



DE VOORKEUR VOOR MANAGEMENTSTIJLEN BIJ BELEGGINGEN IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN.

Een verkennend onderzoek naar de voorkeur in managementstijlen bij beleggingen in private vastgoedfondsen door Nederlandse pensioenfondsen.

N.T. Ten Haaf
Masterthesis



**rijksuniversiteit
groningen**

Colofon

Titel

De voorkeur voor managementstijlen bij beleggingen in private vastgoedfondsen.

Ondertitel

Een verkennend onderzoek naar de voorkeur in managementstijlen bij beleggingen in private vastgoedfondsen door Nederlandse pensioenfondsen.

Auteur

Nick ten Haaf
Stavangerweg 96
1013 AT Amsterdam
Nick.tenhaaf@gmail.com

Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen
Master Real Estate Studies
Landleven 1
9747 AD Groningen

Beoordeling

Eerste beoordelaar dr. H.J. (Henk) Brouwer (Rijksuniversiteit Groningen)
Tweede beoordelaar drs. A.R. (Arthur) Marquard (Amsterdam School of Real Estate)

Datum

23 september 2015

Voorwoord

Het schrijven van een Master Thesis is het laatste moment van je studie waar je gedurende een langere periode jezelf écht kan verdiepen in een onderwerp. Vol goede moed ben ik met die gedachte mijn zoektocht begonnen naar een boeiend onderwerp. De vastgoedwereld is in zijn totaliteit een hele boeiende omgeving, en het kiezen van een richting voor een passend onderwerp viel nog niet mee. Na alles eens rustig op een rij te hebben gezet kwam ik tot de conclusie dat ik mij graag nog eens verder wilde verdiepen in de wereld van vastgoedbeleggingen. Daarbij was ik in het bijzonder geïnteresseerd in private vastgoedfondsen. Door het relatief korte bestaan van deze beleggingscategorie is er nog veel te onderzoeken.

Voor u ligt het resultaat van een periode vol met pieken en dalen. Verschillende keren dacht ik richting de conclusies te kunnen komen, waarna ik vervolgens weer volledig vast kwam te zitten in de literatuur en data, en geen uitweg meer zag. Volgens velen een normaal proces, maar ik kijk liever niet naar anderen. Ik kan in ieder geval terugkijken op een leerzame periode waarin ik naast ongelofelijk veel nieuwe kennis over de vastgoedbeleggingswereld, ook mezelf beter heb leren kennen.

Graag wil ik gebruik maken van de mogelijkheid een aantal mensen te bedanken. Het klinkt cliché, maar zonder hen was ik niet tot dit resultaat gekomen. Allereerst de heer Brouwer, die verschillende keren met input kwam om richting aan mijn verhaal te geven, op de momenten dat ik niet verder kwam. Daarnaast wil ik de heer Marquard bedanken voor de hulp bij de vertaalslag tussen theorie en praktijk. Verder wil ik graag mevrouw van Munster bedanken voor de hulp met het aanbrengen van structuur in mijn verhaal, en de energie die zij mij heeft gegeven om het verhaal af te ronden. Ook wil ik graag de experts bedanken die tijd hebben vrijgemaakt voor een interview. Op de laatste plaats wil ik mijn familie en vrienden bedanken voor hun steun en geduld. Zeker toen het allemaal wat minder lukte was ik niet altijd op mijn best.

Nick ten Haaf

Amsterdam, 23 september 2015

Samenvatting

Rond de eeuwwisseling zijn veel van Nederlandse pensioenfondsen begonnen met het uitbesteden van het kapitaal- en arbeidsintensieve operationele management van vastgoed, en zich gaan concentreren op allocatie-, strategie- en investeringsbeslissingen. Met deze ontwikkeling is de markt voor private vastgoedfondsen enorm gegroeid. Verschillende onderzoeken hebben zich gericht tot de vraag waarom pensioenfondsen deze keuze hebben gemaakt en wat het hen heeft opgeleverd. Veel minder onderzoek is gedaan naar de keuzes die pensioenfondsen maken binnen private vastgoedbeleggingen.

Uit onderzoek van INREV naar de beleggingsvoorkeuren van institutionele beleggers bij beleggingen in private vastgoedfondsen komt naar voren dat de voorkeur voor een managementstijl door de jaren heen sterk fluctueert. Het onderzoek gaat niet in op de vraag hoe de voorkeuren tot stand komen, en wat er achter de wisselende investeringsvoorkeuren van beleggers zit. Men zou geneigd zijn om te verwachten dat institutionele beleggers, als zijnde lange termijn beleggers, constanter zouden zijn in hun voorkeuren. Om beter te begrijpen hoe de voorkeur voor een managementstijl tot stand komt is de volgende onderzoeksvraag geformuleerd:

Welke factoren beïnvloeden de voorkeur voor een managementstijl bij beleggingen in private vastgoedfondsen door Nederlandse pensioenfondsen?

Om vat te krijgen op de materie van het onderzoek wordt middels een literatuuronderzoek vanuit verschillende invalshoeken een verkenning gemaakt naar mogelijke factoren. Gestart wordt met een onderzoek naar de wijze waarop pensioenfondsen hun portefeuille samenstellen en organiseren. Vervolgens wordt onderzoek gedaan naar het beleggen in vastgoed, de rol van private fondsen daarin en de diverse managementstijlen die gehanteerd kunnen worden. Bijzondere aandacht is gegeven aan de rol van de vastgoedcyclus. Daarnaast is gekeken wat de centrale uitdagingen zijn voor Nederlandse pensioenfondsen en hoe die vertaald worden in de te kiezen beleggingsstrategie. Tot slot wordt ook aandacht geschonken aan de niet-rationele kant van het gedrag van beleggers, een gebied dat bekend staat als Behavioral Finance.

Met inzichten verkregen uit het literatuuronderzoek is vervolgens de vertaalslag gemaakt naar de praktijk. Gestart is met een analyse van data over de ontwikkeling van de beleggingsvoorkeur voor managementstijlen in de tijdsperiode 2007 tot 2015. Uit de analyse blijkt dat de ontwikkeling van voorkeuren sterk een patroon volgt dat vergelijkbaar is met bevindingen in de literatuur over niet-rationeel beleggersgedrag. Het praktijkonderzoek is vervolgt met expert interviews waarbij de vragen zijn opgehangen aan thema's uit het literatuuronderzoek en de praktijkanalyse.

Een belangrijke constatering in het onderzoek is dat de invulling van de vastgoedportefeuille uitbesteed wordt aan investmentmanagement organisaties, wat in veel gevallen verzelfstandigde beleggingsafdelingen van pensioenfondsen zijn. Duidelijk wordt dat de strategische allocatie van het pensioenvermogen middels ALM-studies tot stand komen via een rationeel proces. De concrete samenstelling van de vastgoedportefeuille, en daarmee de beleggingen in private vastgoedfondsen, komen in mindere mate tot stand via rationele beleggingstheorieën.

Geconcludeerd kan worden dat de vastgoedcyclus als belangrijkste factor geldt voor de verklaring van voorkeur voor managementstijlen. Experts leggen via drie wegen de werking van de vastgoedcyclus uit. Enerzijds wordt gewezen op de beleggingsdwang voor de investmentmanager. Alle gelden die gealloceerd zijn naar de vastgoedportefeuille dienen belegd te worden. Bij voorkeur beleggen Nederlandse pensioenfondsen in core fondsen. Omstandigheden op de markt kunnen er echter toe leiden dat het vereiste rendement niet behaald kan worden met core producten. Omdat

het pensioenvermogen belegd moet worden schuiven beleggers op naar fondsen met een hoger risicoprofiel. De markt beïnvloedt in deze situatie de voorkeur van de belegger.

Daarnaast wordt gewezen op het toegenomen belang voor investmentmanagers te presteren op de korte termijn. Mede door de grotere afstand tussen pensioenfondsen en investmentmanager, en strengere regelgeving en eisen aan de dekkingsgraad van pensioenfondsen, is een gevolg daarvan dat investmentmanagers sterker worden beoordeeld op korte termijn prestaties.

Tot slot wordt gewezen op de belegger als individu. Zowel uit de literatuur als het praktijkonderzoek blijkt dat beslissingen van beleggers beïnvloedt worden door sentiment, en dat gebruikt wordt gemaakt van heuristieken en vooroordelen.

Verklaring van afkortingen

Abtn	Actuariële en bedrijfstechnische nota
ALM	Asset Liability Management
BPF	Bedrijfstakpensioenfondsen
BRF	Beroepspensioenfondsen
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CDC	Collective Defined Contribution
CML	Capital Market Line
DB	Defined Benefit
DNB	De Nederlandse Bank
FTK	Financiële Toetsingskader
GAV	Gross Asset Value
INREV	European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
IRR	Internal Rate of Return
IVBN	Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed
LTV	Loan to Value
MPT	Moderne Portefeuille Theorie
OPF	Ondernemingspensioenfondsen
PW	Pensioenwet
WvB	Wet verplichte beroepspensioenregeling

Inhoud

COLOFON	II
VOORWOORD	III
SAMENVATTING	IV
VERKLARING VAN AFKORTINGEN	VI
1. INLEIDING	- 1 -
1.1 AANLEIDING	- 1 -
1.2 DOEL- EN VRAAGSTELLING	- 2 -
1.3 AFBAKENING	- 2 -
1.4 ONDERZOEKSMETHODE	- 2 -
1.5 PLAN VAN AANPAK	- 3 -
2. HET SAMENSTELLEN VAN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE DOOR PENSIOENFONDSEN	- 4 -
2.1 MODERNE PORTEFEUILLE THEORIE & CAPITAL ASSET PRICING MODEL	- 4 -
2.2 ASSET LIABILITY MANAGEMENT	- 4 -
2.3 ORGANISATIE EN STRATEGIEVORMING PENSIOENFONDSEN	- 5 -
2.4 SAMENVATTING EN CONCLUSIES	- 7 -
3. BELEGGEN IN VASTGOED	- 8 -
3.1 VASTGOED ALS BELEGGING	- 8 -
3.2 PRIVATE VASTGOEDFONDSEN	- 9 -
3.3 SAMENVATTING EN CONCLUSIES	- 12 -
4. VASTGOEDCYCLI	- 14 -
4.1 VASTGOEDCYCLI	- 14 -
4.2 HOE ZIJN CYCLI OP DE VASTGOEDMARKTEN TE VERKLAREN?	- 14 -
4.3 FASEN VAN DE VASTGOEDCYCLUS	- 16 -
4.4 BELEGGINGSBESLISSINGEN GERICHT OP DE CYCLUS	- 16 -
4.5 SAMENVATTING EN CONCLUSIES	- 18 -
5. PENSIOENFONDSEN EN HUN OMGEVING	- 19 -
5.1 PENSIOENFONDSEN	- 19 -
5.2 PENSIOENWET EN FINANCIËLE TOETSINGSKADER	- 19 -
5.3 ONTWIKKELINGEN IN DE OMGEVING VAN NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN	- 20 -
5.4 SAMENVATTING EN CONCLUSIES	- 22 -
6. BEHAVIORAL FINANCE	- 24 -
6.1 INLEIDING	- 24 -
6.2 EERDER ONDERZOEK	- 24 -
6.3 BEHAVIORAL FINANCE	- 25 -
6.4 SAMENVATTING EN CONCLUSIES	- 29 -
7. METHODOLOGIE	- 30 -
7.1 CONCEPTUEEL MODEL	- 30 -
7.2 ONDERZOEKSOPZET	- 30 -
7.3 INTERVIEWS ALS METHODE VAN KWALITATIEF ONDERZOEK	- 31 -
7.4 SELECTIECRITERIA SAMPLEGROEP	- 31 -
7.5 REPRESENTATIVITEIT GEÏNTERVIEWDE PARTIJEN	- 31 -
7.6 TOTSTANDKOMING INTERVIEWVRAGEN	- 32 -

8. ANALYSE VOORKEUR MANAGEMENTSTIJL INREV.....	- 33 -
8.1 VOORKEUR VOOR MANAGEMENTSTIJL.....	- 33 -
8.2 KOPPELING MET LITERATUURONDERZOEK.....	- 34 -
8.3 CONCLUSIES.....	- 36 -
9. DE PRAKTIJK IN NEDERLAND: ANALYSE EXPERT INTERVIEWS.....	- 37 -
9.1 ANALYSE VAN INTERVIEW.....	- 37 -
10. CONCLUSIE EN DISCUSSIE.....	- 54 -
10.1 BEANTWOORDING VAN DEELVRAGEN.....	- 54 -
10.2 CONCLUSIE.....	- 58 -
10.3 DISCUSSIE.....	- 60 -
LITERATUURLIJST.....	IX
BIJLAGE I: VRAGENLIJST BIJ EXPERT INTERVIEWS.....	XII
BIJLAGE II: LIJST GEÏNTERVIEWDE PARTIJEN.....	XIV

1. Inleiding

Het eerste hoofdstuk vormt de inleiding van de masterthesis. In paragraaf 1.1 wordt de aanleiding van de thesis besproken. In paragraaf 1.2 volgen daarop de probleem-, doel- en vraagstelling. Paragraaf 1.3 behandelt de wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie. In paragraaf 1.4 worden kaders aan het onderzoek gesteld. Tenslotte wordt in paragraaf 1.5 de opbouw van de scriptie toegelicht.

1.1 Aanleiding

Institutionele beleggers, en dan met name pensioenfondsen, kennen een lange historie van vastgoedbeleggen. Het percentage vastgoed in de portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen loopt uiteen van 0% tot 25%, met een gemiddelde van 9,3% (CBS, 2015).

De wijze waarop invulling wordt gegeven aan de vastgoedportefeuille is door de jaren heen sterk veranderd. In 1980 investeerden Nederlandse pensioenfondsen 94% van hun vastgoedallocatie in direct vastgoed dat in eigen beheer werd genomen (Kempen Capital Management, 2014). In 2011 was dit percentage nog maar 12%. Rond de eeuwwisseling zijn veel van de pensioenfondsen begonnen met het uitbesteden van het kapitaal- en arbeidsintensieve operationele management van vastgoed, en zijn zich gaan concentreren op allocatie-, strategie- en investeringsbeslissingen.

Tot 2000 was de markt voor niet-genoteerde vastgoedfondsen nog klein van omvang en bovendien weinig populair onder institutionele beleggers, mede vanwege de complexe fiscale structuren en het gebrek aan transparantie, benchmarks en trackrecords van fondsmanagers (Mangelmans, 2005). Mede gesteund door inspanningen van European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) is de markt voor niet-genoteerde fondsen in korte tijd enorm gegroeid in aantallen en omvang.

Het Investment Intentions Survey van INREV is een jaarlijks onderzoek naar de beleggingsaspiraties in de vastgoedsector voor de komende twee jaar. Daarbij richt het onderzoek zich specifiek op beleggingen in private vastgoedfondsen. Het onderzoek verkent de wereldwijde allocaties naar vastgoed, en geeft inzicht in trends door Europa, Azië en Noord-Amerika. De focus van het onderzoek richt zich tot de vooruitzichten van beleggers binnen Europa. Daarbij worden inzichten gegeven in strategieën, meest gewenste beleggingsbestemmingen, en voorkeuren in beleggingsstijlen, fondsstructuren en sectoren.

Beleggers die deelnemen aan de enquête van INREV geven vrijwel ieder jaar aan dat de managementstijl van een vastgoedfonds als belangrijkste selectiecriteria geldt. INREV onderscheidt drie verschillende managementstijlen: (1) core (2) value-added en (3) opportunistisch. De managementstijl van het vastgoedfonds helpt beleggers een inschatting te maken van de risico-/rendementsverhouding van het fonds.

Een van de uitkomsten uit het rapport in 2013 luidt: "beleggers durven weer risico's te nemen" (Vastgoedmarkt, 2013). Van de deelnemers aan het onderzoek heeft 50% de intentie om te investeren in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een hoger risico-/rendementsprofiel (INREV Investment Intentions, 2013). Dat is bijna een verdubbeling ten opzichte van 2012.

Hoewel het onderzoek van INREV slechts inzicht geeft in de voorkeuren naar managementstijlen over een beperkt aantal jaren zijn er duidelijke schommelingen van voorkeuren waar te nemen. Het onderzoek van INREV gaat verder niet in op de vraag hoe de voorkeuren tot stand komen, en wat er achter de wisselende investeringsvoorkeuren van beleggers zit. Men zou geneigd zijn om te

verwachten dat institutionele beleggers, als zijnde lange termijn beleggers, constanter zouden zijn in hun voorkeuren.

Er is tot op heden nog weinig onderzoek gedaan naar beleggingsbeslissingen van pensioenfondsen met betrekking tot beleggingen in private vastgoedfondsen. Eerder onderzoek richt zich vooral op de vraag waarom niet-beursgenoteerd vastgoed in de portefeuille wordt opgenomen, en niet zo zeer op de keuzes die institutionele beleggers maken wanneer zij besloten hebben om een allocatie naar private vastgoedfondsen te maken.

1.2 Doel- en vraagstelling

DOELSTELLING

Het doel van dit onderzoek is om meer inzicht te verschaffen in de voorkeur voor managementstijlen van pensioenfondsen bij beleggingen in private vastgoedfondsen. Om dit te bewerkstelligen wordt een verkenning gemaakt naar factoren die van invloed kunnen zijn op de voorkeuren. Getracht wordt om een helder beeld te scheppen van de motivaties en keuzes van beleggers.

Dit heeft geleid tot de onderstaande centrale vraag voor het onderzoek.

ONDERZOEKSVRAAG:

Welke factoren beïnvloeden de voorkeur voor een managementstijl bij beleggingen in private vastgoedfondsen door Nederlandse pensioenfondsen?

DEELVRAGEN

Om tot beantwoording van de hoofdvraag te kunnen komen worden in het onderzoek de volgende deelvragen beantwoord:

- I. Hoe stellen pensioenfondsen hun beleggingsportefeuille samen?*
- II. Op welke wijze organiseren pensioenfondsen hun beleggingen?*
- III. Wat zijn private vastgoedfondsen?*
- IV. Waarom beleggen beleggers in private vastgoedfondsen?*
- V. Wat is de invloed van de vastgoedcyclus op beleggingen in private vastgoedfondsen?*
- VI. Welke ontwikkelingen in de omgeving van pensioenfondsen beïnvloeden beleggingen in private vastgoedfondsen?*
- VII. Welke niet rationele factoren beïnvloeden de voorkeur voor een managementstijl?*

1.3 Afbakening

Dit onderzoek richt zich op de voorkeuren voor een managementstijl van private vastgoedfondsen door institutionele beleggers. Om het onderzoek uitvoerbaar te houden omwille van tijd en beschikbaarheid van informatie, is gekozen om het onderzoek te beperken tot Nederlandse pensioenfondsen.

1.4 Onderzoeksmethode

Omdat er nog nauwelijks onderzoek is gedaan naar de voorkeur in managementstijlen bij beleggingen in private vastgoedfondsen door pensioenfondsen is gekozen voor een exploratief onderzoek. Dit kan volgens Baarda en De Goede (2006) geplaatst worden tussen beschrijvend en toetsend onderzoek. Belangrijk is daarbij dat de onderzoeker vooral geïnteresseerd is in bepaalde verbanden die kunnen helpen om een antwoord te vinden op een open onderzoeksvraag.

Kenmerkend voor exploratief onderzoek is dat er weinig theorie is gevormd en dat scherp geformuleerde hypothesen ontbreken. Het onderzoek is gericht op de ontwikkeling van een theorie en probeert middels samenhangende verbanden antwoord te geven op de onderzoeksvraag. De onderzoeker gaat op zoek naar nieuwe inzichten in een nog onbekend wetenschapsgebied.

Exploratief onderzoek is kwalitatief van aard. Bij een kwantitatieve benadering ontbreekt de contextuele informatie en data die bij een kwalitatieve benadering wel aanwezig is (Yin, 2003). Door het onderzoeksgebied open en flexibel te benaderen heeft de onderzoeker de ruimte om de achtergronden van de verzamelde gegevens te bestuderen en te analyseren (Verhoeven, 2007).

De keuze voor exploratief onderzoek is te verdedigen door het gebrek aan theorie en het ontbreken van langjarige datareeksen over private vastgoedfondsen.

1.5 Plan van aanpak

Om tot de beantwoording te komen van de onderzoeksvraag dienen de deelvragen uit het vorige hoofdstuk te worden beantwoord. Om dit te bewerkstelligen wordt in dit onderzoek zowel een literatuurstudie als een praktijkonderzoek gedaan.

Doel van het literatuuronderzoek is om deelvragen zo ver mogelijk te beantwoorden en inzicht te verkrijgen in de mogelijke verbanden tussen factoren en voorkeuren van beleggers. Aan het einde van ieder hoofdstuk wordt geconcludeerd in hoeverre de deelvraag beantwoord is, en welke vragen er open blijven staan. Waar mogelijk worden veronderstellingen geformuleerd wat betreft het verband tussen factoren en voorkeuren. Deze veronderstellingen zullen in het praktijkonderzoek getoetst worden.

Het praktijkonderzoek sluit aan op het literatuuronderzoek. Via een analyse van de voorkeuren in managementstijlen en interviews met experts zal onderzocht worden of het beeld uit het literatuuronderzoek overeenkomt met de praktijk. Doel is om vast te stellen wat de overeenkomsten zijn en waar theorie en praktijk afwijken. Daarnaast worden de interviews gebruikt om eventueel onbeantwoorde deelvragen te kunnen beantwoorden.

Na het verwerken van de resultaten worden er in het afsluitende hoofdstuk conclusies getrokken waarbij er antwoord wordt gegeven op de hoofdvraag. Het onderzoek eindigt met een evaluatie van het onderzoek en aanbevelingen voor nader onderzoek.

1.6 Leeswijzer

De hoofdstukken 2 t/m 6 vormen de literatuurstudie van dit onderzoek. Vanuit verschillende invalshoeken worden context en theorie inzichtelijk gemaakt. In hoofdstuk 7 worden de onderzoeksmethoden toegelicht. Hoofdstuk 8 vormt de analyse van voorkeuren en in hoofdstuk 9 worden de resultaten uit de expert interviews gepresenteerd. Tot slot worden in hoofdstuk 10 de deelvragen beantwoord en volgen de conclusie en discussie.

2. Het samenstellen van de beleggingsportefeuille door pensioenfondsen.

In dit hoofdstuk wordt onderzocht hoe pensioenfondsen tot de samenstelling van de beleggingsportefeuille komen. Allereerst wordt onderzoek gedaan naar wat de theorie verteld over het samenstellen van beleggingsportefeuilles. Daarna zal onderzocht worden hoe deze theorie door pensioenfondsen wordt gebruikt, en hoe de organisatie van pensioenfondsen eruit ziet om tot hun beleggingsstrategie te komen. Doel van dit hoofdstuk is antwoord te krijgen op de deelvragen: “Hoe stellen pensioenfondsen hun beleggingsportefeuille samen?” en “Op welke wijze organiseren pensioenfondsen hun beleggingen in private vastgoedfondsen?”.

2.1 Moderne Portefeuille Theorie & Capital Asset Pricing Model

De Moderne Portefeuille Theorie (hierna: MPT) van Markowitz (1952) geldt als de theoretische basis voor het samenstellen van een beleggingsportefeuille. Portefeuille theorie helpt bij het maken van strategische beslissingen over hoe een belegger het beste zijn vermogen kan alloceren over de verschillende beleggingscategorieën (Geltner, 2001). De MPT stelt dat diversificatievoordeel kan optreden door spreiding van beleggingen in verschillende soorten beleggingscategorieën, zodat risico geminimaliseerd wordt en het rendement per eenheid risico wordt gemaximaliseerd. Aan de hand van deze theorie wordt gezocht naar de beste allocatie van vermogen over verschillende beleggingscategorieën.

Door te beleggen in diverse beleggingscategorieën met een lage onderlinge correlatie kan niet-systematisch risico worden geminimaliseerd. De verklaring hiervoor ligt in het feit dat de verschillende beleggingscategorieën verschillende cycli kennen. Hevige fluctuaties, of te wel risico, in de ene beleggingscategorie worden opgevangen door de beleggingen in andere categorieën. Dit resulteert in een stabiel portefeuille rendement, en dus een portefeuille met een lager risico.

Het Capital Asset Pricing Model (hierna: CAPM), opgesteld door Sharpe en Lintner (1964), is een verdieping op de MPT. Het CAPM is een model dat de belegger helpt een rendementseis te bepalen, waarbij deze eis is opgebouwd uit een zogenaamd risicovrij rendement en een risico-opslag. In het model wordt het totale risico van een portefeuille gesplitst in een systematisch risico (marktrisico) en in een specifiek risico. Het specifieke risico geldt als factoren die die specifiek gelden voor de belegging zelf. Door een optimale spreiding van risico's over meerdere beleggingsobjecten is het mogelijk om het specifieke risico weg te diversifiëren. De rendementen van de portefeuille zijn dan alleen nog gevoelig voor het marktrisico (systematisch risico), ofwel de gevoeligheid van de rendementen voor de marktontwikkelingen.

Doordat beleggers de mogelijkheid hebben het specifieke risico weg te diversifiëren worden zij alleen gecompenseerd voor het marktrisico. De CAPM bepaalt het verwacht rendement van een bepaalde belegging in een evenwichtige marktsituatie, gegeven zijn gevoeligheid voor het systematische risico.

Het CAPM gaat er dus vanuit dat het vereiste rendement op een belegging een combinatie is van het risicovrije rendement, het marktrendement en de verhouding van het risico van de belegging ten opzichte van de marktportefeuille.

2.2 Asset Liability Management

Volgens de Pensioenwet (PW) zijn pensioenfondsen verplicht elke drie jaar een Asset Liability Management (ALM)-studie uit te voeren. Met het uitvoeren van een ALM-studie managen en modeleren beleggers de toekomstige financiële positie van een pensioenfonds gebaseerd op de balans (Gordon et al., 2006). Het doel van ALM is een situatie te creëren dat de waardeontwikkeling

van de beleggingen (activa) en de verplichtingen (passiva) binnen de balans zoveel mogelijk gelijk verlopen.

Keeris (2001) definieert Asset Liability Management als;

“Het systematisch structureren van de (aangenomen) te lopen financiële risico’s, welke verbonden worden (kunnen) zijn aan de activa en passiva binnen de beleggingsportefeuille van de betreffende financiële instelling, teneinde het risicoprofiel, dan wel het daaraan gerelateerde doelmatige rendement voor die onderneming als geheel te bepalen”.

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 onder andere inflatie, renteniveaus, valuta, beleggingscategorie rendementen, demografie, indexatie en premieniveau wordt een schatting gemaakt wat de beste asset allocatie van het pensioenvermogen is. Aan de hand van uitkomsten uit een ALM studie kan het bestuur van een fonds keuzes maken ten aanzien van het investeringsbeleid, het premiebeleid en bijvoorbeeld het pensioenbeleid.

2.3 Organisatie en strategievorming pensioenfondsen

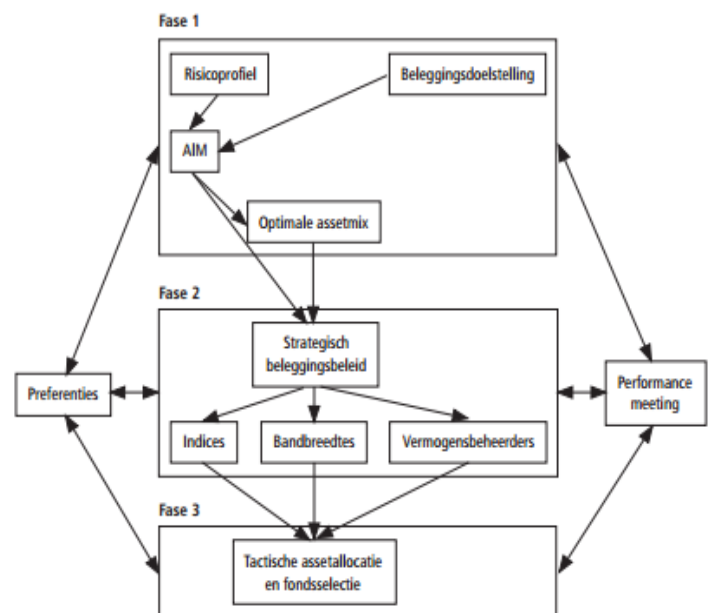
Zoals in de vorige paragraaf duidelijk is geworden zijn pensioenfondsen volgens de wet verplicht ALM-studies uit te voeren ten gunste van het beleggingsbeleid. In deze paragraaf wordt uitgewerkt hoe pensioenfondsen uitkomsten van deze ALM-studies vertalen naar het beleggingsbeleid.

Volgens de vereniging van institutionele beleggers in Nederlands vastgoed (IVBN, 2005) geschiedt de totstandkoming van het beleggingsbeleid over drie niveaus. Binnen de organisatie van pensioenfondsen is onderscheid te maken tussen het strategische niveau, het tactische niveau en het operationele niveau. De uitvoering van de verschillende niveaus kan zowel intern als extern plaats vinden. Omdat dit onderzoek zich richt op beleggingen in private vastgoedfondsen wordt het operationele niveau buiten beschouwing gelaten. Het operationele niveau van beleggingen behoort tot de verantwoordelijkheden van fondsmanagers en pensioenfondsen hebben daar geen invloed op.

In figuur 1 is schematisch te zien hoe het strategische en het tactische niveau gefaseerd doorlopen worden.

2.3.1 FASE 1 – STRATEGISCHE NIVEAU

In de eerste fase vormt het pensioenbestuur het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds. De keuze voor een beleggingsstrategie is een afgeleide van het risicoprofiel en de (beleggings-)doelstelling van het pensioenfonds, die samen voor een belangrijk deel de verplichtingenstructuur van het fonds bepalen. Om aan de (toekomstige) verplichtingen te kunnen voldoen stelt het pensioenfonds eisen met betrekking tot de allocatie en rendementsdoelstelling. Deze komen tot uiting in het strategische beleggingsbeleid. De ALM-studie helpt het pensioenbestuur om tot een optimale asset allocatie over de verschillende beleggingscategorieën te komen.



Figuur 1: Verschillende fasen in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen

2.3.2 FASE 2 – STRATEGISCHE NIVEAU

Wanneer het pensioenbestuur tot een (optimale) verdeling van het pensioenvermogen over de verschillende beleggingscategorieën is gekomen, wordt er een vertaling gemaakt naar de daadwerkelijke beleggingsportefeuilles. Dit kan het pensioenfonds dit zelf doen, of (gedeeltelijk) uitbesteden aan een of meer vermogensbeheerders/investmentmanagers. In de tweede fase stelt het pensioenbestuur vast hoe verdere invulling aan de portefeuille wordt gegeven. Het beleggingsbeleid wordt nader ingevuld en concreter gemaakt. Bijvoorbeeld door invulling te geven aan de vastgoedallocatie met een sector- en regioverdeling.

In de tweede fase wordt het mandaat van de portefeuillebeheerder (intern/extern) vastgesteld. Daarbij wordt bepaald wat de bandbreedtes van de portefeuille zijn (hoe ver er mag worden afgeweken van de strategische allocatie), in hoeverre de vermogensbeheerder zelf invulling mag geven aan regio- en sectorallocatie en aan welke benchmark het presteren van de vermogensbeheerder wordt gemeten.

2.3.3 FASE 3 – TACTISCHE NIVEAU

Het tactische niveau in het beleggingsproces vormt het invullen en beheren van de (vastgoed-)portefeuille. Dit geldt als de belangrijkste verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder. Vermogensbeheerders krijgen de opdracht, binnen de grenzen die vastgelegd zijn in het mandaat, het hoogst mogelijke rendement te behalen tegen een vastgesteld geaccepteerd risico. Daarvoor hebben zij twee tools tot beschikking; fondsselectie en tactische asset allocatie.

Fondsselectie

Afhankelijk van het mandaat heeft het pensioenbestuur of de vermogensbeheerder vastgesteld in welke sectoren of regio's er belegd dient te worden, en wat de rendementsdoelstellingen daarbij zijn. Voor de vermogensbeheerder is het zaak om fondsen te selecteren die passen bij deze wensen. De vermogensbeheerder gaat op zoek naar specifieke producten om de vastgestelde allocatie van vermogensbestandsdelen in te vullen.

Tactische asset allocatie

Bij het bepalen van de strategische asset allocatie wordt uitgegaan van gemiddelde verwachte rendementen op de diverse beleggingscategorieën, benchmarks, waarbij rekening wordt gehouden met een bepaalde fluctuatiegraad, standaarddeviatie en onderlinge correlaties. Fluctuaties in rendementen zorgt er echter voor dat beleggingscategorieën met een lager gemiddeld rendement, in een bepaalde (korte) periode toch het hoogste rendement kunnen genereren (vbabeleggingsprofessionals, 2001).

Tactische asset allocatie heeft als doel additionele performance te creëren door gebruik te maken van deze volatiliteit. Binnen de vastgestelde bandbreedtes, wordt afgeweken van de strategische allocatie. De vastgoedcyclus en timing zijn hierbij belangrijk. Het behalen van een outperformance ten opzichte van een benchmark wordt 'Alpha' genoemd. Door 'alpha' toe te voegen aan de portefeuille tracht een portfolio manager de markt te verslaan. De 'alpha' zegt daarmee iets over de beleggingscapaciteiten van de manager (Anson, 2004).

2.4 Samenvatting en conclusies

- De MPT geldt als de theoretische basis voor het opstellen van de beleggingsportefeuille. 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.
- Het risico van een beleggingsportefeuille bestaat uit de gewichtsverdeling van het vermogen, risico's van individuele beleggingen en de correlatie tussen de verschillende beleggingen.
- Het CAPM is een verdieping van de MPT. CAPM stelt dat een belegging bestaat uit een marktrisico (systematisch) en een specifiek risico (onsystematisch). Doordat beleggers de mogelijkheid hebben het specifieke risico weg te diversifiëren worden zij alleen gecompenseerd voor het marktrisico. Het CAPM bepaalt het verwacht rendement van een bepaalde belegging in een evenwichtige marktsituatie, gegeven zijn gevoeligheid voor het systematische risico.
- Pensioenfondsen zijn wettelijk verplicht eens in de drie jaar een ALM-studie uit te voeren. De ALM-studie helpt de belegger om de activa (opbrengsten uit beleggingen) en passiva (de omvang van verplichtingen) in evenwicht te brengen.
- In een ALM-studie worden prognoses, pensioenverplichtingen en economische verwachtingen in overeenstemming gebracht met het beleggingsbeleid.
- In de literatuur worden er binnen de organisatiestructuur van pensioenfondsen drie niveaus onderscheiden: het strategisch-, tactisch en operationeel niveau.
- De ALM-studie helpt het pensioenbestuur om op strategisch niveau het beleggingsbeleid voor de lange termijn vorm te geven. In deze eerste fase van het beleggingsbeleid wordt de optimale allocatie over de verschillende beleggingscategorieën bepaald.
- Na het invullen van de asset allocatie wordt het mandaat van de daadwerkelijke beleggingsportefeuilles vastgesteld. Daarbij worden bandbreedtes, deelmarkten en benchmarks bepaald, en de vermogensbeheerder(-s) gekozen.
- Op het tactische niveau vult de vermogensbeheerder de gewenste, strategisch bepaalde portefeuille, zo goed mogelijk in. Dit gebeurt via fondsselectie en tactische asset allocatie.

Dit hoofdstuk heeft in grote lijnen inzichtelijk gemaakt aan de hand van welke theorie en modellen pensioenfondsen hun beleggingsportefeuille samenstellen, en hoe zijn het beleid organiseren. De literatuur heeft echter niet duidelijk gemaakt hoe de verschillende deelportefeuilles (waaronder de vastgoedportefeuille) worden samengesteld. Ook is het nog niet duidelijk wie er direct of indirect de beslissingen neemt over individuele beleggingen in private vastgoedfondsen. Om hier antwoord op te krijgen worden onderstaande vragen meegenomen in de interviews:

- *In welke mate beïnvloeden de uitkomsten van ALM-studies beleggingen in private vastgoedfondsen?*
- *Spelen de MPT en CAPM een rol bij het selecteren van een privaat vastgoedfonds?*
- *In hoeverre mogen investmentmanagers de vastgoedportefeuille naar eigen inzicht invullen?*

3. Beleggen in vastgoed

Er bestaan voor beleggers verschillende mogelijkheden om in vastgoed te beleggen. Private vastgoedfondsen zijn er daar een van. In dit hoofdstuk zal kort worden ingegaan op de verschillende beleggingsvormen in vastgoed en de belangrijkste redenen waarom beleggers exposure zoeken naar vastgoed. Hierna wordt de verdieping gemaakt naar private vastgoedfondsen. Doel van het hoofdstuk is om helder uiteen te zetten wat private vastgoedfondsen zijn, wat de verschillen tussen managementstijlen van fondsen zijn en waarom beleggers kiezen voor private vastgoedfondsen.

3.1 Vastgoed als belegging

Naast aandelen, obligaties en langlopende leningen geldt vastgoed als één van de vier grote beleggingscategorieën waarin institutionele of particuliere beleggers een deel van het vermogen beleggen om aan toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen.

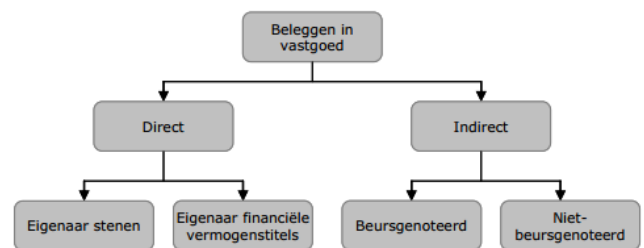
Van Gool et. al. (2007) definiëren het beleggen in onroerend goed als; *“het vastleggen van vermogen in onroerend goed, direct dan wel indirect, met het doel uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren”*.

Vastgoed kenmerkt zich als een heterogene, niet-liquide en lokale beleggingscategorie. Vastgoed kan zich niet verplaatsen, het aanbod is beperkt en bovendien tastbaar.

3.1.2 BELEGGINGSVORMEN BINNEN VASTGOED

Beleggers hebben binnen de beleggingscategorie vastgoed de mogelijkheid om direct en indirect te beleggen (figuur 2). In het geval van een directe vastgoedbelegging wordt belegd in een object waarbij de belegger rechtstreeks de eigenaar is van het vastgoed. De belegger heeft hierbij zowel een meerderheidsbelang als zeggenschap over het management van het vastgoed. Met een indirecte belegging wordt het beleggen in vastgoedaandelen bedoeld. De belegger wordt hiermee eigenaar van vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten van dat vastgoed waarbij de belegger geen meerderheidsbelang heeft of zeggenschap kan uitoefenen op het management (Van Gool et al., 2007).

Bij indirecte vastgoedbeleggingen kan er een onderscheid worden gemaakt tussen beursgenoteerd vastgoedfondsen en private vastgoedfondsen. In dit onderzoek wordt gekeken naar de invloeden op beleggingsbeslissingen binnen de private vastgoedfondsen. Er zal in dit hoofdstuk dan ook dieper worden ingegaan op deze private fondsen. Direct vastgoed en beursgenoteerde vastgoedfondsen blijven verder buiten beschouwing.



Figuur 2: Schematisch overzicht vastgoedbeleggingen

3.1.1 REDENEN OM IN VASTGOED OP TE NEMEN IN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Er bestaan verschillende redenen om vastgoed al dan niet op te nemen in de beleggingsportefeuille. Hieronder worden de belangrijkste voordelen van vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën benoemd.

- Samenstelling van het rendement

Vastgoedbeleggingen kennen zowel een direct als indirect rendement. De lange levensduur van vastgoed en de veelal langlopende huurcontracten bieden beleggers lange stabiele kasstromen (Van

Gool et al., 2007). Over het algemeen kan er vanuit worden gegaan dat vastgoed hogere directe kaststromen genereert dan aandelen en obligaties. Daarnaast behouden objecten gelegen op goede locaties hun waarde, en bestaat er een gedegen kans dat deze waarde in de toekomst zich verder ontwikkelt (Lie en Bongenaar, 1990). Beleggers ontvangen dus zowel een direct rendement als een kans op indirect rendement wanneer vastgoed weer verkocht wordt.

- Diversificatie

Volgens Van Gool et al. (2007) is het diversifiërende vermogen de belangrijkste reden om vastgoed op te nemen in de beleggingsportefeuille. Vastgoed heeft door de unieke samenstelling van het rendement een lage correlatie met andere vermogenstitels. Door vastgoed op te nemen in de beleggingsportefeuille wordt het totale risico van de portefeuille verlaagd. Aangenomen wordt dat het rendement en het risico van vastgoed tussen dat van aandelen en obligaties ligt. Om deze reden is het verstandig voor de belegger om aandelen, obligaties en vastgoed gecombineerd in de portefeuille op te nemen. Hoe diversificatie precies werkt wordt behandeld in hoofdstuk 6.

- Bescherming tegen inflatie

Vastgoedbeleggingen bieden, door de jaarlijkse aanpassing van de huurprijs aan het prijsindexcijfer, bescherming tegen inflatie. Verschillende onderzoeken tonen aan dat vastgoed betere bescherming biedt dan bijvoorbeeld aandelen en obligaties (Miles en Mahoney, 1997; Wurtz bach, C.H. et al., 1991). Geltner (2001) stelt dat hoewel vastgoedrendementen de neiging hebben positief te correleren met inflatie, deze niet perfect gecorreleerd zijn. Onverwachte inflatieveranderingen zijn vaak gecorreleerd met gebeurtenissen in de macro-economie of het monetaire beleid. Deze hebben daarmee impact op de waarde van vastgoed.

- Inefficiëntie van de markt

De vastgoedmarkt voldoet niet aan de criteria van een perfecte markt; producten en markt zijn grotendeels heterogeen, transactiepreizen zijn hoog, er is geen sprake van volledige mededinging en informatie is niet voor iedereen beschikbaar. Gevolg hiervan is dat prijzen niet de volledige informatie weerspiegelen. Partijen in de markt die over informatie beschikken die een ander niet bezit kunnen dus profiteren van de imperfecties in de markt en daarmee rendementen realiseren die hoger zijn dan verwacht mag worden op grond van het risico.

3.2 Private vastgoedfondsen

3.2.1 WAT ZIJN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN?

Private vastgoedfondsen zijn fondsen waarin de belegger geen meerderheidsbelang bezit in het onderliggende vastgoed, en niet de controle heeft over het (operationele) management (Van Gool e.a., 2007). Het beleggen in private vastgoedfondsen kan worden gezien als het participeren in een of meer juridische entiteit(-en) die investeren in direct vastgoed (of in andere private vastgoedfondsen) en waarvan de meerderheid van de participaties niet publiek verhandelbaar is op een beurs.

Een privaat vastgoedfonds wordt beheerd door een manager die verantwoordelijk is voor het operationele management en de strategische beslissingen van het fonds. Bij de lancering van het fonds stelt de manager de strategie vast. Met de beleggers wordt vooraf de strategie overeengekomen met betrekking tot:

- Rendementsperspectief en rendementscompositie;

- Beperkingen ten aanzien van het aantal en soort aandeelhouders (hoofdzakelijk institutionele beleggers);
- Allocatie naar (deel-)markten;
- Reikwijdte van managementactiviteiten van de vastgoedmanager (beleggen / ontwikkelen);
- Looptijd, met mogelijkheden tot verlenging en ontbinding;
- Tussentijdse verhandelbaarheid of liquiditeit (is over het algemeen beperkt of nihil);
- Gebruik van vreemd vermogen;

3.2.2 MANAGEMENTSTIJLEN

De hierboven vermelde managementactiviteiten en de strategie kenmerken de managementstijl van het fonds. INREV onderscheidt drie verschillende managementstijlen; 'core', 'value-added' en 'opportunistic'. Deze classificatie zegt met name iets over het risico-/rendementsprofiel van het vastgoedfonds.

De managementstijlen kenmerken zich als volgt:

- Core: Een fonds met een core strategie focust op vastgoed met stabiele directe en indirecte rendementen met een evenredig laag risico niveau. Een kleine proportie van het totale rendement wordt gegenereerd uit waardestijging (indirect rendement), het grootste deel is afkomstig uit de stabiele huurstromen (direct rendement). Core beleggingen zijn van hoge kwaliteit; gelegen op goede locaties in lokale en regionale markten, met hoge kwaliteit huurders, lange huurcontracten, weinig huurmutaties en een hoge kwaliteit van design en bouw. In overeenstemming met het lage risicoprofiel kennen core fondsen een relatief lage loan-to-value ratio en beheersbare financieringsstructuren.
- Value-added: Een value-added strategie richt zich op beleggingen met een gemiddelde risico-/rendementsverhouding. De focus ligt op functioneel vastgoed van gemiddelde tot hoge kwaliteit, dat met actief management goede perspectieven biedt op de lange termijn. Value-added objecten hebben doorgaans te maken met leegstand of kort lopende huurcontracten. Met behulp van kleine investeringen moet het vastgoed opgewaardeerd worden. Het rendement van value-added strategieën zal daarom ook voor een groter deel uit indirect rendement bestaan dan core strategieën. Ongeveer de helft van de internal rate of return (IRR) is afgeleid uit nieuwe (hogere) huurinkomsten en waardestijging van het vastgoed. Doordat opbrengsten met deze strategie onzekerder zijn is het operationele risico beduidend hoger dan bij core beleggingen. Het gebruik van vreemd vermogen ligt meestal tussen de 50% en 65%.
- Opportunistic: Een opportunistische strategie focust op beleggingen in vastgoed met onzekere lange-termijn vooruitzichten, hoge verhuurrisico's of vastgoed dat omvangrijke (her-)ontwikkeling of herpositionering behoeft. Een typische opportunistische strategie is het tegen een discount kopen van een problematische portefeuille. Opportunity beleggingen kenmerken zich door het hoge risico-/rendementsprofiel, het minimale directe rendement en daarmee de afhankelijkheid van toekomstige waardeontwikkeling. Het gebruik van leverage is doorgaans hoog (>65%).

De classificatie van een fonds door iNREV is sinds 2011 gebaseerd op drie factoren die gezien worden als bepalende determinanten. De drie factoren zijn: het beoogde percentage niet-inkomsten

generende investeringen; beoogde jaarlijkse (her)ontwikkeling als percentage van het GAV (Gross Asset Value); en de maximaal toegestane hefboom als percentage van het GAV. Als aanvulling daarop moeten core fondsen het grootste deel van het beoogde rendement uit huurstromen halen.

Tabel 1: Classificatie managementstijlen INREV na 2011 (eigen bewerking auteur)

	Core ≤ 40%	Core > 40%	value added	opportunity
Target percentage non-income producing investments	≤ 15%		> 15% - ≤ 40%	> 40%
Target percentage of (re)development exposure	≤ 5%		> 5% - ≤ 25%	> 25%
Target return derived from income	≥ 60%			
Maximum LTV	≤ 40%	> 40%	> 40% - ≤ 60%	> 60%

Fondsen worden tot een stijl geclassificeerd wanneer met alle drie de factoren overeenkomen. Indien er een afwijkt wordt het fonds tot de volgende managementstijl gerekend. De classificatie van de fondsstijl is gebaseerd op de doelstellingen op het moment van lanceren. Aanpassing van classificatie vindt normaliter niet plaats. De nieuwe classificatie geldt alleen voor vastgoedfondsen die na 2011 gelanceerd zijn.

3.2.3 CLOSED-END EN OPEN-END CONSTRUCTIES

Private vastgoedfondsen komen voor in open-end en closed-end constructies. Closed-end fondsen bieden niet de mogelijkheid om kapitaal uit het fonds te onttrekken, dan wel extra kapitaal te storten, gedurende de looptijd van het fonds. Open-end fondsen bieden deze mogelijkheid wel.

Open-end fondsen bezitten vaak een vaste portefeuille waaruit door de jaren heen panden worden verkocht en aangekocht. In de fondsen is het percentage vreemd vermogen vaak laag doordat gedurende de looptijd van het fonds steeds nieuw eigen vermogen aangetrokken kan worden.

Vastgoedfondsen met een opportunistische managementstijl zijn vrijwel altijd closed-end. Doordat de strategie van dergelijke fondsen sterk gebaseerd is op waardestijging is kunnen tussentijdse onttrekkingen niet betaald worden. Open-end fondsen kennen meestal een core strategie. In enkele gevallen komen value-added strategieën ook voor.

Vaak zijn closed-end fondsen gespecialiseerd in een bepaalde sector en/of land en hebben een looptijd van tien jaar. Het is niet ongebruikelijk dat fondsen starten als 'blind pools'. Dit betekent dat fondsen starten zonder vastgoed in de portefeuille en dat aankopen pas plaats vinden nadat er geld is opgehaald. Het gebruik van vreemd vermogen is in closed-end fondsen vaak groter dan in de open-end fondsen. Dit is nodig om binnen de looptijd van het fonds een gediversifieerde portefeuille te kunnen bouwen. Aan het einde van de looptijd van het fonds wordt al het vastgoed verkocht en het fonds geliquideerd.

3.2.4 REDENEN OM TE BELEGGEN IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN

In het jaarlijkse Investment Intentions Survey van INREV (INREV, 2014) wordt onderzoek gedaan naar de redenen van institutionele beleggers om in een private vastgoedfonds te beleggen. De uitkomsten hiervan zijn ieder jaar nagenoeg gelijk. De belangrijkste redenen die door de beleggers worden genoemd zijn:

- Toegang tot expert management;
- Toegang tot specifieke sectoren en markten;
- Internationale diversificatiemogelijkheden;

- Gebruik maken van omstandigheden op de markt;
- Risico-/rendementsverhouding t.o.v. andere vastgoedbeleggingscategorieën;
- Verhogen van het portefeuillerendement.

In datzelfde onderzoek geven beleggers aan wat de redenen zijn om niet in private vastgoedfondsen te beleggen:

- Marktcondities;
- Beschikbaarheid van geschikte producten;
- Afstemming met belangen van fondsmanager;
- Gebrek aan transparantie;
- Beperkte liquiditeit;
- Kosten geassocieerd met beleggen in private fondsen;
- Het gebruik van vreemd vermogen.

Wanneer beleggers ervoor kiezen om te participeren in een privaat vastgoedfonds zijn volgens het onderzoek van INREV de belangrijkste selectiecriteria:

- De managementstijl van het fonds (core, value-added & opportunistic);
- Trackrecord/reputatie van de fondsmanager;
- Locatie target van het fonds;
- Lokale aanwezigheid van fondsmanager;
- Sector waarin belegd wordt;
- Beoogde niveau van leverage;
- Verhouding van de verdeling tussen direct en indirect rendement;
- Te betalen fees.

3.3 Samenvatting en conclusies

- Private vastgoedfondsen zijn een indirecte beleggingscategorie binnen vastgoed.
- Private vastgoedfondsen zijn fondsen waarin de belegger geen meerderheidsbelang bezit in het onderliggende vastgoed, en niet de controle heeft over het (operationele) management.
- Het beleggen in private vastgoedfondsen kan worden gezien als het participeren in een juridische entiteit die investeert in direct vastgoed en waarvan de meerderheid van de participaties niet publiek verhandelbaar is op een beurs.
- Een privaat vastgoedfonds wordt beheerd door een manager die verantwoordelijk is voor het operationele management en de strategische beslissingen van het fonds. Bij de lancering van het fonds stelt de manager, in overeenkomst met de beleggers, de strategie en managementactiviteiten van het fonds vast.
- Voordelen van private vastgoedfondsen zijn; de mogelijkheid tot diversificatie, toegang tot expert management, toegang tot nieuwe markten, eenvoudigere implementatie dan direct vastgoed, beperkt aantal deelnemers in fondsen en daarmee grotere mate van invloed.

- Nadelen van private vastgoedfondsen zijn; beperkte liquiditeit, weinig transparantie en marktinformatie beschikbaar, relatief hoge kosten en momentum risico.
- INREV onderscheid drie verschillende managementstijlen: core, value-added en opportunistic. De classificatie zegt met name iets over het risico-/rendementsprofiel van het fonds.
- Private fondsen komen voor in een closed-end en open-end structuur. Fondsen met een closed-end constructie bieden niet de mogelijkheid om kapitaal uit het fonds te onttrekken, dan wel extra kapitaal te storten, gedurende de looptijd van het fonds. Fondsen met open-end constructies bieden deze mogelijkheid wel.
- De belangrijkste redenen voor beleggers om exposure naar vastgoed te zoeken via private vastgoedfondsen zijn; toegang tot expert management, toegang tot specifieke sectoren en markten, internationale diversificatiemogelijkheden, gebruik maken van omstandigheden op de markt, risico-/rendementsverhouding t.o.v. andere vastgoed beleggingscategorieën en het verhogen van portefeuillerendement.
- Bij het selecteren van vastgoedfondsen zijn volgens het onderzoek van INREV de belangrijkste criteria: Trackrecord/reputatie van de fondsmanager; De beleggingsstijl van het fonds; Locatie target van het fonds; Lokale aanwezigheid van fondsmanager; Sector waarin belegd wordt; Beoogde niveau van leverage; Verhouding van de verdeling tussen direct en indirect rendement en de te betalen fees.

Met dit hoofdstuk zijn de deelvragen: *“Wat zijn private vastgoedfondsen?”* en *“Waarom beleggen beleggers in private vastgoedfondsen?”* beantwoord.

4. Vastgoedcycli

Financiële-/ en vastgoedmarkten zijn continu in beweging met volatiliteit van rendementen tot gevolg. Het lijkt logisch dat marktbevingen en cycli daarmee een invloed uitoefenen op de voorkeur van beleggers. In dit hoofdstuk wordt onderzocht wat de invloed van (vastgoed-)cycli zou kunnen zijn op de voorkeur van beleggers en de beleggingsbeslissingen die zij maken. Het hoofdstuk dient antwoord te geven op de deelvraag: "Wat is de invloed van de vastgoedcyclus op beleggingen in private vastgoedfondsen?"

4.1 Vastgoedcycli

Vastgoedcycli zijn door de jaren heen onderwerp geweest van veel verschillende onderzoeken. Hoewel sommige academici vastgoedcycli als irrelevant of niet bestaand beschouwen, hebben vele anderen onderzoek gedaan op dit gebied. Bekende onderzoekers op het gebied van vastgoedcycli zijn Pyhrr, Born, Webb, Wheaton, Grissom en Roulac. Opvallend is dat er geen eenduidige cyclus theorie bestaat. Vele onderzoekers hebben vanuit verschillende invalshoeken naar vastgoedcycli gekeken, en gezocht naar de beste manieren om cycli te beschrijven, te voorspellen en deze te integreren in een algemene context (Rottke & Wernecke, 2002).

Er is in de literatuur geen eenduidige definitie te vinden over het begrip vastgoedcyclus. Vaak wordt gerefereerd aan een definitie opgesteld in 1994 door de Investment Property Databank (IDP) in een onderzoek naar vastgoedcycli in de UK:

"Vastgoedcycli zijn terugkerende maar onregelmatige veranderingen in de vastgoedopbrengst, die ook blijken uit andere indicatoren van vastgoedbedrijvigheid, maar met variërende voorsprong en achterstand op de economische cycli."

4.2 Hoe zijn cycli op de vastgoedmarkten te verklaren?

Volgens RICS (1994) kunnen vastgoedcycli worden gezien als het samengesteld resultaat van cyclische invloeden vanuit de algemene economie en cyclische tendensen die eigen zijn aan vastgoedmarkten. Daarbij zijn de oorzaken ten dele buiten de vastgoedmarkt gelegen (exogene factoren) en komen ze ten dele uit de vastgoedmarkt zelf (endogene factoren).

4.2.1 EXOGENE FACTOREN

Exogene factoren worden veroorzaakt door de relatie tussen vastgoed en de macro-economie. Daarbij moet worden gedacht aan conjunctuurschommelingen die zich vertalen in veranderingen van het nationaal inkomen, de consumptieve bestedingen, investeringen, werkgelegenheid, inflatie, de (financierings-)rente en de rendementen van vermogenstitels (van Gool, 2009).

Deze factoren werken door op huurmarkten voor vastgoed via de vraag naar te huren ruimte en het aanbod van te huren ruimte door nieuwbouw. Daarnaast werken ze door op de vastgoedbeleggingsmarkten. Dit gaat via de vraag naar beleggingsportefeuilles en via het aanbod van beleggingspanden door nieuwbouw en door bijvoorbeeld sale-and-lease-back constructies. Daarbij speelt de rente als opbrengst van alternatieve beleggingen en als indicator van financieringskosten een belangrijke rol. In verschillende studies (o.a. Pyhrr, Roulac & Born, 1999; Wheaton, 1999 en Liow, 2007) worden vastgoedcycli uitgelegd vanuit dit macro-economisch perspectief.

4.2.2 ENDOGENE FACTOREN

Ook vanuit de vastgoedmarkt zelf ontstaan cyclische tendensen.

1. Mueller (2006) stelt dat de vastgoedcyclus gezien kan worden als een vertraagde relatie tussen vraag en aanbod voor fysieke ruimte. Dit komt overeen met de visie van Harris (2000) die stelt dat de markt in evenwicht zou blijven en er geen cyclus zou bestaan wanneer het

aanbod van nieuwe gebouwen direct gebouwd en betrokken kunnen worden. De projectontwikkelingscyclus wordt veroorzaakt door het vertraagd reageren van nieuwbouw op huur- en waardeontwikkelingen. Daarbij speelt de lange voorbereidings- en bouwtijd van panden een rol. De prijselasticiteit van het aanbod van te huren ruimten en (nieuwbouw)beleggingen is op korte termijn gering.

2. De vraag naar ruimte reageert vertraagd op economische ontwikkeling. Pas na enige jaren van groei, bijvoorbeeld van de werkgelegenheid, gaat men zoeken naar uitbreiding en wanneer die er is, blijkt aan de groei alweer een einde te zijn gekomen. In feite is er sprake van een inelastische vraag naar te gebruiken ruimte. Mede door de (prijs)inelasticiteit van zowel het aanbod als de vraag op de verhuurmarkten ruimen deze markten niet snel en kunnen er overschotten ontstaan die leiden tot leegstand.
3. Ook kunnen processen op de vastgoedbeleggingsmarkten procyclisch uitpakken. Zo kunnen waardestijgingen van vastgoed leiden tot een inrijzen van verdere waardestijgingen en de vraag naar vastgoed versterken. Het gaat hier in feite om een speculatieve ontwikkeling, waarbij ook de beschikbaarheid van krediet procyclisch kan werken. Verder kunnen koersstijgingen van aandelen ook leiden tot beleggingsdwang op vastgoedmarkten, waardoor schommelingen op aandelenmarkten ook effect hebben op de vastgoedbeleggingsmarkten.
4. Tenslotte kan er gewezen worden op het gebrek aan informatie op vastgoedmarkten en aan verkeerde incentives. Door onvolledige informatie over de huur- en koopprijzen en is er met verhuur- en verkoopprocessen veel tijd gemoeid en zijn er vaak hoge transactiekosten. Deze vertragingen en kostenbarrières remmen aanpassingsprocessen; het duurt lang tot prijzen op het niveau van evenwichtsprijzen komen. Verkeerde incentives leiden er tenslotte toe dat men door gaat met handelen terwijl de markt al aan het omslaan is.

Yieldcompressie op de beleggingsmarkten 2002/2003 tot tweede helft 2007 (bron: Van Gool, 2009)

In deze periode was er een daling van de rente op langlopende staatsleningen. In september 2005 bereikte die zelfs een historisch naoorlogs dieptepunt van 3%. Door het weer stijgen van de aandelenkoersen na het leeglopen van de internetbubbel in de jaren 2002/2003 kwamen er ook meer middelen voor beleggingen in vastgoed beschikbaar. ALM-studies onderbouwden een grotere allocatie naar vastgoed in de portefeuilles van institutionele beleggers. De vraag naar beleggingsvastgoed steeg, ook van de kant van particulieren, terwijl het aanbod, ook in de sfeer van nieuwbouw, was afgenomen in reactie op de toegenomen leegstand na het uiteenspatten van de dotcom bubbel. De prijzen van vastgoed begonnen te stijgen en de aanvangsrendementen daalden. De koersen van beursgenoteerde vastgoedaandelen stegen ook, vaak tot ver boven de intrinsieke waarde van de aandelen.

Om aan de beleggingshonger tegemoet te komen werd een groot aantal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen op de markt gebracht, niet alleen voor particulieren, maar ook voor institutionele beleggers. Vastgoedfondsen werden steeds meer geleveraged. Hierbij speelde de lage rente en soepele kredietverlening een rol, alsook het vergrote belang dat aan het realiseren van aandeelhouderswaarde werd gehecht. Vooral ging de belangstelling uit naar "opportunity fondsen", die veel leverage kennen. Vanwege het kostenniveau waren zogeheten "core fondsen", met minder leverage, minder in trek. Om de honger naar vastgoedbeleggingen te stillen zijn er ook "blind pools" geïntroduceerd (fondsen die op het moment van lancering nog geen vastgoed bezitten). Ook was er een toeneming waar te nemen van het aantal fondsen dat zich als open end presenteerde, vooral om potentiële aandeelhouders te behagen. De lage aanvangsrendementen waren niet alleen mogelijk gemaakt door de al genoemde lage rente, maar vooral doordat gespeculeerd werd op een hoge huur- en waardegroei, waardoor uiteindelijk toch aan hoge verwachtingen qua looptijdrendement zou kunnen worden voldaan.

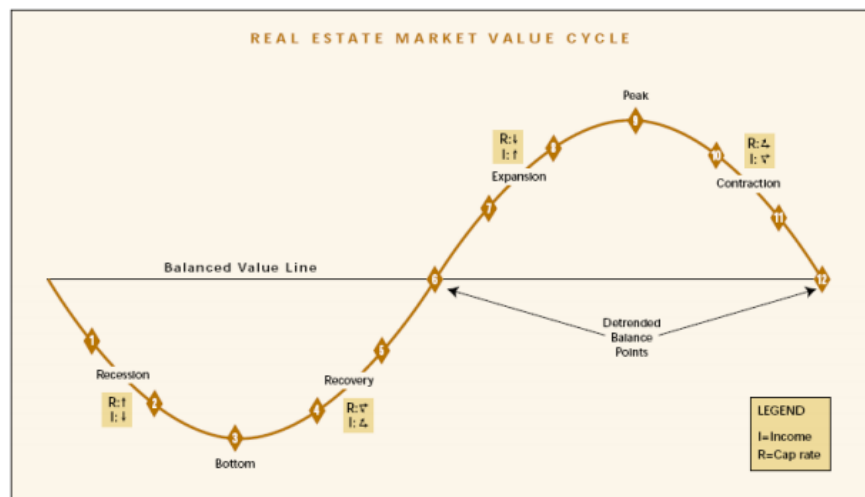
4.3 Fasen van de vastgoedcyclus

Net als de economische cyclus zijn golfbewegingen in de vastgoedmarkt onregelmatig van aard (Van Gool, Jager en Weisz, 2001). Iedere golf kent verschillende precieze oorzaken, amplitudes en lengtes. Toch is er wel een patroon te herkennen waarbij de prijsinelasticiteit van het korte termijn aanbod van vastgoed als belangrijkste drijvende kracht van de golfbewegingen geldt.

In de vastgoedcyclus worden vier verschillende fasen onderscheiden: (1)recessie, (2)herstel, (3)expansie en (4)contractie (krimp). Wanneer de cyclus zich in de recessie- of herstelfase bevindt is de leegstand hoger dan in de evenwichtssituatie maar geldt een neergaande trend in het leegstandsniveau. Voor de expansie- en krimpfase geldt het tegengestelde (Mueller & Laposa, 1994).

Mueller en Laposa (1994) maken een onderscheid tussen twee verschillende cycli op de vastgoedmarkt. De ene cyclus beschrijft hoe vraag, aanbod en de bezettingsgraad van de fysieke ruimte in de markt invloed hebben op het huurprijsniveau. De tweede cyclus is financieel van aard en beschrijft hoe kapitaalstromen het prijsniveau van vastgoed beïnvloeden.

De fysieke cyclus gaat over de interactie tussen vraag en aanbod dat het leegstandsniveau en het huurprijsniveau beïnvloedt. Het inkomen (I) bestaat uit de huurprijs vermenigvuldigd met de bezettingsgraad. Het aanvangsrendement (R) komt tot stand op de kapitaalmarkt vastgoedcyclus. Het aanvangsrendement



Figuur 3: Real Estate Market Value Cycle (bron: PricewaterhouseCoopers, 1999)

wordt beïnvloed door veranderingen in leegstandspercentages en veranderingen in inkomen. Het inkomen en de aanvangsrendementen reageren verschillend in de verschillende fasen van de vastgoedcyclus. Dit wordt grafisch weergegeven in figuur 12. De beste situatie voor de waarde van vastgoed zijn stijgende inkomsten met een dalend aanvangsrendement. Deze situatie doet zich voor in de expansie fase van de cyclus.

4.4 Beleggingsbeslissingen gericht op de cyclus

Doordat het belang van cycli in de vastgoedmarkt in toegenomen mate is erkend, hebben beleggers en fondsmanagers een vergrootte nadruk gelegd op de strategische implicatie van theorie en analyse over vastgoedcycli in de besluitvorming (Roulac, 1996).

Het is voor investeerders mogelijk om te anticiperen en proactief te reageren op cycli om zo rendement op investeringen te verhogen en risico te verlagen (Pyrr, Roulac & Born, 1999). Goede timing en bereid zijn om tegen de massa in te gaan zijn belangrijke ingrediënten voor succesvol investeren en het behalen van bovengemiddeld rendement over een lange periode (Pyrr, Roulac & Born, 1999). Leinberger (1993) stelt dat vastgoedcycli de meest bepalende factor voor de strategie van participanten in de vastgoedmarkt zijn. Na het investering selectie criterium locatie, locatie,

locatie, domineert het concept van vastgoedcycli bij professionele vastgoedinvesteerders (Roulac, 1996).

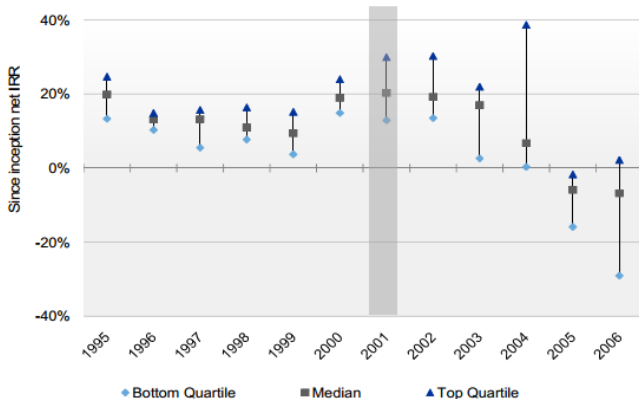
Gesteld kan worden dat vastgoed een procyclische business is. Door het cyclische karakter van vastgoed hebben vastgoedbeleggingen de neiging de hoogste rendementen te behalen wanneer deze gemaakt worden in de herstel- of vroege groeifase van de cyclus, en verkocht worden in de expansiefase.

Verschiedende beleggingsstijlen profiteren van verschillende economische condities. Opportunistische beleggingen hebben als doel te profiteren van marktverstoringen en afwijkingen in de condities van de vastgoed- en kapitaalmarkt. Deze opportunistische beleggingen presteren het best wanneer deze geïnitieerd worden gedurende of direct na perioden van onrust op de markt en in een recessie.

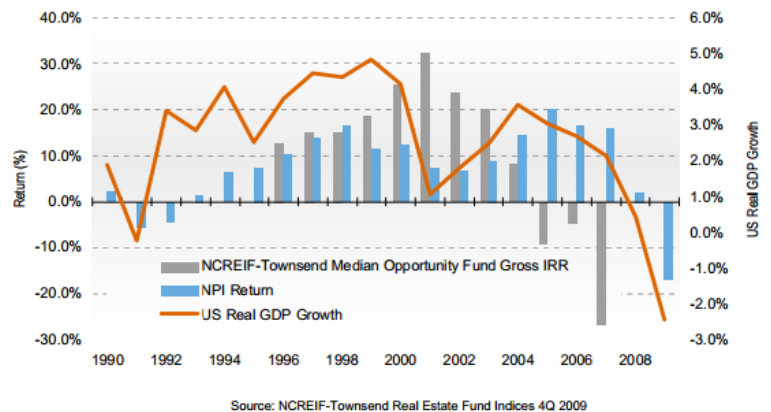
Value-added strategieën, afhankelijk van verhuurmomentum en huurgroei om rendement te genereren, zijn interessanter gedurende de expansie fasen van de cyclus. In economisch mindere tijden zijn met name opportunity en value-added beleggers kwetsbaar. Omdat ze vastgoed ontwikkelen of kopen met oog op waardevermeerdering, zijn ze sterk afhankelijk van marktontwikkelingen. Wanneer dergelijke fondsen in economisch mindere tijden liquideren kunnen opbrengsten zwaar tegenvallen.

De core strategieën kunnen worden gezien als de “beta” van de beleggingscategorie, en zullen vaak zo goed presteren als de gehele vastgoedmarkt op dat moment presteert. Door de focus op volledig verhuurde objecten op toplocaties, en het gebruik van conservatieve kapitaal structuren, behouden core beleggingen hun waarde beter dan non-core beleggingen gedurende neergaande markten.

Hoewel lange datareeksen ontbreken laten data van Preqin wel aanknopingspunten vinden voor deze theorie. Volgens Preqin produceert het gemiddelde private vastgoedfonds, sinds fondsoprichting, een mediaan netto internal rate of return (IRR) van 11.3% tussen 1995 en 2006. Daarbij wordt er een significante volatiliteit geobserveerd tussen verschillende vintage (= jaar waarin eerste investering wordt gedaan) jaren. Wanneer uit wordt gegaan van deze observatie is het jaar waarin het fonds wordt opgericht daarmee van groot belang op het uiteindelijke resultaat van het fonds. Uit de figuren is verder op te maken dat value-added en opportunistische (non-core) fondsen, die gedurende, of net na, een recessie zijn gelanceerd beter presteren dan fondsen die op een ander moment in de tijd zijn gelanceerd (figuur 4 & 5). Omgekeerd, zoals de rendementen op 2005-2006 vintage jaren lijken te bevestigen, presteren non-core fondsen opgericht gedurende tijden van sterke economische expansie en eenvoudig te verkrijgen krediet slecht ten opzichte van andere vintage jaren.



Figuur 5: Historische IRR per vintage jaar (bron: Russel Research, 2011)



Figuur 4: Jaarlijkse performance samenvatting opportunity fondsen (bron: NCREIF Townseind, 2009)

4.5 Samenvatting en conclusies

- Cycli in de economie zijn vooral te verklaren door op zich min of meer incidentele gebeurtenissen die een cyclisch proces in werking stellen. Dat cyclische karakter wordt veroorzaakt door onvolledige informatie, irrationeel gedrag van economische subjecten en door starheden in aanpassingsprocessen. Het niet één factor die een cyclus maakt, maar vele tegelijkertijd. Vastgoedcycli worden zowel exogeen in de reële economie als endogeen vanuit de vastgoedmarkt veroorzaakt.
- De literatuur maakt onderscheid tussen twee verschillende cycli op de vastgoedmarkt. De ene cyclus beschrijft hoe vraag, aanbod en de bezettingsgraad van de fysieke ruimte in de markt invloed hebben op het huurprijsniveau. De tweede cyclus is financieel van aard en beschrijft hoe kapitaalstromen het prijsniveau van vastgoed beïnvloeden.
- Duidelijk is dat cycli gevolgen hebben voor de waarde van vastgoed, en daarmee het rendement dat beleggers behalen. Daarmee speelt de vastgoedcyclus een rol in het presteren van private vastgoedfondsen.
- Theorie over de relatie tussen cycli en beleggingsbeslissingen is niet te vinden. Het belang van cycli in de vastgoedmarkt wordt wel erkent in de markt. Beleggers en fondsmanagers hebben een vergrootte nadruk gelegd op de strategische implicatie van theorie en analyse over vastgoedcycli in de besluitvorming (Roulac, 1996).
- In de literatuur is geen antwoord gevonden op de vraag welke managementstijl de voorkeur zou moeten genieten in een bepaalde fase van de cyclus.
- Logische redenering doet vermoeden dat de verschillende beleggingsstijlen gebaat zijn bij verschillende economische omstandigheden. Hoewel gebrekkig, geeft data van Preqin, onderbouwing aan de theorie dat value-added en opportunity fondsen beter renderen wanneer deze geïnitieerd worden in de bodem van de cyclus, en slechter presteren wanneer deze gevormd worden hoger in de cyclus.

Zoals uit de samenvatting hierboven kan worden opgemaakt kan op basis van het literatuuronderzoek de deelvraag niet volledig worden beantwoord. Duidelijk is geworden dat de vastgoedcyclus een factor is die door invloed op het risico en rendement van vastgoed invloed heeft op beleggingen. Hoe die invloed eruit ziet is niet duidelijk. Daarnaast wordt ook niet duidelijk hoe theoretisch gezien beleggers gebruik kunnen maken van de cyclus bij hun beslissingen.

Om tot verdere beantwoording van de deelvraag te komen worden de volgende vragen meegenomen naar het praktijkonderzoek:

- *Wat voor een betekenis speelt de vastgoedcyclus in het beleggingsbeleid van het pensioenfonds?*
- *Worden de voorkeuren voor managementstijlen gedreven door de positie in de cyclus?*
- *Voeren pensioenfondsen een anti-cyclisch beleggingsbeleid in de vastgoedportefeuille?*

5. Pensioenfondsen en hun omgeving

Dit onderzoek beoogt inzicht te verkrijgen in de beleggingsvoorkeuren voor managementstijlen van Nederlandse pensioenfondsen bij het investeren in private vastgoedfondsen. In eerdere hoofdstukken is onderzocht welke exogene factoren invloed hebben op voorkeuren van beleggers. Doel van dit hoofdstuk is te onderzoeken of er vanuit de omgeving van pensioenfondsen zelf verklaring kan worden gevonden voor de beleggingsvoorkeuren voor een bepaalde managementstijl. Allereerst wordt inzichtelijk gemaakt wat de doelstellingen van pensioenfondsen zijn. Vervolgens wordt gekeken naar wetten en toezicht op pensioenfondsen waarna tenslotte de belangrijkste ontwikkelingen in de sector inzichtelijk worden gemaakt.

5.1 Pensioenfondsen

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) duidt een pensioenfonds als: “wettelijk erkend fonds waarin gelden worden bijeengebracht waaruit pensioenen en pre-pensioenen worden betaald (CBS, 2014). De Nederlandse pensioenfondsen zijn onder te verdelen in de bedrijfstakpensioenfondsen (BPF), ondernemingspensioenfondsen (OPF) en beroepspensioenfondsen (BRF).

Pensioenfondsen worden net als verzekeraars en beleggingsinstellingen gerekend tot institutionele beleggers. Dit zijn instellingen die door hun (*kern*)activiteiten de beschikking krijgen over gelden die ze moeten beleggen (CBS, 2014). De pensioenfondsen vormen in Nederland de grootste groep institutionele beleggers. Eind 2012 bedroegen de totale beleggingen van institutionele beleggers 1822 mld. euro. Daarvan is 60% belegd pensioenvermogen (CBS, 2014).

Pensioenfondsen zijn ondernemingen die een vrij belegbaar vermogen aanwenden voor beleggingsdoeleinden op de lange termijn ten gunste van de primaire doelstelling van het pensioenfonds, het betalen van pensioenen. Het beheer van het vermogen dient zodanig beperkt te worden ingericht, dat het toekomstige inkomen van de deelnemers wordt veilig gesteld. Maximalisatie van het rendement wordt daarmee dus beperkt tot de maximale risico acceptatie. Het beleid van pensioenfondsen is daarnaast gericht op stabiele beleggingsopbrengsten ter voorkoming van sterk wisselende premies die betaald moeten worden door de deelnemers.

Voor pensioenfondsen is bescherming tegen inflatie een belangrijke doelstelling. Dit komt doordat pensioenfondsen streven naar een waarde- of welvaartsvast pensioen.

5.2 Pensioenwet en Financiële Toetsingskader

Een belangrijk kenmerk van een pensioenfonds is dat het een premie ontvangt van deelnemers in het fonds, en deze premies belegt om in de toekomst te kunnen voldoen aan de pensioenverplichtingen. Gezien het belang van deze pensioenverplichtingen hebben pensioenfondsen te maken met strenge regelgeving en extern toezicht dat erop toeziet dat er verantwoord beleid wordt gevoerd.

Het Financiële Toetsingskader (hierna: FTK) is onderdeel van de nieuwe pensioenwet (hierna: PW) en stelt regels met betrekking tot de vaststelling van de voorziening voor de pensioenverplichtingen, de premie en het eigen vermogen van de pensioenfondsen. Van belang is dat de beleggingen zoveel als mogelijk worden afgestemd op de toekomstige verplichtingen.

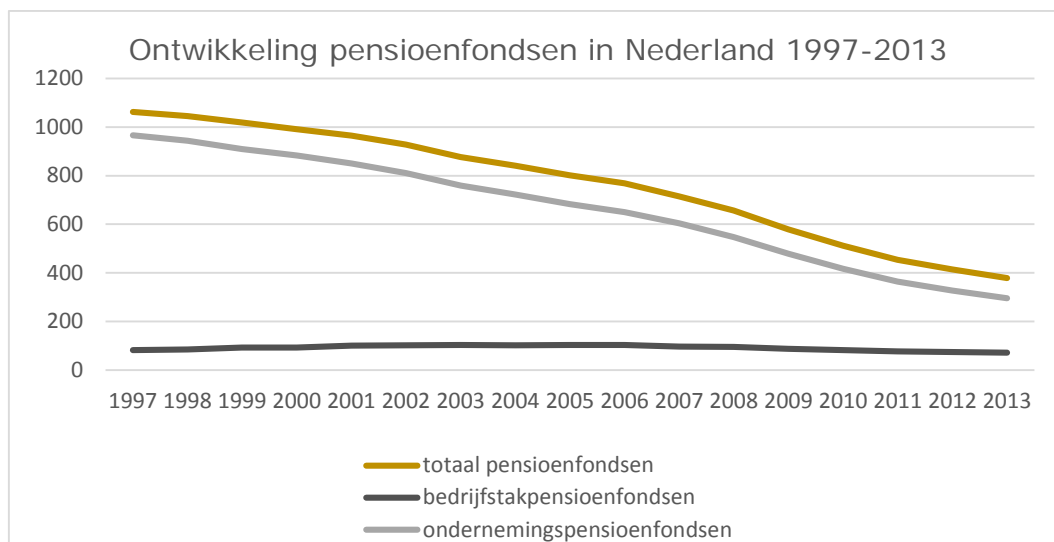
In Nederland worden pensioenfondsen verplicht tot het opstellen van een actuariële en bedrijfstechnische nota (hierna: Abtn). De Abtn geeft de centrale criteria weer op basis waarvan het pensioenfonds zijn beleid voert. De Pensioenwet bepaalt onder meer dat de Abtn een verklaring inzake de beleggingsbeginselen van het pensioenfonds bevat. Deze verklaring bevat in ieder geval de volgende onderdelen aldus art. 27 Besluit FTK:

- Het strategisch beleggingsbeleid (met een beschrijving van de beleggingsdoelstelling, de samenstelling van de beoogde beleggingsportefeuille alsmede de mate waarin van de beoogde beleggingsportefeuille wordt afgeweken);
- De opzet van de uitvoering van de vermogensbeheeractiviteiten;
- De wijze van risicometing en –beheersing, met name van marktrisico’s en kredietrisico’s;
- De opzet van de resultaatevaluatie met betrekking tot voorgenoemde drie onderwerpen.

5.3 Ontwikkelingen in de omgeving van Nederlandse pensioenfondsen

5.3.1 CONCENTRATIE VAN PENSIOENVERMOGEN

De afgelopen 15 jaar is er veel veranderd in het Nederlandse pensioenlandschap. Zoals figuur 6 laat zien is het aantal pensioenfondsen fors afgenomen. Deze daling is voornamelijk een gevolg van de daling in het aantal (kleine) ondernemingspensioenfondsen. In nog geen 10 jaar tijd is 40%(!) van de ondernemingspensioenfondsen verdwenen.



Figuur 6: Ontwikkeling pensioenfondsen in Nederland 1997-2013 (bron: CBS, 2014)

Staal (2010) geeft als belangrijke reden voor de afname van de ondernemingspensioenfondsen het toegenomen belang van schaalgrootte. Als gevolg van rapportageverplichtingen, regelgeving en eisen aan professionaliteit dienen pensioenfondsen van voldoende omvang te zijn om alle benodigde expertise in huis te houden of halen. Het is derhalve efficiënt om de kosten van expertise te kunnen omslaan over een groter bedrag aan belegd vermogen. Het relatieve kostenaspect wordt daarmee verbeterd, wat ook tot uitdrukking zal komen in het totaal behaalde rendement voor het fonds (Staal, 2010).

De daling van het aantal pensioenfondsen heeft tot gevolg dat een steeds kleiner aantal (bedrijfstak-)fondsen een steeds groter bedrag aan pensioenvermogen beheerd. Hoewel het aantal bedrijfstakfondsen nagenoeg gelijk is gebleven is het relatieve belang toegenomen tot meer dan 70% van het totale pensioenvermogen (Staal, 2010). Binnen Nederland zijn de tien grootste pensioenfondsen verantwoordelijk voor 65% van het totaal belegbare pensioenvermogen.

Een groter te beleggen vermogen brengt voordelen met zich mee. Over het algemeen geldt dat hoe groter de portefeuille is hoe groter het diversificatiepotentieel en hoe meer risico's gespreid kunnen worden.

5.3.2 OPRICHTING INVESTMENTMANAGERS

Pensioenfondsen hebben de mogelijkheid om het beheer over (een gedeelte van) het vermogen, bijvoorbeeld een specifieke beleggingscategorie, uit te besteden aan een of meer vermogensbeheerders. De laatste jaren is het interne beleggingsapparaat van veel pensioenfondsen steeds kleiner geworden. Veel van de grote pensioenfondsen hebben de beleggingstak van de organisatie afgesplitst naar een investmentmanagement organisatie (figuur 7).

Pensioenfonds	AuM in EUR mrd	'Captive' Uitvoerder	Derden
Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP)	220	Algemene Pensioen Groep (APG)	JA
Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PGGM)	88	PGGM Investments	JA
Metaal en Techniek	34.4	MN Services	JA
Bouwnijverheid	26	BouwInvest	JA
Metalektro (PME)	24	MN Services	JA
Shell	15	SAMCO (Shell Asset Management Company)	NEE
Philips	14	Blackrock (uitvoerder was Schootse Poort)	N.v.t.
Pensioenfonds Rabobank	11.9	Syntus Achmea (minderheidsdeelneming)	JA
Spoorwegpensioenfonds	10.6	SPF Beheer	NEE
KLM (Algemeen, Cabine en Vliegend)	10.3	Blue Sky	JA
Totaal Top Tien pensioenfondsen	455	Open voor derden	7/10
(% AUM Top 10 AUM; >65%)			

Figuur 7: top 10 Nederlandse pensioenfondsen en aanwezigheid van investmentmanagement organisatie (bron: Staal, 2010)

De investmentmanager voert naast het beleggingsbeleid van het 'moeder' pensioenfonds tevens het beleid van andere pensioenfondsen uit. De afgesplitste investmentmanagers zijn (in toenemende mate) commercieel onafhankelijk van het pensioenfonds. Door het 'vercommercialiseren' van de vermogensbeheertak is het evident dat de afstand tussen het pensioenfonds en deze vermogensbeheerdochter groter wordt (Staal, 2010). Dit brengt uitbestedingsrisico's met zich mee. De vraag is in hoeverre pensioenfondsen die beleggingsactiviteiten uitbesteden nog daadwerkelijk 'in control' zijn over het pensioenvermogen (Staal, 2010). Investmentmanagers zullen steeds meer beoordeeld worden op prestaties. Dit kan resulteren in korte-termijn denken, waarbij afgevraagd kan worden of dat positief is voor de beleggingsresultaten op de lange termijn.

De afstand van pensioenfondsen tot de beleggingen wordt dus groter. Er komt een driedeling te ontstaan tussen pensioenfonds-investmentmanager-beleggingsvehicle. Pensioenfondsen zullen dus de vrijheid van investmentmanagers goed moeten kaderen om controle te houden op beleggingen.

5.3.3 LIQUIDITEITSBEHOEFTE

De Nederlandse bevolking vergrijsst en leeft steeds langer (Nationaal Kompas Volksgezondheid, 2014). Deze ontwikkeling stelt pensioenfondsen voor uitdagingen. Een langere levensduur bij gelijkblijvende leeftijd van pensionering maakt pensioen duurder. De vergrijzing maakt pensioenfondsen kwetsbaarder en tast het herstelvermogen aan. Deze ontwikkeling zorgt voor een toename in de liquiditeitsbehoefte van pensioenfondsen. Het aandeel premie inkomsten neemt af ten opzichte van de pensioenverplichtingen en de looptijd (duration) van de pensioenverplichtingen loopt terug. Een kortere duration betekent onder andere dat de hersteltermijn na een daling van de dekkingsgraad korter wordt.

5.3.4 DEKKINGSGRAAD PROBLEMATIEK

Zoals gesteld is in 2007 het nieuwe Financiële Toetsingskader(FTK) in werking getreden. Een belangrijke wijziging hierin is dat pensioenfondsen investeringen niet meer contant mogen maken tegen het vooraf vastgestelde rentetarief van 4%, maar moeten rekenen met marktconforme rentes over leningen in eenzelfde periode. Bij een dalende (momenteel historisch lage) rente ontstaan

daarmee problemen. Doordat pensioenfondsen hun verplichtingen contant moeten maken tegen de lage rente nemen de verplichtingen veel harder toe dan de waardestijgingen die behaald worden met de beleggingen. De solvabiliteit van de pensioenfondsen neemt daarmee af.

Bij een pensioenfonds gaat het op termijn in staat is om uit te keren aan de pensioengerechtigden. De financiële positie van het pensioenfonds wordt uitgedrukt in de dekkingsgraad. Deze dekkingsgraad geeft de verhouding tussen de bezittingen en verplichtingen van het fonds weer. Pensioenfondsen kennen in Nederland een wettelijk vereiste dekkingsgraad van 105%. Wanneer een pensioenfonds de dekkingsgraad van 105% niet haalt is er sprake van onderdekking.

5.4 Samenvatting en conclusies

Doel van dit hoofdstuk was om antwoord te geven op de deelvraag: *“Welke ontwikkelingen in de omgeving van pensioenfondsen beïnvloeden beleggingen in private vastgoedfondsen?”*. Om tot de beantwoording van deze vraag te komen zijn hieronder de belangrijkste bevindingen van dit hoofdstuk samengevat.

- Pensioenfondsen zijn ondernemingen die een vrij belegbaar vermogen aanwenden voor beleggingsdoeleinden op de lange termijn vanuit het oogpunt daaruit winsten te genereren om het toekomstige inkomen (pensioen) van de deelnemers veilig te stellen.
- Risico dient dusdanig beperkt te worden dat het toekomstige inkomen van de deelnemers wordt veilig gesteld. Maximalisatie van het rendement wordt daarmee dus beperkt.
- Het beleid van pensioenfondsen is gericht op stabiele beleggingsopbrengsten ter voorkoming van sterk wisselende premies die betaald moeten worden door de deelnemers.
- Pensioenfondsen dienen zich te houden aan de Pensioenwet. Onderdeel daarvan is het FTK dat regels stelt met betrekking tot de vaststelling van de voorziening voor de pensioenverplichtingen, de premie en het eigen vermogen van de pensioenfondsen.

Uit de literatuur komen de volgende ontwikkelingen in de Nederlandse pensioenomgeving naar voren:

- Concentratie van pensioenvermogen;
- Afsplitsing van investmentmanagement organisaties;
- Liquiditeitsbehoefte;
- Dekkingsgraadproblematiek;

De hierboven uitgewerkte ontwikkelingen leiden in relatie tot beleggingen in private vastgoedfondsen tot de volgende veronderstellingen die getoetst zullen worden in het praktijkonderzoek:

- Door de concentratie van het pensioenvermogen neemt het diversificatievermogen verder toe. Beleggers kunnen in risicovollere fondsen beleggen omdat het additionele risico door diversificatie kan worden verminderd.
- Door de toegenomen liquiditeitsbehoefte wordt minder belegd in risicovollere fondsen. Tussentijdse liquiditeit is daarbij geringer en eventuele tegenvallers kunnen niet over een langere termijn worden opgevangen.

- De afsplitsing van vermogensbeheertakken door pensioenfondsen zorgt voor een grotere afstand tot beleggingen. Investmentmanagers worden naarmate de afstand tussen pensioenfonds en de vermogensbeheerdochter groter wordt, sterker beoordeelt op korte termijn prestaties. De voorkeur voor managementstijlen worden daarmee sterker beïnvloed door rendement in het korte verleden.
- Door de afstand tussen pensioenfondsen en investmentmanagers ontstaat concurrentie tussen investmentmanagers, waardoor meer risico wordt genomen om betere rendementen voor te leggen.
- Doordat de dekkinggraad onder druk staat gaan beleggers risicovoller beleggen om hogere rendementen te behalen.

6. Behavioral Finance

In de voorgaande hoofdstukken is steeds het uitgangspunt geweest dat de voorkeur voor een managementstijl binnen een rationeel kader tot stand komt. De praktijk leert echter dat beleggers regelmatig beslissingen nemen op basis van emotie, intuïtie en 'gezond verstand'. Doel van dit hoofdstuk is te onderzoeken of voorkeuren en beslissingen van beleggers ook verklaard kunnen worden op basis van niet rationele factoren.

6.1 Inleiding

De Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952) en het Capital Asset Pricing Model van Sharpe (1964) zijn vaak (via ALM) geïmplementeerd in de beleggingsstrategie van pensioenfondsen. Uitgaande van deze modellen bestaat er de overtuiging dat investeringsbeslissingen (in het vastgoed) tot stand komen in een rationeel proces (Gallimore, Hansz & Gray, 2000). Beleggers handelen rationeel alle beschikbare informatie wordt mee gewogen in het beslissingsproces. Een impliciet uitgangspunt daarbij is dat de vastgoedmarkt efficiënt is en dat volledige informatie beschikbaar is om een weloverwogen beleggingsstrategie te creëren. Vastgoed is echter een heterogeen product en bovendien is de vastgoedmarkt niet transparant en efficiënt. De vraag kan daarmee worden gesteld in hoeverre de klassieke beleggingstheorieën verklaring bieden voor de beslissingen die beleggers nemen.

De afgelopen decennia is duidelijk geworden dat bepaalde verschijnselen binnen de financiële markten niet zijn te verklaren vanuit de neoklassieke theorie (Prast, 2004). Vanuit het raamwerk van rationele verwachtingen en efficiënte markten is geen verklaring gevonden voor bijvoorbeeld de overdreven reactie van aandelenkoersen op nieuwsberichten, kuddegedrag van beleggers, hypes en paniekreacties, overmatig handelen en het ontstaan van bubbels (Westerink, 2011). Verschillende studies tonen aan dat veel investeringsbeslissingen in het vastgoed afwijken van de veronderstelde rationele beslissingsprocessen.

6.2 Eerder onderzoek

6.2.1 SENTIMENT BIJ VASTGOEDBELEGGINGEN

Gallimore, Hansz en Gray (2000) hebben onderzoek gedaan onder 80 vastgoed beleggingsinstellingen in het VK naar beleggingsbeslissingen die genomen worden. Het onderzoek toont aan dat beslissingen niet alleen volgens de vastgestelde beleggingsstrategie worden genomen, maar dat daarnaast ook veel beslissingen worden genomen door managers die daarbij gebruik maken van heuristieken en vooroordelen. Deze managers gaven aan selectief gebruik te maken van objectieve informatie en hoofdzakelijk uit te gaan van intuïtie en gevoel op de markt.

In een later onderzoek naar de rol van marktsentiment bij vastgoedbeleggingsbeslissingen van Gallimore en Gray (2002) tonen zij aan dat beleggers in het VK bij hun beleggingen beïnvloed zijn door hun sentiment, ondanks de kennis die zij hebben over het functioneren van de vastgoedmarkt. Net als op andere financiële markten leidt dit tot het maken van suboptimale beslissingen. Meer dan de helft van de respondenten in het onderzoek gaf aan dat sentiment een grote rol speelt in de besluitvorming.

Bokhari en Geltner (2001) tonen aan dat de rol van sommige vooroordelen (biases) op de beslissingen van een belegger groter worden naarmate de belegger meer ervaren is. Informatie die verkregen wordt uit contacten in de markt wordt (te) zwaar gewogen, wat er toe kan leiden dat beslissingen bevooroordeeld zijn door heuristieken als beschikbaarheid en overreactie (hier wordt verderop in dit hoofdstuk dieper op in gegaan).

De rol van sentiment kan deels worden verklaard door het gebrek aan kwantitatieve en kwalitatieve data die benodigd is om beslissingen te maken volgens de voorgeschreven modellen (input voor MPT, ALM). Het resultaat is dat niet alleen harde marktinformatie input vormt voor de beleggingsbeslissing. De belegger zelf speelt minstens een zo'n grote rol.

6.2.2 GEDRAG EN CYCLI

Onderzoek toont dus aan sentiment een rol speelt bij de beslissingen van beleggers. Dit sentiment is nauw verbonden met cycli op de vastgoedmarkt (pyhrr, Roulac & Born, 1999). Beleggers baseren zich op het heden en recente verleden en gaan met hun beslissingen ervan uit dat de op- of neergaande lijn zich voorziet (Bodeweges, 2000). Als gevolg van dit kuddegedrag nemen veel beleggers verkeerde beslissingen op de verkeerde momenten in de cyclus, en kopen hoog in de cyclus (in hoogconjunctuur) en verkopen laag in de cyclus (in laagconjunctuur) (Pyhrr, Roulac & Born, 1999; Roulac, 1996). Daarbij overschatten beleggers de waarde van vastgoed in een piek, en onderwaarden ze deze in de bodem (Hendershott, 1996).

Volgens Stoken (1993) gelden massagedrag en massapsychologie als belangrijke veroorzaker van vastgoedcycli. Als gevolg van een uitgebreide periode van welvaart, adopteren mensen de psychologie van overvloed met daarbij horend economisch optimisme, en groeien uit tot economische risiconemers. De massa psychologie van optimisme, gaat een eigen leven leiden, en zet door tot men excessief optimistisch is. Men rationaliseert dat deze trend blijvend is waardoor ze minder risico zien dan er daadwerkelijk bestaat. Als gevolg worden te veel mensen risiconemers wat de voorwaarden schept voor een ineenstorting. Deze depressie resulteert in pessimisme dat aanhoudt tot mensen meer risico zien dan daadwerkelijk bestaat. Op het punt dat te veel mensen risico avers zijn ligt de fundering voor een lange periode van economische groei.

6.3 Behavioral Finance

Zoals in de eerste paragraaf is vastgesteld zijn de voorkeur en beslissingen in beleggingen niet volledig rationeel te verklaren. Het vakgebied Behavioral Finance houdt zich bezig met de rationaliteit van het gedrag binnen de wereld van de financiële economie. Behavioral Finance doet onderzoek naar het nemen van beslissingen in een imperfecte markt, waar ruimte is om beslissingen te nemen die niet alleen theoretisch onderbouwd zijn. Het vormt een bijdrage aan de verklaring van het gedrag van individuele besluitvormers en het functioneren van markten. De gedragsbenadering neemt inzichten uit de psychologie en antropologie, en past deze toe op financiële besluitvormingsprocessen. De basis van de gedragsliteratuur ligt in de falsificatie van de veronderstellingen van het neoklassieke model van rationeel gedrag, consistente en stabiele preferenties en volledig geïnformeerde agenten (Van der Vlist, 2009).

Het vakgebied Behavioral Finance onderscheidt twee benaderingen; de rationele benadering en de cognitief-psychologische benadering. Beide benaderingen worden in de volgende sub paragrafen verder toegelicht.

6.3.1 DE RATIONELE BENADERING

De rationele benadering van de gedragswetenschap zoekt en beschrijft anomalieën in de efficiënte markt hypothese die gedragsmodellen kunnen verklaren. Het gaat in de rationele benadering over het gedrag van de markt dat ontstaat uit het collectieve gedrag van individuele beleggers. De rationele benadering gaat uit van informatie imperfectie waarbij individueel rationeel gedrag leidt tot inefficiënte uitkomsten zoals kuddegedrag, hypes en paniek (Prast, 2004). Verklaringen hiervoor worden via drie modellen gevonden.

I. Reputatiemodellen

Reputatiemodellen richten zich op het verklaren van het gedrag van professionele partijen in de beleggingswereld (Prast, 2004). Scharfstein en Stein (1990) veronderstellen dat professionals beslissingen niet alleen nemen vanuit nutsmaximalisatie maar ook ter verbetering van de eigen reputatie. Omdat reputatie gespiegeld wordt aan concurrenten hebben de professionals er baat bij om het in ieder geval niet slechter te doen dan hun concurrenten. Als professionals de massa volgen zal de betreffende professional nooit als enige hiervoor verantwoordelijk worden gehouden (Prast, 2004). Mogelijke reputatieschade blijft beperkt, wat in het belang is van de professional.

II. Externe effecten modellen

Dit model biedt verklaring voor kuddegedrag dat ontstaat door toedoen van externe effecten. Dit houdt in dat hoewel een individu misschien anders zou willen handelen deze persoon in de problemen komt als hij/zij niet mee gaat met de massa. Prast (2004) illustreert dit met het voorbeeld van een "bank run". Wanneer er zich geruchten voordoen dat een bank in liquiditeitsproblemen dreigt te komen, en rekeninghouders hun tegoeden op gaan nemen, doet het individu er verstandig aan om ook zijn tegoeden op te nemen omdat hij/zij anders het risico loopt vermogen kwijt te raken. De massa drijft hierbij het individu tot handelen, ook wanneer het individu andere gedachten heeft.

III. Watervalmodellen

In het watervalmodel wordt beschreven hoe individuen of bedrijven reageren op het gedrag van anderen. Een belangrijke veronderstelling in dit model is dat mensen beperkte informatie hebben. Publiekelijk waarneembaar gedrag van anderen fungeert als extra informatiebron. Het individu of bedrijf dat de perceptie heeft van beperkte informatie kijkt naar de omgeving/concurrent met de gedachtegang dat deze over informatie beschikt waarover zij zelf niet beschikken, en kopieert dit gedrag. Een volgende partij doet weer hetzelfde waardoor men zonder rationele gronden achter elkaar aanloopt (Bikhchandani, Hirschleifer en Welch, 1992).

6.3.2 DE COGNITIEF-PSYCHOLOGISCHE BENADERING

In de rationele benadering staat de beschikbaarheid van informatie centraal. Er wordt ervan uitgegaan dat het vergaren en interpreteren van informatie plaats vindt op een objectieve, rationele manier. Inzichten uit de cognitieve psychologie rechtvaardigen twijfels over de geldigheid van deze uitgangspunten.

De cognitief-psychologische benadering onderzoekt het gedrag of de vooroordelen van individuele beleggers die zich onderscheiden van de rationele actoren, beschreven in de klassieke economische theorie. Deze benadering richt zich voornamelijk op de individuele belegger en zijn persoonlijke gedragingen, keuzes en reacties.

De cognitieve benadering richt zich zowel op de wijze waarop individuen uitkomsten waarderen (preferences) als de manier waarop individuen informatie verzamelen en interpreteren (beliefs).

6.3.2.1 Studiegebied 1 – Voorkeuren (preferences)

Het studiegebied naar de wijze waarop een individu uitkomsten waardeert wordt gedomineerd door de Prospect Theorie. Deze theorie beschrijft de manier waarop individuen keuzes maken tussen risicovolle alternatieven waarvan de kansen van uitkomsten onbekend zijn. Kahneman en Tversky (1974) stellen dat economische besluitvorming in de praktijk plaatsvindt met behulp van vuistregels (heuristics) en vooroordelen (biases). Dit zijn informele en intuïtieve oplossingsstrategieën om tot beslissingen te komen.

De Prospect Theory wordt gekenmerkt door het concept van loss-aversion (Kahneman en Tversky, 1979). Loss-aversion wil zeggen dat de psychologische impact van een verlies veel groter is dan die van winst. Beleggers nemen vaak een referentiepunt voor hun beleggingen (anchoring). Dit referentiepunt kan gezien worden als een minimale verkoopprijs. Verliesgevende beleggingen worden vaak te lang aangehouden omdat beleggers niet willen verkopen onder het gestelde referentiepunt. Deze overgevoeligheid voor verlies kan leiden tot verkeerde beslissingen en tot afkerigheid voor risicovolle beleggingen. Een consequentie van loss-aversion is dat een belegger een object hoger waardeert wanneer het in bezit is van de belegger dan wanneer het object niet in het bezit is van de belegger. Dit wordt het endowment-effect genoemd (Kahneman en Tversky, 1991).

6.3.2.2 Studiegebied II – overtuigingen (beliefs)

Het studiegebied gericht op overtuigingen van beleggers draait om de manier waarop individuen omgaan met het opzoeken en interpreteren van informatie. Deze stroming stelt dat mensen vuistregels en vooroordelen gebruiken om hun overtuigingen te vormen en informatie te verwerken. Dit is in tegenspraak met de klassieke theorie (MPT en CAPM) die stelt dat individuen op een rationele manier informatie interpreteren en opzoeken.

Het Heuristics & Biases Program van Kahneman en Tversky (1974) geeft inzicht in de systematische fouten die mensen maken wanneer zij beslissingen nemen waarvan de uitkomsten onzeker zijn. Het gaat daarbij om de heuristieken: representativiteit, beschikbaarheid en ankering & aanpassing. Andere onderzoekers hebben daar later nog enkele aan toegevoegd. Hieronder zullen de belangrijkste vooroordelen en vuistregels nader worden toegelicht.

I. Representativeness heuristic

Representativiteit houdt in dat men redeneert vanuit voorbeelden of stereotypes, en zoekt naar overeenkomsten tussen de situatie waarin ze zich bevinden en eerdere gebeurtenissen die ze hebben meegemaakt. Het representativiteitheuristiek gaat over de situatie waarin individuen denken een situatie te (her)kennen terwijl dit in de werkelijkheid niet zo blijkt te zijn. Het gevaar hiervan is dat andere relevante informatie buiten beschouwing gelaten wordt, omdat mensen niet of onvoldoende rekening houden met de statistische verdeling van een eigenschap binnen een populatie. Daarnaast is er bij dit concept vaak sprake van individuen die een patroon proberen te zien in een reeks gebeurtenissen die geheel toevallig en/of onafhankelijk van elkaar plaats vonden (Prast, 2004).

II. Availability

Beschikbaarheid is een heuristiek die er voor zorgt dat mensen zich laten leiden door de beschikbaarheid van informatie in het geheugen. Voorbeelden die men makkelijk voor de geest kan halen worden als waarschijnlijker gezien. Hoe langer iets in het verleden heeft plaatsgevonden hoe minder waarschijnlijk men de kans acht dat dit zich weer zal voordoen.

III. Anchoring and adjustment

Ankering kan worden omschreven als een willekeurig gekozen referentiepunt dat van invloed is op een verwachte waarde, waarbij aanpassing beschrijft dat de verwachte waarden onvoldoende worden aangepast naar de werkelijke waarde, maar dichtbij het referentiepunt vallen (Prast, 2004)

IV. Cognitive dissonance theory

Cognitieve dissonantie is een concept dat zich voordoet wanneer twee cognitieve elementen, een mening en nieuwe informatie, met elkaar in tegenspraak zijn. Voorbeelden van cognitieve elementen

zijn overtuiging, informatie en opinie. Er is bij cognitieve dissonantie sprake van een tegenstrijdigheid tussen twee gedachten, meningen of feiten in de breedste zin van het woord (Prast, 2004). Mensen kunnen op verschillende manieren dissonantie verminderen. Zo kan men informatie/ nieuws negeren of op zoek gaan naar informatie die een opinie of overtuiging versterken. Dit heeft raakvlakken met het begrip kuddegedrag uit de vorige paragraaf. Men zoekt aansluiting bij gelijkgestemden zodat het individu niet alleen is. Dit biedt eerder genoemde bescherming. Binnen het concept kan er een kantelpunt ontstaan. Hierbij zal het individu alle positieve informatie links laten liggen en zich volledig focussen op negatief nieuws die zijn gemaakte fout bevestigt. In de praktijk is gebleken dat een dergelijk kantelpunt plots kan zorgen voor paniek (Prast, 2005a).

V. Overconfidence

Overmoedigheid is een vooroordeel dat ontstaat uit de illusie van controle. Overmoed betekent dat beleggers teveel vertrouwen hebben in eigen voorspellingen, zich beter dan de gemiddelde belegger wanen, en daarmee risico onderschatten. Daarbij overschatten beleggers hun eigen kennis van de markt (Prast, 2004). Dit kan er toe leiden dat beleggers:

- Negatieve marktinformatie negeren en daarmee verkeerde beslissingen nemen.
- Overmatig veel handelen, leidend tot slechte portefeuillerendementen.
- Neerwaarts risico onderschatten.
- Te weinig diversificatie in de portefeuille aanbrengen.

VI. Conservatism

Conservatisme is het fenomeen dat mensen hun mening slechts geleidelijk aanpassen aan nieuwe informatie. Overtuigingen en eerder gevormde verwachtingen worden met vertraging aangepast op de nieuw verkregen informatie. Het concept van conservatisme wordt in de financiële markten gebruikt om onder reacties op veranderingen in de koersen te verklaren (Prast, 2004).

VII. Biased self-attribution

Zelfoverschatting betekent dat individuen de neiging hebben om successen aan zichzelf toe te schrijven en falen af te schuiven op anderen, omstandigheden op de markt of de aanwezigheid van pessimistische investeerders die het beleggingssentiment verslechteren (Farlow, 2004b). Bij het verwerken van informatie kan zelfoverschatting er toe leiden dat informatie die tegen de mening van het individu indruist, wordt genegeerd en informatie die aansluit bij de mening van het individu wel wordt meegenomen (Prast, 2004).

VIII. Disaster myopia and threshold heuristic

Het concept rampbijziendheid gaat over de situatie waarin personen de neiging hebben om de waarschijnlijkheid van nadelige resultaten te onderschatten. Het concept wordt gebruikt om verschillende verschijnselen op de financiële markten en vastgoedmarkt te verklaren. Het bekendste voorbeeld is het ontstaan van een vastgoedbubbel als gevolg van een steeds soepeler wordende kredietverstrekking. Bij een opgaande markt zullen banken door concurrentie de kredietverstrekking blijven versoepelen. Na het uiteenspatten van de bubbel slaan banken juist weer door in de eisen aan kredietverstrekking, en schatten zij de kans op een volgende crisis (te) hoog in omdat deze nog vers in het geheugen zit (Prast, 2005a; 2005b).

6.4 Samenvatting en conclusies

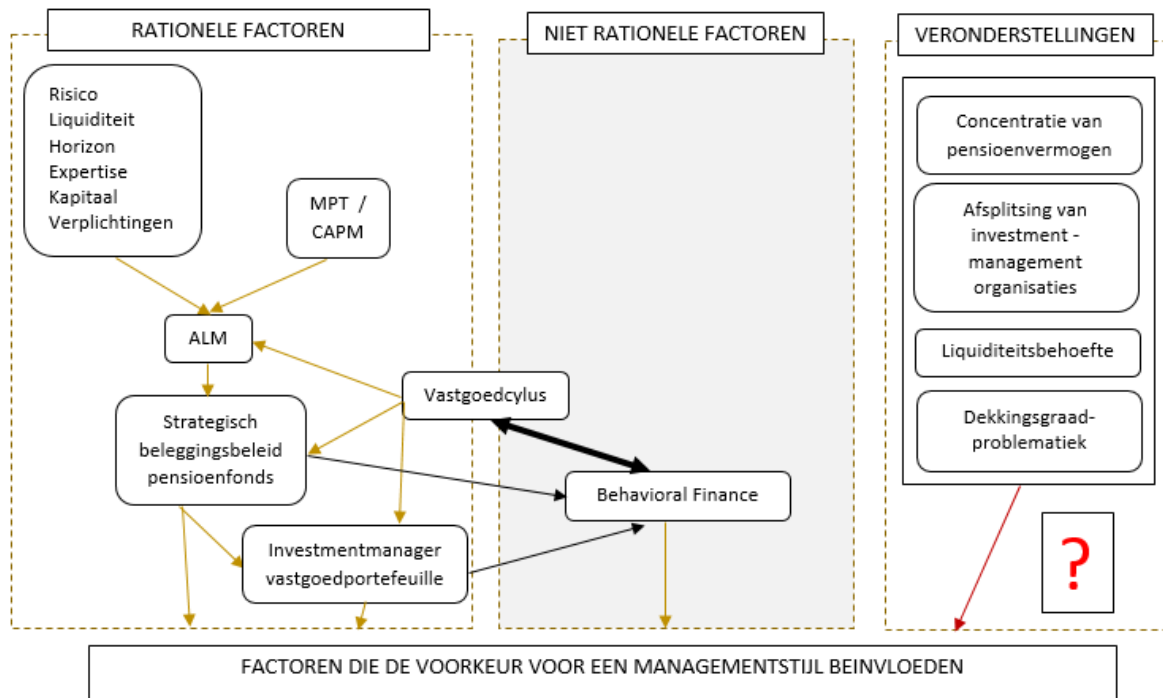
- Klassieke beleggingstheorie als MPT en CAPM is gebaseerd op de EMH. Veronderstellingen van deze EMH komen niet overeen met de werkelijkheid op de vastgoedmarkt.
- Verschillende onderzoeken tonen aan dat vastgoedbeleggers hun beslissingen laten beïnvloeden door sentiment en gebruik maken van vuistregels en vooroordelen.
- Sentiment en marktcycli blijken nauw met elkaar verweven te zijn. Beleggers baseren zich op het heden en recente verleden en gaan er van uit dat de opgaande lijn zich voorzet. Dit resulteert erin dat de meeste investeerders, als gevolg van kuddegedrag, de verkeerde beslissingen nemen op de verkeerde momenten in de cyclus.
- Het vakgebied Behavioral Finance doet onderzoek naar het nemen van beslissingen in een imperfecte markt en zoekt verklaring voor beslissingen buiten de klassieke theoretische kaders.
- In deze gedragswetenschap bestaan twee stromingen: de rationele stroming en de cognitief-psychologische stroming.
- De rationele stroming onderzoekt het gedrag van de markt dat ontstaat uit het collectieve gedrag van individuele beleggers. De rationele benadering gaat uit van informatie imperfectie waarbij individueel rationeel gedrag leidt tot inefficiënte uitkomsten.
- De cognitief-psychologische benadering richt zich voornamelijk op de individuele belegger en zijn persoonlijke gedragingen, keuzes en reacties die afwijken van de klassieke theorie.

7. Methodologie

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de gebruikte methodologie in dit onderzoek. Doel is om duidelijk te maken hoe het praktijkonderzoek opgezet wordt.

7.1 Conceptueel model

Het literatuuronderzoek heeft inzicht gegeven in de relevante factoren die van invloed zijn op de voorkeur voor een managementstijl van pensioenfondsen. Daarbij zijn mogelijke verbanden tussen invloeden en beleggingsbeslissingen/-voorkeuren naar voren gekomen. Onderstaan model geeft visueel weer welke factoren mogelijk van invloed zijn en laat verbanden tussen deze factoren zien.



Figuur 8: Conceptueel model (bron: eigen bewerking)

7.2 Onderzoeksopzet

In het conceptueel model zijn de concepten in dit onderzoek samengebracht en zijn onderlinge relaties inzichtelijk gemaakt. De volgende stap is om te toetsen in hoeverre de praktijk aansluit op de theorie en om antwoord te vinden op nog onbeantwoorde vragen. Het praktijkonderzoek bestaat uit twee analyses.

In de eerste analyse worden de voorkeuren voor een managementstijl uit het INREV Investment Intensions Survey onderzocht. In de literatuur wordt gewezen op een verband tussen cycli en sentiment. De voorkeur voor managementstijlen wordt daarom afgezet tegen de rendementsontwikkeling van deze stijlen. Daarbij wordt onderzocht of de veronderstellingen uit de literatuur met betrekking tot sentiment en beleggingen herkenbaar zijn in de data van INREV.

De tweede wijze van analyse wordt uitgevoerd middels interviews. De interviews dienen als middel om te toetsen of veronderstelde verbanden overeenkomen met de praktijk, antwoord te vinden op nog onbeantwoorde vragen en om te achterhalen of er mogelijk nog andere factoren de voorkeuren van beleggers beïnvloeden.

7.3 Interviews als methode van kwalitatief onderzoek

Het doel van een interview is het verzamelen van informatie uit mededelingen van ondervraagde personen, ter beantwoording van een vooraf geformuleerde vraag (Baarda en De Goede, 2006). Er zijn in de literatuur grofweg twee manieren van interviewen te onderscheiden. Het ongestructureerde interview en het gestructureerde interview. Het ongestructureerde interview heeft het meeste weg van een conversatie, en kan zich gedurende het gesprek alle kanten op bewegen. In een gestructureerde interview liggen de vragen en onderwerpen vooraf vast.

In dit onderzoek tracht de onderzoeker met behulp van de interviews inzicht te verkrijgen in de praktijk omtrent het nemen van beleggingsbeslissingen en het ontwikkelen van voorkeuren aangaande beleggingen in private vastgoedfondsen. Met de interviews dient een helderder beeld te ontstaan ten aanzien van beantwoording van de hoofdvraag van dit onderzoek. Zoals eerder vermeld worden in de interviews de op basis van literatuur gevormde veronderstellingen getoetst, en wordt antwoord gezocht op nog onbeantwoorde vragen.

Voor dit onderzoek is gekozen is voor een semi-gestructureerd interview. De vragen en onderwerpen liggen vooraf vast en worden in het face-to-face interview in een vaste volgorde aan de geïnterviewde gesteld. De vragen kennen een open karakter waarbij ruimte bestaat om door te vragen. Hierdoor bestaat er, naast het toetsen van veronderstellingen en zoeken naar antwoorden op openstaande vragen, ruimte om nieuwe relevante informatie te verschaffen en tot mogelijk nieuwe inzichten te komen.

Volgens Baarda en De Goede (2006) zijn voordelen van het mondelinge interview: (1.) Geschiktheid voor aanvullende vragen ter verduidelijking van het antwoord; (2.) Geschikt voor open en ingewikkelde vragen; (3.) Goede controle mogelijkheid op het invullen en weinig onvolledige vragenlijsten; (4.) Weinig non-respons. Interviews worden persoonlijk afgenomen waardoor er geen sprake is van niet ingevulde interviews.

Nadelen van het afnemen van interviews zijn volgens Baarda en De Goede (2006): (1.) Tijdrovend. Interviews afnemen kost veel tijd waardoor er maar een beperkt aantal interviews afgenomen kunnen worden. Dit heeft gevolgen voor de representativiteit van de uitkomsten. In hoeverre gelden deze voor de gehele populatie?; (2.) Mondelinge interviews zorgen ervoor dat de geïnterviewde persoon niet anoniem is. Dit kan tot gevolg hebben dat er gewenste antwoorden worden gegeven of dat partijen niet volledige openheid geven.

7.4 Selectiecriteria samplegroep

Veel pensioenfondsen besteden de samenstelling en het beheer van de vastgoedportefeuille uit aan een investmentmanager. Dit zijn daarmee de partijen die voorkeuren ontwikkelen, en beslissingen nemen met betrekking tot het beleggen in private vastgoedfondsen. Voor dit onderzoek is daarom besloten om interviews af te nemen met experts die werkzaam zijn voor een investmentmanager.

Met oog op de concentratie van het pensioenvermogen is gekozen om experts te benaderen die werkzaam zijn bij de grote (vastgoed) investmentmanagement organisaties (figuur 11, paragraaf 6.3.2). Van de negen partijen die zijn benaderd wisten vijf mee te werken aan het onderzoek.

7.5 Representativiteit geïnterviewde partijen

De benaderde partijen voor de expert interviews zijn allen te kenmerken als investmentmanagers. Deze partijen beleggen vermogen in opdracht van (grote) pensioenfondsen. Door alleen de uitvoerders van pensioenfondsen te benaderen voor een interview zijn uitkomsten beter met elkaar te vergelijken, bovendien gaat het om de partijen die uiteindelijk beslissen in welke fondsen geparticipeerd wordt.

De geïnterviewde uitvoerders beleggen allen voor pensioenfondsen die behoren tot de grootste 10 van Nederland. Het totaal belegde pensioenvermogen in Nederland bedroeg in 2013 941,2 mld. euro (CBS, 2015). Daarvan is 96,94 mld. belegd in vastgoed.

Gezamenlijk beheren de geïnterviewde partijen circa 62 miljard euro in vastgoed (Vastgoedmarkt, 2015). Dat is ongeveer 64% van het totaal belegde pensioenvermogen in vastgoed.

Er bestaat een aanzienlijk verschil tussen de omvang van het pensioenvermogen dat de investmentmanagers beheren. Antwoorden van experts kunnen daardoor mogelijk verschillen door verschil in schaalgrootte. Het voordeel daarvan is dat er inzicht wordt verkregen door verschillende lagen in de markt. Het nadeel is dat antwoorden minder goed te vergelijken zijn, omdat de mogelijkheden die de beleggers hebben mogelijk verschillen. Resultaten van het onderzoek zijn daarmee niet te generaliseren voor de gehele populatie. Dit is volgens Baarda en de Goede (2006) normaal bij explorerend onderzoek.

Tabel 2: Belegd vermogen investmentmanagers (bron: Vastgoedmarkt, 2015)

Geïnterviewde partijen			
Pensioenuitvoerder:	Namens o.a.:	Belegd vermogen (mld.)	% van totaal vastgoedbeleggingen pensioenfondsen
APG	ABP	27	28%
PGGM	Zorg & welzijn	18.5	19%
Syntrus Achmea	Rabobank	9	9%
BouwInvest	Bouwnijverheid	6	6%
Blue Sky Group	KLM	1.5	1.5%

7.6 Totstandkoming interviewvragen

In het interview komen de verschillende onderzoek kaders terug in de vraagstelling. Het interview zal bestaan uit een achttal vragen die betrekking hebben op de hoofdstukken uit het theoretische kader. De volgende onderwerpen komen in het interview aan bod:

- De rol van (klassieke) beleggingstheorie bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille.
- De organisatie van beleggingsbeleid en aanpassingen op het beleid.
- De rol van private vastgoedfondsen in de portefeuille en de keuze voor verschillende fondsstijlen.
- De invloed van ontwikkelingen in de pensioensector op beleggingen in private vastgoedfondsen (outsourcing en schaalvergroting).
- Transparantie in vastgoedbeleggingen en bounded rationality.
- De invloed van de omgeving (andere beleggers) op beleggingsbeslissingen.
- De invloed van vastgoedcycli op beleggingsbeslissingen.
- De invloed van de huidige lage rente en dekkingsgraadproblematiek op beleggingen in private vastgoedfondsen.

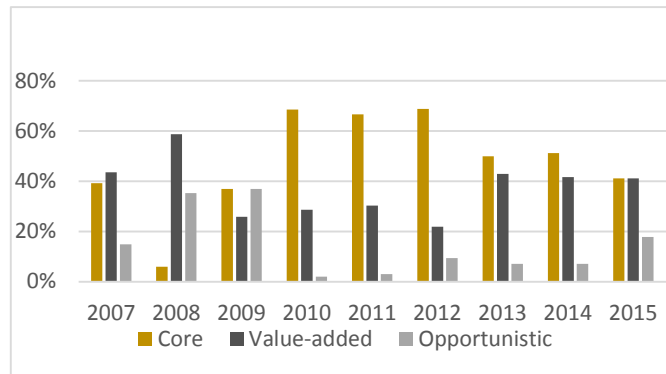
Voor een opgave van het interview wordt verwezen naar bijlage I.

8. Analyse voorkeur managementstijl INREV

In dit hoofdstuk worden de voorkeuren voor managementstijlen uit het INREV rapport geanalyseerd. Doel is te onderzoeken of bevindingen uit het literatuuronderzoek met betrekking tot sentiment en cycli herkenbaar zijn in de voorkeuren van institutionele beleggers.

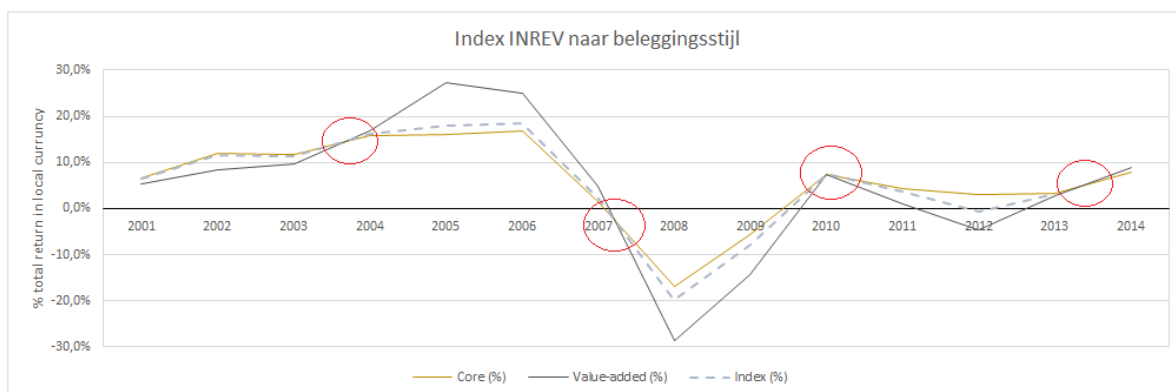
8.1 Voorkeur voor managementstijl

Jaarlijks neemt INREV aan het einde van het jaar (Q4) het Investment Intensions Survey (zie paragraaf 1.1) af. Figuur 9 toont de meest gewenste managementstijl voor de komende twee jaar, zoals deze is opgegeven door institutionele beleggers. In het figuur is een behoorlijke verschuiving in voorkeuren waar te nemen. Tot 2009 geeft de meerderheid van de beleggers aan een voorkeur te hebben voor fondsen met een hoger risicoprofiel (VA en OPP). Vanaf 2010 slaat dit volledig om en zoeken vrijwel alle beleggers hun heil in core fondsen. De voorkeur voor VA blijft constant maar interesse in OPP fondsen zakt volledig in. In 2013 neemt de risicobereidheid duidelijk weer toe en stijgt de interesse in VA fondsen.



Figuur 9: Investors preferred fund style 2007-2015 (bron: INREV Investment Intensions 2015)

Voorkeur van beleggers lijkt daarmee een cyclisch patroon te volgen. In figuur 10 is de index¹ te zien van Europese private vastgoedfondsen. De rode cirkels geven aan waar de rendementen van core en VA fondsen elkaar snijden. De verticale as laat het percentage totaal rendement zien uitgedrukt in de lokale valuta.



Figuur 10: Indexen INREV naar beleggingsstijl (bron: INREV Annual Index 2014)

In de grafiek is duidelijk te zien hoe core en VA fondsen door de jaren heen hebben gepresteerd. De verschillen tussen behaalde rendementen zijn zoals deze volgens de theorie verwacht mogen worden. VA fondsen kennen een volatieler verloop dan de core fondsen. De pieken in rendement zijn

¹ De INREV index is een prestatie index van Europese niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die voor minimaal 90% in Europa investeren. De index meet de jaarlijkse prestaties gebaseerd op de Net Asset Value. Door gebrek aan data zijn opportunistische fondsen niet meegenomen in de index.

hoger en de dalen zijn lager. In de periode 2004 – 2007 halen VA fondsen beduidend hogere rendementen dan core fondsen. Na 2007 slaat dit om. Beide beleggingsstijlen behalen negatieve rendementen, maar de verliezen van de VA fondsen zijn beduidend groter dan die van de core fondsen. Na 2010 lijken VA-fondsen de core fondsen te gaan outperformen, maar behalen in 2012 in tegenstelling tot core fondsen opnieuw negatieve rendementen. In 2014 zijn de VA fondsen wel betere rendementen gaan halen dan de core fondsen. Dit ziet er in een overzicht als volgt uit:

- 2001 – 2004 Core > Value-add
- 2004 – 2007 Value-add > Core
- 2007 – 2010 Core > Value-add
- 2010 – 2013 Core > Value-add
- 2013 - Value-add > Core

Wanneer in figuur 10 onderscheid wordt gemaakt tussen een voorkeur voor core fondsen en fondsen met een hoger risicoprofiel (VA+OPP) ontstaat een nog duidelijker beeld van de ontwikkeling in de risicobereidheid van beleggers. Eenzelfde schema als hierboven ziet er dan als volgt uit:

- 2007 – 2009 Voorkeur voor managementstijlen met hoger risicoprofiel
- 2010 – 2012 Voorkeur voor core managementstijl
- 2013 – 2014 Evenwichtige verdeling in voorkeur
- 2015 - Voorkeur voor managementstijlen met hoger risicoprofiel

De voorkeuren van de beleggers voor een bepaalde managementstijl van een fonds lijken op basis van deze informatie grotendeels te verklaren uit het presteren van die managementstijl in de voorgaande periode (van +/- 3 jaar).

De voorkeuren gepresenteerd in het rapport 2008 zijn kenbaar gemaakt in Q4 van 2007. De grote voorkeur voor value-added en opportunity fondsen is terug te leiden tot het beter presteren van deze fondsen in de periode 2004 – 2007. Dat deze fondsen zo ver in zouden storten heeft kennelijk niemand rekening mee gehouden. Pas in 2009 slaat het sentiment om en zien meer beleggers core-fondsen als favoriet. In 2010 wil vrijwel iedereen alleen nog maar core. De bereidheid in meer risicovolle fondsen te beleggen lijkt daarmee groter naarmate de markt zich hoger in de cyclus bevindt.

Op basis van deze informatie zijn de volgende veronderstellingen te maken:

- Beleggers baseren voorkeuren op presteren van managementstijlen in voorgaande jaren;
- Beleggers zijn in de top van de cyclus bereid steeds meer risico te nemen;
- Beleggers gaan er van uit dat ontwikkelingen zich doorzetten;
- Beleggers reageren met vertraging op rendementsontwikkelingen;
- Beleggers worden na verlies sterk risico-avers.

8.2 Koppeling met literatuuronderzoek

De hierboven gemaakte veronderstellingen kennen duidelijk overeenkomsten met bevindingen uit het literatuuronderzoek. In deze paragraaf wordt per veronderstelling vastgesteld waar deze overeenkomt met de literatuur en hoe deze verklaard kunnen worden met concepten uit de Behavioral Finance.

I. Beleggers baseren voorkeuren op presteren van managementstijlen in voorgaande jaren;

Deze veronderstelling komt sterk overeen met de opvatting van Pyhrr, Roulac en Born (1993) die stelt dat beleggers zich baseren op het heden en recente verleden en ervan uitgaan dat een trend doorzet.

De verklaring hiervoor uit de Behavioral Finance kan gezocht worden in de heuristieken beschikbaarheid (= beleggers hebben resultaten van afgelopen jaren vers in het geheugen en laten zich hierdoor leiden) en conservatisme (= beleggers verwerken nieuwe informatie niet direct en houden vast aan wat in het recente verleden heeft gewerkt).

II. Beleggers zijn in de top van de cyclus bereid steeds meer risico te nemen.

Deze veronderstelling komt overeen met Stoken (1993) die stelt dat beleggers door de psychologie van overvloed en economisch optimisme uitgroeien tot economisch risiconemer. Tevens sluit de veronderstelling aan op Hendershott (1996) die stelt dat beleggers de waarde van vastgoed in de top van de cyclus overschatten. Tot slot houdt de veronderstelling verband met Pyhrr, Roulac en Born (1999) die stellen dat beleggers als gevolg van kuddegedrag de verkeerde beslissingen nemen op de verkeerde momenten in de cyclus.

De verklaring voor dit gedrag is terug te leiden naar de heuristieken overmoedigheid (= beleggers onderschatten neerwaarts risico), rampbijziendheid (= beleggers onderschatten de waarschijnlijkheid van nadelige resultaten) en cognitieve dissonantie (= mening en nieuwe informatie zijn met elkaar in tegenspraak). Verklaring kan ook in de rationele benadering worden gezocht via het reputatiemodel (= het niet slechter doen dan andere beleggers / doen wat iedereen doet) en het externe effecten model (= doordat er veel beleggers in de markt zijn dalen aanvangsrendementen waardoor beleggers door toe doen van de markt meer risico moeten nemen om een het vereiste rendement te kunnen behalen).

III. Beleggers gaan er van uit dat ontwikkelingen zich doorzetten.

Ook deze veronderstelling sluit aan op Stoken (1993) die stelt dat beleggers trends als blijvend rationaliseren en minder risico zien dan dat er daadwerkelijk bestaat, en Pyhrr, Roulac & Born (1993) die stellen dat beleggers zich baseren op het heden en recente verleden en ervan uitgaan dat de opgaande lijn zich voorzet.

De verklaring vanuit Behavioral Finance wordt gezocht in de heuristieken beschikbaarheid (= beleggers hebben resultaten van afgelopen jaren vers in het geheugen en laten zich hierdoor leiden), overmoedigheid (= beleggers vertrouwen teveel op eigen voorspellingen, negeren marktinformatie en onderschatten daarmee (neerwaarts) risico) en conservatisme (= beleggers verwerken nieuwe informatie niet direct en houden vast aan wat in het recente verleden heeft gewerkt).

IV. Beleggers reageren met vertraging op rendementsontwikkelingen.

Deze veronderstelling sluit niet direct aan op eerder onderzoek. Wel zijn er in de Behavioral Finance mogelijke verklaringen te vinden. Gedacht kan worden aan cognitieve dissonantie (= de mening van de belegger is in tegenspraak met de nieuwe informatie), conservatisme (= beleggers passen mening slechts geleidelijk aan op nieuw verkregen informatie) en overmoedigheid (= beleggers negeren negatieve marktinformatie en maken daarmee verkeerde beslissingen).

V. Beleggers worden na verlies sterk risico-avers.

Deze veronderstelling past binnen het werk van Stoken (1996). Een periode van optimisme, leidend tot het nemen van steeds meer risico, schept voorwaarden voor een ineenstorting van de markt. Dit resulteert in pessimisme dat aanhoudt tot mensen meer risico zien dan er daadwerkelijk bestaat. Dit sluit weer aan op Hendershott (1996) die stelt dat beleggers de waarde van vastgoed onderwaarden in de bodem van de cyclus.

Het concept loss aversion (= de psychologische impact van een verlies is veel groter dan die van winst) biedt hier mogelijk verklaring voor. De overgevoeligheid van verlies kan leiden tot verkeerde beslissingen en tot afkerigheid voor risicovolle beleggingen.

8.3 Conclusies

Analyse van de voorkeuren voor managementstijlen doet vermoeden dat voorkeur voor een managementstijl verband houdt met cycli in de vastgoedmarkt. Wanneer onderscheid wordt gemaakt tussen de voorkeur in beleggingen met een laag risicoprofiel (core fondsen) en die met een hoger risicoprofiel (value-added en opportunistic fondsen) valt op deze een cyclisch patroon volgen. Bij de ontwikkeling van de voorkeur kunnen een vijftal veronderstellingen worden gemaakt in relatie tot de vastgoedcyclus. Opvallend genoeg komen de gemaakte veronderstellingen sterk overeen met de bevindingen over niet rationele factoren uit eerder onderzoek. Uit deze constatering is op te maken dat er bij de verklaring voor voorkeuren in managementstijlen rekening dient te worden gehouden met niet rationele factoren.

9. De praktijk in Nederland: analyse expert interviews

Dit hoofdstuk geeft een samenvatting en analyse van de antwoorden uit de expert interviews. Per interviewvraag worden de belangrijkste bevindingen uitgewerkt. Aan het einde van iedere uitgewerkte vraag volgen conclusies uit de antwoorden. Met de geïnterviewde partijen is afgesproken antwoorden anoniem te verwerken, daarom . Uitwerkingen van de interviewvragen zijn daarom algemeen verwerkt.

9.1 Analyse van interview

9.1.1 ROL VAN (KLASSIEKE) BELEGGINGSTHEORIE BIJ DE SAMENSTELLING VAN DE (VASTGOED)-BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Alle experts geven aan dat ALM-studies de basis vormen van het gevoerde beleggingsbeleid van het pensioenfonds. De MPT vormt de basis voor het samenstellen van de bezittingenstructuur (assets). Bij het tot stand komen van de portefeuille speelt deze theorie dus een rol. De ALM-studie wordt uitgevoerd door (/in opdracht van) het pensioenfonds, en als investmentmanager hebben de experts alleen te maken met de uitkomst daarvan (de asset allocatie).

Bij het invullen van de vastgoedportefeuille door de experts zelf speelt de MPT geen grote rol. Experts geven aan dat de assumpties in de MPT, te ver af staan van de realiteit op de vastgoedmarkt. Directe toepassing van de MPT wordt daarom als onmogelijk gezien. De essentie van de MPT speelt echter wél een grote rol. Deze essentie ligt in het benutten van het effect dat diversificatie heeft op de stabiliteit van het rendement en de hoogte van het risico.

Uit verschillende interviews komt naar voren dat CAPM een belangrijkere rol speelt bij het samenstellen van de vastgoedportefeuille. De experts geven aan het belangrijk te vinden om het specifieke(niet-systematische) risico uit de portefeuille te elimineren. Daarvoor geven zij aan minimaal 20 à 30 verschillende assets te moeten selecteren. Beleggers geven wel aan dat het volgens de theorie volledig elimineren van specifiek risico erg lastig is voor vastgoedbeleggingen. De omvang van de portefeuille is hierbij een erg belangrijke determinant. Het zijn de algemene karakteristieken van vastgoed die het samenstellen van een evenwichtige portefeuille lastig maken. Het aantal benodigde assets per verschildt ook nog eens per deelsegment in de vastgoedmarkt.

Beleggers geven aan dat private vastgoedfondsen juist om deze reden een populaire beleggingscategorie vormen. Door te participeren in een fonds wordt automatisch exposure verkregen naar alle objecten in dat fonds. Veel fondsen hebben minimaal 20 objecten in de portefeuille waardoor er voldaan wordt aan het vereiste van een efficiënte portefeuille. Het benodigde vermogen voor een efficiënte portefeuille ligt hierdoor lager dan bij direct vastgoed.

Conclusies:

- De MPT speelt een belangrijke rol bij het uitvoeren van de ALM-studie.
- Bij het samenstellen van de vastgoedportefeuille speelt slechts de essentie van de MPT een rol: *het benutten van het effect van diversificatie.*
- Een grotere rol is weggelegd voor het CAPM. Beleggers willen het specifieke (niet-systematische) risico elimineren. Gemiddeld zijn hiervoor zo'n 20 à 30 verschillende assets nodig.
- Dit is een belangrijke reden voor de interesse in private vastgoedfondsen.

9.1.2 ORGANISATIE VAN BELEGGINGSBELEID EN AANPASSINGEN OP HET BELEID

Het strategisch beleid vormt het kader waarbinnen het pensioenfonds de beleggingsportefeuille aanstuurt. De belangrijkste doelstelling van het fonds is het nakomen van financiële verplichtingen, binnen de kaders van het door het fonds uitgesproken ambitie, wet- en regelgeving en de overige uitgangspunten. Een pensioenfonds is verplicht om op prudente wijze te beleggen. Het beleggingsbeleid van een pensioenfonds is enerzijds gericht op het zoveel mogelijk uitsluiten van beleggingsrisico's en anderzijds op het behalen van een zo hoog mogelijk rendement.

Om optimaal aan deze uitgangspunten te voldoen is een juiste samenstelling van de beleggingsmix noodzakelijk. Door middel van een ALM-studie, worden mogelijke beleggingsportefeuilles in meerdere economische scenario's geanalyseerd. Uit de interviews komt naren dat de horizon van een ALM-studie 15 jaar is. Minimaal eens per 3 jaar actualiseren pensioenfondsen ALM-studie.

Op basis van de resultaten uit de (geactualiseerde) ALM-studie wordt een lange termijn gewenste beleggingsportefeuille vastgesteld, deze wordt in enkele interviews geduid als de 'normportefeuille'. Niet alle experts weten of de allocatie naar vastgoed ook de werkelijke uitkomst uit de ALM-studie is. Twee experts geven aan dat de door het pensioenbestuur vastgestelde vastgoed allocatie lager is dan de uitkomsten van de ALM-studie. De reden daarvoor is de input die gebruikt wordt voor de ALM-studie. Indices die voor ALM-studies gebruikt kunnen worden moeten minimaal 20 jaar bestrijken. Voor bijvoorbeeld private fondsen bestaan er nog niet dusdanig lange indices. Hoewel de feitelijke portefeuille uit bijvoorbeeld beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed bestaat, met ieder eigen risico-rendement verhoudingen, wordt er een samengestelde benchmark voor vastgoed in het ALM-model gebruikt. Uitkomsten uit de studie worden hier later op gecorrigeerd. Dat gebeurt subjectief.

Naast de op lange termijn gewenste samenstelling van het vermogen naar beleggingscategorieën, wordt ook berekend wat het op lange termijn optimale niveau van afdekking is van renterisico's en valutarisico's. Het risico van deze beleggingsmix en rente- en valuta-afdekking wordt beoordeeld op verwachte korte- en lange termijn effecten, zowel bij normale marktomstandigheden als bij eventuele extreme marktomstandigheden.

Nadat vastgesteld is hoe de lange termijn strategie eruit ziet, verdeelt het pensioenfonds de beleggingsportefeuille over de verschillende beleggingscategorieën. Uit de interviews komt naar voren dat dit iedere 1 tot 3 jaar wordt gedaan. Deze korte termijn beleggingsplannen vormen het operationele kader waarmee het pensioenfonds de beleggingsportefeuille aanstuurt. Uit de interviews komt naar voren dat een dergelijk beleggingsplan bestaat uit:

- De allocatie van middelen over de verschillende beleggingscategorieën;
- De mate waarin het fonds de afdekking van renterisico nastreeft;
- De verdeling van middelen tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille;
- Bandbreedte waarbinnen de allocatie van de verschillende categorieën mag bewegen;
- De rendementsdoelstelling die tot uitdrukking wordt gebracht in een of meerdere benchmarks;
- Specifieke invulling van het valutabeleid.

Daarnaast wordt elke 1 tot 3 jaar beoordeeld of de samenstelling van de beleggingsmix nog in relatie staat tot de meerjaren normportefeuille en risicohouding van het fonds.

De kaders van het beleggingsplan vormen het uitgangspunt voor de inrichting van de beleggingsportefeuille, in dit geval de vastgoedportefeuille. Deze derde fase van het beleggingsbeleid vormt de uitvoering. Dit is werkveld van de geïnterviewde experts. In de derde fase voert de investmentmanager de vastgoedportefeuille uit volgens het mandaat dat het pensioenfonds gegeven

heeft. Uit de interviews komt naar voren dat er behoorlijke verschillen bestaan in het mandaat. Enkele experts geven aan dat het pensioenfonds in de tweede fase al beslissingen heeft genomen over de sectorale en geografische allocatie binnen de vastgoedportefeuille. Andere experts hebben een ruimer mandaat en mogen de portefeuille naar inzicht invullen zolang aan de rendementseis wordt voldaan en de risiconorm niet wordt overschreven.

In verschillende interviews wordt aangegeven dat de mogelijkheden binnen de vastgoedportefeuille vaak groter zijn dan in andere deelportefeuilles. Experts geven aan dat pensioenfondsen in de regel passief beleggen door een index te volgen. Door het inefficiënte karakter van de vastgoedmarkt wordt binnen de vastgoedportefeuille actief belegd. In de regel wordt wel aangegeven dat outperformance moet opwegen tegen de kosten van actief beleggen. Er wordt daarom voorzichtig omgegaan met het creëren van additioneel risico met als doelstelling een benchmark te verslaan.

Het vastgoedbeleggingsbeleid wordt gemaakt aan de hand van de strategische allocatie van het pensioenfonds. Gegeven de allocatie naar vastgoed wordt door de investmentmanager van de vastgoedportefeuille een strategische allocatie gevormd naar sector, geografie, direct en indirect. Dit wordt volgens de experts gedaan voor een periode van 7 tot 10 jaar.

Een keer per jaar vindt een herziening van het beleid plaats en wordt beoordeeld of de vastgoedportefeuille bijgestuurd dient te worden. Er worden voor dat jaar de jaarlijkse acquisitie- en dispositieplannen vastgesteld. Dit zijn echter nooit grote beleidswijzigingen. In meerdere interviews wordt de vergelijking gemaakt met een olietanker. De vastgoedportefeuille van pensioenfondsen beweegt langzaam. Het is mogelijk om langzaam kleine sturingen in de koers aan te brengen, maar ineens een andere weg inslaan is niet mogelijk. Het jaarlijks bijsturen moet gezien worden als het aanbrengen van kleine nuances in de portefeuille.

De reden hiervoor is dat vastgoed een illiquide belegging is. Partijen geven aan dat het verkopen van een deel van de portefeuille tijdrovend is, en dat, wanneer een groot deel van de portefeuille ineens in de markt wordt gezet, dit gevolgen heeft voor de prijs. De mogelijkheid tot herziening van het beleid is daarmee beperkt en wijzigingen in het beleid zijn niet direct waar te nemen op de korte termijn. Beleggers geven aan na 3 tot 5 jaar te evalueren wat de resultaten zijn geweest van de koerswijziging, en of het gevoerde beleid nog in overeenstemming is met de strategie.

De experts geven aan dat de vastgoedportefeuille opgesteld wordt volgens het toebedeelde strategische gewicht. Wanneer het pensioenbestuur een allocatie van 10% naar vastgoed maakt, wordt de volledige 10% door de investmentmanager belegd.

Conclusies:

- De modelmatige organisatie van de totstandkoming van beleggingsbeleid van pensioenfondsen uit hoofdstuk 2 is herkenbaar in de antwoorden van de experts.
- Strategisch beleggingsbeleid wordt gemaakt door het pensioenbestuur voor periode van 15 jaar en iedere 1 tot 3 jaar herzien. Dit geeft de verdeling van het pensioenvermogen over de verschillende beleggingscategorieën.
- De allocatie naar vastgoed wijkt in enkele gevallen af van de uitkomsten van ALM-studies. De reden daarvoor is een correctie die pensioenfondsen achteraf aanbrengen doordat data die de input vormt niet helemaal geschikt is.

- Er bestaat verschil tussen beleggers in de mate waarop uitkomsten van ALM-studies doorwerken op het invullen van de portefeuille. Sommige beleggers krijgen een vastgestelde allocatie naar direct/indirect, sectoren en geografie. Anderen hebben een ruimer mandaat.
- Beleggingsbeleid vastgoedportefeuille wordt gevormd door de investmentmanager. Dit omvat de verdeling tussen direct en indirect, en sectoraal en geografisch. Wordt gemaakt voor periode van 7 – 10 jaar.
- Er bestaat een jaarlijks beleggingsplan voor eventueel bijsturen van de vastgoedportefeuille. Geen grote wijzigingen in beleid maar kleine nuances om koers licht te wijzigen.
- Omdat resultaat van jaarlijkse sturing niet op korte termijn is waar te nemen is er iedere 3 tot 5 jaar een evaluatie of het gevoerde beleggingsbeleid nog in overstemming is met strategie.

9.1.3 INDIRECT VASTGOED / PRIVATE VASTGOEDFONDSEN IN DE PORTEFEUILLE

Alle geïnterviewde investmentmanagers geven aan een deel van de portefeuille in indirect vastgoed te beleggen. Dat verschilt van 100% tot alleen de internationale portefeuille. Vaak genoemde redenen om indirect vastgoed in de portefeuille op te nemen zijn:

- Door indirect te beleggen is spreiding eenvoudiger, specifiek risico kan makkelijker en met minder geld worden weg gediversifieerd.
- Eenvoudigere manier om sectorale en geografische spreiding aan te brengen. Er kan gebruik worden gemaakt van specialistische en lokale kennis van de fondsmanager.
- Het zelf beheren van een directe vastgoedportefeuille is enorm managementintensief.
- Liquiditeit is groter (geldt vooral voor beursgenoteerd). Dit maakt het mogelijk om sneller beleidswijzigingen door te kunnen voeren (al blijft dit beperkt).
- Toegang tot core vastgoed. Direct beleggen in vastgoed op A-locaties is duur waardoor er onvoldoende spreiding kan worden aangebracht.

Voor de beleggers vormen private vastgoedfondsen eveneens een belangrijk onderdeel van de portefeuille. Redenen die genoemd worden om te kiezen voor private fondsen ten opzichte van genoteerde fondsen zijn:

- De rendementskarakteristieken van private vastgoedfondsen gedragen zich bijna een-op-een tot die van direct vastgoed. Beursgenoteerd vastgoed kent net als aandelen een meer volatiel verloop van het rendement, waarmee het diversificatiepotentieel ten opzichte van aandelen kleiner is.
- Private fondsen hebben vaak een meer specialistisch karakter dan genoteerde fondsen door alleen te beleggen in een sector en/of land.

Alle partijen zien de beperkte liquiditeit van de fondsen niet als een probleem. Vastgoed wordt als beleggingscategorie al als illiquide belegging gezien, en wordt om andere redenen (vooral diversificatie) in de portefeuille opgenomen.

Managementstijlen

De investmentmanagers geven aan het grootste deel van het vermogen binnen private fondsen onder gebracht te hebben in core fondsen. De reden daarvoor is dat beleggers het risico bij voorkeur

zo laag mogelijk willen houden. Dit betekent echter niet dat value-add en opportunity fondsen² automatisch worden gemedend.

In verschillende interviews wordt aangegeven dat de keuze voor een fonds veelal wordt beïnvloed door cycli. Een gebruikt voorbeeld daarbij is de huidige situatie op de Nederlandse vastgoedmarkt. Er zijn momenteel veel partijen aanwezig op de markt. De prijs voor core vastgoed is hierdoor gestegen. Het wordt daarmee moeilijker / onmogelijk om het vanuit het pensioenfonds vereiste rendement te behalen in core fondsen. Dit drijft de belegger automatisch naar het toevoegen van extra leverage of naar meer risicovolle beleggingen. Dit wordt “moving up the riskcurve” genoemd.

Doordat beleggers door het pensioenfonds “gedwongen” worden de allocatie naar vastgoed binnen een bepaalde tijd volledig in te vullen, zijn beleggers deels afhankelijk van de situatie op de markt. De voorkeur voor een bepaalde managementstijl kan dus ontstaan door de situatie op de markt.

Bovenstaande heeft ook te maken met de beschikbaarheid van fondsen. Fondsmanagers moeten vaak binnen twee jaar een fonds gevuld hebben. Zij zullen daarom geen managementstijl kiezen die moeilijk is in te vullen. Dit kan er in resulteren dat er op een gegeven moment in de markt geen mogelijkheden bestaan te participeren in core georiënteerde fondsen.

Daarnaast kan de voorkeur voor een bepaalde managementstijl tactisch van aard zijn. Bijvoorbeeld omdat het fonds een bepaalde risico-/rendementsverhouding kent die gewenst is voor vastgoedportefeuille op dat moment. Dit kan dan onlogisch lijken gezien de markt, maar heeft andere redenen dan puur rendement behalen.

Verder kunnen er altijd ‘buitenkansjes’ voorbij komen. Wanneer bijvoorbeeld een fondsmanager met een goede reputatie aanklopt met een idee voor het initiëren van een fonds, wordt daar zeker naar geluisterd. Het kan dan zijn dat er geparticipeerd wordt in een fonds met een beleggingsstijl niet direct past binnen de vastgestelde strategie. Deze keuzes worden intuïtief gemaakt.

Eén belegger geeft aan in de regel niet in opportunity fondsen te beleggen. De reden daarvoor is dat deze belegger van mening is dat er bij deze stijl niet genoeg wordt gecompenseerd voor het gelopen risico. Het aanbrengen van leverage zorgt voor een exponentiele toename van risico, maar kent geen exponentiele toename van het rendement.

Een andere belegger geeft aan in principe niet in value-add fondsen te beleggen. Deze belegger heeft een uitgesproken voorkeur voor core vastgoed en geeft aan liever zelf core vastgoed te gaan ontwikkelen wanneer dit niet tegen de juiste prijs te verkrijgen is. Deze belegger geeft aan niet te geloven in het opwaarderen van value-add naar core vastgoed, en stelt genoeg financiële daadkracht te hebben om het zelf te ontwikkelen. Gekeken naar de managementstijlen van INREV kiest deze belegger tussen core of opportunistische fondsen.

Gekeken naar de acceptatie ten aanzien van leverage bevinden alle investmentmanagers zich in het core spectrum van de markt. Daarbij wordt door de beleggers onderscheid gemaakt tussen fonds- en portefeuille niveau. Binnen een fonds worden hogere niveaus van leverage geaccepteerd. De reputatie van de fondsmanager is daarbij vooral van doorslaggevend belang. Op portefeuilleniveau wordt wel een stuk strenger gekeken naar het niveau van leverage. Daarbij geven de verschillende beleggers aan maximaal 30% tot 50% leverage toe te staan.

² De definities voor managementstijlen zijn niet voor iedere partij hetzelfde. Enkele partijen hanteren de definitie van INREV, andere hanteren eigen definities die op sommige punten afwijken van de INREV definities.

Fondsstructuur

Beleggers geven aan in zowel open-end als closed-end structuren te beleggen. De keuze voor een van beide fondsstructuren is meestal strategisch van aard. Open-end fondsen zijn vaak grote fondsen met een portefeuille die bestaat uit een mix van retail, kantoren, woningen en logistiek. Closed-end fondsen zijn juist gespecialiseerd in een bepaalde sector en/of regio.

De grotere beleggers geven aan wel een voorkeur te hebben voor closed-end fondsen. De redenen die hiervoor worden aangevoerd zijn het specialistische karakter van deze fondsen en de duidelijke exit structuur. Deze beleggers geven aan duidelijkheid te willen hebben wanneer zij hun geld terug krijgen.

De grotere beleggers geven aan door hun schaal, en dus beleggingsvolumes, ook meer investeringsmogelijkheden te hebben. Zij zijn in staat eigen deals te creëren, of worden door andere partijen benaderd deal uit te maken van clubdeals of joint-ventures. Hierin wordt samen met een of twee andere grote institutionele partijen een fonds gevuld. Dit geeft de beleggers het voordeel veel invloed uit te kunnen oefenen op de strategie van het fonds. Bovendien zijn ze minder afhankelijk van het aanbod van fondsmanagers. Daarnaast wordt als reden aangedragen dat het risico op reputatieschade op deze wijze beperkt wordt. Het is prettig om te weten wie de medebeleggers in het fonds zijn.

De wat kleinere beleggers geven allen aan een duidelijke voorkeur te hebben voor open-end fondsen. De geboden liquiditeit is hiervoor een reden. Eén belegger gaf aan deze liquiditeit nodig te hebben om te kunnen herbalanceren wanneer de afwijking ten opzichte van de strategische allocatie te groot wordt.

Een andere reden die wordt gegeven is dat kleinere beleggers simpelweg niet genoeg vermogen hebben om te participeren in closed-end fondsen. Deze fondsen laten vaak maar een beperkt aantal partijen toe, waardoor participerende partijen met een behoorlijk vermogen in dienen te stappen. Het specialistische karakter van deze fondsen zorgt er voor dat kleinere pensioenfondsen niet voldoende kunnen diversifiëren en kijken daardoor naar de gemixte open-end fondsen.

Het aanbod van deze open-end fondsen blijkt wel achter te blijven bij de vraag. Verschillende beleggers geven aan dat er niet voldoende product in de markt beschikbaar is.

Conclusies:

- Indirect vastgoed vormt een belangrijke beleggingscategorie voor de invulling van de vastgoedportefeuille. Belangrijke redenen om voor indirect te kiezen zijn; diversificatie (geografisch en sector), minder managementintensief, grotere liquiditeit, toegang top core vastgoed.
- Alle experts beleggen groot deel van indirecte portefeuille in private fondsen. Redenen daarvoor zijn de vergelijkbare karakteristieken met direct vastgoed en het veelal specialistische karakter van de fondsen.
- Alle experts geven aan het grootste deel van het vermogen in core fondsen belegd te hebben, maar beleggen eveneens in value-added en opportunity fondsen.
- Eén belegger geeft aan niet in opportunity fondsen te beleggen omdat deze onvoldoende compenseren voor gelopen risico. Een andere belegger geeft aan in de regel niet in value-added fondsen te beleggen.

- Alle experts geven aan maximaal 30% tot 50% leverage op de totale portefeuille te accepteren. Voor individuele fondsen wordt geen maximum gehanteerd.
- De experts werkzaam bij de grotere organisaties geven aan vooral in closed-end fondsen te beleggen. Redenen hiervoor zijn minder deelnemers in het fonds (reputatierisico en meer inspraak), en het specialistische karakter van de fondsen. Clubdeals en joint-ventures zijn niet ongebruikelijk.
- Kleinere beleggers zitten vaker in open-end structuren. Zij missen het vermogen om te participeren in gesloten fondsen. Bovendien is de extra liquiditeit t.o.v. gesloten fondsen gewenst.

9.1.4 ONTWIKKELINGEN IN DE PENSIOENOMGEVING

Uit de verschillende interviews komt geen eenduidig beeld naar voren wat de gevolgen van schaalvergroting en het outsourcen van de (vastgoed-)portefeuilles door pensioenfondsen zijn op de beleggingen in private vastgoedfondsen. In de interviews benaderen de experts de vraag vanuit verschillende invalshoeken.

Een van de experts, werkzaam voor een van de grote investmentmanagementorganisaties, zegt geen directe gevolgen te zien voor de keuzes die gemaakt worden ten opzichte van beleggingen in private vastgoedfondsen. De laatste jaren zijn er inderdaad de nodige pensioenfondsen die het beleggingsbeleid uit handen hebben gegeven. Veelal ingegeven door de strenge eisen en regels ten aanzien van de verantwoording van beslissingen, opgelegd door de Nederlandse Bank. Het hierdoor toegevoegde vermogen is echter niet van dusdanige invloed op het totaal te beheren vermogen dat dit verandering teweeg brengt op de keuzes die anders gemaakt zouden zijn. Daarmee verandert er dus ook op het gebied van beleggingen in private vastgoedfondsen niets.

Andersom benaderd, heeft het wel gevolgen voor de beleggingen in private vastgoedfondsen. Kleinere pensioenfondsen die voorheen zelf de vastgoedportefeuille beheerden, hadden niet het vermogen om in alle fondsen te kunnen participeren. Kleinere pensioenfondsen krijgen niet dezelfde kansen als de grote met meer vermogen. De grotere pensioenfondsen maken vaak deel uit van clubdeals en joint-ventures waarin specialistische fondsen worden opgezet die in staat zijn om het beste vastgoed in de markt te acquireren. Deze fondsen, vaak core georiënteerd, zijn niet toegankelijk voor de kleinere partijen in de markt. Daarnaast hebben de kleinere fondsen vaak niet de kracht om tegen de beste voorwaarden in fondsen te participeren. Daardoor betalen ze hogere fees en hebben ze minder inspraak op het gevoerde beleid. Door het uitbesteden van de vastgoedportefeuille aan grotere pensioenuitvoerders kunnen ze profiteren van de schaal van deze partijen, en daarmee exposure krijgen naar de betere fondsen. Waar de kleinere fondsen nu vaak exposure hebben naar value-added en opportunity fondsen, zal een verschuiving plaats vinden naar core fondsen.

Een expert werkzaam voor een 'kleinere' investmentmanager geeft aan dat op dit moment er nog geen wijzigingen in het beleid ontstaan door een grotere omvang van de beleggingsportefeuille. Wanneer er echter nog een aantal kleinere pensioenfondsen zich melden voor het beheren van de vastgoedportefeuille ziet deze belegger mogelijk wel een verschuiving in de gekozen beleggingsstructuur binnen private beleggingen. Waar deze partij nu meestal in fund-of-funds structuren belegt zal wanneer de portefeuille groeit wellicht vaker exposure worden gezocht naar closed-end fondsen. De expert verwacht niet dat de voorkeur voor een managementstijl door deze ontwikkelingen wordt beïnvloed.

Alle experts geven aan dat ze naast het pensioenvermogen van het 'eigen' pensioenfonds ook (delen van) portefeuilles van andere pensioenfonds beheeren/uitvoeren. Dit gebeurt op dit moment nog niet op hele grote schaal. Concurrentie tussen investmentmanagers zien de experts (nog) niet. Op dit moment vindt er geen actieve benadering richting kleinere pensioenfonds plaats op het binnenhalen van pensioenvermogen. Een van de experts geeft aan te verwachten dat er uiteindelijk zo'n 10 à 15 partijen zullen overblijven die de vastgoedportefeuilles van alle pensioenfonds zullen beheeren. Dit heeft vooral te maken met schaal.

De partijen geven aan niet te verwachten dat deze ontwikkeling gevolgen heeft voor de keuze voor een bepaalde beleggingsstijl. Meer risico nemen om betere rendementen voor te kunnen leggen, en daarmee meer klanten binnen te halen, is niet waar het om draait in de pensioenwereld. Risico is belangrijker dan rendement. Het gaat er dus vooral om uit te kunnen leggen hoe rendement behaald wordt.

Veronderstellingen:

- Concentratie van pensioenvermogen; Een steeds groter deel van het Nederlandse pensioenvermogen wordt beheerd door de grootste pensioenfonds. Deze schaalvergroting zorgt voor een groter diversificatiepotentieel, en daarmee mogelijk voor een grotere interesse in risicovollere en/of meer gespecialiseerde vastgoedfonds.
Antwoord: Voor de grotere investmentmanagers heeft het extra te beheeren pensioenvermogen geen invloed op de strategie die gevolgd wordt. De omvang van het extra vermogen is in relatie tot het reeds beheerde vermogen veel te klein daarvoor. Ontwikkeling heeft wel invloed op kleinere fonds die portefeuillebeheer uit handen geven. Deze hebben zelf vaak niet de mogelijkheden om in de 'betere' fonds te participeren en krijgen vaak mindere condities. Deze beleggers gaan profiteren van de schaal die de investmentmanager bezit. Dit resulteert erin dat deze fonds sterker in core fonds gaan participeren dan in value-added en opportunity fonds waarin zij daarvoor deelnamen. → De schaalvergroting heeft een (kleine) invloed op de voorkeur in private fonds, maar dit werkt vooral vanuit de kleinere pensioenfonds. Door te profiteren van de schaal van de grotere pensioenfonds krijgen ze de mogelijkheid te participeren in core fonds.
- Afsplitsing van investmentmanagement organisaties; Grote pensioenfonds hebben hun interne beleggingsapparaat verkleind door de vermogensbeheerders af te splitsen. Deze investmentmanagers zijn daarmee commercieel geworden en beleggen ook voor andere pensioenfonds. De schaal van enkele partijen neemt daarmee verder toe. Wanneer de afstand tussen het pensioenfonds en de vermogensbeheerdochter in de toekomst toe zal nemen, zullen investmentmanagers sterker op prestaties worden beoordeeld. Dit kan kortetermijn denken, en concurrentie tussen investmentmanagers tot gevolg hebben.
Antwoord: Op dit moment zijn de banden tussen de pensioenfonds en de afgesplitste vermogensbeheertakken nog zeer nauw. Het beeld dat in deze veronderstelling geschetst wordt herkennen de experts (nog) niet. Geen van de experts geeft aan dat de eigen organisatie actief bezig is met het binnen halen van te beheeren vermogen. De focus ligt op het pensioenvermogen van het 'eigen' pensioenfonds. Concurrentie speelt nu nog geen rol al wordt verwacht dat er uiteindelijk 10 à 15 investmentmanagers overblijven.

Het korte termijn denken is wel een punt. Portefeuillemanagers worden afgerekend op de korte termijn en het is belangrijk om niet slechter te presteren dan de markt. Voorkeuren van beleggers zullen daarom op elkaar lijken.

Conclusies:

- Voor de grotere investmentmanagers heeft het extra te beheren pensioenvermogen geen invloed op de strategie die gevolgd wordt. De omvang van het extra vermogen is in relatie tot het reeds beheerde vermogen veel te klein daarvoor.
- Ontwikkeling heeft wel invloed op kleinere fondsen die portefeuillebeheer uit handen geven. Deze hebben zelf vaak niet de mogelijkheden om in de 'betere' fondsen te participeren en krijgen vaak mindere condities. Deze beleggers gaan profiteren van de schaal die de investmentmanager bezit. Dit resulteert er in dat deze fondsen sterker in core fondsen gaan participeren dan in value-added en opportunity fondsen waarin zij daarvoor deelnamen.
- Kleinere investmentmanagers zien in de toekomst mogelijke verschuiving van fund-to-funds beleggingen naar closed-end fondsen.
- Experts zien nog geen concurrentie tussen investmentmanagers. Strategieën met meer risico om hoger rendement te halen zien zij niet gebeuren. Het gaat in pensioenwereld om beheersing van risico.
- Verwachting bestaat dat er uiteindelijk 10 à 15 investmentmanagers overblijven die de vastgoedportefeuilles van pensioenfondsen beleggen.

9.1.5 TRANSPARANTIE IN BELEGGINGEN

Experts geven aan dat er behoorlijk wat verschillen bestaan tussen mate van transparantie in de vastgoedmarkt. Beursgenoteerde fondsen kennen een vrij veel transparantie vanwege de grote mate van rapportageverplichtingen. Voor deze fondsen bestaan daarnaast langjarige indexen (FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index) waardoor resultaten beter in perspectief zijn te plaatsen.

Voor private vastgoedfondsen ligt dit anders. Als voorbeeld wordt de index van INREV genoemd die samengesteld wordt uit resultaten die opgegeven door fondsmanagers. Deze indexen geven een beeld van het presteren van private fondsen in Europa maar zijn niet bruikbaar als benchmark. De index bestaat pas vanaf 2001 en is daarmee nog niet bruikbaar. Bovendien verschilt de samenstelling van fondsen te veel om vergelijkingen te kunnen maken. Geen fonds is hetzelfde en markten en sectoren kennen geen gelijke verlopen van cycli. Het presteren van een fondsmanager is daarmee lastig te beoordelen.

Voor de beoordeling van private fondsen gebruiken de experts verschillende methoden. Zo wordt er gebruik gemaakt van de indirecte IPD-index voor Europese fondsen en de Ncreif-index voor Amerikaanse fondsen. Een andere belegger geeft aan de ROZ/IPD-index te gebruiken als benadering voor het presteren van fondsen. Weer een andere belegger geeft aan het presteren van fondsen te toetsen aan een zelf vastgestelde benchmark die gebaseerd is op het presteren van vergelijkbare fondsen in het verleden.

De transparantie op fondsniveau blijkt te verschillen. In de interviews komt naar voren dat de transparantie in closed-end fondsen vaak groter is dan in open-end fondsstructuren. Het aantal deelnemers in closed-end fondsen is klein waardoor deelnemers meer eisen kunnen stellen aan

fondsmanagers. Verschillende experts geven aan vastgoed in closed-end fondsen tot op objectniveau te kennen, en volledig op de hoogte zijn van de huurders. Objecten worden zelf beoordeeld en in sommige gevallen wordt een due dilligence uitgevoerd door een adviserende partij. Daarbij wordt bijvoorbeeld gekeken naar het type huurder in de objecten. Geografisch spreiden heeft geen zin als er alleen maar banken de kantoren huren.

Wanneer belegd wordt in open-end fondsen geven beleggers aan minder goed te weten waarin er precies belegd is. Vaak is het aandeel dat je als belegger in zo'n fonds hebt dusdanig klein dat de fondsmanager niet de moeite neemt om tot op detailniveau alles uit te leggen. In deze gevallen wordt uitgegaan van de kundigheid van de manager. Reputatie en trackrecord zijn daarom van groot belang bij het selecteren van een fonds.

Overall het algemeen worden de core fondsen als transparanter beschouwt dan de value-add en opportunity fondsen. Er is meer data beschikbaar over het presteren van deze fondsen en het presteren van deze fondsen kan eenvoudiger worden afgezet tegenover indexen als de IPD/ROZ en de FTSE EPRA/NAREIT. De value-added en opportunity fondsen worden daarom ook strenger beoordeeld dan de core fondsen. Er worden meer eisen gesteld aan de fondsmanager betreft het inzichtelijk maken van plannen en het rapporteren van rendementen.

De mate van transparantie heeft niet direct invloed op de keuze voor een bepaalde beleggingsstijl. Wanneer een manager van een opportunity fonds voldoet aan de eisen van de belegger wordt hier net zo goed in belegd als dat er in een core fonds belegd zou worden. Transparantie is echter wel een voorwaarde om te beleggen. In veel landen ter wereld is het niveau van transparantie dusdanig laag dat daar sowieso niet in wordt belegd.

Beleggers geven aan dat er ook behoorlijke verschillen bestaan in de mate van transparantie tussen sectoren. Woningen worden als transparant beschouwd, hotels juist als intransparant. Voor kantoren bestaan er vooral grote verschillen tussen landen. Transactieprijs en huurgegevens worden echter nooit bekend gemaakt.

De meeste partijen geven aan dat meer transparantie wel gewenst is. Het helpt als er meer gevalideerde informatie beschikbaar komt. Markten worden daardoor meer liquide en je krijgt waar voor wat je geld. Taxaties worden betrouwbaarder en helpt het om fraude tegen te gaan. Bovendien zou Nederland er als land ook van profiteren. Beleggers beleggen graag in transparante markten dus hoe transparanter de Nederlandse vastgoedmarkt is, hoe meer vermogen kan worden aangetrokken.

Het verstrekken van data blijft echter voor veel beleggers een punt. Veel partijen in de vastgoedmarkt verdienen geld met informatievoorsprong. Partijen zijn voorzichtig om als eerste data beschikbaar stellen. Data over transacties en huurgegevens worden liever niet vrijgegeven. In de media zijn hoge verkoopprijzen van kantoren regelmatig te lezen. Dat diezelfde kantoren twee jaar eerder duurder zijn aangekocht lees je nergens.

De verwachting bestaat wel dat het een kwestie van tijd is tot dat er meer transparantie in de markt komt. De eerste Big Data bedrijven hebben zich al gemeld op de markt. Op dit moment verzamelen deze bedrijven alleen nog data die op verschillende plekken te vinden is en brengt deze samen. Maar het zal niet lang meer duren tot dat deze bedrijven ook andere data beschikbaar gaan stellen.

Conclusies

- Verschillen in mate van transparantie binnen de vastgoedsector. Directe en beursgenoteerde markt redelijk transparant. Geldt voor private vastgoedfondsen in mindere mate.

- Beoordeling van private fondsen wordt afgeleid van ROZ/IPD-index, EPRA-index of zelf vastgestelde benchmark op basis van verleden.
- Transparantie closed-end fondsen vaak groter dan bij open-end fondsen. Experts geven aan objecten in closed-end volledig te kennen. Aantal objecten in open-end fondsen vaak groter, en aandeel in fonds is kleiner, fondsmanagers nemen niet de moeite alle informatie inzichtelijk te maken.
- Fondsen die open staan voor institutionele beleggers moeten door druk van deze partijen meer transparantie bieden en accountancy verklaringen bezitten.
- Transparantie speelt zeer belangrijke factor in criteria om in fonds te beleggen. Verschillende landen ter wereld worden uitgesloten vanwege beperkte mate van transparantie.
- Transparantie heeft geen invloed op de keuze voor een managementstijl. Over het algemeen worden value-added en opportunity fondsen wel strenger beoordeelt dan core fondsen. Beleggers geven aan de inhoud en strategie van het fonds beter te doorgronden.
- Beleggers geven aan dat meer transparantie gewenst is. Het is een van de belangrijkste voorwaarden voor de locatie van een belegging. Het verstrekken van informatie ligt echter gevoelig.
- Experts geven aan te verwachten dat met de komst van externe big data bedrijven er meer transparantie in de markt zal komen.

9.1.6 BEHAVIORAL FINANCE

Verschillende experts geven aan dat beleggingen nooit los kunnen worden gezien van beleggingen van andere marktpartijen. De manier waarop andere beleggers zich bewegen heeft namelijk invloed op de data die gebruikt wordt om tot bepaalde keuzes te komen. Wanneer een partij een grote kantorenportefeuille in de markt zet heeft dit gevolgen voor de prijzen en daarmee de waardering van de eigen portefeuille. Beleggers kijken dus altijd naar acties van anderen.

Het is echter wel zo dat ieder pensioenfonds een eigen verplichtingenstructuur kent en daarmee een eigen strategie heeft op de lange termijn. Daarmee is dus niet iedereen op zoek naar dezelfde beleggingen met dezelfde risico-/rendementsverhouding. Het direct vergelijken van portefeuilles heeft dus niet heel veel zin.

Iedere belegger maakt zelf marktprognoses, data analyses en rapporten om te bepalen waarin er geïnvesteerd dient te worden. Dit zal ook altijd het uitgangspunt vormen voor het beleggingsbeleid. De data waarop beleggers zich baseren is natuurlijk in grote lijnen wel van dezelfde bronnen aanwezig. Als je onderzoek en analyses op een bepaalde geografische allocatie duiden, is het niet ongebruikelijk dat een andere belegger tot dezelfde conclusies komt.

Daarnaast wordt aangegeven dat beleggers er rekening mee houden dat ze slechts één speler in de markt zijn. Het is daarom niet altijd mogelijk om vast te houden aan je strategie. Wanneer aanvangsrendementen dalen in de markt komt er een moment dat je het vereiste rendement niet meer kunt halen in bijvoorbeeld core fondsen. Dan kun je koppig vasthouden aan je strategie voor core fondsen, maar krijg je het vermogen niet belegd. De markt zorgt er voor dat je min of meer gedwongen wordt een value-added of opportunistische strategie te gaan volgen. De beslissingen en beleggingen van andere partijen spelen zodoende zeker een belangrijke rol.

De beleggers geven aan dat het over het algemeen bekend is waar de anderen zitten met hun positie. Daar wordt vervolgens over nagedacht en er wordt bekeken of dit uitlegbaar is en of dit eventueel ook interessant is om mee te nemen in de eigen portefeuille. Het stelt ook grenzen aan de accepteerbaarheid van de eigen portefeuille. De Nederlandse Bank volgt het beleggingsbeleid nauwgezet en je hebt als pensioenfondsen wel wat uit te leggen wanneer je totaal anders belegt dan de markt en daarmee de mist in gaat.

Daarnaast geven verschillende beleggers aan dat ideeën over de invulling van de portefeuille niet uit de lucht komen vallen. De pensioenwereld in Nederland is klein en partijen komen elkaar vaak tegen en bespreken marktontwikkelingen op conferenties. Daarnaast zitten partijen regelmatig samen in fondsen of clubdeals. Ideeën vloeien door de industrie. En ja, dit leidt tot kuddegedrag. Soms is een partij net iets sneller met het nemen van een beslissing maar er wordt sterk naar elkaar gekeken. In een van de interviews wordt de sterk toegenomen interesse in Nederlandse huurwoningen als voorbeeld daarvan gegeven. Deze beleggingscategorie is de laatste jaren sterk aan populariteit toegenomen nadat deze een 'hot topic' vormde in de sector.

De invloeden die hierboven zijn beschreven ontstaan voornamelijk vanuit de markt. In twee interviews wordt aangegeven dat beslissingen ook door het gedrag van de individuele belegger beïnvloed worden. Investmentmanagers worden door pensioenfondsen beoordeeld op het presteren. In veel gevallen wordt een investmentmanager afgerekend op de korte termijn. Ieder jaar vindt er een evaluatie plaats over de prestaties. Als deze tegenvallen ten opzichte van de gebruikte benchmark heb je een probleem. Als je drie jaar lang minder presteert dan de markt, ben je je baan kwijt.

In de pensioenwereld is het belangrijk om te doen wat de anderen doen. En misschien nog wel belangrijker is om het niet slechter te doen dan de anderen. Dit korte termijn denken resulteert er ook in dat beleggers vooral kijken naar wat in het korte verleden tot resultaat heeft geleid. Voorkeuren voor bepaalde beleggingsstijlen zullen veelal gebaseerd zijn op het renderen van deze stijlen in de afgelopen vijf jaar. Als de markt rendement haalt in value-added fondsen, wil jij niet de belegger zijn die alleen in core zit. Beleggers bij pensioenfondsen zullen niet snel proberen de markt/benchmark te verslaan. Belangrijker is om het niet slechter te doen dan de markt.

Vastgoedcycli

Experts geven aan dat cycli zeker van invloed zijn op de keuzes die gemaakt worden. Ten aanzien van de cyclus stelt de belegger zich de volgende vragen:

- Wanneer beleg je ergens in?
- Voor hoe lang beleg je daar in?
- Via welke structuur?

De keuze om in een bepaald fonds te beleggen is daarmee afhankelijk van de strategie van het fonds. Doordat cycli een verschillend verloop kennen tussen regio's en sectoren zal per fonds de afweging worden gemaakt of de gehanteerde strategie past binnen de visie van de belegger.

Experts geven aan dat de voorkeuren voor een managementstijl vaak te herleiden zijn tot de positie in de cyclus. Vaak zal de voorkeur voor meer risicovollere stijlen, zoals value-added en opportunistisch, toenemen naarmate de markt zich verder richting de top van de cyclus beweegt. Daarvoor komen in de interviews twee belangrijke oorzaken naar voren. De eerste is dat naarmate het gedurende een langere periode goed gaat in de markt, risico's langzaam worden onderschat. Wanneer er eenvoudig hoge rendementen kunnen worden behaald, en er geen risico's lijken te

bestaan, zijn beleggers eerder geneigd om mee te gaan met het sentiment van de markt. De tweede oorzaak geldt specifiek voor pensioenfondsen. Doordat vastgoed slechts een deelportefeuille is van de totale beleggingsportefeuille van het pensioenfonds, en de verdeling van het totale pensioenvermogen gebaseerd is op een optimale verdeling over alle beleggingscategorieën, is het belangrijk dat de gehele allocatie naar vastgoed ook daadwerkelijk belegd wordt. Er bestaat als het ware een beleggingsdwang voor pensioenfondsen. Wanneer het goed gaat met de vastgoedmarkt, en zich in de opwaartse fase van de cyclus begeeft, is het druk op de markt. Dit zorgt ervoor dat aanvangsrendementen dalen, waardoor de waarde van vastgoed stijgt. Er komt dan een moment dat het vereiste rendement niet meer kan worden gehaald met beleggingen in core vastgoed. Om extra rendement te halen moet er dus meer risico worden genomen. Dit kan door meer leverage te gebruiken of door vastgoed te kopen dat van mindere kwaliteit is. De markt drijft in dat geval pensioenfondsen van core fondsen naar value-added of opportunity fondsen.

De meeste experts geven aan geen anti-cyclische strategieën aan te houden. De reden daarvoor is dat zij van mening zijn dat markt timen erg riskant is. Dit betekent niet dat er niet naar wordt gekeken. Wanneer er zich kansen in de markt voordoen zal dit wel in overweging worden genomen.

Een expert geeft aan juist wel anti-cyclisch te beleggen wanneer dit mogelijk is. In de bodem van afgelopen crisis heeft deze belegger flink geïnvesteerd. Door de grote omvang van het beheerde vermogen bestond er de kans te investeren toen andere partijen dat niet konden. Daarmee is behoorlijk geprofiteerd van de markt. Nu de markt weer aantrekt, en veel andere partijen hun exposure willen vergroten, zit deze belegger vaak aan de verkopende kant. Deze belegger geeft aan vooral in core producten te hebben geïnvesteerd. Deze waren dusdanig goedkoop dat er opportunity rendementen behaald zijn op core beleggingen.

In een van de interviews wordt gesteld dat beleggingen vaak een pro-cyclisch karakter hebben. Prestaties worden op de korte termijn beoordeeld. Dat drijft beleggers te handelen volgens een korte termijn visie. Er wordt gekeken naar wat de afgelopen jaren goed geredendeert heeft, en daar wordt in belegd. Niemand kent het omslagpunt van de markt, en je wilt geen rendement laten liggen. Je zou kunnen stellen dat beleggingen sterk worden bepaald door het sentiment op de markt.

Conclusies:

- Beleggers kijken naar beleggingen van anderen. Data die gebruikt wordt voor het te voeren beleggingsbeleid wordt beïnvloed door andere beleggers in de markt. Bovendien beschikken partijen over ongeveer dezelfde data. Meerdere beleggers zullen met uitkomsten van data analyse tot een allocatie komen naar een land of sector.
- Door marktwerking worden core producten duurder wanneer de vraag groot is. Uiteindelijk komt er een moment dat de risico-/rendementsverhouding van value-added fondsen gunstiger is. De markt laat de belegger opschuiven op de riskcurve.
- Beleggers gebruiken de allocatie van andere beleggers om te toetsen of de eigen portefeuille uitlegbaar is. Het is niet wenselijk om iets totaal anders te doen dan de anderen.
- Ideeën over te voeren beleid vloeien door de markt. De pensioenwereld is klein en partijen spreken elkaar regelmatig op conferenties of maken samen deel uit van een vastgoedfonds. Dit kan soms leiden tot kuddegedrag.
- Investmentmanagers worden beoordeeld op het resultaat van de portefeuille. Belangrijk is om het niet slechter te doen dan de markt / benchmark. Omdat prestaties op de korte

termijn getoetst worden nemen investmentmanagers beslissingen die gebaseerd zijn op resultaten in het korte verleden.

- Marktsentiment is een belangrijker drijver van beleggingsbeslissingen. Beleggers willen geen rendement laten liggen en gaan mee in de ontwikkelingen op de markt.
- De vastgoedcyclus beïnvloedt de keuzes van beleggers op de vraag wanneer ze ergens in beleggen, hoe lang ze daar in beleggen en via welke structuur. Dit verschilt bijvoorbeeld per sector of regio.
- Er bestaat een procyclisch verband tussen de voorkeur voor een managementstijl en de vastgoedcyclus. Beleggers accepteren meer risico richting de top van de cyclus. Dit is vooral een resultaat van lagere rendementen op core vastgoed als gevolg van hoge aanschafwaarden.
- De meeste beleggers beleggen niet anti-cyclisch. Reden daarvoor zijn de grote risico's die daaraan verbonden zijn, en de afrekening die volgt wanneer het verkeerd gaat. Een belegger geeft aan, door te kunnen profiteren van een groot vermogen, wél anti-cyclisch te beleggen.

9.1.7 DE INVLOED VAN CYCLI OP BELEGGINGSVOORKEUREN

In vraag 7 zijn de ontwikkeling van voorkeuren voor managementstijlen en de INREV-index uit voorgelegd aan de experts. Daarbij is gevraagd om te verklaren en uit te leggen hoe zij de ontwikkeling in voorkeuren zien. Alle bedrijven waarvoor de experts werken hebben deelgenomen aan het onderzoek.

Verschillende experts geven aan dat de ontwikkelingen van voorkeuren visualiseren wat er in de vorige vragen geantwoord is. De enquête voor het INREV onderzoek wordt aan het einde van het voorgaande jaar afgenomen (in Q4). Beleggers baseren voorkeuren op de afgelopen paar jaar. Dit zie je heel duidelijk in de uitkomsten van de voorkeuren.

De voorkeur voor value-added en opportunity fondsen in 2007 tot 2009 is te verklaren doordat deze fondsen in de periode 2004 tot 2007 aanzienlijk beter presteerde dan core fondsen. In de jaren 2004 tot 2007 werden er steeds hogere rendementen behaald. Hierdoor nam de vraag naar vastgoed verder toe. De hogere rendementen werden echter vooral gedreven door de toegenomen vraag en niet zo zeer door het directe rendement. Om aan de verhoogde vraag naar vastgoed en rendement te voldoen is meer risico gezocht door ontwikkeling, slechter vastgoed en/of leverage. De aanwezigheid van al deze partijen heeft geleid tot lage aanvangsrendementen en daardoor uiteindelijk ook tot meer risicovollere beleggingen.

Eind 2008 hebben de eerste beleggers in de gaten dat het de verkeerde kant op gaat en slaan hun voorkeuren om naar 'veilige' core beleggingen. Eind 2009 heeft de gehele markt de voorkeur voor core. Dat de voorkeur voor value-add fondsen in 2013 weer sterk toe begint te nemen, is voor een belangrijk deel te verklaren door de hoge prijzen van core vastgoed. De sterke voorkeur voor core heeft de prijzen de laatste jaren omhoog gedreven. Beleggers zoeken langzaam weer meer risico om voldoende rendement te halen. Deze ontwikkeling zal zich komende paar jaren door gaan zetten. Dit gaat logischerwijs ook samen met een groei van het vertrouwen in de economie.

Beleggers hebben een voorkeur voor strategieën die in het recente verleden hebben gewerkt. Wanneer value-add fondsen goed gerendeerd hebben de afgelopen paar jaar is de kans groot dat beleggers daar hun exposure zoeken. Wat dat betreft zijn beleggers kuddedieren. Een van de

geïnterviewde beleggers geeft aan dat bij iedereen het bewustzijn van een cyclus bestaat. Het is echter wel zo dat niemand achteraan wil lopen, en dat het lastig uit te leggen is wanneer de markt goede rendementen behaalt, jij als belegger niet mee doet in die markt.

Zoals in de voorgaande vraag al naar voren is gekomen word de portefeuillebeheerder afgerekend op het behaald rendement, dat moet dan niet heel ver achterblijven op de markt. Voor beleggers speelt het recente verleden een grotere rol dan de gehele historie van een markt.

Het blijkt voor beleggers lastig om lange termijn doelstellingen te behouden, nadat er behoorlijke verliezen worden geleden na een inzinking in de markt. Beleggers gaan dan tegen hun strategie in, daarop reageren, en verlies proberen in te perken. Je ziet dat de acceptatie voor risico dan snel afneemt.

Met de stelling dat beleggers dan verkeerde beslissingen nemen op de verkeerde momenten zijn de beleggers het eens. Niemand kent precies het keerpunt van de markt, maar over het algemeen lopen beleggers achter de feiten aan. Dit is echter een resultaat van hoe de markt werkt. Beleggers geven aan wel te proberen om omslagpunten in de cyclus te herkennen en daar op te sturen. Dat is alleen heel moeilijk. Wanneer je nu in een gesloten fonds instapt, weet je dat je over 7 tot 12 jaar gaat liquideren. Niemand weet echter hoe de markt er dan uit zal zien.

Daarnaast wordt door een expert aangegeven dat er belegd wordt namens een pensioenfonds. Anticyclische strategieën zijn sterk speculatief. Dat laat zich niet uit leggen tegenover deelnemers in het fonds. Theoretisch gezien is het inderdaad waar dat opportunistische strategieën het best renderen in de bodem van de markt. Maar dat soort beleggingsstrategieën zijn meer voorbehouden aan private equity beleggers. In de regel zijn pensioenfondsen core beleggers. Voorkeuren zoals gepresenteerd in het INREV onderzoek zijn een gemiddelde van beleggers afkomstig uit verschillende landen. Nederlandse beleggers zijn in vergelijking tot andere beleggers zeer behoudend. Wanneer de markt een sterke voorkeur heeft voor meer risicovolle managementstijlen zullen Nederlandse fondsen nog steeds een relatief grote voorkeur hebben voor core fondsen.

Veronderstellingen:

- Beleggers baseren voorkeuren op presteren van managementstijlen in voorgaande jaren.
Antwoord: Eens, beleggers baseren voorkeuren/beslissingen op beleggingen die in het korte verleden goed/minst slecht gerendeerd hebben. Vermogensbeheerders worden afgerekend op de korte termijn en moeten het niet slechter doen dan de markt.
- Beleggers zijn in de top van de cyclus bereid steeds meer risico te nemen.
- **Antwoord:** Eens, zoals al eerder in interview naar voren gekomen. Hoger in de cyclus verschuiving naar managementstijlen met hoger risicoprofiel. Belangrijke oorzaak daarvan is dat een bloeiende vastgoedmarkt zorgt voor drukte op de markt, dalende aanvangsrendementen en daarmee stijgende prijzen. Om vereist rendement te halen verschuift het risicoprofiel van beleggers. Daarnaast kent niemand het omslagpunt van de markt en lonken er hoge rendementen.
- Beleggers gaan er van uit dat positieve ontwikkelingen zich doorzetten.
Antwoord: Oneens, beleggers gaan er niet zozeer vanuit dat de positieve ontwikkelingen doorzetten, maar gaan mee met het sentiment van de markt.

- Beleggers reageren met vertraging op rendementsontwikkelingen.

Antwoord: Eens. Het duurt even tot dat beleggers beseffen dat de markt veranderd is.

Wanneer rendementen dalen wil dat niet direct zeggen dat de top van de cyclus al bereikt is. Doordat beleggers zich deels baseren op geslaagde strategieën in de laatste jaren duurt het even tot dat iedereen zijn voorkeuren aanpast aan de nieuwe situatie. Dat geldt ook andersom, als rendement stijgt blijven veel beleggers nog enige tijd risico-avers.

- Beleggers worden na verlies sterk risico-avers.

Antwoord: Eens, zoals aangegeven is het lastig om lange termijn doelstellingen te behouden, nadat er door marktomstandigheden forse verliezen worden geleden. Beleggers reageren op de verliezen en laten de strategie los om verder verlies te beperken.

Conclusies:

- Tabel en grafiek laten zien dat beleggers voorkeuren baseren op beleggingen die in het korte verleden goed / het minst slecht gerendeerd hebben.
- Hoger in de cyclus verschuiving naar managementstijlen met hoger risicoprofiel. Oorzaak is hogere prijzen core vastgoed en onderschatting van risico.
- Wanneer markt omslaat worden beleggers risico avers. Dit houdt aan tot prijzen van core weer te hoog worden. Value-added gaat beter renderen en voorkeur schuift op.
- De keuze te beleggen in fondsen met een bepaalde managementstijl wordt niet gestuurd op de positie in de cyclus. Het risico daarvan is groter dan pensioenfondsen kunnen dragen. Dergelijke strategieën worden toegepast door private-equity beleggers.
- Nederlandse pensioenfondsen zijn vooral core beleggers. Hoewel er als gevolg van cyclus verschuivingen plaats vinden in de acceptatie van risico, zal de meerderheid van de Nederlandse fondsen veelal een voorkeur hebben voor core fondsen.

9.1.8 DE INVLOED VAN DE HUIDIGE LAGE RENTE EN DEKKINGSGRAADPROBLEMATIEK OP BELEGGINGEN IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN

Een van de experts geeft aan dat de lage rente ertoe heeft geleid dat veel beleggers naar vastgoed zijn gaan kijken. Veel beleggingscategorieën renderen niet en beleggers zoeken rendement. De vastgoedmarkt biedt dat nog enigszins. Doordat de Europese Centrale Bank nu staatsobligaties opkoopt, verwacht een van de experts een 'wall of money' op de vastgoedmarkt. Deze 'wall of money' gaat er ongetwijfeld voor zorgen dat er meer risico in de markt gaat komen. De aanvangsrendementen zullen dalen en de vraag is of dat niet te ver door zal gaan. De rente zal uiteindelijk weer gaan stijgen waardoor partijen in de problemen gaan komen. Wat dat betreft lijken beleggers weinig te hebben geleerd van de periode vlak voor de crisis. Voor het pensioenfonds heeft dit tot gevolg dat core vastgoed te duur wordt en de voorkeur uitgaat naar meer value-added vastgoed.

In verschillende interviews wordt aangegeven dat deze ontwikkelingen geen directe gevolgen hebben op de rol van vastgoed in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen. Geen van de investmentmanagers heeft vanuit het pensioenfonds de opdracht gekregen om aanpassingen door te voeren in de allocatie. De waarde van vastgoed is momenteel hoger door de lage rente stand. Dat zou er in theorie toe kunnen leiden dat vastgoed een te grote rol gaat spelen in de asset-mix van het

pensioenfonds, waardoor er vastgoed verkocht moeten worden om overweging te voorkomen. Op dit moment speelt dat echter nog geen rol.

Een van de experts geeft aan dat vastgoed niet wordt/is gebruikt om de dekkinggraad te verhogen. Pensioenfondsen zijn verplicht om een plan te maken om binnen 3 jaar te voldoen aan dekkinggraad van 105% wanneer zij daaronder komen. In het FTK staan wettelijke regels die pensioenfondsen in dergelijke gevallen moet naleven. Een eis aan het herstelplan is dat het beleggingsbeleid niet meer risico mag bevatten om de dekkinggraad sneller te kunnen doen stijgen. Een grotere allocatie naar zakelijke waarden, zoals vastgoed, is dus niet toegestaan. De vastgoedportefeuille volgens een hoger risicoprofiel invullen is dus niet toegestaan.

Conclusies:

- De lage rente omgeving zorgt ervoor dat veel beleggers exposure zoeken in vastgoed. Druk op de markt drijft prijzen omhoog. Er zal meer risico in de markt ontstaan. Dit zorgt wellicht voor een verschuiving in de voorkeur naar value-added en opportunity fondsen.
- Een gevolg van de aanhoudende lage rente is de druk op de dekkinggraden van pensioenfondsen. Wanneer deze onder de 105% komen moeten pensioenfondsen met een plan komen.
- Problemen m.b.t. de dekkinggraad hebben geen directe gevolgen voor de vastgoedportefeuille. DNB staat pensioenfondsen niet tot extra risico aan te brengen in het beleggingsbeleid. Een vergrote exposure naar zakelijke waarden als vastgoed is niet zomaar mogelijk.
- Meer risico toevoegen in de huidige vastgoedallocatie is om dezelfde reden niet toegestaan.

10. Conclusie en discussie

Met dit hoofdstuk wordt het onderzoek afgesloten. In de eerste paragraaf zullen de deelvragen beantwoord worden. Vervolgens volgt in paragraaf 10.2 de conclusie. Tot slot volgt een paragraaf met discussie.

10.1 Beantwoording van deelvragen

DEELVRAAG 1: HOE STELLEN PENSIOENFONDSEN HUN BELEGGINGSPORTEFEUILLE SAMEN?

Pensioenfondsen hebben als primaire taak om voor ontvangen gelden van pensioendeelnemers een beleggingsbeleid op te stellen zodat in de toekomst voldaan kan worden aan de verplichtingen richting de deelnemers van het fonds.

Om tot een dusdanig beleggingsbeleid te komen maken pensioenfondsen gebruik van Asset Liability Management. Pensioenfondsen zijn elke drie jaar verplicht tot het maken van een ALM-studie.

De achterliggende theorie voor het opstellen van het beleggingsbeleid is de Moderne Portefeuille Theorie. CAPM is een verdieping van de MPT. De CAPM bepaalt het verwacht rendement van een bepaalde belegging in een evenwichtige marktsituatie, gegeven zijn gevoeligheid voor het systematische risico.

Experts geven aan dat beleggingstheorieën zeker een rol spelen in het beleid. De Moderne Portefeuille Theorie vormt de basis van ALM-studies. Uit de interviews blijkt dat ALM-studies in belangrijke mate de blauwdruk vormen van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. De verdeling van het pensioenvermogen over de beleggingscategorieën lijkt sterk op de uitkomsten van de ALM-studie. In enkele interviews komt naar voren dat de weging naar de vastgoedallocatie achteraf wordt aangepast. De belangrijkste reden die daarvoor wordt gegeven is de kwaliteit van data die als input voor de studie wordt gebruikt.

Wat betreft beleggingen binnen de vastgoedportefeuille speelt de MPT in mindere mate een rol. Experts maken bij het selecteren van beleggingen wel gebruik van CAPM. Bij iedere belegging wordt beoordeeld of het niet-systematische risico geëlimineerd kan worden

DEELVRAAG 2: OP WELKE WIJZE ORGANISEREN PENSIOENFONDSEN HUN BELEGGINGEN?

In de literatuur worden er binnen de organisatiestructuur van pensioenfondsen drie niveaus onderscheiden : het strategisch-, tactisch en operationeel niveau. Uit de interviews blijkt de organisatiestructuur er in de praktijk vergelijkbaar uit te zien.

Op het strategisch niveau vindt de vormgeving van het beleggingsbeleid voor de lange termijn plaats. Het strategisch niveau kent 2 fasen.

In de eerste fase wordt de optimale mix van beleggingscategorieën bepaald. Karakter en doelstelling van het pensioenfonds vormen input voor een ALM-studie. Dit wordt in de eerste fase van het beleid gedaan voor een periode van 15 jaar. Minimaal eens per 3 jaar actualiseren pensioenfondsen het beleid aan de hand van een ALM-studie. Op basis van de resultaten wordt een lange termijn gewenste beleggingsportefeuille vastgesteld, de normportefeuille

In de tweede fase wordt het mandaat van de daadwerkelijke beleggingsportefeuilles vastgesteld en de vermogensbeheerder gekozen. Uit de interviews komt naar voren dat dit iedere 1 tot 3 jaar wordt gedaan. Deze korte termijn beleggingsplannen vormen het operationele kader waarbinnen het pensioenfonds de beleggingsportefeuille aanstuurt. . Uit de interviews komt naar voren dat een dergelijk beleggingsplan uitgebreider is dan uit de literatuur naar voren is gekomen. . In de interviews

wordt aangegeven dat de investmentmanager de strategie voor de vastgoedportefeuille bepaald voor een periode van 7 tot 10 jaar. In deze strategie wordt de keuze gemaakt tussen directe en indirecte beleggingen, en tussen verschillende sectoren en landen/regio's.

Op tactisch niveau vult de vermogensbeheerder de gewenste, strategisch bepaalde portefeuille, zo goed mogelijk volgens het mandaat dat het pensioenfonds gegeven heeft in. Uit de interviews komt naar voren dat er behoorlijke verschillen bestaan in het mandaat. Een keer per jaar vindt een herziening van het beleid plaats en wordt beoordeeld of de vastgoedportefeuille bijgestuurd dient te worden. Dit vertaalt zich in een acquisitie/dispositie plan. Experts geven aan dat dit als nuances in het beleid moet worden gezien. Grote beleidswijzigingen zijn niet mogelijk vanwege het illiquide karakter van vastgoed. Iedere 3 tot 5 jaar evalueren investmentmanagers de resultaten van aangebrachte koerswijzigingen.

DEELVRAAG 3: WAT ZIJN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN?

Private vastgoedfondsen zijn een indirecte beleggingscategorie binnen vastgoed, niet publiek verhandelbaar op een beurs, waarin de belegger geen meerderheidsbelang bezit in het onderliggende vastgoed, en niet de controle heeft over het (operationele) management.

Een privaat vastgoedfonds wordt beheerd door een manager die verantwoordelijk is voor het operationele management en de strategische beslissingen van het fonds. Bij de lancering van het fonds stelt de manager, in overeenkomst met de beleggers, de strategie en managementactiviteiten van het fonds vast.

Private vastgoedfondsen zijn te onderscheiden in drie managementstijlen: core, value-added en opportunistisch. De managementactiviteiten en de strategie van het fonds kenmerken de managementstijl. De classificatie geeft inzicht in het risico-/rendementsprofiel van het vastgoedfonds.

DEELVRAAG 4: WAAROM BELEGGEN BELEGGERS IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN?

Uit het onderzoek van INREV, en de antwoorden uit de interviews komt naar voren dat private vastgoedfondsen in de portefeuille worden opgenomen vanwege de;

- Toegang tot expert management;
- Toegang tot specifieke sectoren en markten;
- Internationale diversificatiemogelijkheden;
- Gebruik maken van omstandigheden op de markt;
- Risico-/rendementsverhouding t.o.v. andere vastgoedbeleggingscategorieën;
- Verhogen van het portefeuillerendement.

DEELVRAAG 5: WAT IS DE INVLOED VAN DE VASTGOEDCYCLUS OP BELEGGINGEN IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN?

Duidelijk is geworden dat de vastgoedcyclus een factor is die door invloed op het risico en rendement van vastgoed invloed heeft op beleggingen. Hoe beleggers theoretisch gezien gebruik kunnen maken van de cyclus bij hun beslissingen wordt niet duidelijk. Logische redenering doet vermoeden dat de verschillende managementstijlen gebaat zijn bij verschillende economische omstandigheden, en daarmee op verschillende momenten in de cyclus het beste renderen.

In het onderzoek is de veronderstelling gemaakt dat verschillende managementstijlen in verschillende fasen van de cyclus gehanteerd zouden moeten worden om maximaal rendement te behalen. Wanneer hier vanuit wordt gegaan zou verwacht worden dat voorkeur voor opportunistische managementstijlen het grootst zou moeten zijn in de bodem van de cyclus. Experts onderkennen deze theorie, maar geven aan dat in de praktijk exact het tegenovergestelde gebeurt.

Een verklaring daarvoor is dat richting de top van de cyclus core vastgoed te duur is. Door drukte op de vastgoedmarkt, die vaak gepaard gaat met eenvoudig te verkrijgen krediet, zijn aanvangsrendementen dusdanig gedaald dat het vereiste rendement niet kan worden behaald met beleggingen in core fondsen. Omdat allocatie naar de vastgoedportefeuille gebaseerd is op een optimale asset-mix van het pensioenfonds, dient deze ook daadwerkelijk volledig ingevuld te worden. Hierdoor ontstaat een 'beleggingsdwang'. Om te kunnen voldoen aan de rendementseis wordt daarom belegt in value-added of opportunistische fondsen die een hoger rendement bieden.

Deze situatie kan zich voordoen in verschillende fasen van de cyclus. In de opwaartse fase van de cyclus dalen de aanvangsrendementen door toenemende rendementen (zowel direct als indirect), eenvoudiger te verkrijgen krediet en optimisme en daarbij horende onderschatting van risico. Maar ook in de bodem van de cyclus, wanneer alle partijen exposure zoeken naar relatief veilig core vastgoed, kunnen aanvangsrendementen sterk dalen.

Daarnaast heeft de vastgoedcyclus een belangrijke invloed op de belegger. Hoe dit werkt is onder deelvraag 7 uitgewerkt.

DEELVRAAG 6: WELKE ONTWIKKELINGEN IN DE OMGEVING VAN PENSIOENFONDSEN BEINVLOEDEN BELEGGINGEN IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN?

Pensioenfondsen zijn ondernemingen die een vrij belegbaar vermogen aanwenden voor beleggingsdoeleinden op de lange termijn vanuit het oogpunt daaruit winsten te genereren om het toekomstige inkomen (pensioen) van de deelnemers veilig te stellen. Het beleid van pensioenfondsen is gericht op stabiele beleggingsopbrengsten ter voorkoming van sterk wisselende premies die betaald moeten worden door de deelnemers. Risico dient daarom beperkt te worden, waarmee ook de maximalisatie van het rendement beperkt wordt.

Uit de literatuur komen een aantal belangrijke ontwikkelingen in de Nederlandse pensioenomgeving naar voren:

- I. Concentratie van pensioenvermogen.
- II. Afsplitsing van investmentmanagement organisaties.
- III. Liquiditeitsbehoefte door veranderingen in de pensioenregelingen en demografische ontwikkelingen van de bevolking.
- IV. Dekkingsgraadproblematiek.

Ad. I. De concentratie van het pensioenvermogen leidt ertoe dat meer pensioenvermogen belegd gaat worden in core fondsen. Kleinere pensioenfondsen hebben niet / in mindere mate het vermogen om te kunnen participeren in core fondsen. Veel van deze core fondsen kennen een gesloten vorm en bieden slechts ruimte aan enkele deelnemers. Om het fonds te kunnen vullen zijn dus deelnemers met een groot vermogen nodig. Om voldoende diversificatie aan te brengen kunnen kleinere pensioenfondsen dergelijke vermogens niet in één fonds plaatsen. Zij zullen dus vaker in fondsen beleggen met vastgoed van een mindere kwaliteit.

Ad. 2. De afsplitsing van vermogensbeheertakken door pensioenfondsen zorgt voor een grotere afstand tot beleggingen. Investmentmanagers hebben, door de grotere afstand tussen het pensioenfonds en de vermogensbeheerder, de noodzaak om op de korte termijn te voldoen aan de vastgestelde benchmarks. De voorkeur voor een managementstijl zal daarom sterk beïnvloed worden door het presteren daarvan in het korte verleden.

Ad. 3. De toegenomen liquiditeitsbehoefte heeft niet direct invloed op de beleggingen in private vastgoedfondsen. Vastgoed in zijn algemeen, en private fondsen in het bijzonder gelden als illiquide beleggingen. Eventuele verschillen tussen de mate van liquiditeit tussen fondsen met een verschillende managementstijl zijn niet van invloed op de keuze van een fonds. Als de toegenomen liquiditeitsbehoefte al een rol speelt in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is dat te herleiden in de procentuele allocatie naar de beleggingscategorie vastgoed.

Ad. 4. De dekkinggraadproblematiek heeft geen invloed op de voorkeur voor managementstijlen. Wanneer pensioenfondsen de vereiste dekkinggraad van 105% niet halen zijn zij verplicht een herstelplan te schrijven om binnen 3 jaar weer aan de eisen te voldoen. Het beleggingsbeleid mag niet meer risico bevatten dan in de huidige situatie. Een grotere allocatie naar zakelijke waarden, of het verhogen van het risico binnen de vastgoedportefeuille, is niet toegestaan.

DEELVRAAG 7: WELKE NIET RATIONELE FACTOREN BEINVLOEDEN DE VOORKEUR VOOR EEN MANAGEMENTSTIJL?

In de literatuur zijn verschillende onderzoeken gevonden die aantonen dat beleggingsbeslissingen niet altijd via een (volledig) rationeel proces genomen worden. Op de beleggingsmarkt blijkt sentiment een belangrijke rol te spelen en individuele beleggers maken gebruik van heuristische en vooroordelen in hun besluitvorming.

De bevindingen uit het literatuuronderzoek blijken herkenbaar wanneer een analyse wordt gemaakt van de voorkeur voor managementstijlen zoals die verwerkt zijn in het INREV Investment Intensions Survey. Veronderstellingen uit de analyse komen sterk overeen met bevindingen uit eerder onderzoek. De veronderstellingen zijn de uitkomsten van niet rationele factoren die van invloed zijn op de voorkeur.

In de expertinterviews worden de gemaakte observaties bevestigd. In de uitleg waarom het waargenomen beleggersgedrag ontstaat staat de vastgoedcyclus centraal. In de eerste plaats wordt gewezen op de beleggingsdwang die uitgelegd is onder deelvraag 5. De markt drijft de voorkeur van beleggers richting fondsen met een hoger risicoprofiel. Dit past binnen het externe effecten model uit de Behavioral Finance. In dit model wordt verklaring gevonden voor rationeel kuddegedrag uit externe effecten. Problemen zijn in dit geval het niet kunnen invullen van de vastgoedportefeuille. Daarbij doet het er niet toe of anderen verstandig handelen of niet. De situatie kan gezien worden als economisch gedrag waarbij individuele rationaliteit leidt tot collectieve irrationaliteit.

Daarnaast benadrukken experts dat er door de pensioenfondsen op de korte termijn prestaties worden verwacht. Het is voor investmentmanagers belangrijk om te doen wat anderen in de markt doen, en zéker niet slechter te presteren. De noodzaak om op de korte termijn te presteren resulteert in een focus van de belegger op de korte termijn. Beleggers kijken vooral naar wat in het korte verleden tot resultaat heeft geleid. Voorkeuren voor bepaalde beleggingstijlen zullen veelal gebaseerd zijn op het renderen van deze stijlen in de afgelopen vijf jaar. Dit sluit aan op het reputatiemodel uit de Behavioral Finance. Professionals nemen beslissingen niet alleen nemen vanuit het oogpunt van nutsmaximalisatie maar ook ter verbetering van de eigen reputatie. Wanneer een

professional de massa volgt en foute keuzes maakt, zal deze professional nooit als enige hiervoor verantwoordelijk worden gehouden, waarmee reputatieschade beperkt blijft.

In de interviews wordt benadrukt dat beleggen mensenwerk is, en dat er gebruik wordt gemaakt van vuistregels en vooroordelen. Zoals aangegeven in deelvraag 5 zorgt ook de vastgoedcyclus voor niet rationeel gedrag van beleggers. Beleggingen kunnen niet los worden gezien van sentiment. In de top van de markt wordt risico onderschat, en na het lijden van verliezen is het lastig vast te houden aan lange termijn strategieën. Verlies beperken wordt een doel en risico acceptatie neemt snel af. Verklaringen voor het gedrag van beleggers en de niet rationele keuzes die zij maken worden gevonden in het vakgebied Behavioral Finance.

10.2 Conclusie

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

“Welke factoren beïnvloeden de voorkeur voor een managementstijl bij beleggingen in private vastgoedfondsen door Nederlandse pensioenfondsen?”

Duidelijk is geworden dat er vele factoren bestaan die de voorkeur voor een managementstijl beïnvloeden. Daarbij is een onderscheid te maken in directe en indirecte factoren.

Een belangrijke indirecte factor is het strategische beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Hierin wordt de weging van de vastgoedportefeuille bepaald en worden eisen gesteld aan het te behalen rendement en geaccepteerde risico. In enkele gevallen bepaalt het pensioenfonds ook de geografische en sector allocatie binnen de vastgoedportefeuille. Indirect kan dat als gevolg hebben dat managementstijlen met een hoger risicoprofiel worden uitgesloten. Gesteld kan worden dat strategische asset allocatie van pensioenfondsen tot stand komt via een rationeel proces. Uitkomsten zijn gebaseerd op klassieke beleggingstheorieën en er bestaat weinig ruimte voor beslissingen van de individuele belegger. Aanpassingen op uitkomsten uit de ALM studie op de weging naar vastgoed zorgen wel voor enige subjectiviteit.

Naar voren is gekomen dat Nederlandse pensioenfondsen in steeds mindere mate zelf beleggen in vastgoed. Dit wordt uitbesteed aan investmentmanagement organisaties, wat in veel gevallen verzelfstandigde beleggingsafdelingen van pensioenfondsen zijn. Deze investmentmanagers zijn verantwoordelijk voor de daadwerkelijke samenstelling van de vastgoedportefeuille. Keuzes met betrekking tot de managementstijl van een privaat vastgoedfonds moeten dan ook hier worden gezocht.

Duidelijk wordt dat Nederlandse pensioenfondsen in de regel een voorkeur hebben voor core fondsen. Experts geven aan dat de meerderheid van het belegde vermogen in private vastgoedfondsen is ondergebracht in core fondsen. Er bestaan echter verschillende factoren waarom investmentmanagers van deze voorkeur afwijken.

Een van deze factoren is de beschikbaarheid van fondsen met een core strategie. Zeer grote pensioenfondsen hebben vanwege een groot kapitaal de mogelijkheid joint ventures op te richten of 'clubdeals' te sluiten. Door het beperkte aantal deelnemers in zo'n fonds hebben de pensioenfondsen relatief veel invloed op het beleggingsbeleid van het vastgoedfonds. De zo ontstane fondsen zijn vaak vooral gericht op core vastgoed. Kleinere pensioenfondsen zijn hiervan uitgesloten door gebrek aan vermogen. Experts geven aan dat er in de markt een beperkt aantal core

georiënteerde fondsen bestaan met een open-end structuur. De voorkeur wordt dus in zekere zin gedreven door het aanbod in de markt.

Een opvallende bevinding in dit onderzoek is dat de voorkeur voor managementstijlen met een hoger risicoprofiel toeneemt richting de top van de cyclus. Dat lijkt onlogisch gezien het verdienmodel van de strategieën die daarbij horen. In de interviews wordt dat door experts onderkend. De verklaring waarom dit toch gebeurt, ondanks de aanwezige kennis bij professionals, hangt sterk samen met de vastgoedcyclus.

De vastgoedcyclus blijkt een centrale rol te spelen in de voorkeursontwikkeling van beleggers. Daar liggen drie oorzaken aan ten grondslag:

1. Beleggingsdwang.
2. De noodzaak te presteren op de korte termijn.
3. Het gedrag van de individuele belegger.

Ad.1. Beleggingsdwang

Investmentmanagers krijgen vanuit het pensioenfonds de opdracht om de vastgoedportefeuille in te vullen naar gelang de strategisch bepaalde allocatie. Belangrijk is dat deze allocatie volledig wordt ingevuld, zodat de weging van de deelportefeuilles in lijn is met de strategisch bepaalde asset allocatie van het pensioenfonds. Investmentmanagers hebben dus een beleggingsdwang.

In de interviews geven beleggers aan dat Nederlandse pensioenfondsen bij voorkeur beleggen in core fondsen. Het grootste deel van het belegde vermogen in private vastgoedfondsen is dan ook ondergebracht in core fondsen. Ontwikkelingen in de markt kunnen er echter toe leiden dat het, door het pensioenfonds, vereiste rendement niet kan worden behaald met beleggingen in core fondsen. Zo zal een grote vraag naar core producten op termijn leiden tot dalende aanvangsrendementen en daarmee stijgende prijzen. Om tot het vereiste rendement te komen moet de investmentmanager meer risico nemen. Dit kan door het gebruik van meer leverage of door te beleggen in vastgoed van een mindere kwaliteit. De risico-/rendementsverhouding van beleggingen in fondsen met een hoger risicoprofiel wordt daarmee gunstiger. Daarmee zal de voorkeur voor dergelijke fondsen ook groter worden. Investmentmanagers hebben immers de dwang het pensioenvermogen te beleggen.

Ad.2. De noodzaak te presteren op de korte termijn

Een andere belangrijke factor blijkt de noodzaak voor investmentmanagers om te presteren op de korte termijn. Doordat pensioenfondsen hun interne beleggingsapparaat hebben afgesplitst, en deze commercieel onafhankelijk hebben gemaakt, is de afstand met de investmentmanagers groter geworden. Mede door strengere regelgeving en eisen aan de dekkingsgraad van pensioenfondsen, is een gevolg daarvan dat investmentmanagers sterker worden beoordeeld op korte termijn prestaties.

Om hun baan veilig te stellen zorgen investmentmanagers er daarom in de eerste plaats voor dat de korte termijn prestaties in lijn zijn met de verwachtingen van het pensioenfonds. In de interviews geven beleggers aan dat het erg belangrijk is om het niet slechter te doen dan de benchmark en/of andere partijen in de markt. Een gevolg hiervan is dat de voorkeur voor een managementstijl sterk gebaseerd is op het presteren daarvan in het korte verleden, en dat beleggers achter elkaar aanlopen.

Ad.3. Gedrag van individuele beleggers.

Tot slot is ook de belegger zelf een factor die beïnvloed wordt door de vastgoedcyclus. Zowel uit de literatuur als het praktijkonderzoek blijkt dat beslissingen van beleggers beïnvloed worden door sentiment, en dat gebruik wordt gemaakt van heuristieken en vooroordelen.

Afsluitend kan gesteld worden dat de voorkeur voor een managementstijl zich niet eenvoudig laat verklaren. Verschillende factoren, sommige rationeel en andere niet-rationeel te verklaren, dragen bij aan de keuzes die investmentmanagers maken. Wat het extra complex maakt is dat veel van de gevonden factoren elkaar ook onderling beïnvloeden en versterken.

10.3 Discussie

BEPERKINGEN VAN HET ONDERZOEK

Veel van de conclusies zijn gebaseerd op de interviews met experts. De omvang van de steekproef is met vijf interviews echter beperkt. Hoewel deze partijen samen verantwoordelijk zijn voor meer dan 50% van het belegde pensioenvermogen in vastgoed kan worden afgevraagd of uitkomsten representatief zijn voor de gehele populatie.

Daarnaast hebben voorkeuren van institutionele beleggers het uitgangspunt van deze masterthesis gevormd. Waar deze resultaten inzicht geven in een tendens van risicoacceptatie, vertellen deze niets over de daadwerkelijke beleggingen. Het beeld van de sterk schommelende voorkeuren kan er in de werkelijkheid heel anders uit zien. Voor dit onderzoek is het niet mogelijk gebleken om data te verkrijgen over de beleggingen van institutionele beleggers in dezelfde periode.

MOGELIJKHEDEN VOOR VERDER ONDERZOEK

Zoals aangegeven is het in dit onderzoek niet mogelijk gebleken om de voorkeuren van beleggers te spiegelen aan de daadwerkelijke beleggingen die in dezelfde periode zijn gemaakt. Interessant zou zijn om te onderzoeken in hoeverre deze op elkaar aansluiten, en indien er verschillen bestaan, te verklaren waarom beleggers voorkeuren niet volgen.

Verder komt in het onderzoek duidelijk naar voren dat een belangrijke factor in de voorkeur voor managementstijlen het korte termijn denken is. De laatste jaren is de regelgeving en het toezicht op pensioenfondsen aangescherpt. Interessant zou zijn om te onderzoeken of de vergrootte focus van pensioenfondsen op de korte termijn daar resultaat van is, en wat dit betekent voor beleggingen in vastgoed.

Vanaf 2011 maakt INREV in het Investment Intentions Survey voor de voorkeur voor managementstijlen een onderscheid tussen afkomst naar nationaliteit. Uitkomsten uit de rapporten ná 2011 duiden erop dat Nederlandse beleggers duidelijk voorzichter zijn dan hun collega's. Dit komt ook in de interviews naar voren. Het zou interessant zijn om te onderzoeken waar deze voorzichtigheid vandaan komt en of deze, in vergelijking behaalde rendementen van beleggers met een andere nationaliteit, terecht is.

Literatuurlijst

- Anson, M. (2004), Thinking Outside the Benchmark, *Journal of Portfolio Management*, Issue 2004, p. 104-112.
- Bakker, M.L. (2012), "De schaalgrootte en vastgoedportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen", Amsterdam School of Real Estate, via: <http://www.vastgoedkennis.nl/docs/mre/12/Bakker.pdf>
- Baarda, D.B. & M.P.M. de Goede (2006). *Basisboek Methoden en technieken*. Noordhoff Uitgevers. Vierde druk.
- Baur, R., Hoevenaars, R. and Steenkamp, T. (2005), *Asset Liability Management*, Oxford Handbook of pensions and retirement income, Oxford University Press.
- Bernstein, P. L. and Damodaran, A. (1998), *Investment Management*, John Wiley & Sons, Canada.
- Bikchandani, S., D. Hirschleifer en I. Welch (1992), A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades, *Journal of Political Economy* 100, blz. 92-1026.
- Bokhari, S., Geltner, D. (2010). Loss aversion and anchoring in commercial real estate pricing: empirical evidence and price index implications, Paper prepared for the Real Estate Research Institute.
- Born, W. L., & Pyhrr, S. A. (1994, Fall). Real Estate Valuation: The Effect of Market and Property Cycle. *Journal of Real Estate Research*.
- Bretveld, P. (2010), "Fund & Manager selection: A study on the most important criteria for institutional investors when selecting an European non-listed real estate fund and their fund manager". ASRE, beschikbaar via: <http://www.vastgoedkennis.nl/docs/msre/10/Bretveld.pdf>
- Brounen, D. en P.M.A. Eichenholtz (2003). *Property, Common Stock, and Property Shares*. *Journal of Portfolio Management* 28 (3)
- Brown, G.R. & Schuck, E.J.,(1996). Optimal Portfolio allocations to real estate, *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol 2, n.1, p.p. 63 -73
- Bruggema, T. (2011). "Crisis in Gebiedsontwikkeling: Pensioenfonds als Panacee? van luchtfiets naar verdienmodel". Universiteit van Twente. Via: http://essay.utwente.nl/61217/1/BruggemaTM_0123110_2.pdf
- CBS, 2014. Gebraad J.L., beleggingen institutionele beleggers. Webartikel 2014 via; <http://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/5C14F2D2-71E5-403F-AC67-7DF87D06722E/0/2014Beleggingeninstitutionelebeleggersart.pdf>
- Chun, G. H., B. A. Ciochetti and J. D. Shilling (2000). Pension Plan Real Estate Investment in an Asset/ Liability Framework, *Real Estate Economics*, 2000, 467-491.
- Craft, T. M. (2001). The Role of Private and Public Real Estate in Pension Plan Portfolio Allocation Choices, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 7 (1), 17-23
- Craft, T. M. (2005). How Funding Ratios Affect Pension Plan Portfolio Allocations, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 11 (1), 29-35
- Cuppen, J. (2011). "Private en institutionele beleggers samen in één privaat vastgoedfonds?: Een verkennend onderzoek naar de mogelijkheden tot het structureren van één privaat vastgoedfonds voor zo wel private als institutionele beleggers. ", Amsterdam School of Real Estate, via: <http://www.vastgoedkennis.nl/docs/mre/11/Cuppen.pdf>
- Geltner, D.M. , N.G. Miller, J. Clayton & P. Eichholtz (2009). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 3e druk, Thomson Southwestern
-

- Genovese, D., Mayer, C. (2001). Loss-aversion and seller behavior: evidence from the housing market, *The Quarterly Journal of Economics*, November p. 1233-1260.
- Gool, van, P. & Muller, F.L.P., (2005). Vastgoed en ALM: de praktijk bij een aantal pensioenfondsen, ASRE Research Publications, 2005, 04, pp. 1 -20
- Gool, P. van, D. Brounen, P. Jager en R.M. Weisz (2007). *Onroerend goed als belegging*, Noordhoff Uitgevers, Groningen/Houten, vierde druk.
- Gool, P. van (2009). Hoe cycli te verklaren. *Real Estate Research Quarterly*. April 2009
- Gordon, L., e.a. (2006). *Oxford handbook of pensions and retirement income*, Oxford University Press
- Hendershott, P.H. (1996). Rental Adjustment and Valuation in Overbuilt Markets: Evidence from the Sydney Office Market. *Journal of Urban Economics*. Volume 39, issue 1, januari 1996, 51 - 67
- Hoevenaars, R.P.M.M., Molenaar, R.D.J., Schotman, P.C., Steenkamp, T.B.M., (2008). "Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds, *Journal of Economic Dynamics & Control*, p. 2940-2970
- Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F.J. & Gordon, J.N., (2003). Why real estate? An expanding role for institutional investors, *Journal of portfolio management*, 2003 spec. is (Sep), pp. 12 – 27
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., Thaler, R.H. (1990). Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem, *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 6: p 1325-1348.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., Thaler, R.H. (1991). Anomalies: the endowment effect, loss-aversion and status quo bias, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 1: p 193-206.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1991). Loss-aversion in riskless choice: a reference-dependent model, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, no. 4: p 1039-1061.
- Keeris, W.G. (2001). *Vastgoedbeheer lexicon; begrippen, omschrijving, toelichting*. Groningen: Wolters-Noordhof
- Kuij van der, R. (2014). *Woningcorporaties en Vastgoedontwikkeling: fit for use?* Technische Universiteit Delft, faculteit Bouwkunde, afdeling Real Estate and Housing.
- Lie, R.T. & A. Bongenaar (1990), *Toplocaties: produktiemilieu én investeringsmilieu*, Nederland in internationaal perspectief.
- Marquard, A. (2007). *Van Moderne Portefeuilletheorie naar Capital Asset Pricing*. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
- Marquard, A. (2010a). *Syllabus kredietcrisis*. Rijksuniversiteit Groningen: Groningen.
- Marquard, A. (2010b). *Vastgoed & Portefeuilletheorie.ppt*. Groningen.
- Miles, Mike and Joseph Mahoney (1997), "Is Commercial Real Estate an Inflation Hedge?" *Real Estate Finance*, Winter, 31-45.
- Mueller, G. R., & Laposa, S. P. (1994). The Path of Goods Movement. *Real Estate Finance*, 11:2.
- Nationaal Kompas Volksgezondheid (2015). *Rijksinstituut voor Volksgezondheid en Milieu*.
- Prast, H.M. (2004). *Psychology in Financial Markets*. Amsterdam: NIBE-svv
- Pyhrr, S. A., Roulac, S. E., & Born, W. L. (1999). Real Estate Cycles and their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy. *Journal of Real Estate Research*, Vol 18, No.1.

- Pyhrr, A.S., Webb, R.J., & Born, L.W. (1990). Analyzing Real Estate Asset Performance During Periods of Market Disequilibrium Under Cyclical Economic Conditions: A Framework for Analysis, In S.D.Kapplin and A.L.Schwartz, Jr. *Research in Real Estate*, Vol 3, 75-106.
- Renaud, B. (1997.5). The 1985 to 1994 Global Real Estate Cycle: An Overview. *Journal of Real Estate Literature*, pp. 13-44.
- Royal Institution of Chartered Surveyors (1994). *Understanding the property cycle*.
- Staal, R.P.J.M. (2010). "De invloed van dynamische factoren op het allocatie proces van niet beursgenoteerd vastgoed; portefeuille optimalisatie door procesintegratie". ASRE, beschikbaar via <http://www.vastgoedkennis.nl/docs/MRE/10/Staal.pdf>.
- Statistics (2014). DNB. Macro economische statistiek pensioenfondsen
- Tempelaar, F.M., Overmeer, J.M. (2000). Behavioral finance en begrensde rationaliteit; toegepast op het beleggingsmanagement, *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, augustus, p 342-352
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization* I, blz. 39-60.
- Understanding the property cycle: Economic Cycles and property cycles: the final report of Research undertaken by IPD and the University of Aberdeen on behalf of The Royal Institution of Chartered Surveyors, 1994.*
- Vastgoedmarkt (2013). INREV: Beleggers durven weer risico's te nemen, *Vastgoedmarkt e-mail nieuwsbrief vrijdag 25 januari 2013*
- Vbabeleggingsprofessionals (2001). Index selectie in beleggingsproces. VBA werkgroep benchmarking. The financial publishers group. Laren.
- Verhoeven, N. (2007). *Wat is onderzoek?* Den Haag: Boom onderwijs.
- Vlak, A.L.M. (2008). *Corporaties & sturen op kengetallen*. Nestas communicatie, Almere.
- Westerink, P. (2011). Behavioral finance en leegstand; een onderzoek naar irrationele aspecten bij de besluitvorming van beleggers, *MSRE-scriptie*.
- Wedding, D. (2008), "(On)rendabel investeren, Een kwantitatieve performancevergelijking van institutionele woningbeleggers en woningcorporaties", Amsterdam School of Real Estate, via: <http://www.vastgoedkennis.nl/docs/MSRE/08/Wedding.pdf>
- Wheaton, C.W. (1987). The Cyclic Behavior of the National Office Market. *AREUEA Journal*, 15:4, 281-99
- Wurtz bach,C.H., Mueller, G.H., Machi, D. (1991).The impact of inflation and vacancy of real estate returns. *Journal of Real Estate Research*, 6, (2), 153-168
- Yin, R.K. (2003). *Case study research: design and methods*, 3rd edition, CA. Thousand Oaks: Sage

Bijlage I: Vragenlijst bij expert interviews

Naam geïnterviewde persoon:

Bedrijf:

Functie:

Datum interview:

Openingsvraag: Welke functie vervult u binnen uw bedrijf en op welke wijze bent u gerelateerd aan het onderhavige onderwerp "beleggen in private vastgoedfondsen?"

Vraag 1. Spelen beleggingstheorieën als de MPT en CAPM een rol in de besluitvorming bij het samenstellen van de beleggingsportefeuille, en de vastgoedportefeuille in het bijzonder?

Vraag 2. Voor welke periode bepaalt u het beleggingsbeleid? Worden uitkomsten van ALM studies gematcht met de portefeuille (komt portefeuille overeen met uitkomsten ALM) en verandert de samenstelling van de portefeuille gedurende de looptijd van het fonds (waarom en op basis van wat, wat drijft de aanpassingen, en hoe groot zijn deze wijzigingen? Zijn wijzigingen als gevolg van liquiditeit mogelijk?)

Vraag 3. Heeft u indirect vastgoed in uw portefeuille opgenomen? Waarom wel/niet? Uitgaande van de drie beleggingsstijlen van INREV (core- value-add- opportunistic) Welke beleggingsstijlen vormen een overweging voor uw portefeuille en waarom wel/niet? Welke stijl geniet momenteel uw voorkeur? Op basis van welke informatie vormt u een voorkeur?

Vraag 4. De laatste jaren heeft er zich een proces van schaalvergroting en outsourcing voort gedaan in de wereld van de pensioenfondsen. Hebben deze ontwikkelingen een gevolg gehad op de rol van private vastgoedfondsen in uw portefeuille of de voorkeur voor een bepaalde beleggingsstijl?

Vraag 5. Beschouwt u de markt voor vastgoedbeleggingen / beleggingen in private vastgoedfondsen als transparant (als cijfer laten beoordelen)? Is bekend waarin er precies belegt wordt? En hoe ziet u dit in relatie tot andere beleggingscategorieën? Heeft de mate van transparantie invloed op de keuze voor een bepaalde beleggingsstijl?

Vraag 6. Kijkt u naar beleid en beleggingen van andere (institutionele) beleggers? Beïnvloedt dit ook uw beslissingen? Baseert u beleggingen op benchmarks (en probeert u die te verslaan of te volgen?) In welke mate beïnvloeden cycli uw beleggingen? En past u uw strategie aan op posities in de cyclus? Zo ja, hoe dan?

Vraag 7. In hoofdstuk 8 zijn beleggingsvoorkeuren uit het INREV Investment Intensions rapport in relatie gezet tot de INREV Index. Dit heeft geleid tot een aantal veronderstellingen. Zou u kunnen aangeven of u zich daarin kunt vinden?

- Beleggers baseren voorkeuren op presteren van managementstijlen in voorgaande jaren.
- Beleggers zijn in de top van de cyclus bereid steeds meer risico te nemen.
- Beleggers gaan er van uit dat positieve ontwikkelingen zich doorzetten.
- Beleggers reageren met vertraging op rendementsontwikkelingen.
- Beleggers worden na verlies sterk risico-avers.

Vraag 8. Momenteel spelen de lage rente (0 of zelfs negatief op staatsobligaties) en dekkingsgraad een prominente rol in het spanningsveld rondom pensioenfondsen. Leidt deze situatie op dit moment tot een andere visie op beleggen in indirect vastgoed nu en in de nabije toekomst? En in hoeverre is het mogelijk om deze visie ook te vertalen in (ander) beleid?

Einde interview. [Dankwoord, opmerkingen of vragen, mailadres voor aanvullingen, toelichting verwerking, beschikbaarheid eindverslag].

Bijlage II: Lijst geïnterviewde partijen

APG – Martijn Vos (senior portfolio manager real estate)

Blue Sky Group – Robbert Staal (senior fund manager real estate)

Bouwinvest – Vinoo Khandekar (market analyst)

PGGM – Hans op 't Veld (head listed real estate)

Syntrus Achmea – Paulus van Wetten (strategist)