

De bijdrage van vastgoed aan Liability Driven Investing

Samenvatting

- Dit IVBN-paper gaat in op de bijdrage die vastgoed kan leveren aan 'Liability Driven Investing' binnen een beleggingsportefeuille. Liability Driven Investing is een beleggingsstrategie, die is afgestemd op de verplichtingenstructuur van een institutionele belegger, bijvoorbeeld een pensioenfonds. Binnen de portefeuille wordt in het kader van LDI een onderverdeling gemaakt tussen beleggingscategorieën die vooral goed passen ('matchen') bij de huidige en toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds ('matching-portfolio') en beleggingscategorieën die worden aangehouden om vooral extra rendement te genereren ('return-portfolio').
- In dit paper worden de kwaliteiten van vastgoed als beleggingscategorie verbonden aan de voordelen van een LDI-beleggingsstrategie. Betoogd wordt dat vastgoed niet (alleen) in de returnportefeuille opgenomen moet worden vanwege de bijdrage van vastgoed aan het rendement, maar dat vastgoed juist ook uitstekend past bij de matchingportefeuille.
- Dit paper focust op de lange termijn beleggingskarakteristieken van vastgoed, die een goede match bieden met de huidige en toekomstige verplichtingen van bijvoorbeeld pensioenfondsen.
- Naast een discussie over de positionering van vastgoed als beleggingscategorie, geeft een LDI-benadering ook aanleiding de structurering van de vastgoedportefeuille zelf nader te bezien.
- LDI is vooral een strategische benadering. Een LDI-benadering kan echter ook tactisch en op de korte termijn effect hebben. Aan het slot van dit paper wordt namelijk ingegaan op de gevolgen van de huidige financieel-economische crisis voor institutionele beleggers.

Gert-Jan Kapiteyn
*Director Research &
 Strategy bij Aberdeen
 Property Investors*

Cor Worms
*Manager Research &
 Development bij
 Syntrus Achmea Vastgoed*

De auteurs schrijven dit paper op persoonlijke titel.



Inhoud

	Samenvatting	1
	Inhoudsopgave	2
	Inleiding	3
1	Rendement en risico van vastgoedbeleggingen	4
2	Liability Driven Investing en vastgoed	6
2.1	Algemeen	6
2.2	Gevolgen voor het beleggingsbeleid	6
2.3	Splitsing strategische beleggingsportefeuilles	8
2.4	Gevolgen voor het vastgoedbeleggingsbeleid	9
2.5	Is vastgoed noodzakelijkerwijs onderdeel van de returnportefeuille?	9
2.6	Toekomstige vastgoedbeleggingen in een LDI omgeving	11
3	Institutionele beleggers en de korte termijn crisis	12
4	Tot slot	14
	Appendix 1 Financieel Toetsingskader (FTK)	15
	Appendix 2 Vastgoed duration	17
	Bronnen	19

Dit IVBN-paper is opgesteld door auteurs binnen de ledenkring van IVBN. IVBN is van mening dat de inhoud van dit paper relevant is voor de vastgoedbeleggingssector. Bij het samenstellen van deze uitgave is de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht. IVBN aanvaardt evenwel geen aansprakelijkheid.



Inleiding

IVBN heeft, als branchevereniging van institutionele vastgoedbeleggers, twee belangrijke doelstellingen. Deze betreffen het behartigen van de belangen van de leden en het (verder) professionaliseren van de vastgoedbeleggingssector. Het voorliggende onderzoek past binnen beide doelstellingen. Dit paper gaat in op Liability Driven Investing, als een (relatief nieuwe) beleggingsstrategie, die is afgestemd op de verplichtingenstructuur van een institutionele belegger. In dit paper worden de kwaliteiten van vastgoed als beleggingscategorie verbonden aan de voordelen van een LDI-beleggingsstrategie.

In hoofdstuk 1 wordt ingegaan op het rendement- en risico-profiel van vastgoedbeleggingen aan de hand van rendement en risico van vastgoed in vergelijking met obligaties en aandelen.

Hoofdstuk 2 vormt de kern van dit paper. Daar wordt ingegaan op LDI en de bijdrage die vastgoed kan leveren. Zo is bij het matchen van de verplichtingen de rentegevoeligheid ('duration') van beleggingen van belang. De duration van vastgoed is relatief lang (hoog). Daarbij is inflatie een van de grootste risico's voor lange termijn verplichtingen. Vastgoed vormt een goede inflatie-hedge vanwege de huurcontracten die aan de inflatie gelinkt zijn. Ook andere karakteristieken van vastgoed (risicospreiding, stabiliteit van rendementen en het genereren van hoge en voorspelbare kasstromen) passen goed bij een LDI-benadering. In de inleidende paragraaf 2.1 wordt ingegaan op de opkomst van LDI en de relatie met het Financieel Toetsingskader (FTK). In paragraaf 2.2 staan de gevolgen voor het beleggingsbeleid centraal als voor een LDI-benadering wordt gekozen. In paragraaf 2.3 wordt ingegaan op de splitsing van de strategische beleggingsportefeuille in een 'matching'- en een 'return'-portefeuille. Paragraaf 2.4 schetst de gevolgen voor het vastgoedbeleggingsbeleid. In paragraaf 2.5 komen argumenten aan bod om vastgoed (naast een positie in de return-port-

folio) nadrukkelijk óók een positie te geven in de matching-portefolio. In de afsluitende paragraaf 2.6 wordt ingegaan op de veranderingen in de structurering van de vastgoedportefeuille als gevolg van een LDI-benadering.

In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de gevolgen van de huidige crisis voor institutionele beleggers en wordt gekeken hoe een LDI-benadering ook tactisch en op korte termijn effect kan hebben. Pensioenfondsen staat immers onder druk vanwege de teruggelopen dekkingsgraden. Zij vertalen de huidige marktomstandigheden voorlopig vaak in een 'beleggingsstaking' richting zakelijke beleggingswaarden, zoals vastgoed. Mede als gevolg van het FTK en de huidige parameters voor beleggingsrendementen, vindt er bij pensioenfondsen mogelijk een cumulatie plaats van lager renderende activa (zoals obligaties en deposito's), die de balansen niet structureel versterken. Daarmee wordt de problematiek van de dekkingsgraden eerder verergerd dan opgelost. Pensioenfondsen zouden juist nu meer dan tijds-evenredig in vastgoed moeten beleggen en gebruik moeten maken van de huidige 'Timing in the Market'. Dit paper laat zien dat er vanuit een LDI-benadering juist nu, in de huidige markt, kansen en mogelijkheden liggen voor vastgoed.

Hoofdstuk 4 vormt een slotwoord met een aantal aanbevelingen. Hierin wordt gesteld dat zowel pensioenfondsen als toezichthouders vanuit een LDI-benadering zich opnieuw zouden moeten oriënteren op de positie van vastgoed.

In appendix 1 wordt het Financieel Toetsingskader toegelicht en komt de Commissie Don, met het advies over de parameters voor beleggingsrendementen, ter sprake. In appendix 2 vindt een nadere uitwerking plaats van de 'duration' van vastgoed. Tot slot is een overzicht van bronnen opgenomen.



1 Rendement en risico van vastgoedbeleggingen

Institutionele beleggers hebben over de afgelopen 10 tot 15 jaar een sterk groeiende belangstelling opgebouwd voor strategische beleggingen in vastgoed. De aanleiding was en is dat deze beleggingscategorie beschikt over relatief uitstekende lange termijn risico/rendement karakteristieken, en daarmee positief bijdraagt aan het balansmanagement van pensioenfondsen. Vooral waar het gaat om de behoefte van pensioenfondsen aan rendement, stabiliteit van inkomsten en bescherming tegen inflatie.

In Figuur 1 worden de rendementen getoond van aandelen, obligaties en vastgoed aan de hand van procentuele totaalrendementen over de afgelopen 14 jaar, in de Nederlandse situatie.

De veel riskanter aandelen- en de relatief 'veilige' obligatieportefeuilles hebben over een lange periode van jaar 14 jaar een totaal rendement opgeleverd van slechts 5 tot 6% per jaar. Dit is lager dan de minimale 'liability return' van het gemiddelde pensioenfonds die wij schatten op zo'n 7%. De Liability Return is de lange termijn groeivoet van de verplichtingen van een pensioenfonds bij bepaalde ambities, zoals indexering, kwaliteitsverbetering en premiebeheersing,

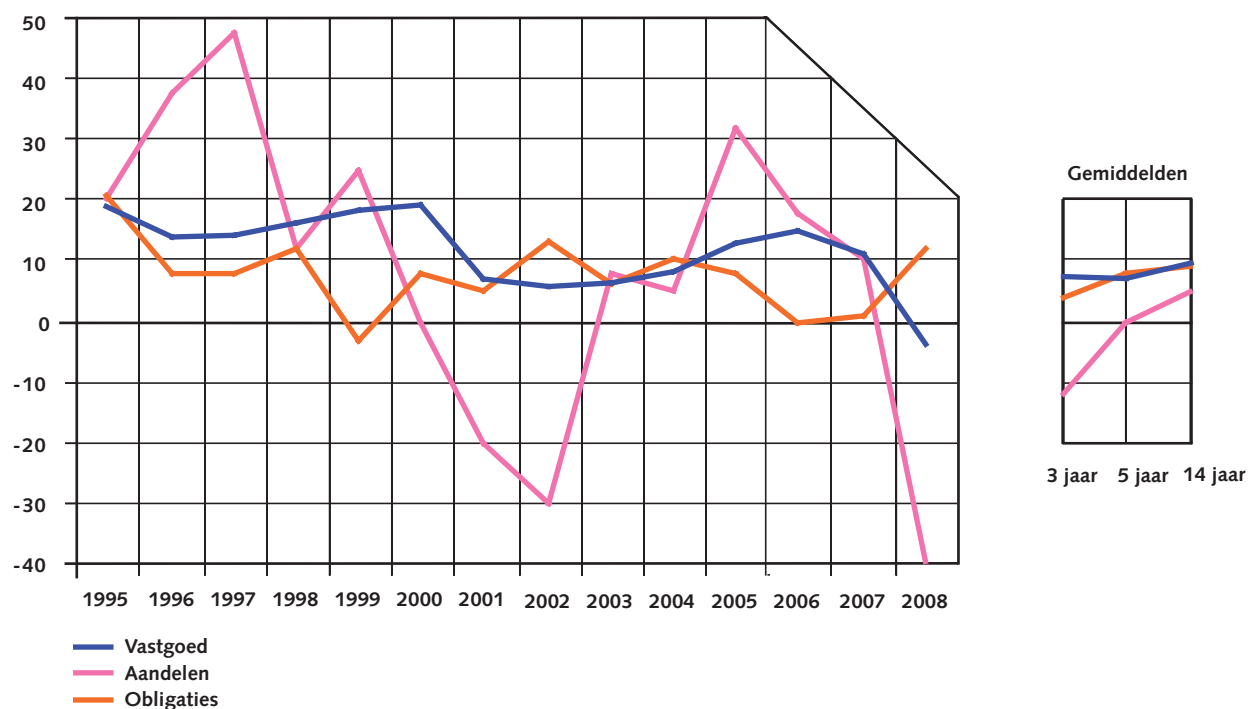
met betrekking tot de pensioenverzekering, en bij bepaalde economische uitgangspunten.

Vastgoed rendeert over de hier weergegeven periode echter een relatief stabiele circa 10% gemiddeld per jaar, ver boven de minimale liability return en ver boven de inflatie. Daarbij kent vastgoed – in tegenstelling tot aandelen en vooral obligaties – een beperkte gevoeligheid voor renteschommelingen. Die over delen van deze periode toch hevig zijn geweest.

Deze kwaliteiten van vastgoed als strategische beleggingscategorie, gemeten over een periode met turbulente marktsituaties, zijn uiterst belangrijk. Vooral in het kader van het nieuwe Financieel Toetsingskader dat sinds 2007 voorschrijft dat pensioenfondsen hun verplichtingen moeten waarderen tegen de (soms sterk variërende) markttrente.

Over nog veel langere perioden, vergelijkbaar met (ongewogen gemiddelde) verplichtingentlooptijden van pensioenfondsen i.c. tot 30 - 40 jaar, zijn de risico/rendement karakteristieken van vastgoedbeleggingen welhaast nog overtuigender. Risico wordt hier gedefinieerd als de 'standaardaf-

Figuur 1 Lange termijn totaal rendementen van Nederlandse beleggingscategorieën Bron: ROZ/IPD



wijking' van het feitelijk behaalde rendement ten opzichte van het lange termijn gemiddelde².

Uit onderstaande cijfermatige impressie voor de Nederlandse beleggingsmarkten (Tabel 1) komt naar voren dat vastgoed over dergelijke lange perioden – in termen van total return – beter rendeert dan staatsobligaties en enkele procenten minder dan aandelenbeleggingen, die echter wel vier keer zo riskant zijn.

Toeziethouder DNB hanteert overigens op basis van het Financieel Toetsingskader (Appendix 1) een lange termijn rendementsverwachting op vastgoed van 6,5%, een aanname die in de praktijk over langere perioden dus ruimschoots wordt overtroffen³.

Alleen al in het turbulente jaar 2008 verloren Nederlandse aandelen circa 48% van hun waarde, terwijl de 10-jaars rente op Nederlandse staatsobligaties in 2008 daalde van 4,3% naar 3,7%. De waarde van de pensioenverplichtingen

steeg hierdoor dus fors. Nederlands vastgoed daalde in 2008 echter met slechts 1,7% in waarde. Een waardedaling overigens die in 2009 nog een gevolg heeft gekregen.

Het is opmerkelijk dat deze positieve kwalificaties van vastgoed in het publieke debat over de solvabiliteitspositie van pensioenfondsen geen (grote) rol spelen, en de superieure positie van vastgoed daarbij niet aan de orde komt.

Tabel 1 *Het lange termijn rendement/risicoprofiel van beleggingscategorieën* Bron: ORTEC

Over de 30-40 jaar t/m 2007	Gemiddeld jaarlijks totaalrendement (%)	Risico (% punt)
Aandelen	12	20
Obligaties	7	2
Vastgoed	9	5



² Standaarddeviatie als kwantitatieve benadering voor risico kent haar kwetsbaarheden, o.m. vanwege de symmetrische kansverdeling die daarbij wordt verondersteld en het bezien van surplus rendementen als 'risico'. Zie o.m. 'Rendement en risico van Nederlands vastgoed in internationaal perspectief' (IVBN, 2009) en Worms (2009).

³ De Commissie Parameters (Commissie Don, 2009) heeft recentelijk aan de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid een verdeeld advies uitgebracht over de aanpassing van de FTK parameters voor pensioenfondsen. De minister heeft besloten, althans voor 2010, geen aanpassingen van de beleggingsrendementen, zoals op die op vastgoed, door te voeren. Zie ook Appendix 1.

2 Liability Driven Investing en vastgoed

2.1 Algemeen

Zoals in de inleiding al is aangegeven wordt strategie-vorming ten behoeve van balansmanagement van institutionele beleggers steeds meer ondersteund door kwantitatieve beslissingsondersteunende modellen zoals LDI. LDI is een afkorting van Liability Driven Investing en staat voor een beleggingsstrategie die afgestemd is op de verplichtingen-structuur van een (institutionele) belegger. Dit, in tegenstelling tot meer traditionele beleggingstrategieën, die meer gericht zijn op het sec optimaliseren van het rendement op de beleggingsportefeuille. LDI komt tot een onderverdeling tussen matchende beleggingscategorieën ('matchingportfolio') en beleggingscategorieën die worden aangehouden ten behoeve van het genereren van (extra) rendement ('returnportfolio')⁴.

De opkomst van LDI onder Nederlandse institutionele beleggers is mede ingegeven door veranderende regelgeving voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Sinds 1 januari 2007 schrijft het nieuwe Financieel Toetsingskader (Appendix 1) voor dat de waarde van verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen niet langer met een vaste rekenrente kan worden bepaald. In plaats daarvan wordt de waarde van de verplichtingen vastgesteld met behulp van marktrentevoeten, i.c. de 'renteswapcurve'. Hierbij worden de verplichtingen opgedeeld in looptijdcategorieën, die elk tegen een eigen marktrentevoet van overeenkomstige looptijd contant worden gemaakt.

Belangrijk gevolg van het FTK is dat de waarde van de verplichtingen onderhevig is geworden aan schommelingen van deze marktrentevoeten. De ontwikkeling van de dekkingsgraad van een pensioenfonds is hierdoor veel gevoeliger geworden voor veranderingen van marktrentestanden. Dit wordt nog eens extra versterkt door de rentegevoeligheid, variërend per beleggingscategorie, van de eveneens op marktwaarde gewaardeerde, beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. In de oude situatie met een vaste rekenrente was de dekkingsgraad voornamelijk afhankelijk van de waardeontwikkeling van de beleggingsportefeuille. Belangrijk doel van een pensioenfonds is juist deze dekkingsgraad in een lange termijn context zo hoog en stabiel mogelijk te houden.

Voor pensioenfondsen is het van groter belang geworden de beleggingsportefeuille zodanig samen te stellen dat het effect van renteveranderingen op de dekkingsgraad zo veel mogelijk en bij voorkeur geheel geneutraliseerd wordt. Tegelijkertijd dient de beleggingsportefeuille een goede

bescherming te bieden tegen onverwachte inflatieontwikkelingen en afdoende rendement af te geven. Dit pakket aan doelstellingen past goed in de context van een LDI gedreven management- en beleggingsomgeving.

2.2 Gevolgen voor het beleggingsbeleid

LDI heeft aanzienlijke gevolgen voor het beleggingsbeleid en de samenstelling van de beleggingsportefeuille van de institutionele belegger. Bij de beleggingstrategie binnen een LDI aanpak gaat het, zoals in het verleden vaak het geval was, niet meer vooral om het verslaan van een bepaalde activa benchmark, maar veel meer om het verslaan van een op de verplichtingen afgestelde benchmark⁵. En omdat de waarde van de pensioen- en verzekeringsverplichtingen sterk afhankelijk is van de rente, doorgaans een zeer lange looptijd heeft en prijsindexatie zoveel mogelijk wordt nagestreefd, betreft dit in feite een benchmark die veel weg heeft van een zeer langlopende prijsgeïndexeerde obligatielening⁶.

Voor de beleggingen leidt dit tot een andere strategie dan een ALM-, 'Asset Only'-, Absolute of Relative Return strategie. Centraal in de benadering komt te staan het matchen van de looptijd, en daarmee van de rentegevoeligheid ('duration') van beleggingen en verplichtingen. De gedachte hierachter is dat wanneer de gemiddelde looptijd aan de actiefzijde en die aan de passiefzijde van de balans van een pensioenfonds in evenwicht zijn, fluctuaties in de rente geen of een beperkt effect hebben op de dekkingsgraad (de zogenaamde rente-immunisatie). Immers, bij een dalende rente wordt de stijging van de waarde van de verplichtingen gecompenseerd door een stijging van de waarde van de beleggingen en vice versa. De waarde-gewogen gemiddelde looptijd van verplichtingen en beleggingen wordt meestal aangeduid met de Angelsaksische beleggingsterm 'duration' (meer uitleg over het begrip duration is weergegeven in Appendix 2). Het duration-verschil tussen verplichtingen enerzijds en de beleggingen anderzijds wordt meestal aangeduid met de term 'duration mismatch'.

Een sterk op duration matching gericht beleid leidt ertoe dat de beleggingsportefeuille qua samenstelling steeds meer opschuift richting vastrentende waarden. Immers, van vastrentende waarden kan – in theorie – het beste de duration worden bepaald omdat er grote mate van zekerheid bestaat ten aanzien van de timing en omvang van de kasstromen. Van andere vermogenscategorieën zoals aandelen en vastgoed wordt vaak verondersteld dat de duration veel minder zuiver kan worden vastgesteld, aangezien de tussentijdse kasstromen (dividenden, huurinkomsten e.d.) kunnen en

⁴ Coolen (2007)

⁵ Coolen (2007)

⁶ Van Gool et al (2007)

zullen fluctueren op een vooraf niet altijd voorziene wijze, en omdat er geen sprake is van eindaflossing. Er is op dit punt overigens wel een substantieel verschil tussen aandelen en vastgoed. Kasstromen van vastgoed, in de vorm van vooral huurstromen, exploitatielasten en onderhoudsprogramma's, zijn veel meer dan bij gewone aandelen voorspelbaar, stabiel en zekerder en, middels huurindexatie, aanzienlijk beter gehedged tegen inflatie.

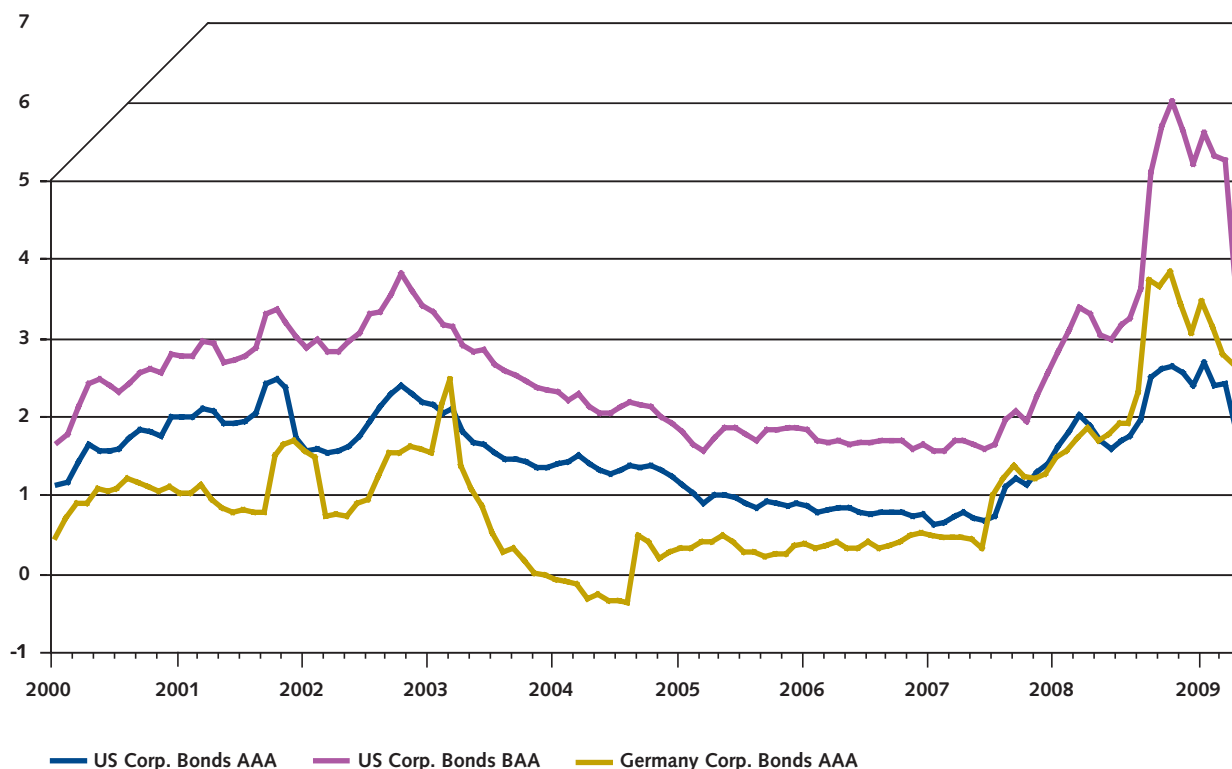
Voor aandelen wordt de duration gemakshalve veelal op nul gezet, hoewel dit ten principale onjuist is. Ook gewone aandelen hebben, hoewel minder exact vast te stellen, een looptijd c.q. duration en zijn derhalve in hun koersvorming (zeer) rentegevoelig.

Onderzoek van Hoorenman, Kapiteyn, Van der Spek en Worms⁷ toont aan dat de duration van aandelen en vastgoed wel degelijk bij benadering is te bepalen met behulp van het dividend-discount model (zie verder Appendix 2). De duration van Nederlands vastgoed, op basis van gegevens van de ROZ/IPD-index, is daarbij berekend op 16,5 jaar, een waarde die goed aansluit op de 16-jaars duration, die DNB aanhoudt voor de verplichtingen van een standaard pensioenfonds in Nederland. Vooral woningbeleggingen kennen volgens dit onderzoek een relatief lange duration,

en dus relatief hoge rentegevoeligheid van het waardeverloop. Vastgoed is vanuit dat perspectief dus een uitstekend instrument voor duration matching bij institutionele beleggers. Overigens zijn feitelijke duration berekeningen van vastgoed nog niet geheel uitgekristalliseerd en waterdicht, en vooral in lange termijn strategieën bruikbaar. Over een heel korte periode, bijvoorbeeld het jaar 2008, bood het vastgoedrendement geen matching voor de door rentedalingen sterk gestegen pensioenverplichtingen.

De meest betrouwbare duration geldt eigenlijk alleen voor de meest veilige obligaties, met de hoogste beoordeling qua kredietwaardigheid zoals staatsobligaties. Alleen dit soort obligaties kan de toegedichte duration waarmaken, doordat de waarde hiervan stijgt als gevolg van een dalende rente en vice versa. Van meer risicovolle vermogenscategorieën is juist gebleken dat de waarde hiervan zich niet altijd en niet altijd volledig conform de berekende duration ontwikkelt. Hierboven is al aangegeven dat Nederlandse aandelen bijvoorbeeld in 2008 circa 48% van hun waarde verloren (bron: MSCI), terwijl de 10-jaars rente op Nederlandse staatsobligaties in 2008 daalde van 4,3% naar 3,7%. Nederlands vastgoed, gemeten volgens de ROZ/IPD index, daalde in 2008 met 1,7% in waarde.

Figuur 2 Ontwikkeling van credit spreads op bedrijfsobligaties (in %) Bron: Ecowin



⁷ Hoorenman, Kapiteyn, Van der Spek en Worms (2006)

Ook van obligaties uit de hogere risicoklassen, zoals bedrijfsobligaties, komt de waardeontwikkeling veelal niet overeen met de berekende duration. De waardeontwikkeling bij dit soort obligaties is namelijk niet alleen afhankelijk van renteveranderingen, maar ook van de ontwikkeling van de credit spreads. Deze credit spreads zijn vanaf het vierde kwartaal van 2007 sterk opgelopen, om vervolgens pas in de loop van 2009 weer sterk te dalen (zie Figuur 2). Spreads zijn renteopslagen bovenop de risicovrije rentevoet die geldt als de verzekeringspremie tegen het risico op het niet betalen van aflossingen en rente.

2.3 Splitsing strategische beleggingsportefeuilles

Zoals hiervoor aangegeven, leidt de specifieke strategie van Liability Driven Investments (LDI) bij veel pensioenfondsen, niet alleen in Nederland maar ook in Angelsaksische pensioensystemen, tot een opsplitsing van de strategische beleggingsportefeuille in:

- een duration matching portefeuille (matchingportefeuille)
- een portefeuille waarin extra, absoluut rendement voorop staat (returnportefeuille), maar die wel degelijk ook als een strategische beleggingsportefeuille wordt gezien. Tactische c.q. trading portefeuilles zijn bij pensioenfondsen geen gemeengoed en hebben ook geen plaats in een strategisch, lange termijn kader.

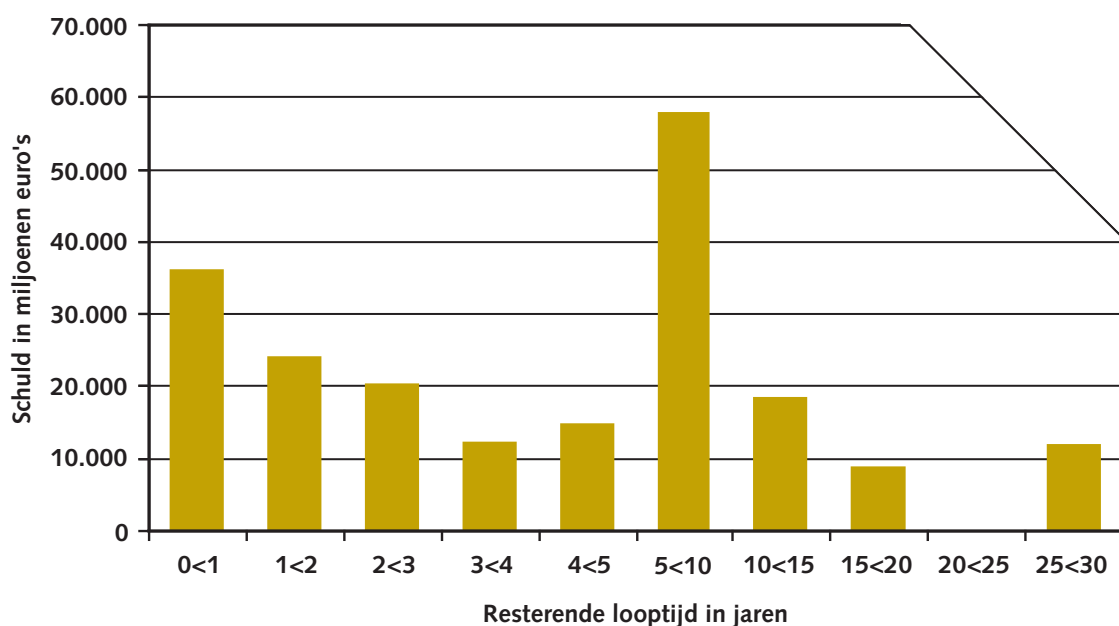
De matchingportefeuille heeft doorgaans als doel de lange termijn verplichtingenportefeuille te dekken door de duration-mismatch tussen verplichtingen en beleggingen te minimaliseren, respectievelijk (al dan niet via derivaten) op te

heffen. De returnportefeuille dient voor extra rendement te zorgen. Met dit extra rendement, bovenop het rendement dat noodzakelijk is om op lange termijn een voldoende dekking van de verplichtingen door de beleggingen te bewerkstelligen, wordt een aantal extra mogelijkheden gefinancierd. Zoals premieverlaging, kwalitatieve verbetering van de pensioenregeling en extra indexaties in geval van onverwacht hoge inflatie. In de praktijk is de matchingportefeuille meestal het exclusieve domein van vastrentende waarden en bestaat de rendement-portefeuille meestal uit zakelijke waarden, onder meer vastgoed. De vraag is of deze benadering fundamenteel juist is. Beleggers lopen immers bij deze principiële tweedeling van de beleggingsportefeuille aan tegen de nodige beperkingen.

Allereerst zijn de voor de matchingportfolio gewenste obligaties met een lange duration beperkt voorhanden. Zo bedraagt de gemiddelde resterende looptijd van de Nederlandse staatsobligaties slechts 6,6 jaar. Het grootste gedeelte van de Nederlandse staatsobligaties heeft een resterende looptijd van tussen de 5 en 10 jaar (zie ook Figuur 3). 'Liability durations', ergo de gewogen looptijden van pensioenverplichtingen bedragen echter vrijwel altijd 15 tot 30 jaar.

In de praktijk wordt door pensioenfondsen de duration mismatch veelal gedicht via rente-swaps met internationale banken. Dit introduceert echter wel een nieuw risico, namelijk dat van de tegenpartij, en bovendien gaan swaps vaak gepaard met ingewikkelde juridische documentatie.

Figuur 3 Verdeling Nederlandse staatsschuld naar resterende looptijd *Bron: DNB, Dutch State*



Ook het aanbod van obligaties die het inflatierisico wegnemen, de zogenaamde inflation linked bonds, is internationaal beperkt. Laat staan de beschikbaarheid van inflation linked bonds die gekoppeld zijn aan de Nederlandse inflatie. Het uitstaand volume aan inflation linked staatsobligaties is vele malen kleiner dan dat van de gangbare typen staatsobligaties. Inflatie en vooral onverwachte inflatie is zo ongeveer het allergrootste risico van pensioenfondsen op de lange termijn, en derhalve de focus van balansmanagement.

Tenslotte is het rendement op risicoarme obligaties, al dan niet met een lange duration en inflatiebescherming, zo laag dat onvoldoende perspectief bestaat op een goede financiële afdekking van verplichtingen en ambities, zoals inflatie-indexering. Eerder is aangegeven dat de huidige dekkingsgraadproblemen op langere termijn zelfs kunnen toenemen indien het huidige beleggingsbeleid van pensioenfondsen (aangestuurd door de toezichthouder), onverminderd blijft gericht op laagrenderende activa, zoals hoge kwaliteit (staats)obligaties. De sterke neerwaartse druk die hiervan uitgaat op het totale portefeuillerendement betekent dat op langere termijn de 'liability return' niet wordt gehaald. Verdere premiestijgingen en kwaliteitverlies van de pensioenregelingen, evenals het structureel passeren van indexering, moeten dan volgen.

2.4 Gevolgen voor het vastgoedbeleggingsbeleid

Ook voor de beleggingscategorie vastgoed heeft de portefeuillesplitsing conform de LDI strategie ingrijpende gevolgen. Verwacht wordt dat veel institutionele beleggers geneigd zullen zijn hun vastgoedportefeuilles te positioneren in de returnportefeuille, en niet in de matchingportefeuille. Dit vanwege de (veronderstelde) gebrekkige duration matching-kwaliteiten van vastgoed. De strategische omvang van de vastgoedportefeuille wordt dan mede bepaald/geconditioneerd door de omvang en samenstelling van de returnportefeuille. Een dergelijke positionering van

vastgoed gaat voorbij aan de matchende kwaliteiten van vastgoedbeleggingen en leidt tot onjuiste afwegingen bij het kiezen van de structurele, waarschijnlijk te lage, exposure van vastgoed binnen de pensioenfondsbalans.

Het strategisch belang van vastgoed, binnen de returnportefeuille, zal afhangen van de risico/rendement kwaliteiten die vastgoed evenzo heeft in een meer traditioneel beleggingsbeleid ('asset-only'), respectief in een Asset Liability Management strategie. Deze kwaliteiten zijn:

- risicospreider ten opzichte van andere vermogenscategorieën;
- stabilisator van het portefeuillerendement;
- generator van hoge, voorspelbare kasstromen;
- in relatief hoge mate inflatiebeschermer.

In Tabel 2 komen deze kwalificaties van vastgoed als liability-matching asset naar voren. Een vergelijkenderwijs hoog rendement bij een laag risico. Een verre van volledige correlatie met aandelen en een negatieve met obligaties, ergo vastgoed is een goede risicospreider. Met een hoog rendement, indien gecorrigeerd voor het vastgoed-eigen risico (volgens de formule van Sharpe⁸). De correlatie van vastgoedrendementen met het verloop van de inflatie is in deze vergelijking veruit het hoogst.

2.5 Is vastgoed noodzakelijkerwijs onderdeel van de returnportefeuille?

Er kan vanuit de hiervoor geschetste theoretische en empirische argumenten een goed onderbouwd pleidooi worden gehouden om vastgoed deel te laten uitmaken van de matching-portefeuille. Al was het maar vanwege de stabiele, redelijk voorspelbare en redelijk voor inflatierisico gehedgde kasstromen.

Door het gebrek aan voldoende gekwalificeerde, 'matchende' obligaties en door de ingestorte dekkingsgraden van pensioenfondsen worden deze gedwongen zich ook te richten op andere beleggingscategorieën. Vastgoed blijkt immers ook

Tabel 2 *Risico/rendementkarakteristieken van Nederlands vastgoed, 1995-2008*

Bron: eigen berekeningen aan de hand van ROZ/IPD en CBS cijfers

	Aandelen	Obligaties	Vastgoed
Totaal rendement (%)	5,2	8,7	10,9
Risico (%)	26,1	8,6	3,3
Correlatie (%) met Aandelen	-	-	59,9
Obligaties	-9,7	-	-30,7
Inflatie	10,1	20,4	41,7
Sharpe-ratio	0,2	1,0	3,3

⁸ De Sharpe ratio geeft uitdrukking aan de rendement-outperformance van een belegging ten opzichte van een (risico-vrije) marktrentevoet, waarbij de outperformance wordt gecorrigeerd (i.e. gedeeld) door het risico (i.e. standaarddeviatie) van de betrokken belegging.

over evidente dekkingkwaliteiten te beschikken ten opzichte van de lange termijn pensioenverplichtingen.

Daarnaast biedt vastgoed een aantal belangrijke matchingvoordelen ten opzichten van andere vermogenstitels, zoals aandelen of bedrijfsobligaties:

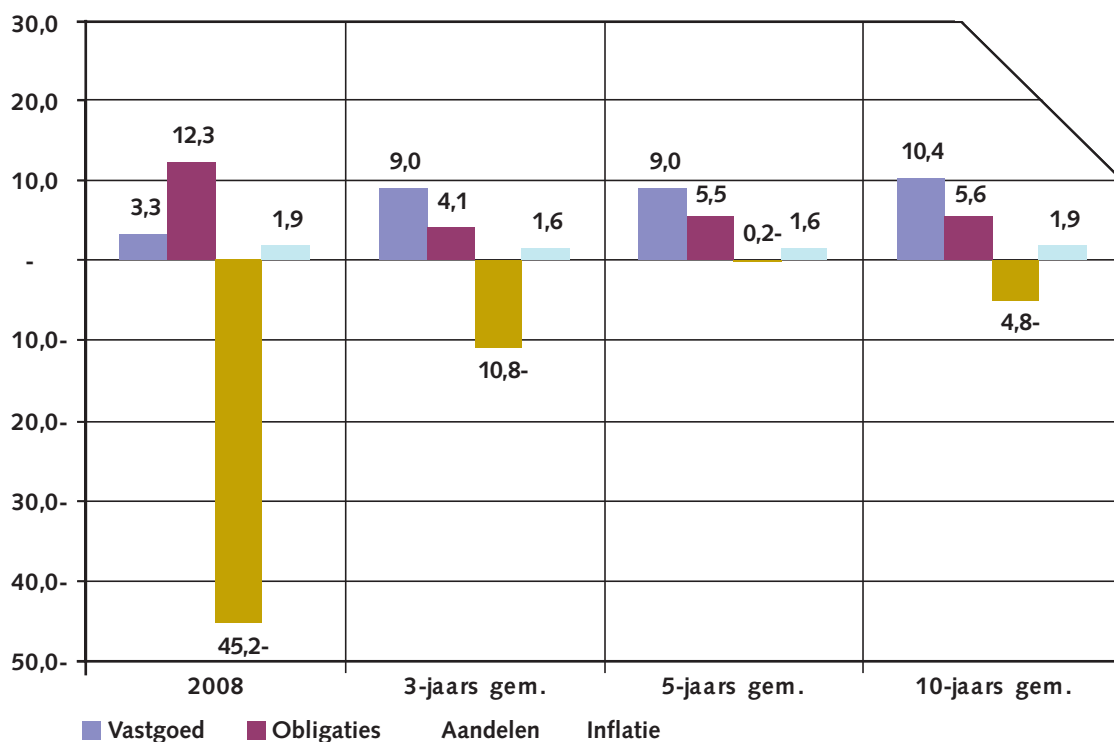
- Een relatief betrouwbare duration, vooral ten opzichte van aandelen, maar ook een relatief lange duration. Zie Appendix 2.
- Een betere mate van bescherming tegen (onverwachte) inflatie dan gewone obligaties en aandelen. Door de indexatieclausules op huurcontracten biedt vastgoed bescherming tegen inflatie. Ook de ontwikkeling van de markthuurl, die in belangrijke mate bijdraagt aan de waardeontwikkeling van vastgoed op lange termijn, blijkt goed bestand tegen inflatie, vooral in de sectoren winkels en woningen. Inflatie is op lange termijn een van de grootste pensioenfondsrisico's.
- Een aantrekkelijk (direct) rendement. Pensioenfonds hebben niet alleen behoefte aan een goede bescherming tegen rente- en inflatierisico's, maar ook aan goed renderende als ook 'Absolute return' beleggingen. Zoals in hoofdstuk 1 al aangegeven, presteert vastgoed op marktniveau al jaren consistent beter dan aandelen en op de middellange en lange termijn ook beter dan obligaties.

Zie ook Figuur 4.

- Een aantrekkelijk direct (cash) rendement. Een groot deel van het rendement op vastgoed geniet de belegger in de vorm van liquiditeiten. Dit kan voor pensioenfonds aantrekkelijk zijn, met name voor pensioenfonds met een betrekkelijk vergrijsde deelnemerspopulatie met relatief hoge uitgaande kasstromen.
- Het mismatch risico van winkel- en woningvastgoed is in de berekeningen van Coolen (2007) laag en lager dan dat van combinaties van overheids- en bedrijfsobligaties. Wel is gebleken dat vastgoed geen goede match biedt op een van kwartaal-op-kwartaal basis. Zoals wel het geval is bij inflation linked bonds. Op dit punt is veelal sprake van een vertraging van ongeveer 2 jaar. Bij APG is de match van vastgoed met de pensioenverplichtingen gebaseerd op een middellange termijn van 3 tot 5 jaar.⁹

Aan de hand van een uitvoerige en overtuigende empirische studie voor de Engelse situatie bepleiten Hayes en Kane¹⁰ nadrukkelijk de opname van directe vastgoed beleggingen (in het VK) in het matching gedeelte van de strategische beleggingsportefeuilles van Engelse pensioenfonds. Dit op grond van de in hun studie aangetoonde relatieve stabiliteit en zekerheid van (reële) obligatieachtige rendementen,

Figuur 4 Totaal rendementen van aandelen, obligaties en vastgoed *Bron: ROZ/IPD, MSCI Netherlands, UniCredit*



⁹ Steenkamp (2009)

¹⁰ Hayes en Kane (2009)

de op lange termijn stabiele inkomensgroei, het in hoge mate inflatiedekkende karakter van cashflows (correlatiecoëfficiënt met inflatie van 0,6 over de periode 1981 tot en met 2008, de reële excess return bedroeg over die periode gemiddeld 5,5% per jaar) en de gemeten diversificatievoordelen. En door dit alles de capaciteit van vastgoed om verplichtingenrisico's te hedgen. Hayes en Kane verbijzonderen hun kwantitatief onderzoek zelfs naar deelsectoren in de vastgoedmarkt om zelfs te komen tot een model LDI-portefeuille over vastgoedsectoren¹¹.

Natuurlijk zijn de mechanismen en de structuur van de Engelse vastgoedmarkten niet gelijk aan die in Nederland. Gelet op de in het onderzoek naar voren komende volatiliteit van de Engelse markten, zijn die markten een stuk beweeglijker dan die in ons land. Dit leidt ertoe dat deze Engelse resultaten van Hayes en Kane in onderhavig verband niet kunnen worden genegeerd en ondersteunend zijn voor ons eigen onderzoek.

2.6 Toekomstige vastgoedbeleggingen in een LDI omgeving

Naast de discussie over de positionering van de vastgoedcategorie als geheel, geeft een LDI gedreven beleggingsomgeving ook aanleiding tot andere vereisten ten aanzien van de structurering van vastgoedportefeuilles zelf. De belangrijkste veranderingen die een LDI aanpak teweeg brengt ten opzichte van klassieke benaderingen van portefeuillevorming zijn:

- Minder leverage, ergo schuldfinanciering, in vastgoed(fondsen). Onder bepaalde condities draagt leverage bij aan het rendementsprofiel van vastgoed. Maar in het kader van duration mismatch heeft zij juist een tegenovergesteld, ongewenst effect. Immers, vanuit het gezichtspunt van een pensioenfonds leidt leverage tot een toename van de liability zijde van haar balans. Dit kan het best worden geïllustreerd indien een pensioenfonds een geleveragede vastgoedbelegging volledig zou moeten consolideren. Het vastgoed zou dan aan de activa zijde van de balans worden gezet, terwijl de schulden aan de passiva zijde gaan bijdragen. Leverage kan juist de duration van de vastgoedbelegging verzwakken. De grootte van dit verzwakkende effect is overigens wel afhankelijk van de looptijdstructuur van de betrokken vastgoedfinanciering.
- Het nut van leverage zal zich wel blijven bewijzen als gedoseerde hefboom en bijvoorbeeld als overbruggingsfinanciering van vastgoedacquisities of voor tijdelijke financiering van fondsuitredingen.
- Meer beleggingsvraag naar vastgoed met lange huur-

contracten. Teneinde de duration van vastgoed te verlengen, om zo de duration mismatch verder te optimaliseren, zijn langere huurcontracten wenselijk. Deze verlengen immers de gemiddelde looptijd, i.c. duration, van de vastgoedbelegging. Het vergroten van zekerheden in de vastgoedportefeuille in het algemeen draagt bij aan de hoogte van de duration. Mogelijk krijgen niet-klasieke vastgoedsectoren als zorg- en onderwijsvastgoed en infrastructuur hierdoor meer kans om in portefeuilles geïntroduceerd te worden en uit te groeien tot volwassen vastgoedbeleggingen.

- Meer vraag naar vastgoed 'dichter bij huis'. De solvabiliteit van pensioenfondsen wordt getoetst met behulp van Nederlandse rentevoeten en op basis van Nederlandse inflatieverwachtingen. Vastgoed in Nederland en in landen in de Eurozone met een vergelijkbaar rente- en inflatiescenario als die in Nederland worden hierdoor interessanter als beleggingscategorie. Dit betekent mogelijk een wijziging in de beweging van de afgelopen jaren naar meer (internationale) spreiding.
- Minder beursgenoteerd vastgoed. Algemeen bekend is dat beursgenoteerd vastgoed zich meer gedraagt als een aandelensector en een lage correlatie heeft met het rendementsprofiel van direct vastgoed. Dit betekent dus mogelijk verder terreinverlies van beursgenoteerd vastgoed als volwaardig onderdeel van de vastgoedportefeuille. Wel behoudt beursgenoteerd vastgoed haar rol als liquiditeitsverschaffer, als toegang tot professionele, brede en diepe, internationale beleggingmarkten, en als tactisch instrument om korte termijn rebalancing bewegingen uit te voeren.
- Meer beleggingsvraag naar woningen en winkels. Dankzij de structureel hogere waardering van woning- en winkelvastgoed, in combinatie met een betere trackrecord ten aanzien van reële huurgroei, is de duration van deze vastgoedcategorieën hoger dan die van kantoren en bedrijfsruimten. Daarnaast zijn de inflatie hedging kwaliteiten van woningen en winkels op lange termijn beter dan die van kantoren en bedrijfsruimten¹².
- Meer productafstemming op de doelgroep. Duration en inflatiebescherming worden in toenemende mate en in het bijzonder gevraagd door pensioenfondsen. Verwacht kan worden dat pensioenfondsen meer met elkaar zullen optrekken om deze behoefte permanent te zien weerspiegeld in de structuur en strategie van vastgoedfondsen. Club-deal structuren zijn in dit verband ook een logische keuze gezien het optimaliseren van control en invloed.

¹¹ Gezien het bedoeld hoge aggregatieniveau van dit artikel gaan wij op deze plaats zelf maar in beperkte mate in op het LDI-profiel van deelsectoren van de Nederlandse directe vastgoedmarkten. In tegenstelling tot Hayes en Kane bevelen wij daarom geen, op LDI-principes

afgestemde, optimale sectorenportefeuille aan noch een optimale spreiding over Nederlands en internationaal vastgoed.

¹² Coolen (2007)

3 Institutionele beleggers en de korte termijn crisis

Tot dusver hebben wij in dit artikel een strategische insteek genomen, i.c. de insteek van de positie en meerwaarde van vastgoed in de strategische beleggingsportefeuille van IB'ers. De wijze waarop IB'ers omgaan met strategische beslissingskaders, in het licht van hun lange termijn matching-behoefte met verplichtingen, staat toch niet los van, en wordt beïnvloed door, de financieel-economische crisis sinds medio 2008 en de impact daarvan op de solvabiliteit. In deze context komt de relatief positieve reactie van vastgoedbeleggingen op de crisis en daarmee op de solvabiliteit van IB'ers naar voren. Ergo, ook tactisch wordt de meerwaarde van vastgoed binnen het strategisch kader van IB'ers zichtbaar. Vandaar dat wij in dit hoofdstuk nadrukkelijk bij deze tactische dimensie willen stilstaan.

IB'ers, vooral de pensioenfondsen, worden zwaar getroffen door de combinatie van financiële en reële crises, vooral via afwaarderingen en lage rentestanden. Hun dekkingsgraad is gedaald tot ver onder de structureel aanvaardbare normen. In de huidige financiële uitgangssituatie van pensioenfondsen en bij de grote marktonzekerheden van dit moment, vertalen pensioenfondsen hun dilemma's in een vorm van 'beleggingsstaking' richting zakelijke beleggingswaarden, w.o. vastgoed.

De 'beleggingsstaking', vooral op het gebied van aandelen en vastgoed, is te begrijpen. In het licht van de grote en gedurende de afgelopen anderhalf jaar al in extreme mate geëffectueerde, pensioenfondsisrisico's. Echter, dit levert voor de pensioenfondsen tegelijkertijd wel een aantal dilemma's op:

- Hun dekkingsgraden zijn weliswaar snel gedaald naar 80 tot 100%, en nu weer wat gestegen, echter nog steeds te laag. De door hen te beleggen kasstromen zijn echter nog steeds positief (directe beleggingsinkomsten + pensioenpremies – pensioenuitkeringen). Zoals eerder in dit stuk al is aangegeven, zien wij het zo, dat zolang er door pensioenfondsen – onder invloed van toezichthouder DNB – een cumulatie plaatsvindt van zeer laagrenderende activa (obligaties en deposito's bij banken), o.i. de pensioenfondsbalansen niet structureel worden versterkt. Instaprendementen hiervan bewegen zich nu op niveaus van 2 tot 4%. Indien deze situatie langdurig aanhoudt, daalt het rendement op hun totale beleggingsportefeuille nog veel verder onder het structureel vereiste niveau. En wordt de dekkingsgraad problematiek eerder verergerd dan opgelost. Het is ons niet duidelijk of, en in welke mate, de toezichthouder DNB dit risico wel weegt in haar toezicht op de korte termijn problematiek, in de herstelroutes in het kader van herstelplannen en bij het vasthouden aan solvabiliteits- en liquiditeitsnormen die zijn bedacht voor meer evenwichtige marktsituaties.
- Naar stellige verwachting gaan pensioenfondsen bij economisch herstel en terugkeer van evenwicht op de beleggingsmarkten de forse positieve kasstromen wederom op de vastgoedmarkten richten en in eerste instantie vooral Nederlandse vastgoedmarkten. Dit, vanwege het relatief gunstige risico/rendement van vastgoed in de recente geschiedenis, en wat ons betreft ook op de



komende middellange en lange termijn. Indien de risico-percepties bij pensioenfondsen ergens in de komende jaren in positieve zin zijn bijgesteld, zal vastgoed wederom de voorkeur hebben bij de allocatie van beleggings-budgetten. Niet alleen op basis van het hierboven geschetste risico/rendement-verleden en het relatief inflatie-hedgende vermogen van vastgoed, maar vooral ook door de kwetsbare perspectieven van de andere twee dominante beleggingscategorieën: obligaties en aandelen. De korte en lange renten, zijn, gezien vanuit een structureel economische optiek en gezien de mondiale situatie van de overheidsfinanciën, extreem laag en zullen op overzienbare termijn van enkele jaren weer moeten stijgen. De waarde van obligatieportefeuilles wordt door rentestijgingen getroffen, doorbeleggen op de huidige lage rentevoeten is dan ook contraproductief.

Naar onze overtuiging zullen pensioenfondsen geen verdere substantiële uitbreiding doorvoeren van hun aandelenportefeuille, of aandelen nu goedkoop (zouden!) zijn of niet. Immers, aandelen dragen structureel een relatief hoog risico en de risico ervaringen met aandelen zijn sinds het jaar 2000 ernstig te noemen. Uitgerekend in een periode waarin, voorafgaande aan de internethype, zeer forse belangen in gewone aandelen zijn opgebouwd. Ondanks de zeer grote koersdalingen zijn de aandelenbelangen van pensioenfondsen nog steeds overwogen (20 - 30% van hun gezamenlijke beleggingsportefeuille, vastgoed 7 tot 9%).

- Het algemene transactievolume van institutionele beleggers en andere marktpartijen in Nederlands vastgoed is in 2009 op een 50 tot 60% lager niveau terecht gekomen dan de structurele omvang. Ook in de woningbeleggingsmarkt. De beleggingsstaking van pensioenfondsen in vastgoed en aandelen (de budgetten zijn ongeveer nihil) komt neer op pro cyclisch beleggingsgedrag. Ten nadele van hun structurele financieringsituatie. Dit pro cyclisch, cyclus versterkende beleggingsgedrag van pensioenfondsen in vastgoed hangt uiteraard samen met hun meer dan ooit negatieve risicoperceptie, met hun recente risico ervaringen, maar zeker ook met institutionele beperkingen in de sfeer van toezicht en fiscus.

Ergo, lange termijn beleggers als pensioenfondsen zouden meer dan proportionele delen van hun lange termijn beleggings-budgetten naar voren moeten halen om juist nu meer dan tijdevenredig te beleggen in vastgoed. Door de (relatief beperkte) waardedaling van vastgoed zijn prijzen onder hun evenwichtsniveau en zijn aanvangsrendementen (en

daarbinnen risicopremies) boven hun evenwichtsniveau. Aanvangsrendementen van Nederlands vastgoed (totale markt) zijn sinds 1995 vrijwel continu gedaald van, afhankelijk van de deelsector, 8,5 tot 9,5% naar lager dan 6 % in het tweede kwartaal van 2008. In het tweede kwartaal van 2008 werd de meest recente piek in de vastgoedmarkt gevormd. Sindsdien zijn, vooral door de crisis, de aanvangsrendementen weer opgelopen naar 6,5 tot 7%, en voor commercieel vastgoed naar 7 tot 8%.

Risicopremies, hier gedefinieerd als het verschil tussen het aanvangsrendement op vastgoed en het 'risicovrije' rendement op staatsobligaties, zijn navenant opgelopen tot 3% punt op dit moment. Daar waar in meer evenwichtige vastgoedmarktsituaties sprake is van risicopremies tussen 1,5 en 2%. Prijzen kunnen overigens nog wel wat verder dalen en rendementen nog wel wat stijgen. De gecombineerde financieel- en reëel economische crisis is nog steeds aan de orde en na-ijleffecten zullen nog enige jaren voelbaar blijven. Al was het maar vanwege de noodzaak straks tot herstel van de overheidsfinanciën.

Het is dus zaak voor het pensioenfonds vooral de huidige bovennormale aanvangsrendementen (en relatief lage prijzen) van vastgoed strategisch in te boeken. En dus gebruik te kunnen maken van Timing of the Market. En niet passief wachten totdat de markt straks, over enkele jaren, weer in een meer evenwichtige situatie verkeert. En de stellige kans aanwezig is dat beleggers elkaar weer met een nieuwe Wall of Capital via ondermaatse rendementen en te lage risicopremies de markt uitdrijven! De pensioenfondsen zouden, nog steeds binnen hun strategische kaders, de gelegenheid moeten krijgen en nemen om anti- en niet procyclisch te beleggen. De strategische insteek staat voorop en is alles bepalend. Dat neemt niet weg dat het aankopen van strategische assets op door markt timing bepaalde lage prijs- en hoge rendementniveau, ten zeerste de strategische doelstellingen zal dienen¹³.

Daar komt bij dat er ook in termen van pipeline van vastgoedontwikkeling projecten nu kansen zijn die straks weer zijn verdwenen. Veel ontwikkelende vastgoedondernemingen zijn nu in grote problemen doordat zij hun projecten niet gefinancierd houden/krijgen bij huiverige banken en de beleggende pensioenfondsen uit beeld zijn verdwenen. Door pensioenfondsen te stimuleren nu door te beleggen houden we ook de sector van de vastgoedontwikkeling, niet in de laatste plaats in de sfeer van de woningbouw, op gang en worden we niet getroffen door kapitaalvernietiging. Dat zou ook maatschappelijk onwenselijk zijn.

¹³ Zie ook Van der Poel en Worms (2009)

4 Tot slot

Impliciet en expliciet is de focus in dit paper gericht op de gunstige strategische beleggingkwaliteiten van vastgoed in de context van de lange termijn doelstellingen van IB'ers. Daarbij is door ons geduid dat vastgoed binnen een Liability Driven Investment aanpak niet noodzakelijkerwijs (alleen) in het returndeel van de beleggingsportefeuille hoeft te worden ondergebracht.

Wij stellen dat de kijk van pensioenfondsen zelf, maar ook die van de toezichthouder op grond van het Financieel Toetsingskader, zich zou kunnen herrichten naar de positie van vastgoed als matchende Liability Driven Investment. Tegelijkertijd zouden IB'ers en toezichthouders dan ook open moeten staan voor de tactische, timing-dimensie, van het beleggen in vastgoed. Nog steeds binnen de strategische kaders.

Voor de hand ligt dat IB'ers zelf, maar ook de toezichthouder, hun visie en uitgangspunten aanpassen en moderniseren ten aanzien van de beleggingparameters van vastgoed, zoals de lange termijn rendementverwachting, het veronderstelde risicoprofiel (buffervereisten!), de veronderstelde mate van

inflatiehedging door vastgoedrendementen en de aangenomen correlatieve verbanden met de andere hoofd-beleggingcategorieën.

Gezien de, in het geval van vastgoed, zeer positieve uitkomsten van al deze beleggingkarakteristieken, verbazen wij ons dan ook over het recente advies van de Commissie Parameters aan de minister van SZW over de herziening van deze parameters¹⁴. De Commissie Parameters komt eigenlijk tot geen advies, maar laat de zeer lage rendementverwachtingen op met name vastgoed en aandelen voor de duur van 1 jaar intact, ongeacht het geheel afwijkende feitelijke beeld over een lange reeks van jaren. Zeker voor vastgoed. Een deel van de commissie gaat voor de lange termijn rendementverwachting op direct vastgoed zelfs tussen 5% (meetkundig) en 6,5% (rekenkundig) zitten, hetgeen er op neer komt dat men nauwelijks meer risicopremie veronderstelt bij vastgoed ten op zicht van een risk free total return van 5 tot 50% op staatsobligaties. Dit is wel een heel merkwaardige kijk op het functioneren van vastgoedbeleggingsmarkten.

December 2009



¹⁴ Ministerie van SZW (2006)

Appendix 1 Financieel Toetsingskader (FTK)

Het FTK is het onderdeel van de Pensioenwet waarin de wettelijke financiële eisen aan pensioenfondsen zijn vastgelegd. Het FTK is opgebouwd rond de principes van marktwaardering van zowel activa als passiva op pensioenfondsbalansen. Verder is het FTK gebaseerd op risicogebaseerde financiële eisen en transparantie. De marktwaardering brengt met zich mee dat de beleggingen en de pensioenverplichtingen op eenzelfde manier worden gewaardeerd. Zo wordt de waarde van de verplichtingen vastgesteld door discontering van verwachte toekomstige kasstromen tegen de actuele rentetermijnstructuur (de renteswapcurve). Voor de waardebepaling van de beleggingsportefeuille zijn meestal marktprijzen voorhanden.

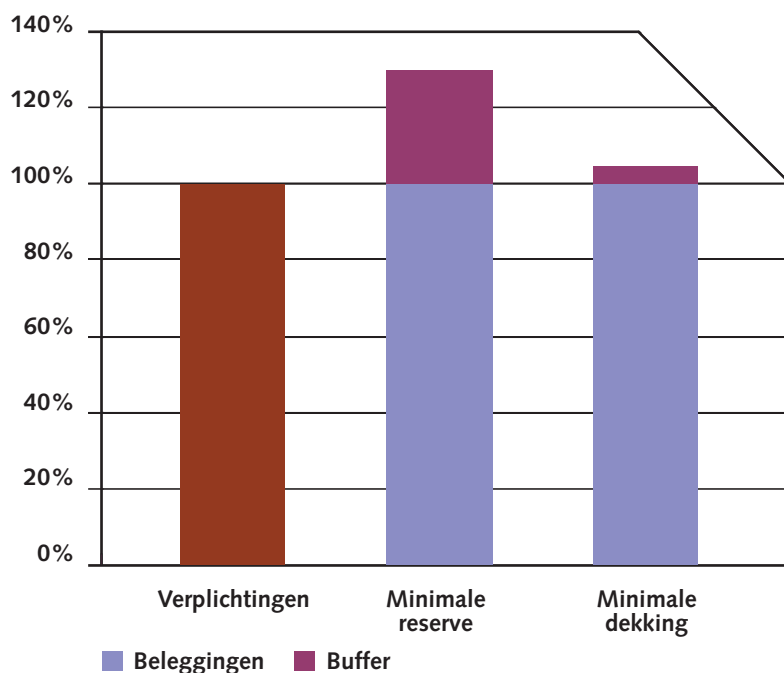
Een Nederlands pensioenfonds dient te beschikken over een vereist vermogen met een zodanige omvang dat met een zekerheid van 97,5% wordt voorkomen dat het fonds binnen een periode van één jaar over minder beleggingen beschikt dan de hoogte van de verplichtingen. Dit vereist dat het eigen vermogen toeneemt naarmate het fonds blootstaat aan grotere risico's: Voor een standaardmodel pensioenfonds, volgens de zogenaamde vereenvoudigde methode van DNB, bedraagt dit vereist eigen vermogen circa 30% van de waarde van de verplichtingen, ofwel een dekkinggraad van 130%. Hierbij wordt uitgegaan van een strategische beleggingsmix, bestaande uit 25% staats-

obligaties, 25% bedrijfsobligaties en 50% aandelen. Verder wordt verondersteld dat de verplichtingen een gemiddeld gewogen looptijd (duration) hebben van 16 jaar en de vastrentende waarden van 5 jaar. Daarnaast bestaat er het wettelijk minimaal vereist eigen vermogen van 5% (ofwel een dekkinggraad van 105%). Dit is de ondergrens van het vereist eigen vermogen en vloeit voort uit een Europese pensioenrichtlijn. Veel pensioenfondsen mogen de pensioenaanspraken en -uitkeringen pas volledig indexeren indien de dekkinggraad boven de 130% ligt.

Een pensioenfonds dat minder eigen vermogen heeft dan het vereiste eigen vermogen, maar meer dan het minimaal vereist eigen vermogen, bevindt zich in een situatie van een reservetekort. Het FTK schrijft voor dat het betrokken pensioenfonds binnen drie maanden een lange termijn herstelplan opstelt, waarin het uitwerkt hoe het binnen vijftien jaar via een gestaag herstel uit het reservetekort geraakt. Een fonds dat minder eigen vermogen heeft dan het minimaal vereist eigen vermogen, i.c. de marktwaarde van de beleggingen bedraagt minder dan 105% van de waarde van de verplichtingen, bevindt zich in een situatie van een dekkingstekort. Het pensioenfonds moet binnen twee maanden een korte termijn herstelplan opstellen, waarin het uitwerkt hoe het uiterlijk binnen vijf jaar (was tot voor kort 3 jaar) uit het dekkingstekort geraakt.

Figuur 5 Grafische weergaven van vermogensvereisten voor pensioenfondsen volgens FTK

Bron: Aberdeen Property Investors, DNB



Bij de berekening van de vermogensvereisten gaat DNB in beginsel uit van gestandaardiseerde waarden voor het verwacht rendement, risico en correlaties van de belangrijkste vermogenscategorieën. Dit zijn de zogenaamde parameters, welke zijn weergegeven in onderstaande Tabel 3. De hoogte van het vereiste vermogen hangt verder af van de strategische samenstelling van de beleggingsportefeuille en de daarmee samenhangende risico's.

Commissie Parameters¹⁵

De Commissie Parameters ('Commissie Don') is door de minister van SZW om advies gevraagd over nieuwe FTK parameters voor pensioenfondsen, waaronder de te hanteren lange termijn beleggingsrendementen. Dit advies is in september 2009 uitgebracht. Opvallend is dat de commissie sterk verdeeld is, vooral over de lange termijn beleggingsrendementen, waaronder die op vastgoed. Uiteindelijk is besloten te adviseren om voor 2010 vast te houden aan de huidige parameters.

Waar de waarden die de commissie hanteert voor vastgoedrendementen precies op gebaseerd zijn is onduidelijk. De huidige meetkundige waarden voor gemiddelde lange termijn vastgoed total returns zijn in 2006 vastgesteld op 6,5%. In deze waarden is toen al meegenomen dat een

rendement zoals in de jaren '90 mogelijk is geweest, in de toekomst waarschijnlijk niet meer haalbaar is. Wanneer echter naar het rendement van de afgelopen jaren gekeken wordt, is te zien dat vastgoed gemiddeld veel beter dan deze parameterwaarde gerendeerd heeft. Het feit dat we nu in een marktdal verkeren, impliceert o.i. dat hogere total returns kunnen worden verwacht in het licht van een aanstaand markt herstel. Wij zijn dan ook teleurgesteld en in onbegrip over de zienswijze van de Commissie Don, en daarachter toezichthouder en minister, over de o.i. niet te begrijpen noch te onderbouwen zeer lage aannames terzake de toekomstige rendementen op pensioenfondsbeleggingen, vastgoed in het bijzonder.

Het recente herstel van de dekkingsgraden van pensioenfondsen, vooral vanwege het herstel van aandelenkoersen, betekent bovendien dat de strategische asset allocatie op basis van Asset Liability Management studies weer ruimte schept om het aandeel van vastgoedbeleggingen op te trekken. Door de eerdere koersdalingen van aandelen en de relatief goede performance van vastgoed was het aandeel vastgoed gestegen en zou eigenlijk moeten worden afgebouwd. Doordat pensioenfondsen uit de crisis in 2002-2003 hebben geleerd, is dit gelukkig niet gebeurd¹⁶.

Tabel 3 Voorgeschreven rendementen en risico's van zakelijke waarden volgens het FTK

Bron: DNB

Asset categorie	Verwacht rendement			Risico
	Risicovrije voet (%)	Risico-opslag (%)	Verwacht rendement (%)	
Aandelen volwassen markten	4,5	3,0	7,5	25%
Aandelen opkomende markten	4,5	4,0	8,5	35%
Private equity	4,5	3,5	8,0	30%
Direct vastgoed	4,5	2,0	6,5	15%
Indirect vastgoed	4,5	3,0	7,5	25%
Grondstoffen	4,5	2,0	6,5	30%

¹⁵ Commissie Parameters (2009)

¹⁶ Bol (2009)

Appendix 2 Vastgoed duration

Duration is een maatstaf voor de rentegevoeligheid van een belegging, gebruikelijk een obligatie of een portefeuille obligaties. Dit wordt veel gebruikt bij het beheer van obligaties binnen een beleggingsportefeuille, maar kan evengoed gebruikt worden voor ieder vaste inkomstenzekerstelling, zoals een spaarrekening. De duration is gebaseerd op de gewogen gemiddeld looptijd van een obligatie. Deze looptijd berekening is sterk bepalend voor de mate van rentegevoeligheid, waarbij geldt hoe langer deze looptijd, des te gevoeliger een obligatie is voor renteveranderingen. De koers van vastrentende waarden is gevoelig voor drie factoren, met name de looptijd, aflossing en couponbetalingen en het interest niveau (c.q. rente). Dit vindt men ook terug in de wiskundige formule voor duration:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n t \frac{C_t}{(1+i_t)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i_t)^t}}$$

Waarin:

- D = Duration
- C = Cash flow;
- i = Discontovoet (marktrente of effectief rendement, niet de couponrente)
- t = Tijd
- n = Looptijd

Feitelijk is de duration de gewogen gemiddelde looptijd van alle cash flows (coupons en aflossing van de hoofdsom) van een obligatie, waarbij het gewicht van elke kasstroom wordt bepaald door het relatieve belang van die kasstroom, contant gemaakt naar het heden. Bij een obligatie met een looptijd van 10 jaar kan de duration (afhankelijk van de coupon en het rendement) bijvoorbeeld 7 jaar zijn. De duration voor een obligatie zonder coupon, ook wel 'zero coupon bond', is gelijk is aan de looptijd. Bij een zero coupon bond met een looptijd van 10 jaar rest slechts een cashflow (C) over 10 jaar en is de terugverdiendtijd of duration (D) precies die 10 jaar (n). Naarmate de couponbetalingen groter zijn (couponrente hoger) neemt de duration (en het koersrisico) af.

Als vuistregel kan worden aangehouden: stijgt of daalt de rente met 1%, dan fluctueert de waarde van de obligatie met 1% maal de duration.

Een afgeleide term van de duration is de modified duration. Hierbij wordt de duration gedeeld door (1+ yield to maturity). Een obligatie met een duration van 8 jaar heeft bij een looptijrendement van 5% een modified duration van 7.6 jaar. Het nut hiervan is dat hiermee (behoorlijk) exact berekend kan worden wat de effecten zijn van een verandering in de marktrente, en daarmee van het rendement van de lening. Indien de marktrente met 1%-punt stijgt, zal de koers van de obligatie dalen met de modified duration



(7.6% in dit voorbeeld) maal de oorspronkelijke koers van de obligatie. Als de oorspronkelijke koers 105% was bij een rendement van 5%, zal de koers bij een marktrente van 6% dalen tot (bij benadering) $105\% - (7.6\% \times 1.05) = 105\% - 7.98\% = 97.02\%$.

De duration berekening veronderstelt overigens een lineair verband tussen de marktrente en de marktwaarde van de obligatie. In de praktijk is dit niet zo, maar is de relatie convex. Dat wil zeggen dat naarmate de rentestand hoger is de duration afneemt (en vice versa, dus toeneemt naarmate de rente afneemt) waardoor een rentestijging van 1% minder impact heeft bij een hoge rentestand dan bij een lage rentestand. Voor kleine stapjes in de rente werkt de duration goed, bij plotselinge, sterke veranderingen van de rentestand niet. Modified duration creëert een symmetrie tussen de effecten van een rentes stijging en die van een rentedaling.

Hoewel het begrip duration meestal van toepassing wordt verklaard op vermogenstitels met zekere cashflows, heeft onderzoek aangetoond dat de duration wel degelijk kan worden berekend van vermogenstitels met minder zekere kasstromen, zoals aandelen en vastgoed, met behulp van het dividend discount model. In een artikel van Hoorenman, Kapiteyn, van der Spek en Worms (2006) wordt beargumenteerd dat Nederlands vastgoed op basis van gegevens van de ROZ IPD index tussen 1995 en 2005 een duration heeft uiteenlopend van 12,3 jaar voor bedrijfsruimten en van 21,0 jaar voor woningen (zie Tabel 4). Gemiddeld genomen bedraagt de duration 16,5 jaar, wat goed aansluit op de durationaannee door DNB van de verplichtingen een gemiddeld pensioenfonds, namelijk 16 jaar. De historische duration cijfers (1977-2005) zijn berekend met behulp van het de 'income return' component uit de historische rendementreeksen. De duration waarden van de kortere reeksen (1995-2005) zijn berekend met behulp van het jaarlijks direct rendement van de ROZ/IPD Vastgoedindex.

Tabel 4 *Duration indicaties (in jaren) van Nederlandse vastgoedcategorieën*

Bron: Hoorenman et al, 2006

Duration indicaties	Woningen	Winkels	Kantoren	Bedrijfsruimten	Alle sectoren
obv. historische reeksen 1977-2005 gemiddeld	16,8	16,0	15,7	Niet bekend	15,4
obv. ROZ/IPD Vastgoed-index 1995-2005 gemiddeld	21,0	14,3	13,8	12,3	16,5
obv. ROZ/IPD Vastgoedindex eind 2005	25,0	15,5	15,4	13,2	18,2



Bronnen

- Bol, Pensioenfondsen kunnen weer vastgoed kopen, Vastgoedjournaal, oktober 2009
- Commissie Parameters ('Commissie Don'), *Advies betreffende parameters pensioenfondsen*, 21 september 2009
- Coolen, *Liability Hedging Real Estate, The Development and application of a decision support model for Dutch pension funds*, TU/e en ABP Investments, July 2007
- DNB, *Advies inzake onderbouwing parameters FTK*, 2008
- Gool van, Brounen, Jager en Weisz, *Onroerend goed als belegging*, Wolters-Noordhoff, 2007
- Hayes en Kane, *Developing a Liability-Driven Investment Strategy for UK Commercial Real Estate*, Pramerica Real Estate Investors, Research September 2009
- Hoorenman, Kapiteyn, van der Spek, Worms, *Duration van Vastgoed, opening van een discussie*, Onderzoek ter gelegenheid van het 4e ROZ/IVBN/VBA Research Seminar (September 2006)
- IVBN-paper, *Rendement en risico van Nederlands vastgoed in internationaal perspectief*, september 2009
- Poel, van der en Worms, *Timing van Nederlandse vastgoedbeleggingen*, Real Estate Magazine, december 2009
- Steenkamp, Rol van vastgoed in beleggingsportefeuilles, Altera Info, juli 2009
- SZW, Regeling van de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 19 december 2006, tot vaststelling van de parameters voor pensioenfondsen
- Worms, *Vastgoedrisico's op benchmarkniveau*, presentatie voor de ROZ Werkgroep Research, april 2009





Vereniging van
Institutionele Beleggers
in Vastgoed Nederland

'Huize Middenburg'
Westeinde 28
Postbus 620
2270 AP Voorburg
Telefoon 070-300 03 71
Fax 070-369 43 79
info@ivbn.nl
www.ivbn.nl