan panden en locaties.
5. Vastgoed heeft een lage correlatie met andere beleggingscategorieën, maar heeft daarentegen weer een andere looptijd dan de verplichtingen van een pensioenfonds. Indien alleen gekeken wordt naar de rendementen, zou er voor pensioenfondsen een hogere allocatie naar vastgoed moeten zijn. Echter, bij een hoge allocatie naar vastgoed heeft het pensioenfonds meer kans op een volatiele dekkingsgraad.
6. Het vastleggen van vermogen in onroerend goed is een arbeidsintensief proces, want er is een uitgebreid management nodig om het beleggen goed te ondervangen. In het algemeen zijn de volgende drie managementfuncties hierbij betrokken: portefeuille- of fondsmanagement, assetmanagement en propertymanagement. Dit geldt dus voor direct vastgoed.
7. Vastgoed kent enkele risico's die vaak onderkend worden. De stabiliteit in de vastgoedkoersen laat zien dat deze risico's worden onderkend. De belangrijkste risico's zijn: bezettingsrisico, technisch risico, economisch risico, juridisch en fiscaal risico en koersrisico.
8. Risicomanagement begint al bij de verdeling van de beleggingen over de verschillende beleggingsvormen, maar ook per beleggingsvorm is risicomanagement op zijn plaats. Zo zal

men binnen de directe onroerend goed portefeuille een risicospreiding willen nastreven. In de praktijk probeert men een spreiding te realiseren over de verschillende vastgoedmarkten, verschillend onroerend goed, oude en nieuwe panden, huurders of één huurder, etc. Naast deze vormen van risicomanagement zijn er ook mogelijkheden voor risicomanagement met financiële producten. Denk hierbij aan derivaten van vastgoedaandelen waarmee actief risicomanagement gevoerd kan worden.

9. Voor direct vastgoed is gebleken dat de terugverdientijd lang is, zo'n 16 jaar. Door wisselende aanvangsrendementen zal de terugverdientijd langer of korter worden, de looptijd van direct vastgoed is dan ook niet constant. Het is eveneens gebleken dat de correlatie voor vastgoed tussen renteveranderingen en rendementen klein is, wat wijst op een beperkte looptijd.
10. Vastgoedfondsen en vastgoedondernemingen hebben in vergelijking met andere aandelen een zeer hoog dividend. Nadat het fonds ex dividend is gegaan, is het fonds optisch goedkoop en treedt vaak een koersstijging op.
11. Wanneer het vastgoed wordt gehouden in een vennootschap, dan wordt de vennootschapsbelasting toegepast. Hierbij wordt de winst met een vast tarief belast. Een belangrijk element hierbij is de hoogte van de afschrijving, omdat gebouwen verouderen accepteert de fiscus deze als een aftrekpost.
12. Specifieke lokale omstandigheden bepalen het succes van vastgoed. De lokale beleggers zijn in het algemeen beter geïnformeerd dan hun buitenlandse concurrenten. Wanneer toch een keuze gemaakt wordt voor buitenlandse beleggingen, behoort er een extra rendementsvergoeding te zijn als compensatie van het extra risico. Tegelijkertijd zullen de lokale beleggers in het buitenland genoeg nemen met een lagere risicopremie aangezien zij betere informatie over beleggingen tot hun beschikking hebben. De enige factor die deze vergelijking kan doen verbeteren in het voordeel van de buitenlandse belegger is een samenwerking van degene met een lokale partner.
13. Voordelen van direct vastgoed zijn: vrij stabiele stroom inkomsten, aantrekkelijk rendement bij beperkt risico, additionele portefeuille diversificatie, redelijke bescherming tegen inflatie, mogelijkheid tot meer rendement door intensief management, kunnen profiteren van specifieke kansen op onroerendgoedmarkten en gebruik kunnen maken van fiscale voordelen.
14. Nadelen van direct vastgoed zijn: zeer kennis- en managementintensieve beleggingsvorm, hoge eenheidsprijzen, illiquide, resultaten kunnen beïnvloed worden door overheid, de performancemeting en benchmarking zijn moeilijk, en een aantrekkingskracht voor criminelen.
15. Voordelen van indirect vastgoed zijn: er is geen grote expertise nodig, beleggingen voor kleine bedragen zijn mogelijk, er is geen overdrachtsbelasting verschuldigd, de liquiditeit kan groter zijn, er is sprake van schaalvoordelen, er is sprake van minder emotionele waarde, de beurs kan extra kansen bieden en de belegger kan profiteren van leverage.
16. Nadelen van indirect vastgoed zijn: de belegger heeft weinig invloed op het beleggingsbeleid, er is minder gevoel met de markt, vreemd vermogen verhoogt het risico en het rendement van indirect vastgoed is volatieler (vooral van beursgenoteerd).
17. Ten tijde van het onderzoek van Kiewit en Pijpers (1997) bleek dat vooral kleine pensioenfondsen weinig tot beperkt derivaten gebruikten. Daartegenover stonden de grote pensioenfondsen die bijna allemaal derivaten gebruikten, waarbij het gebruik voornamelijk werd toegepast door een extern beleggingsmanagement. Hierbij werden weliswaar geen tot weinig beperkingen opgelegd aan het extern beleggingsmanagement over het gebruik van derivaten.
18. Vastgoedderivaten hebben ten opzichte van onroerend goed enkele voordelen. Namelijk een verandering van het risicoprofiel, een toename van de liquiditeit en beperkte transactiekosten. Daartegenover staan de nadelen van vastgoedderivaten, welke voornamelijk het risico bepalen: kredietrisico, juridisch risico, marktrisico, operationeel risico, systematisch risico en het niet nakomen van verplichtingen.

5 Pensioenfondsen

In dit hoofdstuk is de pensioenwereld beschreven waarmee een inzicht wordt gegeven met welke zaken de pensioenfondsen te maken krijgen en welke argumenten hierbij vorm geven aan de organisatie van pensioenfondsen. Dit inzicht is verkregen aan de hand van literatuur en interviews. Als eerste is ingegaan op afname van de kleine pensioenfondsen. Als tweede is de trend beschreven omtrent investmentmanagement. Als derde is ingegaan op de invloed van De Nederlandsche Bank en als laatste zijn de conclusies beschreven.

5.1 Kleine pensioenfondsen

De pensioenfondsen zijn onder te verdelen in drie groepen, namelijk de ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en beroepspensioenfondsen. Uit het onderzoek van Van Ettenkoven (2011) blijkt dat het aantal ondernemingspensioenfondsen in de afgelopen 15 jaar geleidelijk aan het afnemen is, terwijl de bedrijfstakpensioenfondsen en beroepspensioenfondsen min of meer gelijk in aantal blijven. Het gevolg is dat het aantal actieve pensioenfondsen afneemt. Uit het onderzoek blijkt dat de afname wordt veroorzaakt door de verdwijning van kleine ondernemingspensioenfondsen. De verdwijning wordt veroorzaakt door een aantal redenen: de FTK, de volatiele economie, toenemende complexiteit van het pensioenbestuur en de individualisering van de pensioenregelingen. Deze redenen hebben tot effect dat kleine pensioenfondsen minder kostenefficiënt zijn geworden dan grote pensioenfondsen. De afname van het aantal kleine pensioenfondsen kan ook verklaard worden aan de hand van de druk van DNB (2009). Het is namelijk zo dat kleine pensioenfondsen meer waarde hechten aan eenvoudige vuistregels en daardoor minder gediversifieerd beleggen dan de grote pensioenfondsen. Het gevolg is een meer risicovol beleggingsbeleid dat door DNB wordt afgeraden (DNB, 2009). Hierbij aansluitend is in het onderzoek van Van Ettenkoven (2011) duidelijk geworden dat met name de kleine pensioenfondsen waarde hechten aan een beperkt aantal vermogensbeheerders (investmentmanagement), zodat de portefeuilles overzichtelijk en beheersbaar blijven. Dit in tegenstelling tot grotere pensioenfondsen die ook diversificatievoordelen willen halen door van meerdere vermogensbeheerders gebruik te maken. In kader van diversificatie en het beheersen van risico's is dit dus niet altijd het juiste. Echter, doordat de complexiteit toeneemt, is het voor kleine pensioenfondsen lastiger om hiermee om te gaan dan voor grote pensioenfondsen.

5.2 Investmentmanagement

De pensioenfondsen hebben een steeds kleiner intern beleggingsapparaat. Doordat de externe investmentmanagers de beleggingen beheren, binnen een vooraf bepaald kader, hebben de pensioenfondsen geen inhoudelijke kennis per belegging, maar een meer algemenere kennis over het beleggen. Bijvoorbeeld bij het pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) is de algemene kennis aanwezig en haar investmentmanager PGGM is de inhoudelijke kennis aanwezig. (Voorheen waren deze twee organisaties samen, maar sinds 2008 zijn zij gescheiden). Hiernaast voert PGGM ook het pensioenbeleid uit voor andere pensioenfondsen. Dit gebeurt aan de hand van een ALM-studie voor een pensioenfonds, waarmee een beleggingsbeleid wordt bepaald. Hieruit komt een beleggingsstrategie, zoals de allocatie in de beleggingscategorieën, die vervolgens wordt beheerd en uitgevoerd door PGGM (Interview Van der Spek). Deze handelingen worden ook door andere pensioenfondsen uitbesteed, omdat de pensioenfondsen terug willen naar de kerntaak en dat is gelden alloceren. Daarom is bij meerdere pensioenfondsen de beleggingstak gesplitst van de pensioenorganisatie in een investmentmanagement organisatie, dus zoals PGGM van pensioenfonds Zorg en Welzijn. In de praktijk blijkt dat de afgesplitste vermogensbeheerders commercieel onafhankelijk zijn. Echter, de onderlinge banden zijn vaak nog zeer nauw (Interview Mulder en PropertyNL, 2011a). De verwachting is dat deze banden in de toekomst minder nauw zullen worden, waardoor de investmentmanagers steeds meer beoordeeld worden op de prestaties en niet zozeer op de onderlinge geschiedenis. Er is dus een driedeling gaande waarbij

pensioenfondsen niet meer zelfstandig beleggen. Deze driedeling tussen pensioenfondsen, investmentmanagement en beleggingsvehikels zorgt ervoor dat pensioenfondsen verder van de beleggingen staan (PropertyNL, 2011a). In die zin geven pensioenfondsen een kader aan waarbinnen het investmentmanagement oftewel de portefeuillemanagers met enige bewegingsvrijheid opereren.

5.2.1 Beweegredenen

De beweegredenen van pensioenfondsen om het investmentmanagement af te splitsen zijn divers. Een vaak genoemde reden is dat het werkapparaat van een pensioenfonds helemaal niet groot moet zijn. Daarnaast zullen kleine pensioenfondsen niet in staat zijn om een groot werkapparaat te onderhouden. Hierdoor is het voor kleine pensioenfondsen bij voorbaat voordeliger om de beleggingsactiviteiten, en ook de pensioenactiviteiten, bij een externe manager onder te brengen (Interview Mulder, Hooydonk en Moll). Hieronder worden enkele voor- en nadelen genoemd van het investmentmanagement ten opzichte van intern beheer door pensioenfondsen (Dit zijn bevindingen uit de interviews van: Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

Voordelen

Enkele voordelen van het gebruik van investmentmanagement zijn:

- Er is een kleiner werkapparaat nodig, waardoor het pensioenfonds in staat is zich puur te richten op het beleid en het controleren van de uitvoering van het beleid.
- Meer lokale kennis aanwezig, vanwege het gebruik van organisaties met kantoren wereldwijd.
- Doordat meerdere pensioenfondsen bij een investmentmanagement aangesloten zijn, zijn er meerdere 'ogen' die het management in de gaten houden, dus bredere governance.
- Mogelijkheid tot managementdiversificatie.
- Vanwege de grotere afstand tot beleggingen is de governance beter en makkelijker. Hierdoor is er minder kans op imago schade, omdat er een grotere afstand is tot de beleggingen.
- Indien het management niet goed presteert kan er van management gewisseld worden.
- Kleine pensioenfondsen kunnen gebruikmaken van een groter en dus vaak een gespecialiseerd beleggingsapparaat dan dat ze zelfstandig of intern nooit zouden kunnen realiseren.
- Kleine pensioenfondsen zijn ook in staat om te participeren in goede beleggingen waarvoor anders een zeer groot vermogen nodig zou zijn. Dus de beschikbaarheid van schaalvoordelen.

Nadelen

Enkele nadelen van het gebruik van investmentmanagement zijn:

- Er is een grotere afstand tot de beleggingen en daardoor minder zicht en directe controle op de beleggingen.
- Doordat er een grotere afstand is tot de beleggingen kan er, in theorie, minder snel gereageerd worden op veranderende omstandigheden. Echter, mogelijk zal dat in de praktijk meevallen vanwege de relatief grote autonomie van het investmentmanagement.
- Hogere managementkosten, vanwege het gebruik van een management fee en meestal ook performance fee zijn er meerdere kostenlagen aanwezig.
- Kennis is niet meer intern aanwezig, waardoor bijvoorbeeld bij vragen van een toezichthouder over beleggingen de investmentmanager ingeschakeld moet worden.
- Aansluitend bij het vorige punt zijn externe adviseurs ter advisering van beleidskaders vaker nodig, hierdoor kan de besluitvorming 'stroperig' worden doordat eerst de perspectieven van verschillende (externe) mensen nodig zijn.
- Reputatierisico is aanwezig indien men in een enkel investmentmanagement investeert.

5.3 De Nederlandsche Bank

Door de kredietcrisis in 2008 en de recentelijke crisis in augustus 2011 zijn in het derde kwartaal in 2011 veel pensioenfondsen onder de verplichte dekkinggraad gekomen van 105%. Doordat deze dekkinggraden zo laag staan ten opzichte van het gemiddeld vereiste van 127%, zullen pensioenen niet geïndexeerd worden. Deze daling in de dekkinggraad wordt toegeschreven aan de lage rente waarmee toekomstige verplichtingen en beleggingen verdisconteerd worden. De reactie vanuit DNB en het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid is dat deze situatie dusdanig ongebruikelijk is dat pensioenfondsen nog niet verplicht zijn de premie te verhogen, met uitzondering van de pensioenfondsen die in 2010 al uitstel hebben gekregen (NOS, 2011).

5.3.1 Regelgeving

In zulke gevallen als het bovenstaande vindt het meeste contact tussen pensioenfondsen en DNB plaats op bestuursniveau. De ervaring is dat dit op het beleggingsniveau tot op heden geen gevolgen heeft gehad, maar dit wordt in de toekomst wel verwacht. Hierbij valt op dat DNB vooral (dwingend) advies geeft indien er dingen gebeuren die DNB niet bevalt. Indien een pensioenfonds onder de dekkinggraad van 105% komt zijn er wettelijke regels waaraan een pensioenfonds moet voldoen en waar DNB toezicht op houdt. Eén regel is dat beleggingen voldoende liquide moeten zijn. Een andere regel is dat het pensioenfonds niet meer risico mag nemen, terwijl dat juist de neiging was van veel pensioenfondsen in tijden van crisis. Hierdoor zou de dekkinggraad sneller kunnen stijgen, echter DNB zal hierop toezien dat dit niet gebeurt. Desondanks zijn er wel uitzonderingen op deze regel. Zo mag een pensioenfonds juist wel meer risico nemen bij een lage dekkinggraad, zolang de sponsor de pensioenen garandeert. Het merendeel van de regels geldt echter als randvoorwaarden die door pensioenfondsen nageleefd worden. Enkele van de standaardregels zijn rapportages aan het bestuur over risico en governance en dus ook transparantie. Hierbij heeft verantwoording een steeds sterker gewicht gekregen in de afgelopen jaren. DNB heeft als toezichthouder alleen een controlerende rol die in tijde van crisis sterker aanwezig is dan in goede tijden. Op dit moment ligt de focus op de lage dekkinggraden. Daarnaast heeft DNB een toenemende interesse in de portefeuillesamenstelling (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, alle in 2011).

De regelgeving rondom de pensioenfondsen is stringenter geworden sinds de invoering van het FTK. Zo moeten pensioenfondsen een herstelplan indienen als de dekkinggraad onder de 105% komt. Hierin staat hoe het pensioenfonds weer boven de minimumgrens van 105% zal uitkomen binnen een termijn van 3 jaar (zie ook paragraaf 2.7.2). De enige eis is dat het herstelplan niet meer risico mag bevatten dan het voorgaande beleggingsbeleid, want meer risico nemen om sneller boven de 105% uit te komen vindt DNB niet goed. Hetzelfde risico hanteren of zelfs nog minder risico hanteren is wel iets wat door DNB geaccepteerd wordt. Het gevolg is alleen, als er besloten wordt om minder risico te nemen, en dus gekozen wordt voor beleggingen met een lager rendement, het langer duurt eer een pensioenfonds boven de 105% uitkomt. Vanuit DNB zal er dan een scherper toezicht zijn op beleggingen, met name op risicovolle beleggingen. Zo zal een grote allocatie in illiquide beleggingen, zoals vastgoed, minder gewaardeerd worden. Echter, in de praktijk blijkt dat de herstelplannen niet zoveel afwijken van het beleggingsbeleid dat daarvoor al gehanteerd werd. Zulke eisen zijn goed als de wereld er normaal bij ligt, maar in de huidige marktomstandigheden is het niet alleen moeilijk voor de pensioenfondsen, maar ook moeilijk voor DNB om te bepalen wat juist is. Tot op heden grijpt DNB nog niet direct in in het beleggingsbeleid. DNB krijgt echter wel steeds meer interesse in de samenstelling van de beleggingsportefeuille, maar heeft tot op heden nog niet voldoende expertise om te bepalen wat de ideale risicorendementprofielen zijn van de individuele beleggingen van pensioenfondsen. De verwachting is dat DNB in de toekomst hierin meer expertise zal krijgen (Interview Gorter, Mulder en Spikker, alle in 2011).

5.3.2 Toekomst regelgeving

Als een vergelijking wordt gemaakt tussen de regelgeving van de pensioenfondsen in het FTK met de regelgeving van de banken in Basel III en de verzekeraars in Solvency II, is bijna met zekerheid te verwachten dat de regelgeving van het FTK strenger zal worden. In alle sectoren van vermogensbeheer gaat de ontwikkeling richting strenger wordende buffers. Bij de verzekeraars wordt Solvency II rond 2015 ingevoerd, waarbij wordt uitgegaan van een buffer met 99,5% zekerheid. Dat betekent dat een verzekeraar een vermogensopbouw en structuur moet hebben om bepaalde marktomstandigheden op te vangen die één keer in de 200 jaar voorkomen. De buffers van pensioenfondsen in het FTK worden (nog) vastgesteld op een 97,5% zekerheid. Dit betekent dat pensioenfondsen marktomstandigheden moet kunnen opvangen die één keer in de 40 jaar voorkomen. Een groot verschil ten opzichte van de verzekeraars. Zolang pensioenfondsen nog een achtervang hebben die daarvoor willen betalen, zal deze zekerheid worden gehandhaafd, maar zodra die wegvalt zullen (waarschijnlijk) de buffers naar een groter zekerheidspercentage verhoogd worden. Hiermee is het doel om de zekerheid naar alle polishouders te maximaliseren. Vooral nu in het pensioenakkoord meer ingespeeld wordt op de risicoverschuiving van de werkgever en bedrijfstakken naar de polishouders, vergelijkbaar met de verzekeraars. Dus ook ten opzichte van het FTK is te verwachten dat de regelgeving strenger zal worden. Het gevolg is, dat er minder bewegingsvrijheid is in het beleggingsbeleid (Interview Gorter, 2011). Echter, tot op heden is hier nog geen sprake van.

5.4 Conclusies

In dit hoofdstuk en in hoofdstuk 6 is de beantwoording van de derde deelvraag bereikt. Deze deelvraag luidt: *Welke beweegredenen liggen ten grondslag aan een beleidsoverstap ten aanzien van vastgoedbeleggingen door pensioenfondsen, zowel intern als extern?* In dit hoofdstuk is vooral gericht op de externe beweegredenen en in hoofdstuk 6 is op de interne beweegredenen gericht.

1. Er zijn 3 soorten pensioenfondsen, namelijk de bedrijfstakpensioenfondsen, de ondernemingspensioenfondsen en de beroepspensioenfondsen. Hierbij valt op dat het aantal ondernemingspensioenfondsen afneemt, waarschijnlijk heeft dit te maken met het feit dat het vooral kleine pensioenfondsen zijn en daardoor niet efficiënt met de groeiende complexiteit kunnen omgaan.
2. Bij pensioenfondsen is steeds minder inhoudelijke kennis aanwezig, maar steeds meer algemene beleggingskennis. Het beleggingsbeleid wordt hierbij vooral bepaald door de uitkomsten van de ALM-studie.
3. De pensioenfondsen zijn steeds meer passief bezig met het beheren van gelden. Het actieve management wordt gedaan door het investmentmanagement. Deze investmentmanagers zijn veelal een afsplitsing van het oude managementapparaat van de pensioenfondsen. Hierdoor zijn de onderlinge banden nog nauw, maar in de toekomst zal dit gaan veranderen. Daarnaast worden er beleidskaders gegeven waarbinnen de investmentmanagers moeten opereren en waarop ze in de toekomst (meer) zullen worden afgerekend.
4. Bij kleine pensioenfondsen geldt een andere reden, want deze fondsen zijn vaak te klein om een eigen (goed) beleggingsmanagementapparaat te hebben. Door gebruik te maken van de kennis van een investmentmanagement kunnen ze efficiënter werken en hogere rendementen halen.
5. Voordelen van het gebruik van investmentmanagement voor pensioenfondsen zijn: kleiner werkapparaat, toegang tot lokale kennis, meer en beter governance, managementdiversificatie, schaalvoordelen, kleinere kans op imagoschade en het management beoordelen op prestaties.
6. Nadelen van het gebruik van investmentmanagement voor pensioenfondsen zijn: grotere afstand tot beleggingen, stroperige besluitvorming, hogere managementkosten, geen interne kennis meer aanwezig en mogelijk reputatieschade via het investmentmanagement.

7. DNB hanteert toezicht omtrent de FTK-regelgeving. Hierbij vindt voornamelijk contact plaats tussen het bestuur en DNB, maar er is bij DNB een groeiende interesse aanwezig naar de beleggingscategorieën. De verwachting is dat DNB hierin steeds meer expertise zal krijgen.
8. Er worden uitzonderingen door DNB gehanteerd op de regelgeving, mits er een grote betrokkenheid en grote bereidheid bij de sponsor is om eventuele tekorten aan te vullen. Hierdoor is een pensioenfonds met een bijspringende sponsor in staat meer risico te nemen, zelfs als het pensioenfonds een lage dekkinggraad heeft. Dit geldt bijvoorbeeld indien een pensioenfonds onder de dekkinggraad van 105% komt.
9. De verwachting is dat de regelgeving voor pensioenfondsen steeds strikter zal worden en dat daardoor de benodigde buffers ook steeds groter zullen worden. Dit is mede ingegeven doordat het risico meer bij de deelnemers komt te liggen in plaats van bij het pensioenfonds en werkgever.

6 Beweegredenen

In dit hoofdstuk zijn de bevindingen beschreven van de interviews ten aanzien van vastgoed van pensioenfondsen. Hierbij is per alinea aangegeven uit welke interviews deze bevindingen zijn gekomen. Ten eerste zijn de beweegredenen die de overstap van direct naar indirect vastgoed onderbouwd. In deze paragraaf zijn ook de beweegredenen voor de tegenovergestelde overstap van indirect naar direct vastgoed onderbouwd. Ten tweede is het onderwerp rendement besproken, waarbij is ingegaan op de verschillen tussen direct en indirect. Hierna is ten derde het vastgoedbeleggingsbeleid beschreven. Ten vierde is het gebruik van adviseurs en externe (investment)managers besproken. Ten vijfde is ingegaan op de risicoverschillen tussen direct en indirect vastgoed. Ten zesde is het honorariumbeleid besproken. Vervolgens is ten zevende ingegaan op het onderwerp dividend bij indirect vastgoed. Ten achtste is het gebruik van vastgoedderivaten beschreven en ten slotte zijn de conclusies van de bevindingen uit de interviews beschreven.

6.1 Direct vastgoed versus indirect vastgoed

Direct vastgoed heeft andere voor- en nadelen dan indirect vastgoed, zoals eerder genoemd in hoofdstuk 4. Welke beweegredenen pensioenfondsen hebben om eerder indirect dan direct te gaan beleggen worden hieronder in willekeurige volgorde opgesomd en toegelicht. Er is namelijk tijdens de interviews naar voren gekomen dat er slechts één belangrijke reden is om eerder te beleggen in indirect dan in direct. De overige redenen zijn wisselend genoemd (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011):

1. *Spreiden, spreiden en spreiden:*

De meest genoemde reden is het spreiden van risico. Risico komt op meerdere vlakken naar voren en middels de theorie van Markowitz is diversificatie het beste middel om het risico te verkleinen. De spreiding kan plaatsvinden over verschillende factoren.

a. *Beleggingen:*

Door beleggingen te spreiden kan men het specifiek risico verlagen. Bij direct beleggen is dit in de praktijk niet mogelijk, want een directe belegging heeft een hoge eenheidsprijs. Daarnaast is het specifieke risico bij direct vastgoed groter omdat men afhankelijk is van één pand, terwijl men bij indirect het specifiek risico verlaagd heeft via meerdere panden in de portefeuille. Door indirect te beleggen is spreiding gemakkelijker en het specifieke risico lager.

b. *Geografisch:*

Door indirect te beleggen is het mogelijk om te beleggen over verschillende werelddelen en landen zonder dat dezelfde investeringen nodig zijn als bij direct beleggen. In de praktijk is dit voor direct beleggen beperkt mogelijk, omdat met name het beheren van panden in het buitenland als zeer lastig wordt ervaren.

c. *Sector:*

Door indirect te beleggen ontstaat de mogelijkheid om in verschillende sectoren te beleggen. Hierbij is met hetzelfde vermogen in indirect een grotere spreiding te realiseren dan in direct mogelijk is.

d. *Governance:*

Bij meerdere indirecte beleggingen wordt er belegd in meerdere managementorganisaties. Hierdoor neemt het specifieke risico van de indirecte belegging af in tegenstelling tot een directe belegging waar er slechts één management aanwezig is. Tevens is hierdoor een extra bestuurslaag tussen het pensioenfonds en de

belegging gekomen, waardoor de kans op bijvoorbeeld imagoschade van het pensioenfonds is afgenomen.

2. *Mismatch werkapparaat met belegging:*

Een ander vaak genoemd argument waarom pensioenfondsen, vaak na het jaren hebben van een directe portefeuille, zijn overgestapt naar alleen indirect, is de mismatch tussen het werkapparaat en de allocatie van het vastgoed. De allocatie naar vastgoed ligt gemiddeld rond de 10%, maar het aantal mensen dat nodig is om een goede directe portefeuille te kunnen onderhouden maakt vaak rond de 80% van het gehele beleggingswerkapparaat uit. Daarom zijn de pensioenfondsen zich steeds meer gaan richten op hun kerntaak, namelijk gelden alloceren. In die zin is direct beleggen dan ook een andere discipline en daardoor veel complexer van aard dan indirect.

3. *Lokale kennis:*

Een ander genoemd argument is dat vanuit Nederland niet de kennis aanwezig is over de vastgoedmarkten in het buitenland om daarin goed en gedegen te kunnen beleggen. Daarom is internationaal direct beleggen geen optie, terwijl via indirecte beleggingen wel gebruik gemaakt kan worden van de lokale kennis van een fondsmanager.

4. *Liquiditeit:*

De liquiditeit van indirecte beleggingen is groter dan die van directe beleggingen. Men kan sneller van een indirecte belegging afkomen, maar hier zitten ook beperkingen aan. Zo is de liquiditeit bij beursgenoteerd vastgoed het grootst, maar kunnen zeer grote posities niet heel gemakkelijk van de hand worden gedaan. Slechts bij enkele beursgenoteerde bedrijven is het mogelijk om binnen één dag zonder al te veel koersverlies snel af te komen van grote posities. Bij niet-beursgenoteerde beleggingen is de liquiditeit afhankelijk van de populariteit van het vastgoedfonds. Als er een grote wachtrij is voor het indirecte fonds is het mogelijk om snel van de positie af te komen, maar als er geen kopers zijn zit men aan het fonds gebonden. Bij directe beleggingen geldt eveneens dat men niet snel van panden kan afkomen en het afhankelijk is van het aantal kopers of er überhaupt een goede transactie uitkomt, maar in de regel is direct vastgoed illiquider dan indirect vastgoed.

5. *Snellere exposure:*

Middels indirecte beleggingen is het sneller mogelijk een exposure in vastgoed op te bouwen dan bij directe beleggingen. Echter, bij niet-beursgenoteerd vastgoed is deze exposure niet zo snel op te bouwen als beursgenoteerd vastgoed, maar in vergelijking met direct vastgoed is de opbouwtijd veel sneller. Daarnaast is er een grotere en gemakkelijkere toegang tot sectoren en markten die met direct vastgoed niet bereikbaar zijn.

6. *Flexibiliteit:*

Bij indirecte beleggingen kunnen beleidsveranderingen sneller worden doorgevoerd dan bij directe vastgoed beleggingen. Vooral het beursgenoteerde vastgoed wordt vaak gebruikt om de allocatie van vastgoed te kunnen wijzigen, terwijl het private vastgoed juist vanwege de commitment voor meerdere jaren vast ligt. Voor direct vastgoed is de flexibiliteit nog lager.

7. *Participaties:*

Door middel van kleine participaties in indirecte fondsen is het mogelijk om in meerdere fondsen te beleggen, terwijl bij directe beleggingen er bij slechts enkele panden grote bedragen gemoeid zijn. Dus bij indirect vastgoed zijn de eenheidsprijzen veel lager. Tevens ontstaat er een stukje risicospreiding doordat meerdere personen in een fonds beleggen.

8. *Leverage:*

Bij indirect vastgoed is de keuze voor leverage aanwezig, waardoor het rendement op het eigen vermogen hoger kan worden. Echter, vaak wordt dit ook als nadeel gezien door pensioenfondsen, omdat het meer risico oplevert. Vooral sinds de crisis belegt men liever in fondsen zonder leverage dan in fondsen met leverage, maar door de schaarste aan fondsen

zonder leverage is men genoodzaakt te kiezen voor fondsen met, bij voorkeur, zo min mogelijk leverage.

9. *Controle:*

Doordat er meerder participaties in indirecte fondsen zijn wordt het fonds nauwlettender en door meerdere personen in de gaten gehouden dan bij een directe belegging waar er slechts alleen een intern toezicht is. Hierdoor is de kans op fraude kleiner dan bij directe beleggingen.

10. *Groter vermogen mogelijk:*

Als een pensioenfonds alleen direct belegt dan is het hoofdzakelijk genoodzaakt om alleen in Nederland of lokaal te beleggen vanwege onder punt 3 genoemde redenen. Echter, voor grote pensioenfondsen is het niet mogelijk om met een dergelijk groot vermogen alleen in Nederland te beleggen. Bij indirect bestaat de mogelijkheid om een groot vermogen te beleggen en dit te spreiden over de hele wereld.

11. *Toegang van kleine pensioenfondsen:*

Kleine pensioenfondsen zijn niet in staat om goede directe beleggingen te doen indien ze niet het benodigde vermogen hebben. Indien ze dan kiezen voor directe beleggingen bestaat de keuze slechts uit B-locaties of uit een hoog specifiek risico omdat spreiding niet mogelijk is. Indien kleine pensioenfondsen in indirect vastgoed gaan beleggen, zijn ze in staat om met kleine participaties in A-locaties te beleggen en het specifiek risico te verlagen.

12. *Hoger rendement:*

De algehele verwachting over het rendement tussen direct en indirect is dat indirect een hoger rendement behaalt dan direct, alhoewel dit de afgelopen jaren door de crisis anders is gebleken. Het onderscheid tussen rendementen van beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd is op korte termijn niet aanwezig, ondanks dat dit op lange termijn wel weer te geven is (zie ook paragraaf 6.2).

13. *Voorkeur bestuur:*

Het kan zijn dat een bestuur van een pensioenfonds een grotere feeling heeft met indirect vastgoed dan met direct vastgoed. Hierdoor zal de allocatie naar indirect vastgoed groter zijn, maar dit kan eveneens de andere kant op werken.

14. *Minder bestuursinvloed:*

Een indirect fonds heeft een eigen bestuur, waardoor het vereiste van eigen bestuursinvloed niet aanwezig is. Hierdoor kan het pensioenfonds zich bezig houden met zijn kerntaken.

Desondanks dat de meerderheid van de pensioenfondsen een overstap heeft gemaakt naar indirect beleggen zijn er enkele pensioenfondsen die juist alleen voor direct vastgoed hebben gekozen. In dat geval wordt dan wel alleen in Nederland direct belegd. Hieronder worden enkele argumenten beschreven om juist voor direct vastgoed in plaats van indirect vastgoed te kiezen (Interview Mulder, Hooydonk en Moll, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

1. *Correlatie:*

Eén van de redenen om in vastgoed te beleggen is vanwege de gunstige correlatie met de andere beleggingscategorieën. Echter, deze correlatie is het sterkst aanwezig bij direct vastgoed. Bij beursgenoteerd vastgoed is deze correlatie vaak veel slechter. Hierdoor zijn de diversificatie eigenschappen van vastgoed minder sterk aanwezig bij indirect vastgoed dan bij direct vastgoed. Bij niet-beursgenoteerd vastgoed is deze correlatie weliswaar aanzienlijk lager dan beursgenoteerd, maar nog altijd hoger dan bij direct vastgoed. Gekeken vanuit het diversificatie potentieel van vastgoed in de portefeuille is direct vastgoed het beste.

a. *Aandelen:*

Beursgenoteerde vastgoedbeleggingen worden daarom vaak als subsector van de aandelen gezien, zoals banken en energie. Een ander argument is dat veel

beursgenoteerde bedrijven ook vastgoed op de balans hebben staan en dus via een indirecte weg ook in vastgoed beleggen.

2. *Controle:*
Men heeft meer zicht op de directe beleggingen dan op de indirecte beleggingen in andere werelddelen en in andere landen. Hierdoor staat het toezicht dichterbij de interne organisatie.
3. *Afwezigheid leverage:*
Het grootste voordeel van directe beleggingen is de afwezigheid van leverage. Het vreemd vermogen zorgt voor grote winsten in goede tijden, maar tijdens een crisis verdampen deze winsten weer snel. Sterker nog, deze fondsen kunnen met een hoge leverage ratio sneller in problemen komen, waardoor extra investeringen nodig zijn om het fonds niet failliet te laten gaan. Daarom maakt de afwezigheid van leverage de directe belegging minder volatiel en geeft de belegging dus een stabiel rendement.
4. *Stabiel rendement:*
Bij direct vastgoed is sprake van stabiele huurinkomsten, terwijl bij indirect vastgoed de inkomsten worden uitgekeerd indien het fonds een goede financiële basis heeft. Indien het indirecte fonds in de problemen verkeert, zal er ook minder dividend aan de aandeelhouders en participanten worden uitgekeerd. Mede hierdoor zal een directe belegging een stabiel rendement geven dan een indirecte belegging.
5. *Historie:*
Eén van de redenen waarom pensioenfondsen vastgoed hebben, is omdat ze van oudsher bezig zijn geweest een directe vastgoedportefeuille op te bouwen. Hierdoor zijn ze in staat geweest om in die jaren een degelijke vastgoedportefeuille op te bouwen.
6. *Minder constructies:*
Bij directe vastgoed beleggingen is de noodzaak van fiscalisten en juristen minder aanwezig. Hierdoor is de complexiteit op deze vlakken kleiner bij direct vastgoed dan bij indirect vastgoed. Organisatorisch gezien is de complexiteit bij directe beleggingen daarentegen groter dan bij indirecte beleggingen.
7. *Lagere buffer:*
In de FTK worden buffers vereist voor beleggingen. Voor indirecte beleggingen is de buffer 25% en voor directe beleggingen 15%. Dus voor directe beleggingen is een lagere buffer vereist, omdat het een belegging is met een kleiner risicoprofiel dan indirect vastgoed. Hierdoor is men in staat om meer geld te beleggen.
8. *Voorkeur bestuur:*
Het kan zijn dat een bestuur van een pensioenfonds een grotere feeling heeft met direct vastgoed dan met indirect vastgoed. Hierdoor zal de allocatie naar direct vastgoed groter zijn, maar dit kan eveneens de andere kant op werken.

6.2 Rendement

Bij vastgoed beleggen ziet men een onderscheid tussen direct vastgoed en indirect vastgoed, waarbij direct vastgoed een lager risicorendementsprofiel heeft dan indirect vastgoed. Het verschil wordt ogenschijnlijk verklaard vanuit één factor en dat is leverage, want de onderliggende waarde blijft onroerend goed. Echter, omdat er bij indirect vastgoed sprake is van een extra bestuurslaag en organisatie, die voor hogere kosten zorgen, zou het rendement bij direct vastgoed, waar een enkele bestuurslaag aanwezig is, hoger kunnen zijn. Ook fondskosten, zoals managementfee en belasting, zorgen dus voor extra kosten die bij direct vastgoed niet aanwezig zijn. Daaraan wordt toegevoegd dat direct vastgoed dan wel hetzelfde niveau van risicospreiding en onderliggend vastgoed moet kunnen verkrijgen als indirect vastgoed. Uiteraard zijn de hogere kosten via leverage te compenseren, maar men is het er niet over eens of het direct vastgoed of indirect vastgoed een hoger rendement oplevert indien er geen gebruik van leverage wordt gemaakt. Daarnaast is op te merken dat directe beleggingen juist een

stabielere rendementsverloop hebben dan indirecte beleggingen en dit wordt veroorzaakt door de afwezigheid van leverage. Ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed kan op lange termijn een hoger rendement behaald worden dan bij niet-beursgenoteerd vastgoed, terwijl dit op korte termijn niet zichtbaar is. In Nederland heerst voor direct vastgoed een goed belastingklimaat, waarmee een rendementvoordeel behaald kan worden (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011). Dus in het algemeen is men het er niet over eens of indirect vastgoed zonder het gebruik van leverage een hoger rendement oplevert dan direct vastgoed. Daarnaast zijn voor direct vastgoed enkele voordelen qua rendement aanwezig, namelijk een gunstig belastingklimaat en geringere kosten. Door het juist benutten van deze voordelen kan een hoger rendement behaald worden.

De rendementsverwachtingen zijn veelal gebaseerd op een benchmark, waarbij de berekening van de benchmark bepalend is hoe de verwachting eruit zal zien. Een aantal benchmarks wordt bepaald aan de hand van de uitkomsten van de ALM-studie. Echter, hierbij bepaalt de input de output. Een voorbeeld is dat in de jaren 2005, 2006 en 2007 er steeds betere vastgoedrendementen behaald werden. Hierdoor werd in de ALM-studie een steeds hogere allocatie naar vastgoed verlangd, waardoor de vraag naar vastgoed groter werd. Echter, de rendementen werden vooral gerealiseerd door de groeiende vraag, terwijl het vastgoed niet een hoger rendement behaalde. Om desondanks toch aan de groeiende vraag naar vastgoed en de verwachting van hogere rendementen te voldoen is er meer leverage gebruikt. Sinds de crisis van 2008 is hiervan de keerzijde ontdekt, want de rendementsverwachtingen zijn niet meer gehaald en zijn zeer waarschijnlijk ook te hoog ingezet. Dus of men aan de rendementsverwachtingen kan voldoen hangt af van de berekening van de benchmark. In het geval dat de benchmark is berekend aan de hand van een ALM-studie, zal het lastig zijn om de benchmark te verslaan, zeker in deze tijden. Naast de berekening van de benchmark wordt hierbij ook duidelijk dat de verwachting afhankelijk is van het instapmoment en uitstapmoment van de belegging. Indien het instapmoment in 2006 of 2007 was zal men niet aan de rendementsverwachtingen kunnen voldoen. De verwachting hangt dus samen met de cyclus van de markt. Daarnaast verwacht men bij indirecte vastgoedbeleggingen wel een hoger rendement vanwege de lokale kennis van de fondsmanager. In het algemeen zijn de rendementsverwachtingen in het ongewis. Wel valt op te merken dat op lange termijn de rendementsverwachtingen vaak wel behaald worden, maar op korte termijn door de crisis niet. Echter, de rendementsverwachtingen van direct vastgoed worden vaak wel behaald in tegenstelling tot indirect vastgoed die op korte termijn door leverage een volatiel rendement laten zien (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.3 Vastgoedbeleggingsbeleid

Het vastgoedbeleggingsbeleid wordt bepaald vanuit de strategische allocatie die zowel geografisch, sectoraal als direct of indirect is. Vervolgens worden de vastgoedbeleggingen dagelijks gecontroleerd en gevolgd. Tevens is er één keer per jaar een grote herziening van het beleid waarbij de vaakgenoemde 'supertanker' enigszins wordt bijgestuurd. Echter, doordat vastgoed een illiquide belegging is, blijft de herziening van het beleid beperkt. Hierdoor kan het zijn dat na een aantal jaar er wel een aanzienlijke beleidswijziging is geweest, maar dat deze op korte termijn niet is weer te geven. Daarom wordt iedere 3 à 5 jaar getoetst of het beleid wel in overeenstemming is met wat het zou moeten zijn. Hierbij wordt er tevens een visie voor 7 à 8 jaar gemaakt waaraan de beleggingen worden getoetst. Het nadeel van vastgoedbeleggingen is dat ze moeilijk op te bouwen zijn, mede door de lange duur van due diligence onderzoeken, waardoor het bijsturen niet snel kan gebeuren. Echter, een van de belangrijke zaken is dat vastgoed zijn waarde behoudt, waardoor een snelle aanpassing niet altijd vereist is. Het is immers een lange termijn belegging (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

De indirecte portefeuille wordt op een andere manier beheerd en gekozen dan de directe portefeuille, omdat bij indirect een hoog (financieel) risicogehalte aanwezig is. Bij de directe portefeuille wordt bijvoorbeeld geen vreemd vermogen gebruikt, omdat dit verboden is volgens de wetgeving. Daarnaast is bij direct tussentijdse bijsturing niet mogelijk, want er geldt een lange opbouw- en bijstuurperiode vanwege de illiquiditeit. Wel valt hierbij op te merken dat al het directe vastgoed in Nederland gelegen is. Het indirect vastgoed wordt vanwege andere karakteristieken anders beheerd. Zo wordt het beursgenoteerde vastgoed door pensioenfondsen verschillend behandeld. Er zijn pensioenfondsen die het beursgenoteerde vastgoed afzetten tegen een benchmark van een index, zoals de FTSE NAREIT, en deze door een fondsmanager zo goed mogelijk laten volgen en bij voorkeur laten outperformen. Andere pensioenfondsen creëren een eigen benchmark en/of index waarin ze vanuit een bepaalde visie en criteria opereren. Echter, ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed blijkt dat pensioenfondsen deze categorie vooral gebruiken voor allocatiewijzigingen, zij het beperkt, en om te zorgen dat bepaald 'top'vastgoed in de portefeuille zit. Tevens kan beursgenoteerd vastgoed gebruikt worden om tijdelijke blootstelling aan vastgoed op te bouwen en deze later te verkopen ten gunste van niet-beursgenoteerd of direct vastgoed. Daarom is beursgenoteerd vastgoed de flexibelste categorie van de vastgoedbeleggingen. Het niet-beursgenoteerde vastgoed heeft geen (goede) benchmark waartegen het afgezet kan worden. Daarom wordt er belegd vanuit een strategische allocatie die een geografisch en sectoraal aspect heeft. Het geografische aspect komt naar voren omdat niet alle markten even volwassen zijn en omdat niet overal goede beursgenoteerde vastgoedondernemingen aanwezig zijn. Bijvoorbeeld vaak wordt gezegd dat in Azië de vastgoedondernemingen alleen uit ontwikkelaars bestaan en die worden vaak niet gewenst wegens het opportunistische karakter. Daarnaast zijn de beurzen in Azië grilliger. Daarom belegt men in Azië liever in niet-beursgenoteerd vastgoed, terwijl bijvoorbeeld in de Verenigde Staten wel beursgenoteerd vastgoed geprefereerd wordt omdat hier allerlei sectorale vastgoedondernemingen volwassen zijn. Naast deze beleidsoverwegingen en visies wordt de keuze voor een bepaalde categorie ook bepaald vanuit historie. Zo zijn directe portefeuilles van pensioenfondsen opgegaan in indirecte vastgoedfondsen, waardoor hierin een groot belang aanwezig is. De keuze en band van toen zijn nog van invloed op de beleggingskeuze van nu, maar deze invloed zal in de loop der tijd minder sterk aanwezig zijn (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

DNB heeft met de ALM-studie een wisselend effect op vastgoedbeleggingen. Door veel pensioenfondsen is er geen directe invloed op vastgoedbeleggingen merkbaar. Echter, vastgoedbeleggingen zijn via regelgeving gebonden aan eisen, zoals de hoogte van buffers, financieringseisen, dekkingsgraad en rendementsvereisten, waardoor er wel degelijk een invloed is. Alleen is de invloed op het niveau van de vastgoedafdelingen niet of beperkt merkbaar. DNB heeft daarom geen directe invloed op vastgoedbeleggingen, maar zal ten opzichte van het beleggingsbeleid wel dwingend advies kunnen indien ze vinden dat er een te groot risico aanwezig is (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.4 Adviseurs en externe managers

Door pensioenfondsen en door het investmentmanagement worden allerlei adviseurs gebruikt omtrent vastgoedbeleggingen. Bij direct vastgoed wordt het merendeel zelf gedaan, alhoewel alles op kleine schaal wordt aangestuurd, zoals taxateurs, makelaars, e.d. Daarnaast worden bij zowel direct als indirect vastgoed vaak specialistische adviseurs ingehuurd die betrekking hebben op het juridische en fiscale aspect. Veelal worden deze adviseurs ingeschakeld in het due diligence onderzoek dat zeker 2 maanden kan duren. Het voordeel van het gebruik van adviseurs is dat ze vooral fouten voorkomen, doordat ze met hun kennis en ervaring andere zaken belichten die anders onopgemerkt zouden blijven. Daarnaast wordt wel gezegd dat ze kunnen zorgen voor een beter rendement, maar of het ook opweegt tegen de kosten hangt af van de adviseurs. Zo zal bijvoorbeeld een fiscale adviseur een grotere invloed kunnen

hebben op het rendement dan een jurist. Internationaal gezien zal deze invloed groter worden, omdat de adviseurs hierbij een grotere lokale kennis kunnen hebben dan het pensioenfonds in Nederland. In het verleden zijn er door meerdere pensioenfondsen namelijk vervelende ervaringen geweest met het beheren van internationaal direct vastgoed. Hierbij zijn met name governance aspecten aan de orde geweest, waardoor een lager rendement behaald werd dan beoogd (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

Het selecteren van de indirecte fondsen gebeurt door het investmentmanagement of pensioenfonds. Hierbij hebben de pensioenfondsen een investmentmanager/portefeuillemanager in dienst die op zijn beurt de externe managers, oftewel de fondsmanagers, bij indirecte vastgoedbeleggingen aanstuurt. Bij het selecteren van de fondsmanagers van de indirecte beleggingen wordt ervan uitgegaan dat deze een grotere lokale kennis hebben, waardoor er in theorie, maar niet altijd in de praktijk bewezen, een beter rendement behaald kan worden. Daarnaast is er ook een hogere specialisatie in het desbetreffende vakgebied. Een ander voordeel is dat kleine pensioenfondsen hierdoor in staat zijn om in vastgoed te beleggen, zonder dat alle vastgoedkennis in het pensioenfonds op één man aankomt. De nadelen van fondsmanagers zijn de illiquiditeit en de hogere kosten. De hogere kosten worden echter tegengesproken als ze worden vergeleken met de totale belegging, want dan zijn deze nihil. Een ander nadeel van fondsmanagers is het governanceaspect. Vooral bij internationale fondsen is het moeilijk te controleren met wie men te maken heeft, waardoor er een kans bestaat dat er een persoon bij zit die niet de belangen van het pensioenfonds in acht neemt. Daarom zijn gedegen due dilligence onderzoeken van belang en wordt het honorariumbeleid hierop geoptimaliseerd (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

Ten opzichte van de ALM-studies worden vaak externe adviseurs aangetrokken, waarbij vooral de namen Ortec en Mercer veel worden genoemd. De uitzondering is SPF beheer, waarbij alles intern wordt gedaan. Desondanks worden de meeste ALM-studies intern gedaan en zijn de externe adviseurs voor advies en eventuele aanvulling van kennis en ervaring. Deze partijen worden dus vooral gebruikt ter advisering van beleid, want het echte ALM-beleid wordt uiteindelijk intern opgesteld (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.5 Risico's

Er is een verschil tussen risico's in direct en in indirect vastgoed. Zo zijn de risico's bij directe beleggingen op pandniveau en de risico's bij indirecte beleggingen op fondsniveau. Echter, uiteraard zullen via een indirecte weg de risico's op pandniveau uiteindelijk ook op fondsniveau gelden. Op pandniveau zijn er risico's zoals asbest, historie, veroudering, leegstand, verbouwmogelijkheden in verband met flexibiliteit, een slecht renderend pand, volatiliteitsrisico in een bepaalde sector, maar ook imagoschade door fraude. Het laatste geldt vooral bij direct vastgoed, omdat er dan slechts een paar man met weinig toezicht verantwoordelijk zijn voor de beleggingen. Dit in tegenstelling tot indirect waar meerdere mensen met het beleid gemoeid zijn. Bij indirecte beleggingen zijn de risico's die net genoemd zijn ook aanwezig, echter dit heeft een kleinere invloed vanwege de extra afstand tot de belegging. Het grootste risico bij indirecte beleggingen is het financieel risico in de zin van leverage. Dit verschilt echter per type indirect vastgoed. Bij corefondsen beleggingen zal het risico lager zijn dan bij value added fondsen en value added zal een lager financieel risico hebben dan opportunistische vastgoedfondsen waar gebruikelijk veel vreemd vermogen in zit. Een ander risico bij indirecte beleggingen is het managementrisico. Doordat er in meerdere fondsen belegd wordt, is er een grotere kans dat er een malafide fonds tussen zit (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Bosma-

Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011). Dus de in de praktijk ervaren risico's komen overeen met de theorie.

Sinds de kredietcrisis zijn risico's meer onder de aandacht dan daarvoor. Voorheen was het idee dat alle risico's afgedekt konden worden met allerlei organisatorische constructies, waardoor er, mede door de goedkope financiering, steeds meer leverage gebruikt werd. Echter, vanaf 2009 zijn de risico's zeer duidelijk geworden. Sindsdien is het oog verschoven van rendement naar risico. De risico's moeten nu goed in kaart gebracht worden en, niet geheel onbelangrijk, doorgecommuniceerd worden naar het bestuur. Om de risico's in kaart te brengen is een uitgebreid due diligence onderzoek nodig, waarmee eventuele misstanden uit het verleden aan het licht gebracht kunnen worden. Hiermee wordt de kans op het beleggen in een malafide fonds verkleind. Tevens wordt er door een externe partij uitgebreid onderzoek gedaan naar de lange termijn visie op allerlei externe variabelen, zoals op macroniveau. Hierbij wordt indien wenselijk een valuta hedge of een rente hedge aangegaan om de risico's van valuta en renteveranderingen tegen te gaan (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

Het meest voorkomend antwoord om risico's te beperken is het gebruik van spreiding. Spreiding in het type fondsen, het aantal fondsen, geografische fondsen, sectorfondsen, e.d. Doordat er gespreid wordt is er een kleiner specifiek risico aanwezig. Bijvoorbeeld het spreiden over verschillende sectoren zorgt ervoor dat er gebruik wordt gemaakt van verschillende karakteristieken van vastgoed. Een ander voorbeeld is het geografisch spreiden, waarbij gebruik wordt gemaakt van verschillende economische cycli, alhoewel deze verschillen door globalisatie mogelijk kleiner zijn geworden. Naast het spreiden van de risico's wordt er ook risico beperkt door middel van voorwaarden. Hiermee wordt een beleggingskader gegeven aan het betreffende fonds, bijvoorbeeld niet meer dan 40% vreemd vermogen of niet buiten een bepaalde regio beleggen. Daarnaast zijn er eisen waarin het pensioenfonds ook invloed kan uitoefenen op het bestuur van het vastgoedfonds en eisen waarin de belangen van de fondsmanager gelijk zijn aan die van de belegger, bijvoorbeeld door middel van een honorarium (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

Concluderend kan gezegd worden dat bij direct vastgoed de risico's specifiek van aard zijn op het pandniveau, maar dat er meer directe controle en zicht op is dan bij indirecte beleggingen. Echter, doordat er bij indirect vastgoed gespreid wordt, worden de kansen verkleind dat er een te groot specifiek risico gelopen wordt. Ook kan een goed onderzoek risico's eerder aan het licht brengen, waardoor deze risico's vermeden kunnen worden. Hierdoor kan niet gezegd worden dat de risico's bij direct of indirect groter zijn, maar wel anders en tot op zekere hoogte ook anders beheersbaar (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.6 Honorariumbeleid

In vastgoed zijn honoraria een veel besproken onderwerp. De geïnterviewde pensioenfondsen staan minder positief tegenover buitensporige honoraria bij externe managers. De ervaring leert dat er weldegelijk managers zijn die hier erg op gericht zijn, zowel in de vastgoedwereld als in de investmentwereld. Het gevolg is dat ze meer risico nemen doordat ze korte termijn gericht zijn. Iets wat niet overeenkomt met de lange termijn visie van pensioenfondsen en de karakteristieken van vastgoed. Daarom wordt er bij de keuze van externe managers een goede selectie gemaakt om deze personen niet te gebruiken. Tevens hanteren de pensioenfondsen een beleid waarin een onderscheid wordt gemaakt tussen een basishonorarium en een performancehonorarium. Het performancehonorarium wordt vooral gebruikt bij value added en opportunity fondsen. Het nadeel van performancehonorarium is dat er teveel korte termijn honorariums betaald worden, waardoor dit ten koste gaat van het rendement.

Bijvoorbeeld een fondsmanager doet het 2 jaar goed en ontvangt dus een performancehonorarium. Vervolgens zijn er 4 slechte jaren waarin deze geen performancehonorarium ontvangt. Echter, in dit geval heeft de fondsmanager 2 jaar een performancehonorarium ontvangen, terwijl het pensioenfonds per saldo een verlies lijdt. Daarom wordt het performancehonorarium steeds minder gewenst en steeds meer aan banden gelegd. Het basishonorarium wordt bepaald aan allerlei (externe) variabelen en zorgt ervoor dat de lange termijn belangen van het pensioenfonds gewaarborgd blijft. Bijvoorbeeld één van de variabelen is het gebruik van daadwerkelijke waardeontwikkelingen bij de exit van indirecte fondsen en niet de tussentijdse theoretische waardeontwikkelingen. Hiermee zal de externe manager eerder binnen de vooraf bepaalde kaders blijven. Ondanks dat honoraria een in de praktijk gebruikt middel zijn, wordt het onderlinge verband tussen honoraria en goede prestaties in de praktijk niet gezien. Sterker nog, de overtuiging is vaak niet aanwezig of het überhaupt een verschil uitmaakt (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011). De volgende quote geeft hierbij een beeld:

“Ga je aan het einde van de rit harder rennen als er 5 miljoen ligt, vast wel. En als er aan het einde van de rit 1 miljoen ligt ga je dan minder hard rennen? Geen idee.” (Interview Van der Spek, 2011).

Bij een pensioenfonds is bij direct vastgoed het gebruik van honoraria minder aanwezig. Vaak is te zien, meestal gelijk aan core fondsbeleggingen, dat er slechts alleen een basishonorarium bestaat en geen performancehonorarium. Als er intern wel een variabel honorarium aanwezig is dan wordt dit objectief bepaald en zal het geen korte termijn denken tot gevolg hebben, in ieder geval minder dan de performancehonoraria bij de externe managers. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het risico uit korte termijn denken bij een basishonorarium veel kleiner is dan bij het gebruik van een performancehonorarium bij de externe fondsmanager. Het kernpunt is daarbij wel dat de variabele honoraria vooral bestaat uit verschillende (externe) variabelen, zodat de lange termijn belangen van het pensioenfonds voorop staan (Interview Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Sanders, alle in 2011).

6.7 Dividend

Tegenover de huurinkomsten bij direct vastgoed staat dividend bij indirect vastgoed. Theoretisch gezien zullen de dividenden lager zijn dan de huurinkomsten vanwege de extra kosten die bij de indirecte beleggingen aanwezig zijn, maar dit verschil wordt in de praktijk als klein ervaren. De extra kosten bestaan bij indirecte beleggingen onder andere uit fondskosten, de rente van leningen, managementfee en geldreserves die nodig zijn om goede (her)beleggingen te doen. Echter, hieraan ligt een belangrijk tegenargument ten grondslag, namelijk dat indirecte beleggingen in staat zijn een beter specialisme toe te passen op een bepaalde sector en een betere spreiding hebben over een bepaalde sector. Hierdoor zou het rendement hoger moeten zijn dan wanneer men dit zelf doet. Dus de meningen verschillen; op individueel niveau zou dividend voor een lager rendement zorgen vanwege de extra kosten, terwijl op sectorniveau het dividend voor een hoger rendement zou moeten zorgen vanwege een hoger specialisme. In elk geval zijn huurinkomsten en dividenden van dezelfde onderliggende waarde afgeleid, namelijk onroerend goed (Interview Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, beide in 2011).

Het rendement van dividend is in die zin enigszins neutraal, maar er zijn ook nog een aantal andere redenen waarom dividend belangrijk is. Eén van de meest genoemde redenen is dat dividend voor liquiditeit zorgt en daardoor ook voor zekerheid. De zekerheid wordt mede veroorzaakt doordat het management verplicht is om resultaten uit te keren in de vorm van dividenden. Dit is in Nederland zelfs 100% van het fiscale resultaat. Doordat het management zelf weinig geld overhoudt, zal het moeten innoveren om toch weer aan een goed resultaat te komen. Daarnaast zorgt dividend voor een stuk zekerheid, omdat inkomsten al binnen zijn en het pensioenfonds niet op de exit-waarde hoeft te

wachten. Hierdoor kunnen de dividendinkomsten gebruikt worden om de allocatie te verbeteren of juist ten goede te laten komen aan pensioenen. Vaak wordt geopperd dat dit voor grijze pensioenfondsen belangrijk is. Echter, in de praktijk blijkt dat dit niet voor alle grijze pensioenfondsen geldt, want het is zeer afhankelijk van de opbouw van de portefeuille van een pensioenfonds. De meeste verplichtingen van pensioenfondsen worden voornamelijk gedekt door vastrentende waarden en niet zozeer door dividenden van indirect vastgoed (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.8 Vastgoedderivaten

Bij alle geïnterviewde pensioenfondsen worden geen vastgoedderivaten gebruikt en heeft deze keus ook geen invloed gehad op een overstap van direct vastgoed naar indirect vastgoed. Er zijn in het verleden wel enkele transacties geweest in inflatiecontracten die een 'nare' ervaring hebben achtergelaten. Met name de illiquiditeit en dus het onvermogen om in grote volumes te handelen in de afgeleide producten is een belangrijke reden om niet in derivaten te investeren. Een andere ervaring is dat derivaten duur zijn. In Nederland bijvoorbeeld moet er bij vastgoedderivaten 6% overdrachtsbelasting betaald worden, omdat het bij direct vastgoed ook zo is. Dit wordt in de praktijk onredelijk gevonden. Een andere reden is dat vastgoedderivaten verder af staan van het onroerend goed, terwijl deze juist bepaalde karakteristieken heeft die interessant zijn met het oog op diversificatie. Desondanks zijn er wel enkele geluiden dat vastgoedderivaten in de toekomst gebruikt gaan worden, mits deze nadelen overkomen worden. Hierbij kunnen de vastgoedderivaten zowel defensief als offensief gebruikt worden. Volgens sommige kunnen derivaten gebruikt worden om op een hele agressieve manier rendement te maken. Echter, de meeste zijn het er mee eens dat derivaten vooral defensief gebruikt kunnen worden in de zin van risico-afdekken en om een snelle exposure te krijgen in vastgoed. De kernvraag voor het gebruik van vastgoedderivaten is of de kosten tegen het risico opwegen en dat is op dit moment nog niet het geval (Interview Van der Spek, Mulder, Hooydonk en Moll, Spikker, Bosma-Verhaegh en Van Halewijn, Gorter, Sanders, Van Merriënboer en Kleinheerenbrink, alle in 2011).

6.9 Conclusies

In dit hoofdstuk en in hoofdstuk 5 is de beantwoording van de derde deelvraag bereikt. Deze deelvraag luidt: *Welke beweegredenen liggen ten grondslag aan een beleidsoverstap ten aanzien van vastgoedbeleggingen door pensioenfondsen, zowel intern als extern?*

Op basis van de geïnterviewde personen is er een conclusie te trekken uit de beweegredenen die belangrijk zijn voor de overstap van direct vastgoed naar indirect vastgoed. Hieruit zijn 12 redenen naar voren gekomen om te kiezen voor indirect vastgoed, namelijk:

1. Mogelijkheid tot spreiden in beleggingen, geografie, sector en in managementapparaten.
2. Mismatch tussen het werkapparaat van direct vastgoed met de allocatie naar direct vastgoed.
3. Beschikbaarheid van lokale kennis in het buitenland bij indirect vastgoed.
4. Indirect is liquider dan direct.
5. Flexibiliteit, waardoor sneller vastgoedexposure op te bouwen is dan bij direct vastgoed. Ook is een indirecte portefeuille sneller te wijzigen dan een directe portefeuille en daarbij aansluitend is een indirecte portefeuille sneller op te bouwen dan een directe portefeuille.
6. Mogelijkheid om te beleggen in meerdere participaties dan bij direct vastgoed.
7. Er is meer controle op de fondsmanagers, doordat er meerdere personen naar kijken.
8. Er is bij indirect een groter belegend vermogen mogelijk.
9. Toegang voor kleine pensioenfondsen, iets wat niet mogelijk zou zijn bij direct vastgoed.
10. In theorie een hoger rendement realiseerbaar, met kanttekening dat dit vaak bereikt wordt met leverage en dus meer financieel risico heeft dan direct vastgoed.

11. De voorkeur van het bestuur om liever indirect te gaan beleggen dan direct. Het bestuur heeft namelijk het laatste woord waarin en hoe belegd wordt.
12. Een indirect fonds heeft zijn eigen bestuur, dus directe aansturing is niet noodzakelijk.

Naast deze redenen om indirect te gaan beleggen zijn er ook redenen om juist direct te gaan beleggen, namelijk:

1. De correlatie met andere beleggingscategorieën is lager bij direct vastgoed dan bij indirect vastgoed en al helemaal in vergelijking met beursgenoteerd vastgoed.
2. Men heeft meer zicht op de beleggingen en dus een directe controle.
3. De afwezigheid van leverage bij direct vastgoed zorgt voor een lager risicoprofiel.
4. Vanuit de historie nemen veel pensioenfondsen direct vastgoed mee, hierdoor zijn er goede portefeuilles ontstaan die indirect niet gemakkelijk te reproduceren zijn.
5. Direct vastgoed levert een stabiel rendement op, zeker in vergelijking met indirect vastgoed.
6. Men heeft minder fiscalisten en/of juristen nodig, want de complexiteit is veel kleiner dan bij indirect.
7. Vanuit het Financieel Toetsingskader (FTK) wordt er een lagere buffer voor direct vastgoed vereist dan voor indirect.
8. Ook hier geldt dat er een voorkeur van het bestuur kan zijn voor direct vastgoed, mogelijk in gegeven door punt 4.

Naast deze redenen zijn er ook nog een paar redenen die genoemd zijn die een algemene invloed hebben op de keuze voor indirect vastgoed of direct vastgoed, namelijk:

1. Het rendement op direct vastgoed is in theorie lager dan op indirect vastgoed vanwege het gebruik van leverage. Het gebruik van leverage zorgt voor een hoger risicorendementsprofiel voor indirect vastgoed dan voor direct vastgoed, maar door leverage wordt het instapmoment bij indirect vastgoed belangrijker dan bij direct vastgoed. Naast leverage kan er bij indirect vastgoed ook een hoger rendement behaald worden doordat er gebruik wordt gemaakt van lokale (internationale) kennis.
2. Een directe vastgoedportefeuille is moeilijker op te bouwen dan een indirecte vastgoedportefeuille. Alhoewel een indirecte vastgoedportefeuille ook zeker 2 maanden duurt vanwege de vele onderzoeken, zoals het due diligence onderzoek bij niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Hiernaast zijn er ook een aantal opmerkelijke feiten die geen invloed hebben op de overstap van direct naar indirect vastgoed beleggen, maar wel een beter beeld schetsen omtrent vastgoed beleggen. Dit zijn de volgende punten:

1. DNB heeft geen invloed op vastgoedbeleggingen. Het is mogelijk dat DNB een (dwingende) aanwijzing geeft op het algemene niveau, maar ze zal nooit een verplichting opgeven.
2. Een ALM-studie heeft beperkte invloed op vastgoedbeleggingen, behalve bij de bepaling van de benchmark. Daarnaast hangt de allocatie en visie op vastgoedbeleggingen uiteindelijk af van het bestuur.
3. Ten aanzien van beleid wordt de directe portefeuille anders behandeld dan de indirecte portefeuille. De directe portefeuille is minder snel bij te sturen dan indirect vastgoed en wordt mede vanuit controle-overwegingen alleen in Nederland gebruikt. Niet-beursgenoteerd vastgoed is in die zin sneller bij te sturen zij het nog beperkt. Het beursgenoteerde vastgoed wordt vaak door pensioenfondsen gebruikt om de allocatie naar vastgoed aan te passen, dus om snelle exposure op- of af te bouwen. Tevens bestaat bij beursgenoteerd de mogelijkheid om in 'top'vastgoed te beleggen wat bij direct en niet-beursgenoteerd vastgoed niet altijd mogelijk is.

4. Pensioenfondsen concentreren zich meer op de kerntaak van gelden alloceren. Hierdoor wordt er vaker via een vermogensbeheerder/investmentmanager belegd, maar wordt er ook meer gebruik gemaakt van adviseurs. Adviseurs worden ingeschakeld voor specialistisch advies. Het voordeel is dat ze extra ervaring hebben en dus fouten voorkomen. Het is niet duidelijk of dit ook resulteert in een beter rendement, want dat is afhankelijk van de adviseur en de kosten. Het voordeel van een investmentmanager is dat er gebruik gemaakt kan worden van lokale kennis die via kantoren over de hele wereld aanwezig is. De nadelen hiervan zijn de hoge kosten en de illiquiditeit.
5. De risico's bij direct vastgoed zijn aanwezig op pandniveau en de risico's bij indirect vastgoed zijn aanwezig op fondsniveau. Doordat er minder mensen zijn die direct vastgoed controleren is daar extra kans op imagoschade aanwezig, maar hier staat tegenover dat bij indirecte beleggingen de kans groter is dat er een malafide belegging bij zit. Tevens is bij indirect vastgoed juist het financiële risico het grootst vanwege de aanwezigheid van leverage. Echter, dit verschilt per type belegging, bij core is deze het laagst en bij opportunistische fondsen is deze het hoogst. Het beste om bij vastgoed risico's te verminderen is spreiding op alle vlakken, maar de wijze waarop de risico's beheerd kunnen worden verschilt bij direct en indirect.
6. Een honorarium kan ervoor zorgen dat fondsmanagers meer aan het korte termijn gaan denken, waardoor het risico van een belegging ongewild toeneemt. Daarom zijn pensioenfondsen steeds minder voorstander van variabele beloningen. Vooral als de variabele beloningen op jaarbasis worden uitgekeerd. Er is ervaren dat het geen positief verschil uitmaakt in rendement, maar eerder een negatief verschil. Daarom wordt een voorkeur gegeven voor een basishonorarium, waarbij pas bij de exit van de belegging een performancehonorarium wordt uitgekeerd. Hiermee zijn de belangen van het pensioenfonds en het vastgoedfonds het meest gelijk. Bij direct vastgoed wordt daarentegen bijna alleen gebruik gemaakt van een basishonorarium. Het variabele deel bestaat hier uit dusdanig veel (externe) factoren dat deze nauwelijks te beïnvloeden is, hierdoor is het korte termijn denken niet aan de orde.
7. Het rendement door dividend zou hoger moeten zijn dan huurinkomsten bij direct vastgoed, maar de meningen verschillen; op individueel niveau zou dividend voor een lager rendement zorgen vanwege de extra kosten, terwijl het dividend door een hoger specialisme op sectorniveau voor een hoger rendement zou moeten zorgen.
8. Geen enkel Nederlands pensioenfonds heeft positieve ervaringen met vastgoedderivaten. Daarom worden deze door hun niet gebruikt. Wel houden sommige hun ogen open voor het geval de nadelen van illiquiditeit en te klein volumes minder worden. In dat geval zullen ze mogelijk geneigd zijn om in te stappen, maar dat is voorlopig niet aan de orde.

7 Cijfers pensioenfonds beleggingen

In dit hoofdstuk is een overzicht beschreven in welke beleggingscategorieën de pensioenfondsen in Nederland gezamenlijk beleggen. Als eerste is dit beschreven voor alle Nederlandse pensioenfondsen. Als tweede zijn deze gegevens onderverdeeld in grootte en in het type pensioenfonds. Hierbij is het grootte-onderscheid gemaakt in de derde t/m de zesde paragraaf. In de zevende t/m de negende paragraaf is het onderscheid gemaakt in het type pensioenfonds. In de laatste paragraaf zijn de conclusies van dit hoofdstuk beschreven.

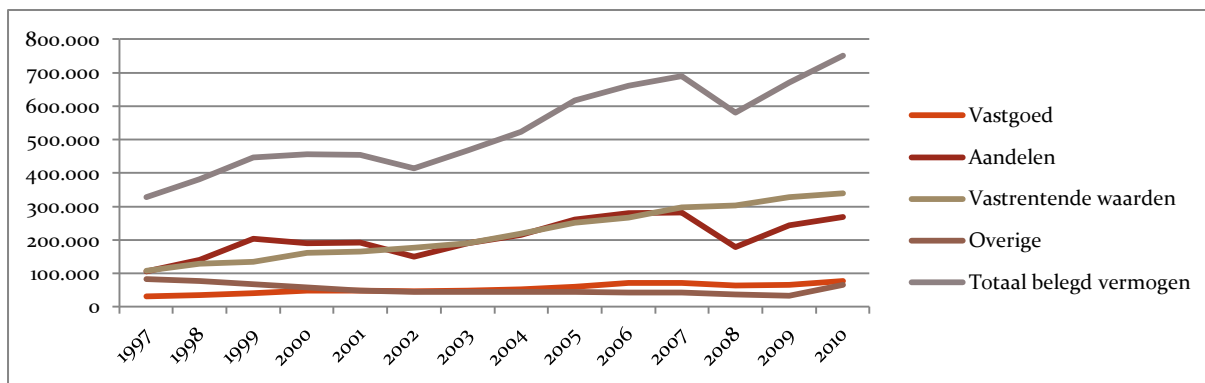
7.1 Opmerking vooraf

Voor dit hoofdstuk zijn de gegevens van DNB gebruikt (DNB, 2011a)⁴. Hierbij moet opgemerkt worden dat de definities van DNB ten opzichte van direct en indirect vastgoed anders zijn dan ze in dit onderzoek worden gehanteerd. Het verschil zit in de definitie van de niet-beursgenoteerde vastgoedondernemingen waarin *géén leverage* aanwezig is. Deze private vastgoedondernemingen vallen in de definitie van DNB onder *direct vastgoed* in tegenstelling tot indirect vastgoed zoals gehanteerd in dit verslag. In het kader van dit onderzoek is dit onderscheid teniet gedaan, omdat in de praktijk maar weinig niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen geen leverage hebben. Altera Vastgoed N.V. is een van de bekende en grootste vastgoedfondsen in Nederland die geen leverage gebruikt, maar dit fonds heeft een portefeuille grootte van circa 1.600 miljoen euro anno 2010 (Altera, 2011). In vergelijking met het totaal belegd vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen in vastgoed van circa 77.000 miljoen euro anno 2010 is dit verschil te verwaarlozen (DNB, 2011a). Daarom is gekozen om de directe en indirecte vastgoeddefinities van DNB onder dezelfde noemer te laten vallen, als de vastgoeddefinities die in dit verslag zijn gehanteerd.

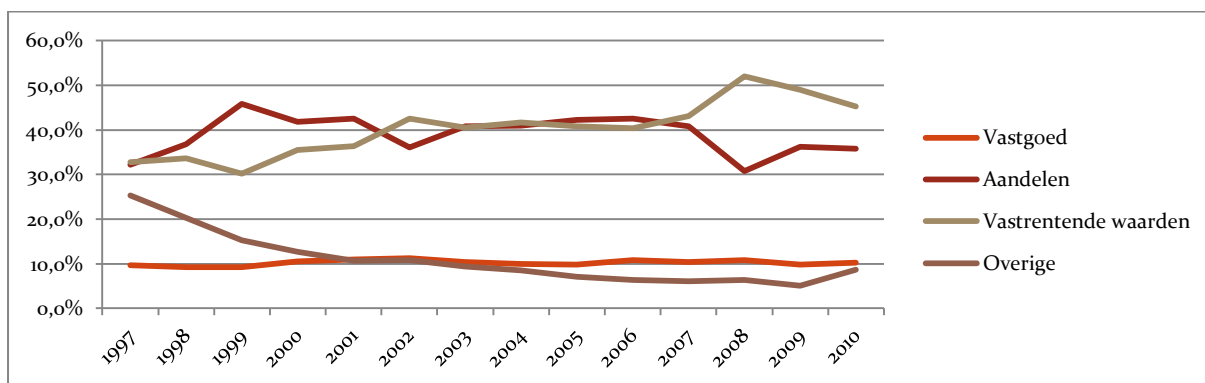
7.2 Alle Nederlandse pensioenfondsen

Gezamenlijk hebben de Nederlandse pensioenfondsen anno 2010 in totaal 750.000 miljoen euro aan belegd vermogen, dat is meer dan dubbel zoveel als in 1997, zie figuur 4. Hiervan is 340.000 miljoen euro ondergebracht bij vastrentende waarden, 269.000 miljoen euro in aandelen, 77.000 miljoen euro in vastgoed en 64.000 miljoen euro is belegd in de categorie overige (zie ook bijlage 1 waarin alle macrocijfers zijn weergegeven). In figuur 4 valt ook op dat het vermogen in aandelen veel grilliger is dan van vastgoed en vastrentende waarden. Dit is te verklaren aan de hand van het karakter van aandelen, namelijk een hoger risicorendementsprofiel. Zo is te zien dat in 2002 en in 2008 de aandelen flink in vermogen zijn gedaald en wat het effect is geweest op het totaal belegd vermogen. Beide dippen zijn te verklaren vanuit een crisis, waarbij het belegd vermogen in het daarop volgend jaar weer is hersteld. Ten aanzien van vastgoed is een redelijk constant belegd vermogen te zien. In figuur 5 is te zien dat er sinds 2008 meer vermogen naar vastrentende waarden is gealloceerd dan naar aandelen. De allocatie naar aandelen en vastrentende waarden is ook veel grilliger van verloop. Dit is zeer waarschijnlijk een verklaring vanuit de liquiditeit van aandelen en vastrentende waarden. Hierbij is opvallend dat vanaf 2007 de allocatie naar vastrentende waarden hoger is dan naar aandelen, terwijl deze in de jaren ervoor een gelijke verdeling hadden. De allocatie naar vastgoed is gelijk gebleven, zo rond de 10%. Dit is mogelijk te verklaren aan de hand van de illiquiditeit van vastgoed. De categorie overige vertoont ditzelfde patroon, maar is wel geleidelijk aan het afnemen met een dieptepunt in 2009.

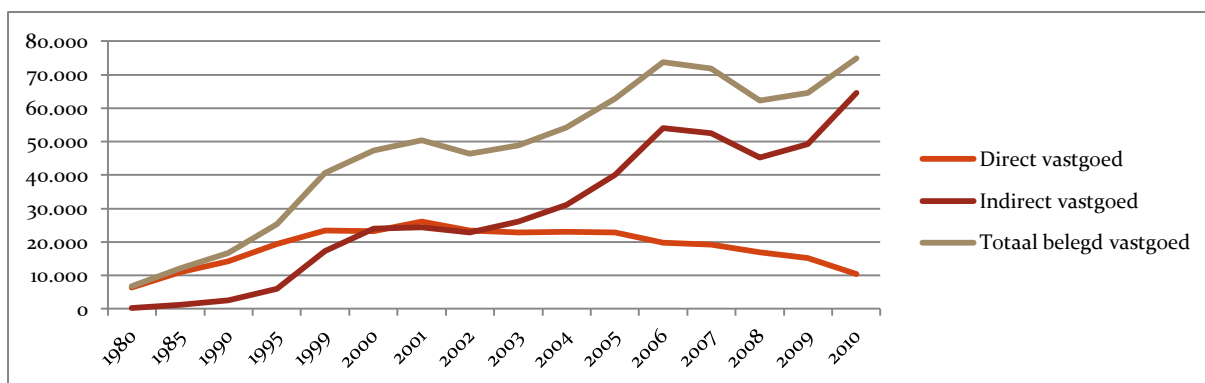
⁴ Sinds 2007 hanteert DNB een ander beleid omtrent datapublicatie. Vanaf 2007 worden gegevens anders gepubliceerd, zo is het onderscheid tussen direct en indirect vastgoed pas vanaf deze datum weergegeven. Hiervoor werden ze onder één categorie gesommeerd, namelijk vastgoed. Tevens moet bij het gebruik van deze data een opmerking geplaatst worden ten behoeve van het beleggingsrisico. DNB hanteert sinds 2007 een onderscheid tussen beleggingen waarbij het beleggingsrisico voor de pensioenfondsen is en beleggingen waarbij het beleggingsrisico voor de deelnemers is. In het kader van dit onderzoek is dit onderscheid teniet gedaan, aangezien de beleggingen met het beleggingsrisico voor de deelnemers een te verwaarloosbare invloed hebben en aangezien dit onderscheid voorbij gaat aan de strekking van dit onderzoek.



Figuur 4: Verloop van het belegd vermogen in alle beleggingscategorieën van alle Nederlandse pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)



Figuur 5: Allocatieverloop in alle beleggingscategorieën van alle Nederlandse pensioenfondsen [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)



Figuur 6: Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van alle Nederlandse pensioenfondsen, met een onderscheid in direct en indirect (in miljoenen euro) (t/m 1999 in interval van 5 jaar) [Eigen bewerking]. Bron: CBS, 2011b

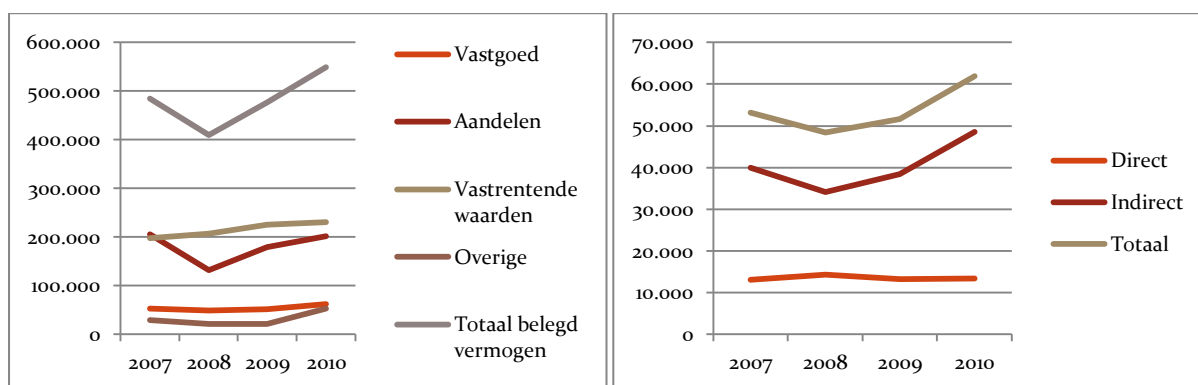
Gekeken naar figuur 6 valt op dat het directe vastgoed van alle Nederlandse pensioenfondsen een glazen plafond heeft bereikt, terwijl het indirecte vastgoed van de pensioenfondsen sinds 1980 een grote vlucht heeft genomen. Sinds 2001 neemt het directe vastgoed in belegd vermogen geleidelijk af, waarmee het directe vastgoed in 2010 op circa hetzelfde niveau staat als in 1985. Het indirecte vastgoed is sinds 1980 alleen maar gestegen, waarbij ogenschijnlijk de crisisjaren in 2002 en 2008 voor een tijdelijke stop hebben gezorgd in de groei. Echter, vanaf 2002 begint het indirect vastgoed sterk te groeien. De bepalende factoren van dit omslagpunt zijn niet duidelijk, maar wel is bekend dat voor 2002 voornamelijk beursgenoteerd vastgoed beschikbaar was en dat vanaf 2002 ook meer niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen beschikbaar kwamen. Hieruit valt dus wel te concluderen dat pensioenfondsen de afgelopen jaren liever in indirect vastgoed beleggen dan in direct vastgoed.

Bovendien lijkt deze trend zich in 2010 voort te zetten. Het totaal belegd vermogen in vastgoed is sinds 1980 meer dan vertienvoudigd (zie ook bijlage 1). Ook in het totaal belegd vermogen zijn de crisisjaren van 2002 en 2008 goed zichtbaar, waarbij opvalt dat de crisis een grotere invloed heeft gehad op indirect vastgoed dan op direct vastgoed.

7.3 Macrocijfers grote pensioenfondsen

In deze en de volgende drie paragrafen zijn, op basis van dezelfde data van DNB (2011a) als de vorige paragraaf, macrocijfers weergegeven, hierbij is een onderscheid gemaakt tussen grote, middelgrote, middelkleine en kleine pensioenfondsen. (Bij deze data is, zoals eerder genoemd in voetnoot 4, geen data bekend van voor het jaar 2007, daarom beperkt dit onderzoek zich op de jaren vanaf 2007.)

Om een beeld te schetsen van de portefeuille van de grote pensioenfondsen zijn pensioenfondsen met een technische voorziening groter dan 5 miljard euro opgenomen.



Figuur 7 (links): Verloop van het belegd vermogen in de drie beleggingscategorieën van grote pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Figuur 8 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van grote pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

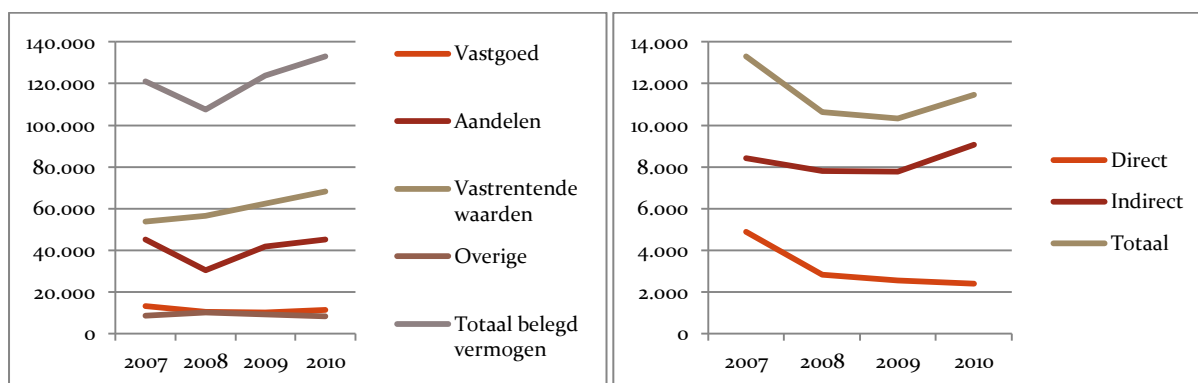
In figuur 7 is te zien dat het totaal belegd vermogen in 2008 een dip heeft gehad die veroorzaakt is door de aandelen crisis. In 2009 is deze dip alweer goed gemaakt in de zin van totaal belegd vermogen. Tevens valt in dit figuur te zien dat de vastrentende waarden en vastgoed een stabiel verloop laten zien, want deze twee categorieën groeien geleidelijk in waarde. Specifieker gekeken naar vastgoed in figuur 8 is te zien dat de grote pensioenfondsen meer in vastgoed hebben belegd en dan vooral meer in indirect vastgoed. Daarentegen is er in direct vastgoed niet meer of minder belegd, sterker nog, het vermogen is de afgelopen 4 jaar gelijk gebleven. De allocatie is bij de grote pensioenfondsen iets defensiever geworden in 2010 dan in 2007 (zie bijlage 1). Er is namelijk in de portefeuille circa 5% minder in aandelen gealloceerd in 2010 en juist meer gealloceerd in vastrentende waarde en vastgoed. De allocatie van de grote pensioenfondsen is in 2010: 11% vastgoed, 37% aandelen, 42% vastrentende waarden en 10% in de categorie overige.

7.4 Macrocijfers middelgrote pensioenfondsen

In deze paragraaf worden de cijfers van de middelgrote pensioenfondsen weergegeven, dat wil zeggen pensioenfondsen met een technische voorziening tussen de 1 miljard en de 5 miljard euro.

Als gekeken wordt naar het belegd vermogen in de verschillende beleggingscategorieën in figuur 9 valt op dat ook hier een dip was in de aandelen in 2008. Daarnaast valt op dat er een lichte daling is in het belegd vermogen in vastgoed, terwijl vanaf 2008 een stijging is waar te nemen van de categorieën aandelen en vastrentende waarden. Dit resulteert in een flink hoger totaal belegd vermogen ten opzichte van 2008. In figuur 10 is te zien hoeveel vermogen er door de middelgrote pensioenfondsen wordt

belegd in vastgoed. Hierbij is te zien dat het belegd vermogen in direct vastgoed wordt afgebouwd, terwijl de indirecte portefeuille lichtelijk toeneemt. Mogelijk is hier een beleidswijziging aan de gang. Als dit gekoppeld wordt aan de allocatie naar de verschillende beleggingscategorieën valt op dat er langzaam aan minder gealloceerd wordt in vastgoed, bijna 3% minder in 4 jaar tijd (zie bijlage 1). In 2010 is circa dan 9% van het totaal belegd vermogen gealloceerd in vastgoed. Daarnaast is 34% gealloceerd in aandelen, 51% in vastrentende waarden en 6% in de categorie overige. Vergeleken met de allocatie van de grote pensioenfondsen valt op dat de middelgrote pensioenfondsen minder in aandelen en minder in vastgoed beleggen, maar veel meer in vastrentende waarden. Hieruit valt te concluderen dat de middelgrote pensioenfondsen een defensiever beleggingsbeleid voeren dan de grote pensioenfondsen.

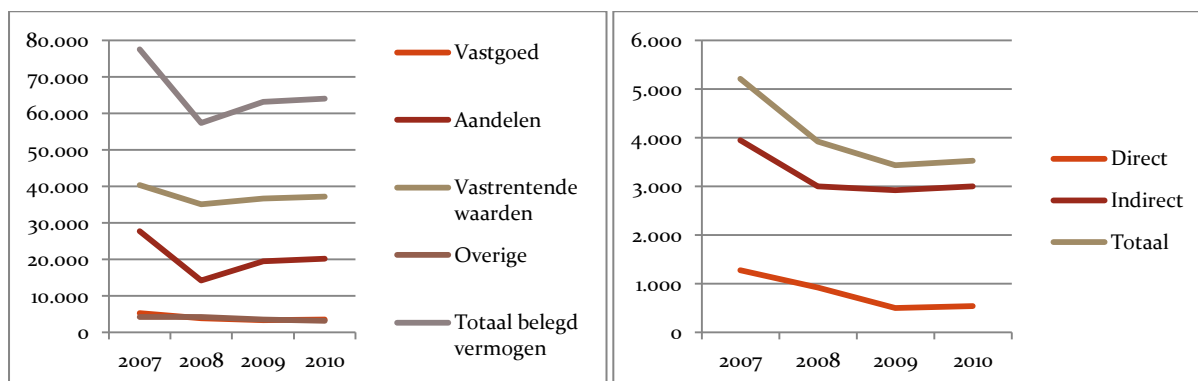


Figuur 9 (links): Verloop van het belegd vermogen in de drie beleggingscategorieën van middelgrote pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Figuur 10 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van middelgrote pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

7.5 Macrocijfers middelkleine pensioenfondsen

Onder de middelkleine pensioenfondsen vallen pensioenfondsen die een technische voorziening hebben tussen de 100 miljoen en 1 miljard euro.



Figuur 11 (links): Verloop van het belegd vermogen in de beleggingscategorieën van middelkleine pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

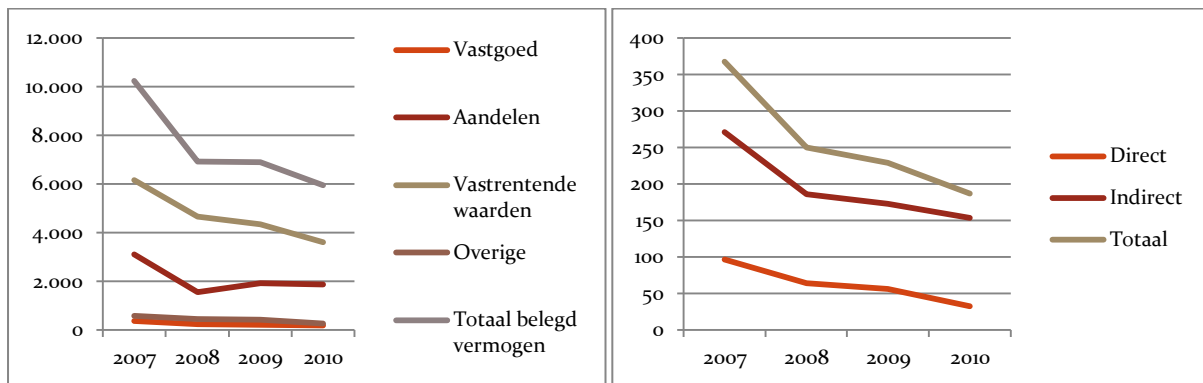
Figuur 12 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van middelkleine pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

In figuur 11 is te zien dat het totaal belegd vermogen vanaf 2007 een grote daling heeft meegemaakt, welke met name is veroorzaakt door de crisis in 2008 toen het vermogen van de aandelen bijna is gehalveerd. In de andere beleggingscategorieën is een veel constanter verloop te zien dan de aandelen, maar er is wel een lichte afname te zien. De crisis in 2008 heeft dan ook een grote klap veroorzaakt op het totaal belegd vermogen van de middelkleine pensioenfondsen. Indien gekeken wordt naar het

vastgoed in figuur 12 valt op dat ook hier een daling te zien is in zowel direct als indirect vastgoed. Het totaal belegd vermogen in vastgoed is in 2010 circa 30% minder dan in 2007, hierbij is de daling van direct vastgoed sterker dan de daling van indirect vastgoed. Ten aanzien van de allocatie van de middelkleine pensioenfondsen is in 2010 6% in vastgoed belegd, 31% in aandelen, 58% in vastrentende waarden en 5% in de categorie overige (zie bijlage 1). Als de allocatie van middelkleine pensioenfondsen wordt vergeleken met de allocatie van de middelgrote pensioenfondsen, valt op dat er minder in aandelen, minder in vastgoed en meer in vastrentende waarden wordt belegd. Hierdoor hebben de middelkleine pensioenfondsen een defensievere portefeuille dan middelgrote pensioenfondsen.

7.6 Macrocijfers kleine pensioenfondsen

Onder deze categorie pensioenfondsen vallen pensioenfondsen met een technische voorziening kleiner dan 100 miljoen euro.



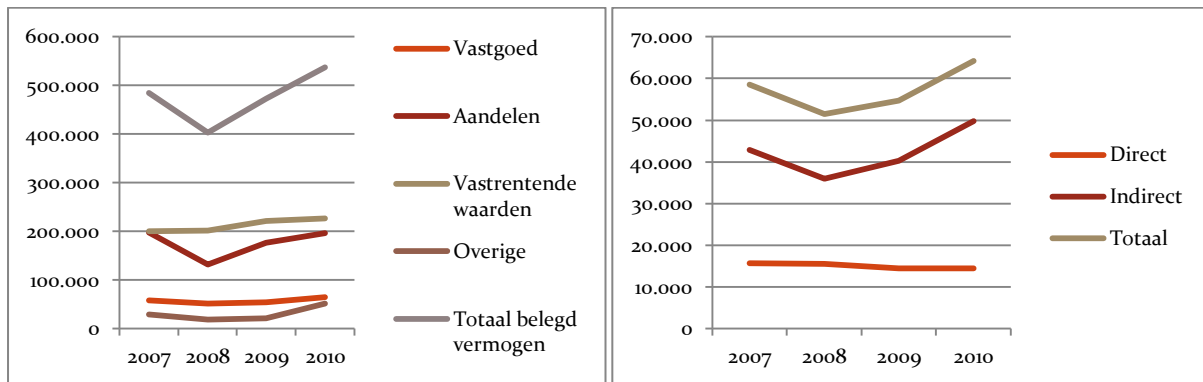
Figuur 13 (links): Verloop van het belegd vermogen in de beleggingscategorieën van kleine pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Figuur 14 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van kleine pensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Gekeken naar het totaal belegd vermogen van de kleine pensioenfondsen in figuur 13 valt op dat in de afgelopen 4 jaar het totaal belegd vermogen bijna gehalveerd is. In alle beleggingscategorieën is er een daling waarneembaar. Echter, bij deze cijfers moet ook rekening gehouden worden met het feit dat deze vertekend kunnen zijn, omdat het aantal kleine pensioenfondsen in de afgelopen jaren is afgenomen. In figuur 14 valt voor het vastgoed te zien dat er een algehele daling is van het belegd vermogen, dit is bijna gehalveerd. De daling is voor het indirecte en directe deel gelijk. Gekeken naar de allocatie van de middelkleine pensioenfondsen beleggen zij in 2010 3% in vastgoed, 32,0% in aandelen, 61% in vastrentende waarden en 5% in de categorie overige (zie bijlage 1). Deze allocatie is de afgelopen jaren niet veranderd. In vergelijking met de middelkleine pensioenfondsen valt op dat de kleine pensioenfondsen defensiever beleggen.

7.7 Bedrijfstakpensioenfondsen

In deze en de volgende twee paragrafen zijn, op basis van dezelfde data van DNB (2011a) als de vorige vijf paragrafen, macrocijfers weergegeven waarbij een onderscheid gemaakt is tussen het bedrijfstakpensioenfonds, ondernemingspensioenfonds en het beroepspensioenfonds.

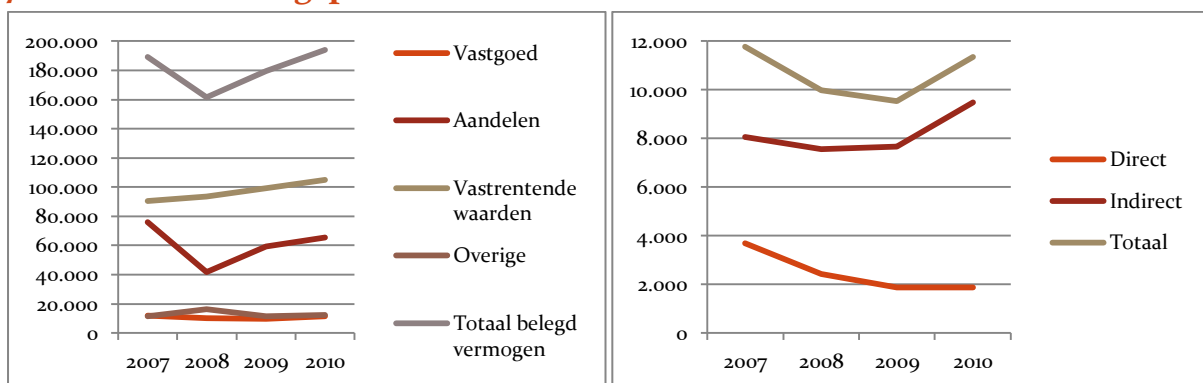


Figuur 15 (links): Verloop van het belegd vermogen in de beleggingscategorieën van bedrijfstakpensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Figuur 16 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van bedrijfstakpensioenfondsen (in miljoenen euro, definities DNB) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Het belegd vermogen van de bedrijfstakpensioenfondsen is het grootste van de drie type pensioenfondsen, namelijk circa 2,5 keer groter met 583.000 miljoen euro in 2010. Ook hier is, in figuur 15, te zien dat de aandelen crisis in 2008 een flinke invloed heeft op het totaal belegd vermogen. Desondanks is het belegd vermogen in 2010 hoger ten opzichte van 2007. In alle beleggingscategorieën is dan ook een lichte stijging waarneembaar. In figuur 16 valt op dat er steeds meer belegd wordt in indirect vastgoed, terwijl het direct vastgoed gelijk blijft. Ten aanzien van de allocatie beleggen de bedrijfstakpensioenfondsen in 2010 12% in vastgoed, 36% in aandelen, 42% in vastrentende waarden en 10% in de categorie overige. (zie bijlage 1). In vergelijking met 2007 wordt er iets minder in aandelen gealloceerd en juist iets meer in de categorie overige. Dit is mogelijk te verklaren aan de hand van bijvoorbeeld een inflatie- of een rentehedge.

7.8 Ondernemingspensioenfondsen



Figuur 17 (links): Verloop van het belegd vermogen in de beleggingscategorieën van ondernemingspensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

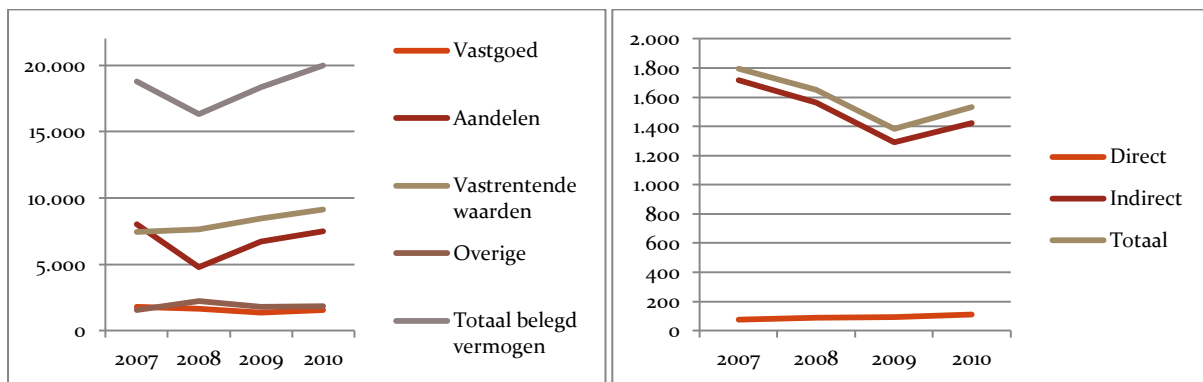
Figuur 18 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van ondernemingspensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Ook het belegd vermogen van de ondernemingspensioenfondsen heeft in 2008 een daling meegemaakt. Deze daling is aan de aandelen te wijten, zoals te zien is in figuur 17. In 2010 is het totaal belegd

vermogen weer gelijk aan het niveau van 2007, hierbij zijn alleen de vastrentende waarden in vermogen licht toegenomen. In figuur 18 is te zien dat het belegd vermogen in vastgoed in 2010 weer enigszins op hetzelfde niveau zit als in 2007. Hierbij valt wel op dat er veel meer belegd wordt in indirect vastgoed dan in direct vastgoed, waarbij in 2010 in direct vastgoed zelfs de helft minder wordt belegd dan in 2007. Het indirect vastgoed daarentegen laat een stijging zien. De allocatie van de ondernemingspensioenfondsen is in 2010 defensiever geworden dan in 2007, want er is een afname te zien in aandelen en een toename in vastrentende waarden (zie bijlage 1). De allocatie in 2010 bedraagt 6% vastgoed, 34% aandelen, 54% vastrentende waarden en 6% in de categorie overige. Ten opzichte van de bedrijfstakpensioenfondsen wordt er minder in vastgoed en vooral meer in vastrentende waarden belegd. Hierdoor hebben de ondernemingspensioenfondsen een defensievere portefeuille.

7.9 Beroepspensioenfondsen

Als eerste valt op dat de beroepspensioenfondsen aanzienlijk kleiner zijn qua vermogen dan de ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen, want er is slechts een totaal belegd vermogen van 18.200 miljoen euro. In figuur 19 is in 2008 ook hier een daling in aandelen te zien. Daarbij valt op dat alleen de vastrentende waarden licht zijn toegenomen, want de andere categorieën zijn ongeveer gelijk gebleven. In figuur 20 is het vastgoed van de beroepspensioenfondsen te zien, hierbij valt op dat het indirect vastgoeddeel veel groter is dan het direct vastgoeddeel. Het direct vastgoed maakt circa slechts 5% van de vastgoedportefeuille uit, waarbij dit niveau in de afgelopen jaren gelijk is gebleven. Gekeken naar de allocatie is te zien dat bij de beroepspensioenfondsen een daling in de allocatie naar aandelen ervoor gezorgd heeft dat de allocatie naar vastrentende waarde gestegen is (zie bijlage 1). De allocatie is in 2010 8% in vastgoed, 38% in aandelen, 46% in vastrentende waarden en 9% in de categorie overige. In vergelijking met 2007 wordt er defensiever belegd, maar ook in vergelijking met de allocatie van de ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen blijkt er defensiever belegd te worden.



Figuur 19 (links): Verloop van het belegd vermogen in de beleggingscategorieën van beroepspensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

Figuur 20 (rechts): Verloop van het belegd vermogen in vastgoed van beroepspensioenfondsen (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: DNB, 2011a)

7.10 Conclusies

In dit hoofdstuk is het eerste deel van de vierde deelvraag beantwoord. De deelvraag luidt: *Welke onderliggende bedrijfskenmerken zijn aan deze overstap te koppelen en welke effecten en invloeden hebben deze overstap gehad op de prestaties van het vastgoed in de portefeuille?* De conclusies van dit hoofdstuk zijn verdeeld per pensioenfondsgroote en per pensioenfondstype, maar als eerste wordt de conclusie voor alle Nederlandse pensioenfondsen genoemd.

1. De Nederlandse pensioenfondsen hebben in 12 jaar hun vermogen verdubbeld. Hierin laten vastrentende waarden en vastgoed het meest stabiele verloop zien, daarentegen laat aandelen

een meer grillig verloop zien. Qua allocatie hebben de pensioenfondsen sinds 2007 een iets defensievere portefeuille door een hogere allocatie in vastrentende waarden. Daarnaast is de allocatie in vastgoed rond de 10% gebleven, maar beleggen de pensioenfondsen sinds 2002 steeds meer in indirect vastgoed en minder in direct vastgoed. Het indirecte vastgoed laat, samen met het totaal belegd vermogen in vastgoed, vanaf 2002 een explosieve groei zien. Alleen de crisisjaren in 2002 en 2008 zorgen voor een kleine rem van deze groei.

2. Grote pensioenfondsen hebben een offensieve portefeuille met in 2010 11% in vastgoed, 37% aandelen, 42% vastrentende waarden en 10% in de categorie overige. Hierbij zijn ze geleidelijk aan meer in indirect vastgoed gaan beleggen, terwijl de allocatie naar direct vastgoed min of meer gelijk is gebleven.
3. Middelgrote pensioenfondsen hebben in vergelijking met grote pensioenfondsen een iets defensievere portefeuille, maar nog steeds redelijk offensief. De allocatie bedraagt in 2010 9% uit vastgoed, 34% uit aandelen, 51% uit vastrentende waarden en 6% uit de categorie overige. Ook hier wordt steeds meer in indirect belegd dan in direct, waarbij het direct vastgoed afneemt.
4. De middelkleine pensioenfondsen hebben een veel defensievere portefeuille, in 2010 is 6% in vastgoed belegd, 31% in aandelen, 58% in vastrentende waarden en 5% in de categorie overige. Desondanks is in het totaal belegd vermogen een afname te zien. Ook hier valt op dat de middelkleine pensioenfondsen steeds minder in direct vastgoed beleggen. Echter, de afname is in mindere mate ook bij indirect vastgoed te zien.
5. De kleine pensioenfondsen hebben de meest defensieve portefeuille van de pensioenfondsen, want de allocatie in 2010 is 3% in vastgoed, 32,0% in aandelen, 61% in vastrentende waarden en 5% in de categorie overige. Bij de kleine pensioenfondsen is in elke beleggingscategorie een sterke afname zichtbaar, die mogelijk verklaard wordt door de afname in het aantal kleine pensioenfondsen. Ook in vastgoed is een afname zichtbaar, zowel in direct vastgoed als in indirect vastgoed.
6. De bedrijfstakpensioenfondsen zijn het grootste type pensioenfonds, want hieronder valt circa 485 miljard euro. Deze pensioenfondsen hebben een offensief beleid, namelijk anno 2010 12% in vastgoed, 36% in aandelen, 42% in vastrentende waarden en 10% in de categorie overige. Ten aanzien van vastgoed valt op dat het directe vastgoed in de afgelopen 4 jaar gelijk is gebleven, terwijl het belegd vermogen in indirect vastgoed juist gestegen is.
7. Ondernemingspensioenfondsen zijn qua grootte het tweede type pensioenfonds. Het belegd vermogen bedraagt circa 181 miljard euro. Hierbij valt op dat er in 2010 een defensiever beleid wordt gehanteerd in vergelijking met de bedrijfstakpensioenfondsen, namelijk 6% in vastgoed, 34% in aandelen, 54% in vastrentende waarden en 6% in de categorie overige. Bij dit type pensioenfonds is een afname in direct vastgoed zichtbaar. In 4 jaar tijd is dit gehalveerd, terwijl de indirecte portefeuille juist is gestegen.
8. De beroepspensioenfondsen zijn het kleinste type pensioenfonds met circa 18 miljard euro. Deze groep valt qua beleggingsbeleid tussen de bedrijfstakpensioenfondsen en ondernemingspensioenfondsen in, want in 2010 is 8% in vastgoed belegd, 38% in aandelen, 46% in vastrentende waarden en 9% in de categorie overige. Hierbij valt ook op dat de beroepspensioenfondsen nauwelijks in direct vastgoed beleggen, want het merendeel wordt belegd in indirect vastgoed.

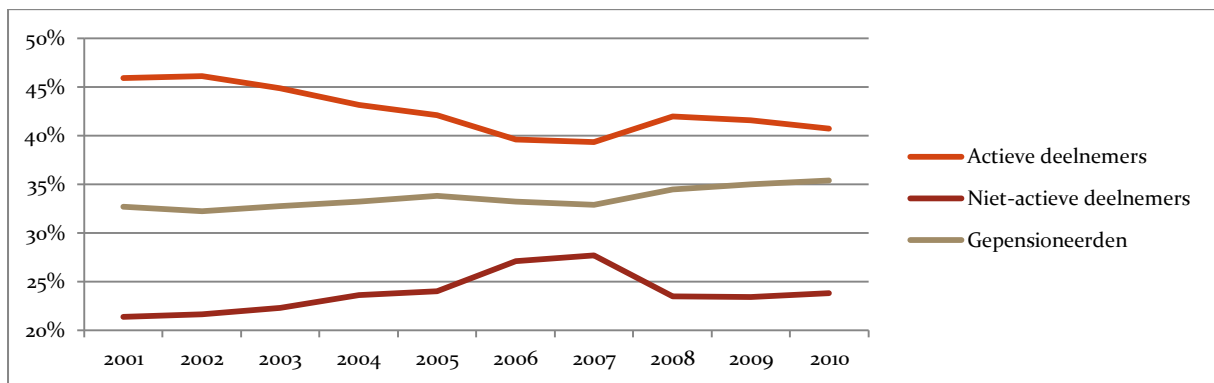
Er is ook een conclusie te trekken op basis van de aanwezige en gebruikte openbare gegevens. Zo is er geen data vóór 2007 aanwezig over een splitsing in de verschillende categorieën pensioenfondsen. Hierdoor is de tijdsperiode in dit onderzoek van deze categorieën korter dan in werkelijkheid en kan er een vertekend beeld zijn. Echter, de gegevens in de periode vanaf 2007 geven aan dat de overstap van direct naar indirect bij alle categorieën pensioenfondsen plaats vindt. Echter, desondanks is te zien dat de grote (groepen) pensioenfondsen meer direct vastgoed aanhouden, in tegenstelling tot de kleine (groepen) pensioenfondsen die veel minder in direct vastgoed beleggen.

8 Meervoudige casestudy

In dit hoofdstuk is aan de hand van drie meervoudige casestudy's onderzocht of een overstap van direct naar indirect enige invloed heeft gehad op de prestaties van het vastgoed. Als eerste is het Spoorwegpensioenfonds beschreven, als tweede is het pensioenfonds van Unilever (Progress) toegelicht en als derde is het Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) beschreven. Elke paragraaf en dus elke casestudy heeft hierbij zijn eigen conclusie, waarbij antwoord wordt gegeven op de vierde deelvraag. Deze deelvraag luidt: *Welke onderliggende bedrijfskenmerken zijn aan deze overstap te koppelen en welke effecten en invloeden hebben deze overstap gehad op de prestaties van het vastgoed in de portefeuille?*

8.1 Spoorwegpensioenfonds

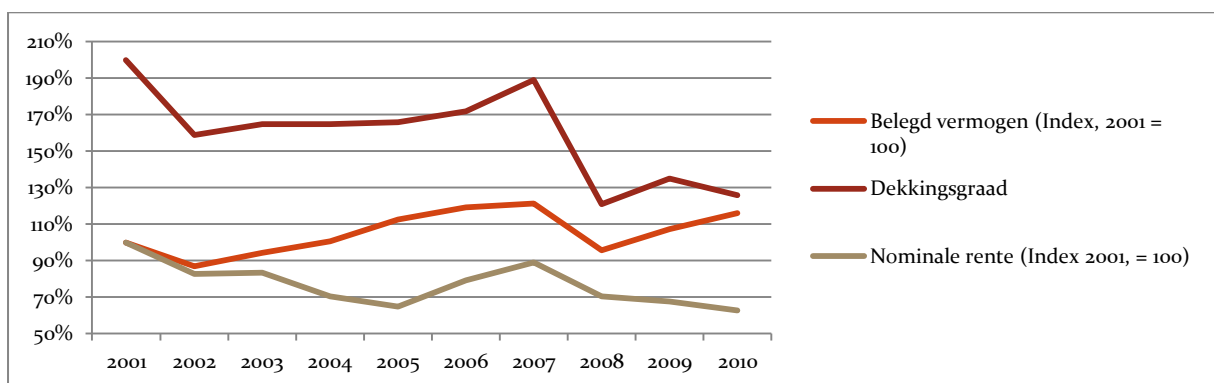
Het Spoorwegpensioenfonds is een groot bedrijfstakpensioenfonds, waarbij er in 2010 zo'n 72.000 verzekerden bij aangesloten waren. Dit zijn er circa 4.000 minder dan in 2001 en het pensioenfonds is dan ook aan het krimpen (zie ook bijlage 2 voor cijfers van deze en van de volgende twee casestudy's). Ten opzichte van 2001 zijn er in 2010 circa 5% minder actieve deelnemers, 3% meer gepensioneerd en 2,5% meer niet-actieve deelnemers aanwezig, zie figuur 21. De trend naar meer gepensioneerd en dus meer verplichtingen voor het pensioenfonds is stijgende.



Figuur 21: Verloop van de verhouding tussen actieve deelnemers, niet-actieve deelnemers en gepensioneerd [Eigen bewerking]. (Bron: Spoorwegpensioenfonds, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

8.1.1 Dekkingsgraad

De dekkingsgraad van het Spoorwegpensioenfonds is de afgelopen 10 jaar gedaald, zie figuur 22. De verklaring ligt waarschijnlijk in de dalende nominale rente en de stijgende verplichtingenlast (afgeleid van figuur 21). In tegenstelling tot het totaal belegd vermogen dat juist licht is toegenomen. In 2002 en 2008 heeft het belegd vermogen een daling laten zien die veroorzaakt is door de crisissen.



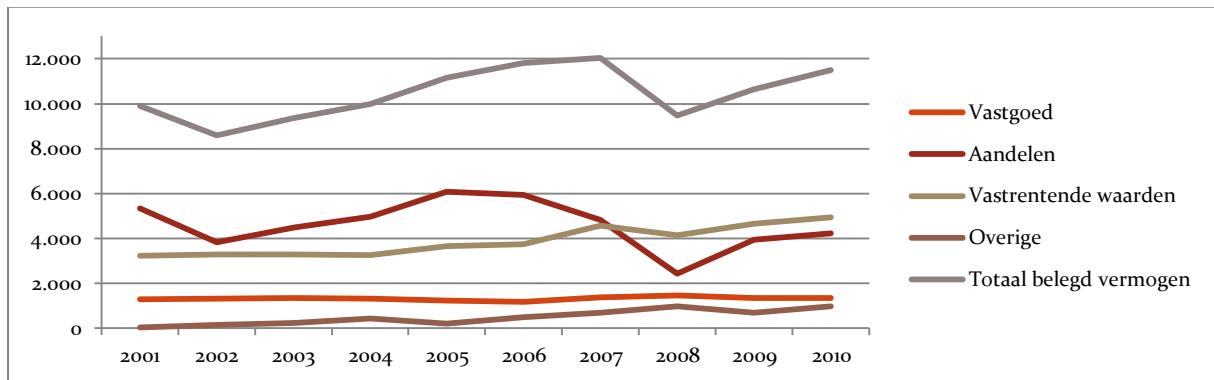
Figuur 22: Overzicht van het verloop van de nominale rente, reële rente, totaal belegd vermogen en dekkingsgraad van het Spoorwegpensioenfonds [Eigen bewerking]. (Bron: Spoorwegpensioenfonds, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

8.1.2 Investmentmanagement

Sinds eind 1996 is de pensioenuitvoering, inclusief beleggingen, in handen van het Spoorwegpensioenfonds (SPF) Beheer. Het was voorheen een interne organisatie van het pensioenfonds die destijds is afgesplitst. Hierbij dient opgemerkt te worden dat “een verdere ontvlechting tussen beide partijen niet aan de orde is”, aldus het bestuur van Spoorwegpensioenfonds (2007, p. 11). De banden blijken hieruit nog sterk aanwezig te zijn.

8.1.3 Portefeuille

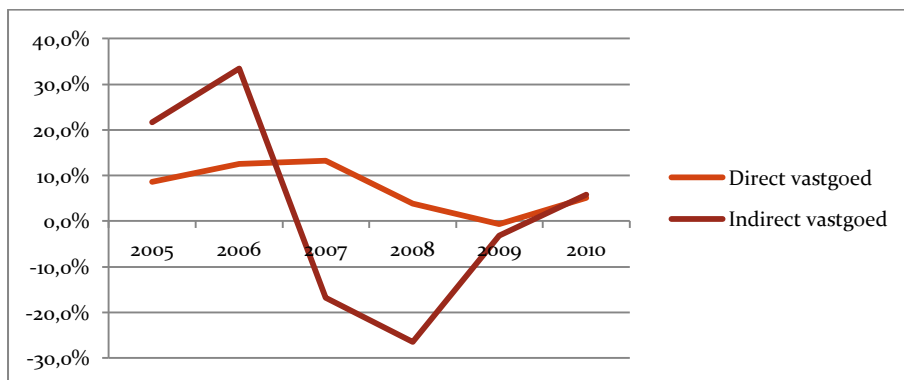
In de totale portefeuille is in de afgelopen 10 jaar slechts een beperkte groei te zien, zie figuur 23. Waarbij met name de aandelen een grillige daling hebben. De andere beleggingscategorieën zijn stabiel, waarbij de vastrentende waarden de grootste groei hebben laten zien. In de afgelopen 10 jaar bedroeg het rendement op de portefeuille slechts 16%, zie bijlage 2.



Figuur 23: Verloop van het belegd vermogen in de verschillende beleggingscategorieën van Spoorwegpensioenfonds (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: Spoorwegpensioenfonds, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

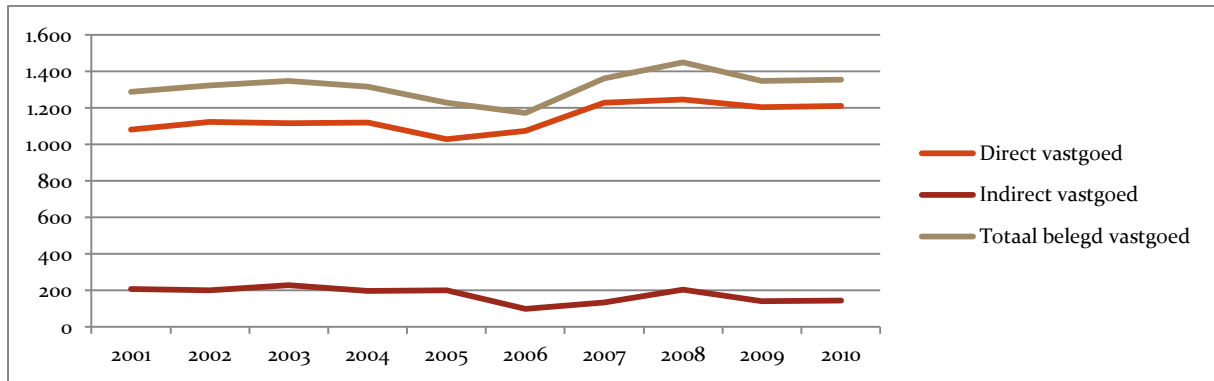
8.1.4 Vastgoed

Het Spoorwegpensioenfonds is één van de weinige pensioenfonds die juist beleggen in direct Nederlands vastgoed. Hierbij zijn ze zich ervan bewust dat fraude een grote rol kan spelen, maar dit risico ondervangen ze door een scherpe screening van tegenpartijen in onder meer het aan- en verkooptraject. Doordat men direct in vastgoed belegt, kan men een actieve beheerstijl behouden en op korte afstand beleggen. In 2005 en 2006 is grotendeels afscheid genomen van de beursgenoteerde portefeuille, omdat deze aandelen sterk waren overgewaardeerd. Vervolgens is in 2010 afscheid genomen van het overige beursgenoteerde vastgoed, omdat het vastgoed teveel karakteristieken heeft van aandelen. Daarnaast zullen ook de beleggingen in de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden afgestoten vanwege de hoge risico's in het verleden, met uitzondering van (duurzame) fondsen zoals KiDafo, het Stedenfonds en Vesteda (Spoorwegpensioenfonds, 2007, 2009, 2011).



Figuur 24: Rendementsverloop van vastgoedbeleggingen van Spoorwegpensioenfonds [Eigen bewerking]. (Bron: Spoorwegpensioenfonds, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

In figuur 24 (en ook bijlage 2) is te zien dat het indirect vastgoed een negatief rendement heeft gehad in 2007 en 2008, terwijl direct vastgoed een stabiel rendement heeft. Daarom wordt direct vastgoed in de portefeuille gezien als een stabiele factor (Spoorwegpensioenfonds, 2007, 2009, 2011). In figuur 25 is te zien dat het merendeel van de portefeuille naar direct vastgoed is gealloceerd. Deze allocatie zal in de komende jaren, vanwege de bovengenoemde beleidsvoornemens, nog verder afnemen.



Figuur 25: Verloop van de vastgoedbeleggingen van Spoorwegpensioenfonds (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: Spoorwegpensioenfonds, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

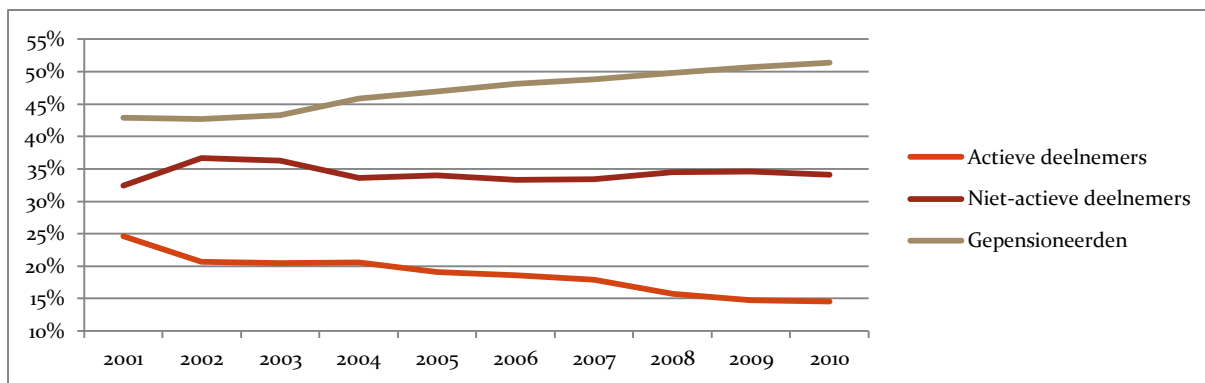
8.1.5 Conclusies

Gekeken naar de kenmerken van het Spoorwegpensioenfonds is het een jong pensioenfonds dat in het aantal verzekerden langzaam aan het krimpen is. Echter, vergrijzing is nog niet aan de orde. De dekkingsgraad heeft in 10 jaar tijd een daling laten zien, welke te danken is aan een beperkt gegroeid totaal vermogen en een lage nominale rente. Gekeken naar deze twee variabelen is er geen koppeling te leggen met de beleidsoverstap om in direct vastgoed te beleggen. De kenmerken die eerder van toepassing lijken te zijn, zijn de rendementen van direct en indirect, want de directe portefeuille laat een stabiel verloop zien dan de indirecte portefeuille. Daarom is ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed in 2005 en 2006 gedeeltelijk afscheid genomen. De reden hiervoor is dat het karakter teveel overeenkomt met dat van aandelen. Vervolgens is in 2010 besloten om de indirecte portefeuille totaal af te bouwen, zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd. Hierdoor is de overstap naar direct vastgoed geleidelijk aan gemaakt.

Ten opzichte van de vergelijking met de cijfers van de grote pensioenfondsen in paragraaf 7.3 en de cijfers van de bedrijfstakpensioenfondsen in paragraaf 7.7 wordt geen overeenkomst gezien. Het is opmerkelijk dat het Spoorwegpensioenfonds juist kiest voor direct vastgoed, in tegenstelling tot de vergelijkbare haar categorieën die juist voor indirect met een klein aandeel direct kiezen. Het Spoorwegpensioenfonds is in die zin een afwijkend pensioenfonds. Het beleggingsbeleid en uitvoeringsbeleid wordt hierbij uitgevoerd door het investmentmanagement van SPF Beheer en dit lijkt geen invloed te hebben gehad met de overstap naar direct vastgoed.

8.2 Unilever Pensioenfonds (Progress)

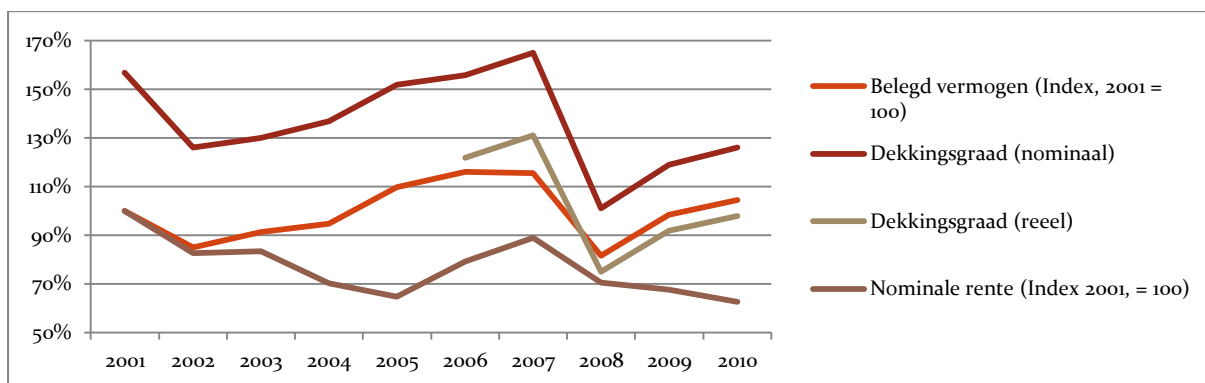
Het ondernemingspensioenfonds van Unilever is genaamd Progress. Het is een middelgroot pensioenfonds met in 2010 meer dan 24.000 verzekerden (zie ook bijlage 2). Ook dit pensioenfonds is aan het krimpen in het aantal verzekerden. In figuur 26 is te zien dat meer dan de helft al gepensioneerd is en dit zal de komende jaren blijven stijgen. Daarbij nemen de actieve deelnemers verder af en blijven de niet-actieve deelnemers min of meer gelijk.



Figuur 26: Verloop van de verhouding tussen actieve deelnemers, niet-actieve deelnemers en gepensioneerden van Progress [Eigen bewerking]. (Bron: Progress, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

8.2.1 Dekkingsgraad

Gekeken naar de dekkingsgraad van Progress valt op dat het een hoge dekkingsgraad heeft gehad in de afgelopen jaren, in 2001 was de dekkingsgraad zelfs 157%, zie figuur 27 en bijlage 2. Ook Progress is niet aan de crisis in 2008 ontkomen, want de dekkingsgraad heeft toen een flinke daling meegemaakt. Sindsdien is de dekkingsgraad gestegen naar een niveau van 126% in 2010, ondanks dat het totaal belegd vermogen niet veel is toegenomen. Mogelijk is dit te verklaren aan de hand van de verplichtingen van het grijs pensioenfonds, die niet veel beïnvloed worden door een lage rente. De reële dekkingsgraad, die sinds 2006 genoteerd wordt, laat een vergelijkbaar verloop zien met de nominale dekkingsgraad. Hierbij moet worden opgemerkt dat de reële dekkingsgraad een stand heeft die circa 25% lager ligt dan de nominale dekkingsgraad. Progress neemt hierbij een uitzonderlijke positie in ten aanzien van het beleggingsbeleid. Het pensioenfonds neemt namelijk meer risico indien de dekkingsgraad laag staat en minder risico als de dekkingsgraad hoog staat. Ondanks dat dit in strijd is met het beleid van DNB, wordt het toegelaten omdat er ondersteuning is van een sterke sponsor die bij een te lage dekkingsgraad bijspringt (Interview Sanders, 2011).



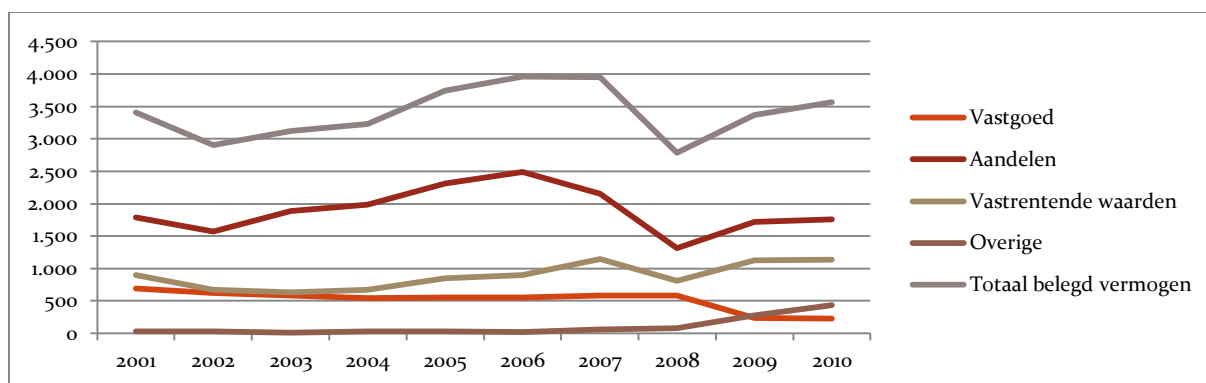
Figuur 27: Overzicht van het verloop van de nominale rente, reële rente belegd vermogen en dekkingsgraad van Progress [Eigen bewerking]. (Bron: Progress, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

8.2.2 Investmentmanagement

Unilever en een aantal andere pensioenfondsen van Unilever hebben voorgenomen om in 2011 een nieuwe vermogensbeheermaatschappij op te richten, genaamd Uninvest Company. Dit investmentmanagement is inmiddels van kracht geworden. Het bestuur van Progress zag hierin geen directe noodzaak, maar op de lange termijn wordt er wel rekening gehouden met minder verzekerden en dus minder belegd vermogen (Progress, 2011, p. 8). Uninvest is hierbij de uitvoeringsorganisatie voor het beleggingsbeleid.

8.2.3 Portefeuille

Het belegd vermogen van de portefeuille van Progress bedraagt in 2010 3.500 miljoen euro en laat in de afgelopen jaren een redelijk constant verloop zien, zie figuur 28 en ook bijlage 2. Er is in de totale portefeuille wel een grote daling zichtbaar in 2008, welke voornamelijk veroorzaakt is door een daling van 40% in aandelen. De aandelen laten sinds 2008 een herstel zien, maar het niveau van 2007 is nog niet behaald. In 2008 zijn de vastrentende waarde eveneens gedaald, maar hebben zich in 2009 weer hersteld. Daarnaast is vanaf 2008 een afname in het vastgoed zichtbaar, omdat er een overstap wordt gemaakt naar niet-beursgenoteerd vastgoed (Interview Sanders, 2011).



Figuur 28: Verloop van het belegd vermogen in de verschillende beleggingscategorieën van Progress (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: Progress, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011)

8.2.4 Vastgoed

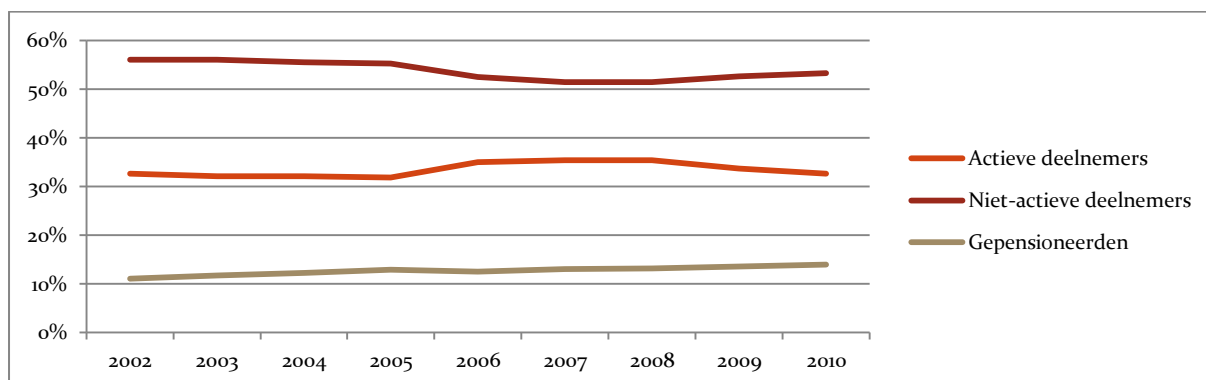
In 2008 is de overstap naar een volledige indirecte portefeuille gemaakt. De reden hiervoor is dat de directe portefeuille door veranderende marktomstandigheden niet de schaalgrootte had om goed te kunnen beleggen. Hierdoor is verjonging van de portefeuille moeilijk en is geografische spreiding en spreiding over sectoren niet meer haalbaar (Progress, 2009). De totale directe portefeuille is in 2009 en 2010 verkocht en wordt vervangen door een indirecte portefeuille. Hierbij is voor de indirecte portefeuille een strategie opgezet die gericht is op spreiding over volwassen markten (Europa, Noord-Amerika en Azië/Pacific) en sectoren (winkels, woningen, kantoren en bedrijfsruimten). Daarnaast wordt er gericht op core fondsen met een gematigd risico. Hiervan is maximaal 10% beursgenoteerd en maximaal 100% niet-beursgenoteerd. Door de recente overstap is het belegd vermogen in vastgoed sinds 2008 gehalveerd, maar uiteindelijk is het doel om 10% vastgoed in de portefeuille te hebben met uitsluitend indirect vastgoed (Progress, 2011). Door de verkoop van de directe portefeuille in 2010 zijn de rendementen vanwege afwaarderingen vooral negatief. De indirecte portefeuille daarentegen is qua rendement tot nu toe alleen positief, zie ook bijlage 2 (Progress 2011 en Interview Sanders, 2011).

8.2.5 Conclusies

Progress is een grijs pensioenfonds dat aan het krimpen is. Ook bij dit pensioenfonds valt op dat de dekkingsgraad in 2008 is gedaald. Hierbij is de dekkingsgraad in 2010 126%, maar het totaal belegd vermogen is niet sterk gestegen ten opzichte van 2001. Een mogelijke verklaring is dat de verplichtingen van het grijs pensioenfonds 'dichtbij' zijn en daardoor minder beïnvloed worden door een lage rente. Ten aanzien van het beleggingsbeleid neemt het pensioenfonds een uitzonderlijke positie in. De sponsor ondersteunt het pensioenfonds bij een lage dekkingsgraad, waardoor het pensioenfonds meer risico kan nemen indien de dekkingsgraad laag is. Het zorgt dus voor een tegenstrijdig beleid in vergelijking met het beleid van DNB. Het is dus interessant om te zien hoe het pensioenfonds over een aantal jaren staat om te kunnen bepalen of er een relatie is tussen de dekkingsgraad en het type beleid. Desondanks lijken deze kenmerken geen invloed te hebben gehad op de overstap naar indirect vastgoed. De voornaamste beweegredenen zijn namelijk spreiding en schaalgrootte. Dit gezegd, belegt Progress wel overeenkomstig zijn categorieën steeds meer in indirect vastgoed (zie paragraaf 7.4 en 7.8).

8.3 Pensioenfondsen Metaal en Techniek (PMT)

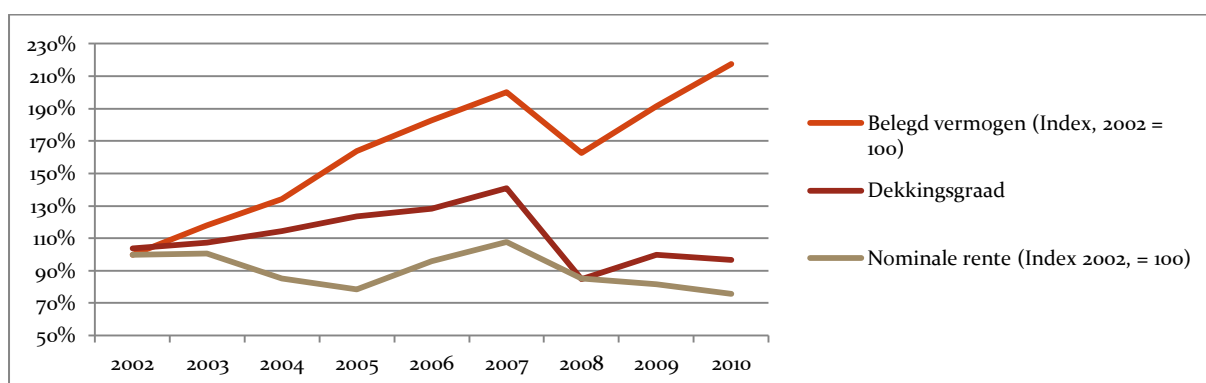
Het bedrijfstakpensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) is met 1,2 miljoen verzekerden één van de grootste pensioenfondsen van Nederland (zie bijlage 2). Het is een groeiend jong pensioenfonds, waarbij het omslagpunt naar een grijs pensioenfonds nog lang niet zichtbaar is, zie figuur 29. In de afgelopen jaren is in verhouding wel een licht dalend aantal te zien aan actieve deelnemers en een licht stijgend aantal pensioengerechtigden. Echter, dat verschil is te verwaarlozen.



Figuur 29: Verloop van de verhouding tussen actieve deelnemers, niet-actieve deelnemers en gepensioneerden van PMT [Eigen bewerking]. (Bron: PMT, 2007, 2008, 2009, 2010 en 2011a)

8.3.1 Dekkingsgraad

De dekkinggraad van PMT heeft in 2008 een flinke klap gehad die te verklaren is aan de hand van de crisis, zie figuur 30. Sindsdien is het fonds de klap qua dekkinggraad nog niet te bovengekomen. In augustus 2011 staat de dekkinggraad op 92% welke door tegenvallende beleggingsresultaten en een lage rente tot stand is gekomen (PMT, 2011b). In vergelijking met het belegd vermogen en de nominale rente valt op, dat het herstel van de dekkinggraad vanaf 2008 wordt tegengehouden door een lagere rente. De invloed van de rente is immers groot, omdat het een jong pensioenfonds met lange termijn verplichtingen is. Daarnaast is het belegd vermogen in 2010 ver boven het niveau van 2007 uitgestegen, terwijl de toename van de dekkinggraad achterwege blijft (zie ook bijlage 2).



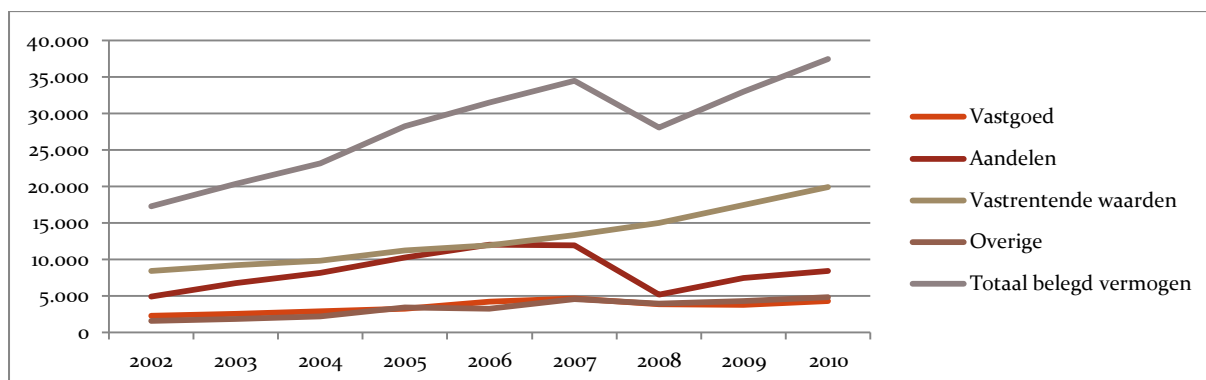
Figuur 30: Overzicht van het verloop van de nominale rente, belegd vermogen en dekkinggraad van PMT [Eigen bewerking]. (Bron: PMT, 2007, 2008, 2009, 2010 en 2011a)

8.3.2 Investmentmanagement

Ten aanzien van het pensioenfonds PMT is er ook een splitsing geweest met het beleggingsapparaat van PMT. Het vermogensbeheer is ondergebracht bij de internationale organisatie MN Services. Hierbij wordt een ander soort beheer gehanteerd, namelijk fiduciar management. Fiduciar management is een benadering, waarbij het vermogensbeheer bij de pensioenuitvoering wordt betrokken. Hierdoor beheert MN Services alles van het pensioenfonds PMT (MN Services, 2011a en 2011b).

8.3.3 Portefeuille

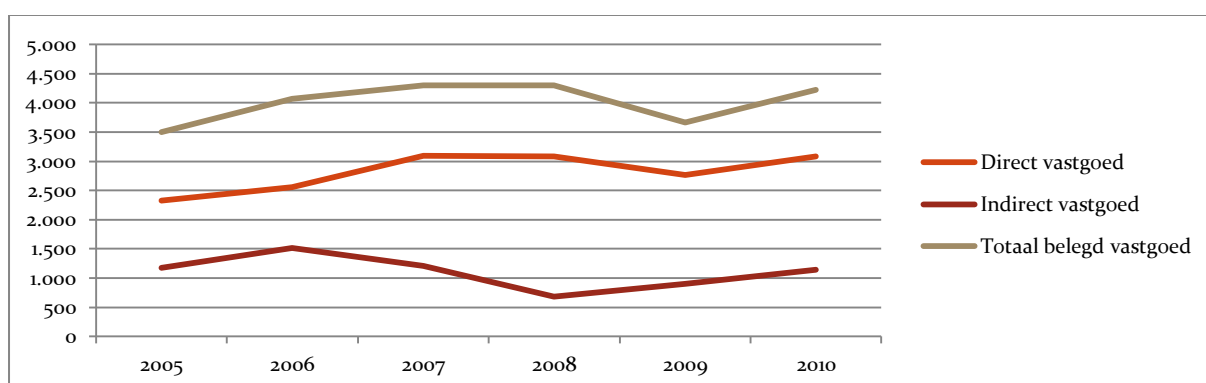
De beleggingsportefeuille van PMT laat een grote groei zien, want vanaf 2002 is het totaal belegd vermogen verdubbeld, zie figuur 31. Wederom is te zien dat de aandelen het in 2008 zwaar hebben gehad. Dit heeft gevolgen gehad voor het totaal belegd vermogen van PMT. Het herstel van het belegd vermogen sinds 2008 is te danken aan de groei in vastrentende waarden, die in twee jaar ongeveer 5 miljard euro is geweest (zie ook bijlage 2). De andere twee beleggingscategorieën zijn gestaag gegroeid.



Figuur 31: Verloop van het belegd vermogen in de verschillende beleggingscategorieën van PMT (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: PMT, 2007, 2008, 2009, 2010 en 2011a)

8.3.4 Vastgoed

PMT belegt in zowel direct vastgoed als indirect vastgoed, zie figuur 32 en ook bijlage 2. Hierbij bestaat de directe portefeuille voornamelijk uit Nederlands vastgoed vanwege praktische redenen, zoals dat het toezicht beter te regelen is in eigen land. De indirecte portefeuille bevindt zich in overig Europa, de Verenigde Staten en een klein deel in Azië (PMT, 2011). Het is dan ook een bewuste keuze geweest om direct te beleggen. Daarbij valt op dat in de loop der jaren meer in direct vastgoed is belegd dan in indirect vastgoed. De lange termijn, die zo kenmerkend is voor direct vastgoed, is juist de aantrekkingskracht voor PMT (PMT, 2011). Door de jaren heen is het opvallend dat indirect vastgoed een daling laat zien in 2008 en direct vastgoed een daling in 2009. De lagging bij direct vastgoed lijkt dus sterker aanwezig te zijn dan bij indirect vastgoed. Bij direct is de daling veroorzaakt door afwaarderingen in de VS en Europa (PMT, 2010).



Figuur 32: Verloop vastgoedbeleggingen van PMT (in miljoenen euro) [Eigen bewerking]. (Bron: PMT, 2007, 2008, 2009, 2010 en 2011a)

8.3.5 Conclusies

PMT is een jong groeiend pensioenfonds. Het pensioenfonds heeft zijn belegd vermogen in 8 jaar tijd meer dan verdubbeld, terwijl de dekkingsgraad in 2010 onder de 105% zit. Dit is mogelijk te verklaren door de invloed van de lage rente op de lange termijn verplichtingen. Door de lage rente wegen deze verplichtingen zeer zwaar op de balans. Het totaal vermogen heeft een stijging laten zien in alle

beleggingscategorieën behalve de aandelen, want deze zijn in waarde gedaald. Ten aanzien van deze kenmerken lijkt de keuze voor voornamelijk direct vastgoed door PMT niet zijn beïnvloed. Mogelijk kan de keuze voor direct wel zijn beïnvloed doordat er veel (jonge) actieve deelnemers zijn, waardoor de lange termijn verplichtingen beter overeenkomen met de lange termijn belegging van direct vastgoed dan de kortere termijn van indirect vastgoed.

PMT is een groot bedrijfstakpensioenfonds dat niet overeenkomstig de categorieën belegd die voor grote pensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen gelden (zie paragraaf 7.3 en 7.7). Het pensioenfonds belegt namelijk aanzienlijk meer in direct vastgoed. Hierbij lijkt de keuze voor overwegend Nederlands direct vastgoed zijn bepaald door het lange termijn karakter van direct vastgoed. Ook de lokale nabijheid van de belegging lijkt van invloed te zijn. Het pensioenfonds heeft dus geen beleidsoverstap gemaakt naar indirect vastgoed of naar direct vastgoed. De directe vastgoedportefeuille is vanuit historie meegegeven en PMT acht zich groot genoeg om een directe portefeuille op de balans te houden. Dus direct vastgoed zal voorlopig overheersend in de portefeuille blijven.

9 Conclusies en Aanbevelingen

In dit hoofdstuk zijn de conclusies en de aanbevelingen beschreven. Als eerste is ingegaan op de conclusie van de hoofdvraagstelling en als tweede is ingegaan op de aanbevelingen.

9.1 Conclusies

Om de conclusie van dit onderzoek te kunnen bepalen moet eerst teruggegaan worden naar de centrale vraagstelling. Deze luidt:

Wat is het beleid van pensioenfondsen geweest ten aanzien van de overstap van direct vastgoed beleggen naar indirect vastgoed beleggen, welke wijzigingen hebben plaatsgevonden en welke conclusies kunnen er uit deze beleidswijziging getrokken worden?

Het is duidelijk geworden dat pensioenfondsen één kerntaak hebben, namelijk gelden alloceren. Daarom zijn beleggingen op een grotere afstand gekomen. De overstap van direct vastgoed naar indirect vastgoed is hiervan een voorbeeld, maar ook het feit dat de beleggingsuitvoering onder het beheer van een investmentmanagement zijn geplaatst. Daarnaast is de overstap naar indirect vastgoed voornamelijk ingegeven door het spreiden van risico, blijkt uit de interviews. In de afgelopen jaren zijn pensioenfondsen steeds meer risicoavers geworden en daarom willen pensioenfondsen ook het vastgoed meer spreiden. Deze spreiding is bij indirect vastgoed makkelijker te realiseren dan bij direct vastgoed. Hierbij ligt de voorkeur op niet-beursgenoteerd vastgoed, vanwege zijn gunstigere correlatie-eigenschappen dan beursgenoteerd vastgoed. De voorkeur voor indirect vastgoed heeft ook een verschuiving in risico's met zich meegebracht. Het verschil in risico's tussen direct en indirect is het niveau waarop deze zich afspelen, want bij direct vastgoed zijn ze op pandniveau en bij indirect vastgoed zijn ze op fondsniveau. Hierdoor kan geconcludeerd worden dat de pensioenfondsen het specifieke risico van direct vastgoed geruild hebben voor het financiële risico van indirect vastgoed. Dit komt voornamelijk door de aanwezigheid van leverage op het fondsniveau.

Desondanks zijn de beweegredenen om eerder indirect te gaan beleggen dan direct divers, blijkt uit de interviews:

1. Mogelijkheid tot spreiden in beleggingen, geografie, sector en in managementapparaten.
2. Mismatch tussen het werkapparaat van direct vastgoed met de allocatie naar direct vastgoed.
3. Beschikbaarheid van lokale kennis in het buitenland bij indirect vastgoed.
4. Indirect is liquider dan direct.
5. Flexibiliteit, waardoor sneller vastgoedexposure op te bouwen is dan bij direct vastgoed. Ook is een indirecte portefeuille sneller te wijzigen dan een directe portefeuille en daarbij aansluitend is een indirecte portefeuille sneller op te bouwen dan een directe portefeuille.
6. Mogelijkheid om te beleggen in meerdere participaties dan bij direct vastgoed.
7. Er is meer controle op de fondsmanagers, doordat er meerdere personen naar kijken.
8. Er is bij indirect een groter belegend vermogen mogelijk.
9. Toegang voor kleine pensioenfondsen, iets wat niet mogelijk zou zijn bij direct vastgoed.
10. In theorie een hoger rendement realiseerbaar, met kanttekening dat dit vaak bereikt wordt met leverage en dus meer financieel risico heeft dan direct vastgoed.
11. De voorkeur van het bestuur om liever indirect te gaan beleggen dan direct. Het bestuur heeft namelijk het laatste woord waarin en hoe belegd wordt.
12. Een indirect fonds heeft zijn eigen bestuur, dus directe aansturing is niet noodzakelijk.

Daartegenover zijn er ook enkele beweegredenen die bepalend zijn om juist in direct te gaan beleggen, blijkt uit de interviews:

1. De correlatie met andere beleggingscategorieën is lager bij direct vastgoed dan bij indirect vastgoed en al helemaal in vergelijking met beursgenoteerd vastgoed.
2. Men heeft meer zicht op de beleggingen en dus een directe controle.
3. De afwezigheid van leverage bij direct vastgoed zorgt voor een lager risicoprofiel.
4. Vanuit de historie nemen veel pensioenfondsen direct vastgoed mee, hierdoor zijn er goede portefeuilles ontstaan die indirect niet gemakkelijk te reproduceren zijn.
5. Direct vastgoed levert een stabiel rendement op, zeker in vergelijking met indirect vastgoed.
6. Men heeft minder fiscalisten en/of juristen nodig, want de complexiteit is veel kleiner dan bij indirect.
7. Vanuit het Financieel Toetsingskader (FTK) wordt er een lagere buffer voor direct vastgoed vereist dan voor indirect.
8. Ook hier geldt dat er een voorkeur van het bestuur kan zijn voor direct vastgoed, mogelijk in gegeven door punt 4.

Tevens is er een reden die niet zozeer bepalend is geweest voor een beleidsoverstap, maar wel een invloed heeft gehad. Zo is het rendement op direct vastgoed vanwege het gebruik van leverage en hogere kosten in theorie lager dan op indirect vastgoed. Echter, in de praktijk wordt hiertussen weinig tot geen verschil gezien, blijkt uit de interviews. Vooral bij niet-beursgenoteerde fondsen zonder leverage zijn de verschillen in rendement met direct vastgoed niet op te merken. Het enige waardoor er een verschil kan zijn, is omdat via een niet-beursgenoteerd fonds internationaal en sectoraal belegd kan worden en dus meer van lokale kennis kan genieten. Doordat dit met direct vastgoed niet te realiseren is zou er met indirect een hoger rendement behaald kunnen worden. Wel is opgevallen dat de rendementen van indirect vastgoed volatieler zijn dan direct vastgoed, maar of er op lange termijn verschil is tussen de rendementen van direct en indirect, is vanwege de korte dataperiode nog niet te zien. Daarnaast is tussen niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed alleen op korte termijn een verschil op te merken. Desondanks is dat de verwachting dat indirect op lange termijn een hoger rendement realiseert, blijkt uit de interviews.

Een andere reden is dat het direct vastgoed en indirect vastgoed elk zijn eigen karakteristieken hebben. Zo heeft direct vastgoed een lange looptijd en een gunstige correlatie met andere beleggingscategorieën, waardoor hiermee een goede diversificatie bereikt kan worden. Het niet-beursgenoteerde vastgoed heeft deze diversificatie-eigenschap ook. Daarnaast heeft het niet-beursgenoteerd de mogelijkheid om internationaal te beleggen, maar het heeft daarbij wel een kortere looptijd dan direct vastgoed. Het beursgenoteerde vastgoed heeft daarentegen goede internationale mogelijkheden en een looptijd zo lang als de belegger wenst, maar het heeft weer geen goede diversificatie-eigenschappen. Daarom worden de vastgoedcategorieën anders behandeld. Het beursgenoteerd vastgoed wordt vaak gezien als bijstelling van de allocatie, terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed als echt vastgoed wordt gezien. Het directe vastgoed wordt tevens zo gezien, maar hierbij is de allocatie alleen gewenst indien het (lokaal) in Nederland kan en de vastgoedportefeuille groot genoeg is.

Het is gebleken dat bepaalde kenmerken van pensioenfondsen geen tot weinig invloed hebben op de overstap van direct vastgoed naar indirect vastgoed. Bijvoorbeeld bij de oudere pensioenfondsen heeft direct vastgoed een lange tijd in de portefeuille gezeten, maar is nu vaak ondergebracht in indirecte vastgoedfondsen in ruil voor een participatie. Jongere pensioenfondsen hebben daarentegen niet de middelen om een gedegen directe portefeuille op te bouwen, hierdoor zijn zij genoodzaakt te beleggen in indirecte vastgoedfondsen. Daarnaast speelt de grootte van de pensioenfondsen ook een rol, omdat grote pensioenfondsen genoeg vermogen hebben om goede panden op A-locaties te kunnen kopen. Kleine pensioenfondsen worden, vanwege het beperkte belegd vermogen, bij direct vastgoed noodgedwongen tot de zogenoemde B-locaties. Echter, hierop zijn uitzonderingen. Zo is er bijvoorbeeld door het middelgrote Spoorwegpensioenfonds een keuze gemaakt om juist alleen in direct vastgoed te

beleggen, omdat direct vastgoed een gunstige correlatie-eigenschap heeft met de andere beleggingscategorieën. Het kenmerk type pensioenfonds, namelijk het bedrijfstakpensioenfonds, het ondernemingspensioenfonds en het beroepspensioenfonds, heeft daarentegen geen invloed gehad op de keuze voor direct of indirect. Het blijkt dat de bedrijfstakpensioenfondsen weliswaar meer in direct vastgoed beleggen dan de ondernemingspensioenfondsen en beroepspensioenfondsen, maar dat het grootste gewicht bij indirect blijft. Daarnaast is er geen verband te zien tussen het type pensioenfonds en direct vastgoed, behalve dat de bedrijfstakpensioenfondsen het meest in direct vastgoed beleggen. Echter, dit type heeft ook een groot totaal belegd vermogen, waardoor er geen oorzakelijk verband is aan te tonen. Desondanks is hierdoor wel een positieve relatie aan te tonen tussen de grootte van het pensioenfonds en de aanwezigheid van direct vastgoed in de portefeuille. Hoe groter het pensioenfonds, hoe meer direct vastgoed.

Ten aanzien van de toezichthouder blijkt dat de invloed van De Nederlandsche Bank (DNB) niet aanwezig is op het beleggingsniveau, blijkt uit de interviews. De enige invloed is de communicatie tussen het bestuur en DNB, maar dit heeft zover bekend geen invloed op het vastgoedbeleggingsbeleid gehad. Een ander kenmerk dat geen invloed heeft gehad, is de verhouding tussen de actieve-, niet-actieve deelnemers en gepensioneerden. Tevens heeft een derde kenmerk geen invloed gehad. Volgens de Liability Driven Investment (LDI) zouden pensioenfondsen verplichtingen moeten afdekken met beleggingen, om minder gevoelig te worden voor rentewijzigingen. Aangezien de verplichtingen op lange termijn gelden zou direct vastgoed hiervoor beter geschikt zijn, maar desondanks is de voorkeur toch voor indirect vastgoed. In die zin lijken pensioenfondsbesturen nog niet op een LDI wijze naar de portefeuille te kijken, in ieder geval niet ten aanzien van het vastgoedbeleggingsbeleid.

De gebruikte data behelst een te korte periode om harde feiten te kunnen stellen. Hoewel DNB sinds 2007 een onderscheid maakt in de gegevens ten aanzien van vastgoed, is het een te korte periode om hieraan harde feiten te onttrekken. Bovendien is tijdens deze periode een crisis aanwezig. Dit geldt eveneens voor de rendementen van indirect vastgoed.

9.2 Aanbevelingen

Naar aanleiding van dit onderzoek zijn een aantal aanbevelingen op te stellen:

1. *Data*: het is gebleken dat de data van het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen beperkt is, zowel van DNB en de jaarverslagen. Niet alleen is de periode tekort van bekende data, maar ook zijn er te weinig cijfers bekend. Bovendien is de beperkte periode beïnvloed door crisissen. Hierdoor is een gedegen kwantitatieve analyse over het beleggingsbeleid van pensioenfondsen niet mogelijk. Vanwege de nieuwe notatie van DNB die sinds 2007 wordt gehanteerd, zou dit over enkele jaren wel mogelijk moeten zijn. Een herhaling van dit onderzoek zou dan voor hardere feiten kunnen zorgen.
2. *Rendementen*: er is in dit onderzoek naar voren gekomen dat de rendementen op korte termijn van indirect vastgoed slechter zijn dan direct vastgoed. Echter, er zijn geen lange termijn rendementen van indirect vastgoed bekend. Bovendien is de korte periode beïnvloed door crisissen. Daarom is het interessant de ontwikkelingen hiervan te volgen en mogelijk over een aantal jaren hierover een onderzoek te doen.
3. *2002*: de opmerkelijke stijging in indirect vastgoed in 2002 is in dit onderzoek niet verklaard. Daarom zou een onderzoek naar de verklaring, waarom pensioenfondsen vanaf 2002 veel meer in indirect vastgoed zijn gaan beleggen, tot nieuwe inzichten kunnen leiden.
4. *Performancehonorarium*: bij indirect vastgoed is het gebruikelijk om performancehonorarium toe te passen. Hierbij deelt het indirecte management wel mee in de goede jaren, maar niet mee in de slechte jaren. Het is interessant om te onderzoeken of de resultaten van het indirect vastgoed zonder de performancehonorarium anders zullen zijn.

10 Literatuur

- ✓ Baarda, D.B., M.P.M. de Goede en J. Teunissen (2005). *Praktische handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Groningen/Houten: Stenfert Kroese
- ✓ Baum, A. (2011). *Have property funds performed?* Londen: Urban Land Institute
- ✓ Benartzi, S en R.H. Thaler (1993). *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (4369)
- ✓ Boissevain, H. (2002). *Bouwen aan rendement: vastgoed binnen de beleggingsportefeuille*. Amsterdam/Antwerpen: Business Contact
- ✓ Bol-Zuidema, B.J., R.A.C.M. Langemeijer, J.D. Recourt en R. Witteveen (2007). *Pensioenwet*. Deventer: Kluwer
- ✓ de Bont, B.G. en J.S. de Heus (2006). *Performance van beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen, een beoordelingsmodel voor de vastgoedportefeuille*. Masterscriptie, Technische Universiteit Eindhoven.
- ✓ Broeders, D. en M. Pröpper (2010). Risk-based Supervision of Pension Funds in the Netherlands. In: Micocci, M., G.N. Gregoriou en G.B. Masala (2010). *Pension Fund Risk Management: Financial and Actuarial Modelling*. London: CRC Press, Taylor & Francis Group. Ch. 19
- ✓ Brounen, D. en P.M.A. Eichenholtz (2003). *Property, Common Stock, and Property Shares*. Journal of Portfolio Management 28 (3).
- ✓ CBRE (n.b.). *The Pensions crisis and the European property market*. N.b.: CBRE
- ✓ CBS (2011a) *Begrippen*. <<http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/methoden/begrippen/default.htm?ConceptID=1072>> (geraadpleegd 12 mei 2011).
- ✓ CBS (2011b) *Institutionele beleggers vastgoedbeleggingen, Statline*. Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen. [Online] <<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=37512&D1=a&D2=a&HDR=G1&STB=T&VW=T>> (geraadpleegd 1 november 2011).
- ✓ Van Dijk I.J., et al. (2007). *Juridische aspecten van verzekerde pensioenen*. Amersfoort: Sdu Fiscale & Financiële Uitgevers
- ✓ DNB (2009). *Geavanceerdheid pensioenfondsen en hun beleggingsbeleid*. [Online] <http://www.dnb.nl/en/binaries/Geavanceerdheid%20pensioenfondsen%20en%20hun%20beleggingsbe_tcm47-221518.pdf> (geraadpleegd 4 november 2011).
- ✓ DNB (2011a). *Balans op actuele waarde*. [Online] <<http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=Pen2>> (geraadpleegd 3 oktober 2011).
- ✓ DNB (2011b). *Pensioenfondsen*. [Online] <<http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=Pen>> (geraadpleegd 6 juli 2011).
- ✓ DNB (2011c). *Pensioenfondsen, toezicht*. [Online] <<http://www.dnb.nl/toezichtprofessioneel/de-consument-en-toezicht/pensioenfondsen/index.jsp>> (geraadpleegd 6 juli 2011).
- ✓ DNB (2011d). *Pensioenwet*. [Online] <<http://www.toezicht.dnb.nl/4/6/50-204694.jsp>> (geraadpleegd 6 juli 2011).
- ✓ DNB (2011e). *Rente: marktrentevoeten, jaar/kwartaal*. [Online] <<http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=Rentes>> (geraadpleegd 12 oktober 2011)
- ✓ Downs, A. (2008) *Real Estate and the Financial Crisis: How Turmoil in the Capital Market is Restructuring Real Estate Finance*. Urban Land Institute
- ✓ Elsevier (2008) *Kredietcrisis drukt zwaar op de pensioenfondsen*. [Online] <<http://www.elsevier.nl/web/10196073/Dossiers/De-economische-crisis/De-weg-naar-het-plan-van-700-miljard/Kredietcrisis-drukt-zwaar-op-pensioenfondsen.htm>> (geraadpleegd 22 april 2011).
- ✓ van Ettenkoven, J. (2011) *Institutionele beleggers en direct vastgoed; een onderschatte combinatie*. Masterscriptie, RUG

- ✓ Fondsnieuws (2011). *DNB: Beleggingen pensioenfondsen moeten beter*. [Online] (28 april 2011) <<http://www.fondsnieuws.nl/nieuws/headlines/artikelen/9613-dnb-beleggingen-pensioenfondsen-moeten-beter.html>> (geraadpleegd 6 juli 2011).
- ✓ Frijns, J.M.G, J.A. Nijsen en L.J.R. Scholtens (2010) *Pensioen: "Onzekere zekerheid": Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
- ✓ van Gool, P., D. Brounen, P. Jager en R.M. Weisz (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff
- ✓ van Hoogdalem, S., B. Kramer en G. Boender. (2011) *Strategic Risk Management and Risk Monitoring for Pension Funds*. Ortec, Rotterdam
- ✓ IDP (2011) *IPD/ROZ Nederlandse Vastgoedindex: Resultaten voor het jaar tot en met 31 december 2010*. IDP
- ✓ Kakes, J. (2008) *Pensions in a perfect storm: financial behaviour of Dutch pension funds (2002-2005)*. Applied Financial Economics Letters, 4: 1 (pp. 29 – 33)
- ✓ Kiewit, M.A. en J.R. Pijpers (1997). *Het gebruik van financiële derivaten door Nederlandse pensioenfondsen*. Apeldoorn: Stichting Verzekeringkamer
- ✓ Kleynen, R.H.M.A. (1996). *Asset Liability Management binnen pensioenfondsen*. Datawysse Maastricht/ Krips Repro Meppel
- ✓ van Loo, P.D. (1984). *De beleggingen van de Pensioenfondsen*. Rotterdam: Stichting Rotterdamse Monetaire studies.
- ✓ Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (March, 1952), pp. 77-91
- ✓ Mercer (2011a). *Asset Liability Management*. [Online] <http://www.mercer.nl/services/asset_liability_management> (geraadpleegd 10 mei 2011).
- ✓ Mercer (2011b). *Opboksen tegen inflatie zorg voor pensioenfondsen*. <http://www.mercer.nl/articles/opboksen_tegen_inflatie_zorg_voor_pensioenfondsen> (geraadpleegd 10 mei 2011).
- ✓ MN Services (2011a) *Identiteit*. [Online] <http://www.mn.nl/portal/page?_pageid=3615,6056285&_dad=portal&_schema=PORTAL> (geraadpleegd 27 oktober 2011)
- ✓ MN Services (2011b) *In het kort*. [Online] <http://www.mn.nl/portal/page?_pageid=3615,6061182&_dad=portal&_schema=PORTAL> (geraadpleegd 27 oktober 2011)
- ✓ NOS (2011) *Korting pensioenen dreigt* [Online] <<http://nos.nl/artikel/305440-korting-pensioenen-dreigt.html>> (geraadpleegd 23 oktober 2011)
- ✓ NRC (2011) *Herstel Pensioenfondsen op koers dankzij stijging rente en aandeelkoersen*. <<http://www.nrc.nl/nieuws/2011/02/18/herstel-pensioenfondsen-op-koers-dankzij-stijging-rente-en-aandelen/>> (geraadpleegd 22 april 2011).
- ✓ PMT (2011b) *Cijfers* [Online] <<http://www.bpmt.nl/pers/cijfers>> (geraadpleegd 27 oktober 2011)
- ✓ PropertyNL (2011a) *Slag om investment management moet nog beginnen*. PropertyNL, Jaargang 11, nummer 12/13 (pp. 5) 26 augustus 2011. Amsterdam
- ✓ PropertyNL (2011b) *Toekomstvisies van beslissers*. PropertyNL, Jaargang 11, nummer 3, (pp. 40-48) 4 maart 2011. Amsterdam
- ✓ PropertyNL (2011c) *Nieuwbouwproductie corporaties op peil*. PropertyNL, Jaargang 11, nummer 7 (pp. 51-55) 6 mei 2011. Amsterdam
- ✓ Pröpper, M. (2006) *Bouwstenen van het FTK*. [Online] (DNB: 26 september 2006) <http://www.vvpensioenrecht.nl/download/2006_09_26_A.ppt> (geraadpleegd 28 juli 2011).
- ✓ van der Putten, M.A. (2009) *The impact of sustainability on mainstream Portfolios*. Masterscriptie, RUG

- ✓ Raad van deelnemers Pensioenfonds Elsevier (2006). *Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel voor de Pensioenwet*. N.b.
- ✓ Rijksoverheid (2011). *Vraag en antwoord: Wat regelt de Pensioenwet?* [Online] <<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/vragen-en-antwoorden/wat-regelt-de-pensioenwet.html>> (geraadpleegd 6 juli 2011).
- ✓ Stichting AB (2011). *Sociale zekerheidswetten* [Online] <<http://www.st-ab.nl/wetten.htm>> (geraadpleegd 18 juli 2011).
- ✓ Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken (2011). *Wetsvoorstel Verhoging pensioenleeftijd naar 66 jaar ingediend bij de Tweede Kamer*. [Online] <http://www.kluwer.nl/cl2/main.jsp?gc=WKNL-KL-PNP-10105856&scenario=tab1_10105856&from_resolver=true&searchDone=begin> (geraadpleegd 18 juli 2011).
- ✓ Troostwijk (2005). *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse particuliere beleggers 2005*.
- ✓ Vermeulen, ME. (2005). *Operationalisering van vastgoedderivaten: een toekomstperspectief*.

Omslagfoto's:

- ✓ ED (2011) [Online] <http://www.ed.nl/multimedia/archive/01059/logo_beurs_1059749a.jpg> (geraadpleegd 23 november 2011).
- ✓ MotorForum (2010) [Online] <<http://www.motor-forum.nl/global/templates/comp/html/image.html>> (geraadpleegd 23 november 2011).

10.1 Jaarverslagen

- ✓ Altera (2011) *Altera Vastgoed N.V. Jaarverslag 2010*
- ✓ PMT (2007) *Pensioenfonds Metaal en Techniek Jaarverslag 2006*
- ✓ PMT (2008) *Pensioenfonds Metaal en Techniek Jaarverslag 2008*
- ✓ PMT (2011a) *Pensioenfonds Metaal en Techniek Jaarverslag 2010*
- ✓ Progress (2006) *Unilever Pensioenfonds Progress, Jaarverslag 2005*
- ✓ Progress (2007) *Progress het pensioenfonds van Unilever Nederland, jaarverslag 2006*
- ✓ Progress (2008) *Progress het pensioenfonds van Unilever Nederland, jaarverslag 2007*
- ✓ Progress (2009) *Progress het pensioenfonds van Unilever Nederland, jaarverslag 2008*
- ✓ Progress (2010) *Progress het pensioenfonds van Unilever Nederland, jaarverslag 2009*
- ✓ Progress (2011) *Progress het pensioenfonds van Unilever Nederland, jaarverslag 2010*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2006) *Jaarverslag 2005, Spoorwegpensioenfonds*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2007) *Jaarverslag 2006, Spoorwegpensioenfonds*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2008) *Jaarverslag 2007, Spoorwegpensioenfonds*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2009) *Jaarverslag 2008, Spoorwegpensioenfonds*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2010) *Stichting spoorwegpensioenfonds, jaarverslag 2009*
- ✓ Spoorwegpensioenfonds (2011) *Jaarverslag 2010, Stichting spoorwegpensioenfonds*
- ✓ Stichting Shell Pensioenfonds (2010) *Stichting Shell Pensioenfonds: Jaarverslag 2009*. Den Haag

10.2 Geraadpleegde personen

- ✓ Maarten van der Spek, PGGM, 15 september 2011
- ✓ Marieke Mulder, SPF beheer, 15 september 2011
- ✓ GF Hooydonk en Michiel Moll, MN services, 22 september 2011
- ✓ Hans Spikker, APG, 27 september 2011
- ✓ Marleen Bosma-Verhaegh en Justus van Halewijn, Blue Sky Group, 30 september 2011
- ✓ Sipke Gorter, Philips pensioenfonds, 4 oktober 2011
- ✓ Martin Sanders, Uninvest, 7 oktober 2011
- ✓ Bart van Merriënboer en Anthony Kleinheerenbrink, ING pensioenfonds, 2 november 2011

Bijlage 1: Macrocijfers Nederlandse pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen

Belegd vermogen	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Direct											19.397	18.107	16.373	16.380
Indirect											52.624	45.071	49.241	60.721
Vastgoed	31.608	35.498	41.535	47.965	49.609	46.564	48.355	52.452	60.810	71.389	72.021	63.178	65.614	77.101
Aandelen	105.881	140.806	204.313	190.715	192.924	149.231	190.764	214.695	260.183	280.747	281.237	178.596	242.988	268.988
Vastrentende waarden	107.761	128.489	134.546	162.092	165.219	176.356	189.525	218.090	251.854	266.443	297.523	302.638	328.492	340.239
Overige	83.175	77.892	68.059	57.911	48.622	44.858	43.903	44.978	43.952	42.531	42.348	36.729	34.016	65.181
Totaal belegd vermogen	328.258	382.527	445.840	455.628	453.452	414.093	467.826	523.993	616.332	660.284	689.148	581.141	671.110	751.509

Allocaatie	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Direct											2,8%	3,1%	2,4%	2,2%
Indirect											7,6%	7,8%	7,3%	8,1%
Vastgoed	9,6%	9,3%	9,3%	10,5%	10,9%	11,2%	10,3%	10,0%	9,9%	10,8%	10,5%	10,9%	9,8%	10,3%
Aandelen	32,3%	36,8%	45,8%	41,9%	42,5%	36,0%	40,8%	41,0%	42,2%	42,5%	40,8%	30,7%	36,2%	35,8%
Vastrentende waarden	32,8%	33,6%	30,2%	35,6%	36,4%	42,6%	40,5%	41,6%	40,9%	40,4%	43,2%	52,1%	48,9%	45,3%
Overige	25,3%	20,4%	15,3%	12,7%	10,7%	10,8%	9,4%	8,6%	7,1%	6,4%	6,1%	6,3%	5,1%	8,7%
Totaal belegd vermogen	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Vastgoed (CBS, 2011b)	1980	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Direct vastgoed	6.300	10.900	14.200	19.400	23.500	23.300	26.000	23.400	22.900	23.400	22.900	19.800	19.200	17.000	15.200	10.400
Indirect vastgoed	300	1.300	2.500	6.000	17.200	23.900	24.400	22.900	26.000	31.100	40.000	54.000	52.600	45.200	49.300	64.500
Totaal belegd vastgoed	6.700	12.200	16.800	25.400	40.600	47.300	50.400	46.300	48.900	54.200	62.900	73.800	71.800	62.200	64.500	74.900

Grote pensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	13.141	14.297	13.245	13.408
Indirect	39.987	34.064	38.368	48.498
Vastgoed	53.128	48.361	51.613	61.906
Aandelen	205.112	132.485	179.626	201.854
Vastrentende waarden	197.160	206.379	225.088	231.244
Overige	28.812	21.883	20.894	53.451
Totaal belegd vermogen	484.212	409.108	477.221	548.455

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	2,7%	3,5%	2,8%	2,4%
Indirect	8,3%	8,3%	8,0%	8,8%
Vastgoed	11,0%	11,8%	10,8%	11,3%
Aandelen	42,4%	32,4%	37,6%	36,8%
Vastrentende waarden	40,7%	50,4%	47,2%	42,2%
Overige	6,0%	5,3%	4,4%	9,7%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Middelgrote pensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	4.885	2.821	2.565	2.403
Indirect	8.420	7.816	7.774	9.069
Vastgoed	13.305	10.637	10.339	11.472
Aandelen	45.225	30.385	41.893	45.110
Vastrentende waarden	53.745	56.427	62.319	68.103
Overige	8.724	10.150	9.170	8.269
Totaal belegd vermogen	120.999	107.599	123.721	132.954

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	4,0%	2,6%	2,1%	1,8%
Indirect	7,0%	7,3%	6,3%	6,8%
Vastgoed	11,0%	9,9%	8,4%	8,6%
Aandelen	37,4%	28,2%	33,9%	33,9%
Vastrentende waarden	44,4%	52,4%	50,4%	51,2%
Overige	7,2%	9,4%	7,4%	6,2%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Middelkleine pensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	1.275	925	508	536
Indirect	3.946	3.005	2.927	2.999
Vastgoed	5.221	3.930	3.435	3.535
Aandelen	27.774	14.168	19.549	20.149
Vastrentende waarden	40.465	35.166	36.743	37.279
Overige	4.215	4.240	3.537	3.187
Totaal belegd vermogen	77.675	57.504	63.264	64.150

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	1,6%	1,6%	0,8%	0,8%
Indirect	5,1%	5,2%	4,6%	4,7%
Vastgoed	6,7%	6,8%	5,4%	5,5%
Aandelen	35,8%	24,6%	30,9%	31,4%
Vastrentende waarden	52,1%	61,2%	58,1%	58,1%
Overige	5,4%	7,4%	5,6%	5,0%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kleine pensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	97	64	56	33
Indirect	271	186	173	154
Vastgoed	368	250	229	187
Aandelen	3.124	1.558	1.920	1.876
Vastrentende waarden	6.153	4.665	4.343	3.613
Overige	596	456	415	275
Totaal belegd vermogen	10.241	6.929	6.907	5.951

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	0,9%	0,9%	0,8%	0,6%
Indirect	2,6%	2,7%	2,5%	2,6%
Vastgoed	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%
Aandelen	30,5%	22,5%	27,8%	31,5%
Vastrentende waarden	60,1%	67,3%	62,9%	60,7%
Overige	5,8%	6,6%	6,0%	4,6%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Bedrijfstakpensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	15.635	15.600	14.403	14.405
Indirect	42.833	35.941	40.293	49.821
Vastgoed	58.468	51.541	54.696	64.226
Aandelen	197.406	132.060	176.794	195.976
Vastrentende waarden	199.797	201.378	220.871	226.311
Overige	29.321	18.196	20.757	51.156
Totaal belegd vermogen	484.992	403.175	473.118	537.669

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	3,2%	3,9%	3,0%	2,7%
Indirect	8,8%	8,9%	8,5%	9,3%
Vastgoed	12,1%	12,8%	11,6%	11,9%
Aandelen	40,7%	32,8%	37,4%	36,4%
Vastrentende waarden	41,2%	49,9%	46,7%	42,1%
Overige	6,0%	4,5%	4,4%	9,5%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Ondernemingspensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	3.687	2.418	1.878	1.864
Indirect	8.073	7.569	7.656	9.478
Vastgoed	11.760	9.987	9.534	11.342
Aandelen	75.830	41.743	59.488	65.500
Vastrentende waarden	90.264	93.609	99.153	104.811
Overige	11.482	16.310	11.472	12.196
Totaal belegd vermogen	189.336	161.649	179.647	193.849

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	1,9%	1,5%	1,0%	1,0%
Indirect	4,3%	4,7%	4,3%	4,9%
Vastgoed	6,2%	6,2%	5,3%	5,9%
Aandelen	40,1%	25,8%	33,1%	33,8%
Vastrentende waarden	47,7%	57,9%	55,2%	54,1%
Overige	6,1%	10,1%	6,4%	6,3%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Beroepspensioenfondsen

<i>Belegd vermogen</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	76	90	92	110
Indirect	1.718	1.561	1.292	1.422
Vastgoed	1.794	1.651	1.384	1.532
Aandelen	7.999	4.793	6.707	7.513
Vastrentende waarden	7.462	7.651	8.469	9.117
Overige	1.546	2.223	1.786	1.830
Totaal belegd vermogen	18.801	16.318	18.346	19.992

<i>Allocatie</i>	2007	2008	2009	2010
Direct	0,4%	0,6%	0,5%	0,6%
Indirect	9,1%	9,6%	7,0%	7,1%
Vastgoed	9,5%	10,1%	7,5%	7,7%
Aandelen	42,5%	29,4%	36,6%	37,6%
Vastrentende waarden	39,7%	46,9%	46,2%	45,6%
Overige	8,2%	13,6%	9,7%	9,2%
Totaal belegd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Bijlage 2: Cijfers meervoudige casestudy

Spoorwegpensioenfonds

<i>Deelnemers</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aantal actieve deelnemers	34.853	35.861	34.533	33.214	31.743	28.662	29.104	30.252	29.847	29.169
Aantal gepensioneerden	24.797	25.073	25.219	25.568	25.481	24.038	24.340	24.865	25.137	25.355
Aantal niet-actieve deelnemers	16.219	16.835	17.137	18.178	18.127	19.634	20.499	16.918	16.809	17.037
Totaal aantal deelnemers	75.869	77.769	76.889	76.960	75.351	72.334	73.943	72.035	71.793	71.561
<i>Verhouding deelnemers</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actieve deelnemers	45,9%	46,1%	44,9%	43,2%	42,1%	39,6%	39,4%	42,0%	41,6%	40,8%
Gepensioneerden	32,7%	32,2%	32,8%	33,2%	33,8%	33,2%	32,9%	34,5%	35,0%	35,4%
Niet-actieve deelnemers	21,4%	21,6%	22,3%	23,6%	24,1%	27,1%	27,7%	23,5%	23,4%	23,8%
<i>Indexen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominale rente (9 jaarige obligaties)	5,28%	4,37%	4,40%	3,71%	3,42%	4,18%	4,70%	3,72%	3,56%	3,30%
Nominale rente (Index 2001, = 100)	100,0%	82,7%	83,4%	70,4%	64,8%	79,3%	89,1%	70,6%	67,5%	62,6%
Index vermogen (Index, 2001 = 100)	100,0%	86,8%	94,4%	100,7%	112,7%	119,1%	121,4%	95,6%	107,3%	116,2%
Dekkingsgraad	200,0%	159,0%	165,0%	165,0%	166,0%	172,0%	189,0%	121,0%	135,0%	126,0%
<i>Belegd vermogen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vastgoed	1.289	1.325	1.348	1.318	1.228	1.174	1.362	1.450	1.348	1.356
Aandelen	5.340	3.837	4.475	4.955	6.076	5.943	4.824	2.415	3.937	4.225
Vastrentende waarden	3.233	3.276	3.293	3.264	3.646	3.742	4.574	4.146	4.643	4.950
Overige	43	157	238	442	209	476	699	983	700	975
Totaal	9.905	8.595	9.354	9.979	11.159	11.798	12.027	9.467	10.628	11.506
<i>Rendementen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aandelen					23,0%	14,1%	5,2%	-41,2%	35,8%	16,9%
Direct vastgoed					8,6%	12,5%	13,2%	3,9%	-0,7%	5,1%
Indirect vastgoed					21,7%	33,5%	-16,8%	-26,4%	-3,1%	5,8%
Portefeuillerendement	-6,1%	-11,2%	12,3%	9,1%	15,2%	9,2%	5,0%	-19,2%	16,3%	11,1%
<i>Vastgoedbeleggingen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Directe vastgoedbeleggingen	1.082	1.123	1.118	1.122	1.028	1.074	1.228	1.245	1.206	1.213
Vastgoed in exploitatie				1.121	1.024	1.066	1.206	1.214	1.186	1.200
Vastgoed in ontwikkeling				1	4	8	22	31	20	13
Indirecte vastgoedbeleggingen	207	202	230	196	200	100	134	205	142	143
Beursgenoteerd vastgoed						100	49	57	4	0
Niet-beursgenoteerd vastgoed							85	148	138	143
Totaal belegd vastgoed	1.289	1.325	1.348	1.318	1.228	1.174	1.362	1.450	1.348	1.356
<i>Verdeling vastgoedbeleggingen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Directe vastgoedbeleggingen	1.082	1.123	1.118	1.122	1.028	1.074	1.228	1.245	1.206	1.213
Kantoorruimten				383	311	314	314	302	298	303
Winkelruimten				368	349	379	441	466	446	454
Bedrijfsruimten				85	78	77	95	100	112	110
Woningen				286	290	304	378	377	350	346
Indirecte vastgoedbeleggingen							134	205	143	143
Eurolanden							130	133	118	95
Niet-eurolanden							4	72	25	48

Pensioenfonds Unilever (Progress)

<i>Deelnemers</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actieve deelnemers	6.453	5.695	5.614	5.404	4.971	4.772	4.535	3.921	3.621	3.532
Slapers	8.472	10.118	9.968	8.833	8.839	8.553	8.471	8.605	8.512	8.259
Pensioengerechtigden	11.229	11.777	11.886	12.055	12.203	12.359	12.383	12.428	12.480	12.446
Totaal deelnemers	26.154	27.590	27.468	26.292	26.013	25.684	25.389	24.954	24.613	24.237
<i>Verhouding deelnemers</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actieve deelnemers	24,7%	20,6%	20,4%	20,6%	19,1%	18,6%	17,9%	15,7%	14,7%	14,6%
Niet-actieve deelnemers	32,4%	36,7%	36,3%	33,6%	34,0%	33,3%	33,4%	34,5%	34,6%	34,1%
Gepensioneerden	42,9%	42,7%	43,3%	45,9%	46,9%	48,1%	48,8%	49,8%	50,7%	51,4%
<i>Indexen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominale rente (9 jaarige obligaties)	5,28%	4,37%	4,40%	3,71%	3,42%	4,18%	4,70%	3,72%	3,56%	3,30%
Nominale rente (Index 2001, = 100)	100,0%	82,7%	83,4%	70,4%	64,8%	79,3%	89,1%	70,6%	67,5%	62,6%
Index vermogen (Index, 2001 = 100)	100,0%	85,0%	91,4%	94,8%	109,8%	116,2%	115,7%	81,6%	98,6%	104,7%
Dekkingsgraad (nominaal)	157,0%	126,0%	130,0%	137,0%	152,0%	156,0%	165,0%	101,0%	119,0%	126,0%
Dekkingsgraad (reel)						122,0%	131,0%	75,0%	92,0%	98,0%
<i>Belegd vermogen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aandelen	1.790	1.567	1.889	1.985	2.310	2.488	2.152	1.319	1.717	1.763
Vastrentende waarden	899	674	629	672	850	900	1.151	807	1.129	1.138
Onroerend goed	693	628	586	548	553	551	587	580	239	231
Derivaten	-2		2	1		1	11	22	30	21
Overige beleggingen	31	31	11	28	31	24	45	57	248	417
Totaal belegd vermogen	3.411	2.900	3.117	3.234	3.744	3.964	3.946	2.785	3.363	3.570
<i>Allocatie beleggingen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aandelen	52,5%	54,0%	60,6%	61,4%	61,7%	62,8%	54,5%	47,4%	51,1%	49,4%
Vastrentende waarden	26,4%	23,2%	20,2%	20,8%	22,7%	22,7%	29,2%	29,0%	33,6%	31,9%
Onroerend goed	20,3%	21,7%	18,8%	16,9%	14,8%	13,9%	14,9%	20,8%	7,1%	6,5%
Derivaten	-0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,8%	0,9%	0,6%
Overige beleggingen	0,9%	1,1%	0,4%	0,9%	0,8%	0,6%	1,1%	2,0%	7,4%	11,7%
Totaal belegd vermogen	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Rendement beleggingen</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aandelen	-16,9%	-29,7%	16,8%	9,8%	30,2%	12,7%	1,7%	-42,2%	37,3%	16,3%
Vastrentende waarden	6,1%	8,7%	5,2%	6,5%	4,6%	0,5%	2,0%	-4,4%	22,2%	8,0%
Onroerend goed	14,0%	10,2%	7,8%	8,0%	8,2%	11,5%	12,1%	1,2%	-18,8%	3,2%
Private equity							2,3%	-0,7%	-14,3%	27,6%
Commodities								-61,1%	27,5%	9,6%
Korte termijn beleggingen									0,7%	0,3%
Totaal Rendementen	-5,4%	-13,5%	13,0%	8,7%	19,4%	9,6%	3,7%	-26,5%	22,4%	12,7%
<i>Belegd vermogen vastgoed</i>				2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Indirect Onroerend goed									25	171
Woningen									25	71
Winkels										67
Overige										34
Direct Onroerend goed				548	552	551	587	580	239	231
Woningen				329	357	378	406	401	110	53
Winkels				119	120	124	136	139	100	8
Overige				100	75	49	45	41	3	
Totaal Onroerend goed				1.095	1.105	1.101	1.174	1.161	503	634
<i>Rendementen vastgoed</i>				2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Indirect Onroerend goed										12%
Woningen										10%
Winkels										9%
Overige										3%
Direct Onroerend goed										
Woningen				9%	8%	12%	11%	-1%	-28%	-7%
Winkels				9%	9%	12%	16%	8%	-7%	-13%
Overige				6%	7%	9%	11%	4%	-13%	7%
Totaal Onroerend goed				8%	8%	12%	12%	1%	-19%	3%

Pensioenfonds Metaal en Techniek

<i>Deelnemers</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actieve deelnemers	344.056	340.527	341.191	340.286	402.450	417.772	424.940	410.842	400.689
Slapers	590.607	593.331	591.249	590.030	604.207	606.568	617.322	642.259	655.369
Pensioengerechtigden	117.054	124.701	130.589	137.645	143.422	152.914	157.691	165.106	172.376
Totaal deelnemers	1.051.717	1.058.559	1.063.029	1.067.961	1.150.079	1.177.254	1.199.953	1.218.207	1.228.434
<i>Verhouding deelnemers</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actieve deelnemers	32,7%	32,2%	32,1%	31,9%	35,0%	35,5%	35,4%	33,7%	32,6%
Niet-actieve deelnemers	56,2%	56,1%	55,6%	55,2%	52,5%	51,5%	51,4%	52,7%	53,3%
Gepensioneerden	11,1%	11,8%	12,3%	12,9%	12,5%	13,0%	13,1%	13,6%	14,0%
<i>Indexen</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominale rente (9 jaarige obligaties)	4,37%	4,40%	3,71%	3,42%	4,18%	4,70%	3,72%	3,56%	3,30%
Nominale rente (Index 2002, = 100)	100,0%	100,8%	85,1%	78,3%	95,8%	107,6%	85,3%	81,6%	75,7%
Belegd vermogen (Index, 2002 = 100)	100,0%	118,0%	134,1%	163,7%	182,5%	200,1%	162,8%	191,3%	217,4%
Dekkingsgraad	103,9%	107,3%	114,4%	123,4%	128,4%	140,8%	84,7%	100,0%	96,8%
<i>Belegd vermogen</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vastrentende waarden	8.400	9.200	9.829	11.250	11.930	13.385	15.013	17.443	19.897
Aandelen	4.941	6.743	8.142	10.315	12.072	11.919	5.234	7.464	8.468
Vastgoedbeleggingen	2.294	2.522	2.926	3.275	4.251	4.644	3.874	3.753	4.290
Overige	1.628	1.904	2.248	3.419	3.260	4.587	3.975	4.358	4.870
Totaal belegd vermogen	17.263	20.369	23.145	28.259	31.513	34.535	28.096	33.018	37.525
<i>Allocatie beleggingen</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vastrentende waarden	48,7%	45,2%	42,5%	39,8%	37,9%	38,8%	53,4%	52,8%	53,0%
Aandelen	28,6%	33,1%	35,2%	36,5%	38,3%	34,5%	18,6%	22,6%	22,6%
Vastgoedbeleggingen	13,3%	12,4%	12,6%	11,6%	13,5%	13,4%	13,8%	11,4%	11,4%
Overige	9,4%	9,3%	9,7%	12,1%	10,3%	13,3%	14,2%	13,2%	13,0%
<i>Rendement beleggingen</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vastrentende waarden	10,4%	9,9%	9,2%	8,2%	0,2%	-0,3%	-7,1%	11,3%	9,6%
Aandelen	-19,6%	23,7%	13,7%	31,5%	15,2%	8,7%	-43,1%	39,3%	20,3%
Vastgoedbeleggingen	8,2%	7,8%	17,4%	22,3%	22,9%	6,3%	-15,6%	-2,0%	10,1%
Overige	1,5%	5,5%	9,4%	19,9%	7,6%	25,3%	-26,6%	13,3%	8,0%
Totaal rendement	-4,5%	12,3%	11,7%	18,5%	9,1%	5,9%	-20,7%	15,1%	11,6%
<i>Vastgoed verdeling</i>				2005	2006	2007	2008	2009	2010
Direct vastgoed				2.327	2.560	3.092	3.089	2.761	3.084
Indirect vastgoed				1.174	1.515	1.205	685	899	1.144
Totaal				3.501	4.075	4.297	4.297	3.660	4.228

Bijlage 3: Interview vragenlijst

Interviewdoel

Het beantwoorden van de vraagstelling:

‘waarom zijn pensioenfondsen overgestapt van direct vastgoed- naar indirect vastgoed beleggen?’

Interviewvragen

Algemeen

1. Hoeveel premie betalende deelnemers, gepensioneerden en slapers heeft uw organisatie? Of wat is de verhouding? En wat zijn de netto bedragen die worden uitgekeerd of bijgedragen?
 - a. Heeft de verhouding tussen premie betalende deelnemers, gepensioneerden en slapers van uw organisatie volgens u invloed op het beleggingsbeleid? Zo ja, op welke manier?
 - b. Heeft uw organisatie een prognose over de eerder genoemde verhouding? Zo ja, welke invloed heeft deze prognose op het beleggingsbeleid?
2. Zijn er andere kenmerken van uw organisatie die volgens u invloed hebben op het beleggingsbeleid? Zo ja, welke en op welke manier?
3. Welke kapitaaleis heeft uw organisatie voor dit jaar? Is dit veel veranderd in de afgelopen jaren?

Uitvoering beleggingsbeleid

4. Hoe wordt het beleggingsbeleid bepaald? En met welke horizon voor onder andere netto betalingen rekent u?
 - a. Denkt u dat dit verschilt bij pensioenfondsen van een andere omvang?
5. Welke verdeling hanteert uw organisatie tussen de beleggingscategorieën?
 - a. Hoe zou u deze verdeling typeren: defensief, neutraal of offensief?
 - b. Wat is hierbij de invloed van de regels en uitkomsten van ALM-studies? Volgt u de uitkomsten van de ALM-studies of wijkt u hier van af? Zo ja, waarom?
6. Wordt de portefeuille herbalanceerd ten opzichte van rendement of van risico?
7. Maakt uw organisatie gebruik van adviseurs en/of externe managers? Zo ja, ook voor vastgoedbeleggingen?
 - a. Denkt u dat er een verband is tussen adviseurs/externe managers en rendement? Zo ja, in welke richting?
 - b. Denkt u dat er een verband is tussen de ALM-studies en adviseurs/externe managers? Zo ja, in welke richting?
8. Welke invloed heeft het toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) op het beleggingsbeleid van uw organisatie? En in welke richting bestaat dit verband?
 - a. Maakt uw organisatie gebruik van adviseurs omtrent het toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB)?

Vastgoed

9. Welke invloed heeft het toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) op uw keuze in vastgoedbeleggingen? Zou u deze invloed nader kunnen toelichten?
 - a. Heeft de invloed van ALM reglement ook invloed op de vastgoedbeleggingen?
10. U heeft gezegd dat uit totale portefeuille ...% bestaat uit vastgoedbeleggingen. Hoeveel procent daarvan bestaat uit indirect en hoeveel uit direct vastgoed? Waarop is dit deel gebaseerd?

- a. Wordt er op een andere manier belegd in beursgenoteerd dan in niet-beursgenoteerd indirect vastgoed? En op welke manier en waarom?
 - b. Maakt uw organisatie gebruik van adviseurs en/of externe managers voor de directe vastgoedportefeuille? En voor de indirecte vastgoedportefeuille?
 - c. Hoe zou u de vastgoedportefeuille typeren: defensief, neutraal of offensief? En waarom?
11. Wat is volgens u het beste voor uw organisatie om in te beleggen, direct of indirect? En waarom? Waaraan wordt deze beslissing gewogen? Spelen ervaringen hierbij ook een rol?
12. Als u een top 5 zou moeten maken van de belangrijkste factoren/kenmerken om indirect te gaan beleggen in plaats van direct, welke kenmerken zouden dat dan zijn?
13. Is uw organisatie overgestapt van direct vastgoed naar indirect vastgoed? Zo ja, wat zijn hierbij de bepalende factoren/kenmerken/ervaringen geweest?
14. Bestaat er volgens u een relatie tussen rendement en indirect- en/of direct beleggen? Zo ja, in welke richting?
15. Met welke belegging, direct of indirect, loopt uw organisatie volgens u meer risico en met welke belegging behaalt uw organisatie een hoger rendement?
 - a. Welke strategieën volgt u om uw vastgoedrisico's af te dekken? Verschillen de strategieën tussen indirecte en directe beleggingen?
 - b. Heeft u in de praktijk ervaren dat uw organisatie de verwachte rendementen en risico's van vastgoedbeleggingen behaalt? Wat zijn de hoofdredenen of ervaringen dat dit wel of niet is gelukt?
16. Hoe belangrijk is dividend bij indirecte beleggingen in plaats van huuropbrengsten uit directe beleggingen voor uw organisatie? En waarom?
 - a. Zorgen de dividendopbrengsten voor een hoger rendement dan de huuropbrengsten?
17. Maakt uw organisatie gebruik van externe of interne managers bij vastgoedbeleggingen?
 - a. Is uw organisatie overgestapt van externe- naar interne managers of andersom? En met welke redenen?
 - b. Welke voordelen en nadelen hebben externe managers ten opzichte van interne managers bij vastgoedbeleggingen?
18. Denkt u dat er een verband is tussen de prestaties tussen beleggingen en het bonusbeleid van de beleggingsmanagers? Zo ja, in welke richting?
 - a. Denkt u dat er een verschil bestaat tussen externe- en interne managers bij prestaties van vastgoedbeleggingen?
19. Maakt uw organisatie gebruik van vastgoedderivaten?
 - a. In hoeverre spelen de derivaten een actieve rol in de portefeuille?
 - b. Zijn de derivaten geschikter voor een defensieve of offensieve manier van beleggen? En op welke manier en waarom gebruikt u de derivaten; op een defensieve of offensieve manier?
 - c. In hoeverre is de beschikbaarheid van vastgoedderivaten aantrekkelijk om eerder te kiezen voor indirect beleggen dan voor direct beleggen?
20. Is uw organisatie in de afgelopen 5 jaar onder de verplichtte 105% dekkingsgraad gekomen? Zo ja, welke invloed heeft dit gehad op de vastgoedbeleggingen?
21. Wat is volgens u het optimale termijn om beleggingsbeleid te herzien?
 - a. Geldt die termijn ook voor directe en indirecte vastgoedbeleggingen? Zitten hier verschillen tussen?
 - b. Komt die overeen met de continuïteitsanalyse- en ALM-termijn van 3 respectievelijk 5 jaar? Wat zijn de verschillen?
22. Maakt uw organisatie gebruik van Algoritmisch handelen bij vastgoedbeleggingen?
 - a. Zo ja, wat zijn de redenen dat hiervoor gekozen is?
 - b. Zo nee, ziet u voordelen om dit in de nabije toekomst wel te gebruiken? En welke zijn deze?