

# VASTGOED EN LIABILITY DRIVEN INVESTING ZIJN ONLOSMAKELIJK VERBONDEN

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

**Liability Driven Investing, ofwel LDI, is de laatste jaren gemeengoed geworden onder pensioenfondsen in Nederland. Het effect op de inrichting van de beleggingsportefeuille is doorgaans groot en vastgoed heeft hierbij meer te bieden dan menigen denkt.**

Foto: Archief Aberdeen Property Investors



**D**at LDI de laatste jaren een grote vlucht heeft genomen, mag geen verrassing zijn. Onder invloed van gewijzigde regelgeving en toezicht, maar ook onder invloed van trends in de Angelsaksische beleggingswereld, hebben pensioenfondsen LDI als concept omarmd. Door waardering tegen marktprijzen van zowel activa als passiva zijn renterisico's, en de impact van renteschommelingen op de dekkingsgraad, aanmerkelijk groter geworden.

LDI brengt doorgaans met zich mee dat de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds wordt opgeknipt in een matching en een return gedeelte. De matching portfolio is vaak het grootste deel van de beleggingsportefeuille en moet zorgen voor minimalisatie van de duration mismatch tussen activa en passiva. De return portfolio dient vooral extra rendement op te leveren waarmee bijvoorbeeld toekomstige indexatie kan worden gefinancierd. De asset categorie vastgoed zou bij een dergelijke opsplitsing tussen wal en schip kunnen geraken. Immers, het matching gedeelte is vaak het exclusieve domein van vastrentende waarden of daaraan gerelateerde derivaten. Terwijl in het return gedeelte van de portefeuille de focus kan komen te liggen op risicovollere beleggingen dan vastgoed met een navenant hoger verwacht rendement, zoals aandelen, hedge funds en commodities. Het gevaar bestaat dus dat vastgoed, met een gemiddelde positionering qua rendement en risico, in beide portefeuilles een ondergeschikte rol gaat spelen.

Hiermee neemt de Nederlandse pensioensector mogelijk een groot risico. Door de beleggingsportefeuille grotendeels in te richten met vastrentende waarden, al dan niet in combinatie met grootschalige afbouw van posities in zakelijke waarden en vastgoed, sluiten we voor langere tijd zeer lage rendementen in en maken we het pensioenstelsel onnodig duur. Juist op een moment dat veel internationale vastgoedmarkten historische dieptepunten hebben bereikt qua waardeontwikkeling en de komende jaren waarschijnlijk gaan herstellen. Het renterisico mag dan weliswaar onder controle zijn gebracht, maar forse

premiestijgingen liggen in het verschiet om toekomstige pensioenuitkeringen en de waardevastheid hiervan te kunnen financieren. De onvoorziene stijging van de gemiddelde levensduur van pensioengerechtigden maakt de situatie extra gecompliceerd.

Vanuit deze context heeft vastgoed wel degelijk een belangrijke toegevoegde waarde, niet alleen in de return portefeuille, maar juist ook in de matching portefeuille van een pensioenfonds. De rentegevoeligheid van vastgoed is weliswaar niet perfect, maar wel degelijk aan te tonen. De impact van een renteverandering, vooral die van de lange rente, werkt doorgaans met enige vertraging door in de prijzen van vastgoed. Kennis die de belegger in staat stelt hierop te anticiperen en te handelen. Daarnaast sluit de duration van vastgoed, waarbij duration wordt gezien als een looptijdbegrip, goed aan op de gemiddelde gewogen looptijd van de verplichtingen van menig pensioenfonds, die in beide gevallen veelal rond de 14 tot 18 jaar schommelen. Ten opzichte van vastrentende waarden biedt vastgoed ook nog eens het voordeel van een aanmerkelijk hoger cashrendement van tussen de 5% en 8% in geval van direct vastgoed dat niet met schulden is gefinancierd. Dat zal voor veel pensioenfondsen, vooral die met een relatief oude populatie en relatief hoge uitgaande kasstromen, extra aantrekkelijk zijn. Daarnaast zorgt een allocatie naar vastgoed voor diversificatie binnen de beleggingsportefeuille. Tenslotte biedt vastgoed een goede bescherming tegen inflatie. En ook nog eens gericht tegen Nederlandse inflatie indien wordt belegd in Nederlands vastgoed, vanwege de voor CPI geïndexeerde huurcontracten en reële stijging van de markthuren op de lange termijn. Oplopende inflatie is wellicht een van de grootste uitdagingen op middellange termijn voor pensioenfondsen aangezien de geldpersen op dit moment wereldwijd overuren draaien.

**Gert-Jan Kapiteyn schreef samen met Cor Worms over dit onderwerp het IVBN-paper 'De bijdrage van vastgoed aan Liability Driven Investing'**