

Company Research Paper

Uw oudedagsvoorziening in (in)directe stenen?

Een onderzoek naar de invloed van consolidatie, duurzaamheid, wetgeving & achterban op het vastgoedbeleggingsbeleid van pensioenfondsen en levensverzekeraars.



*Augustus 2022
Jolien de Jongh*

Afbeelding voorzijde: "Belegging door ouderen voor ouderen", van ADHCPF, BPL Pensioen en nog een pensioenfonds; seniorenwoningen 'De Nieuwe Sint Jacob' in de plantagebuurt in Amsterdam. Foto: Jolien de Jongh.



Afbeelding bovenstaand: Belegging van BPL Pensioen. Ontmoetingsruimte van woon- en seniorencomplex "De KROon" in Hilversum, voormalige KRO televisiestudio's. Foto: Jolien de Jongh.

Colofon

Company Research Paper 'Uw oudedagsvoorziening in (in)directe stenen?'

Opleiding: Master of Real Estate, jaargang 2020 - 2022

Instituut: Amsterdam School of Real Estate

Company: Achmea Real Estate

Eerste lezer: Hans op 't Veld

Tweede lezer: Jantine Schrader – van Meel

Auteur: Jolien de Jongh

Datum: Oktober 2022

Managementsamenvatting

Het onderzoek dat de basis vormt voor dit company research paper richt zich op de vraag of *directe* vastgoedbeleggingen door institutionele beleggers in de toekomst in de huidige vorm gehandhaafd blijven of dat er een verdere toename plaats zal vinden van het *indirecte* beleggen in vastgoed. Met de term 'indirecte beleggingen' worden in dit research paper fondsparticipaties aangeduid. De tegenhangers zijn directe beleggingen, waarbij het vastgoed direct op naam van het betreffende pensioenfonds of de verzekeraar wordt gesteld.

Het onderzoek is toegespitst op de vier belangrijkste onderwerpen van dit moment, samengevat in de volgende onderzoeksvraag:

Wat is de invloed van consolidatie (omvang), stelselwijzigingen, duurzaamheidsvereisten en opinie achterban op de vastgoedbeleggingsstrategie van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen en levensverzekeraars?

De gehanteerde methodologie bestaat uit literatuuronderzoek, aangevuld met analyses van datasets van De Nederlandsche Bank, gevolgd door verdiepende interviews en een enquête. De interviews zijn gehouden met bestuurders en investment managers van pensioenfondsen en verzekeraars die een directe vastgoedportefeuille hebben. De enquête is gehouden onder institutionele beleggers die indirect in vastgoed beleggen.

Vooronderzoek literatuur en data DNB

Uit de literatuur kan geconcludeerd worden dat schaalvergroting, onder meer als gevolg van consolidatie, vrijwel altijd kostenbesparing oplevert. Een ander mogelijk voordeel; dat grotere fondsen ook relatief gezien meer rendement op hun beleggingen maken, voor aftrek van kosten, is minder sterk onderbouwd. Dat laatste doet niet af aan het over het algemeen positieve imago van vastgoed als beleggingscategorie. Vastgoed wordt in de literatuur aangeduid als een geschikte diversificatie ten opzichte van andere beleggingscategorieën. Al lijkt de historisch lage correlatie met bijvoorbeeld aandelen, de laatste jaren wat toe te nemen.

Uit de cijfers van De Nederlandsche Bank blijkt de grote consolidatieslag onder pensioenfondsen die heeft plaatsgevonden sinds het begin van deze eeuw. Ook inzichtelijk is de sterke toename van het belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen tussen 2007 en 2020; dat is meer dan verdubbeld. De allocatie aan direct vastgoed is procentueel grosso modo gelijk gebleven. Echter de categorie indirect vastgoed is sterk in omvang gegroeid gedurende diezelfde periode. De totale allocatie aan vastgoed schommelde rond of net onder de 10%, waarbij men in gedachten dient te houden dat de beurzen een aantal jaar erg hard omhoog gingen, waardoor bijvoorbeeld aandelen relatief hard in waarde stegen. Tenslotte is uit de rapportages op te maken dat bedrijfstakpensioenfondsen de meest actieve directe vastgoedbeleggers onder de pensioenfondsen zijn.

Interviews en enquête

Middels de interviews en enquêtes is getracht beweegredenen te achterhalen van institutionele beleggers (pensioenfondsen en (levens)verzekeraars) om direct dan wel indirect in vastgoed te

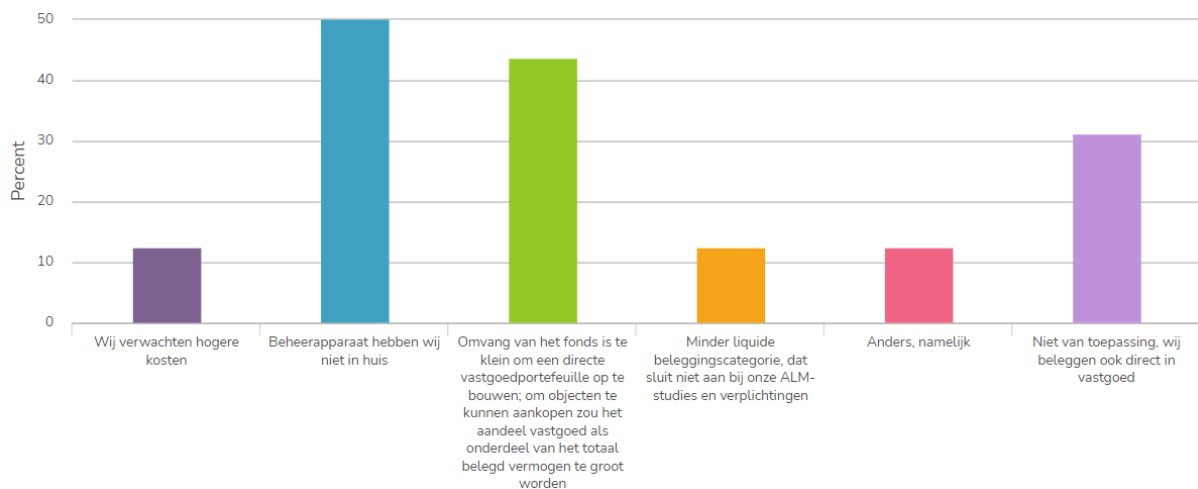
beleggen. Relevant daarbij zijn, behalve de beleggingsovertuigingen die de basis hebben gevormd voor de *huidige* strategieën en die veelal wel bekend zijn, ook de visies en verwachtingen van de pensioenfondsbestuurders ten aanzien van toekomstige investeringen in vastgoed. Daarbij is aangesloten bij de vier belangrijkste onderwerpen op dit moment, te weten: Consolidatie (omvang), stelselwijzigingen, duurzaamheidsvereisten en opinie achterban.

Direct / indirect beleggen en omvang

Redenen om in vastgoed te beleggen blijken voor zowel directe als indirecte beleggers grotendeels gelijk. De meest genoemde argumenten zijn risicospreiding, stabiliteit van de markt, omvang en een aantrekkelijk rendement door de jaren heen.

Voor *directe* beleggers komt daar nog bij de mogelijkheid om invloed uit te oefenen en een stabiele en voorspelbare inkomensstroom in de vorm van huurinkomsten. Alle geïnterviewden die momenteel actief direct beleggen, gaven aan dat de omvang van hun portefeuilles het mogelijk maakt om objecten naar wens aan te kopen en om goede prijsafspraken omtrent het beheer te maken. Historische opbouw van de directe portefeuilles en tevredenheid over de geboekte resultaten spelen ook een rol in het handhaven en uitbouwen van deze beleggingen.

Uit de enquête onder de *indirecte* beleggers kwamen de onderstaande redenen naar voren om niet direct in vastgoed te beleggen:



Omvang is dus een factor van belang, voornamelijk ten aanzien van het handhaven van de huidige strategieën, maar geen doorslaggevende reden om een directe portefeuille aan te houden of op te bouwen. Er is geen direct verband gevonden tussen omvang en beleggingsvoorkeur.

Duurzaamheidsvereisten

Uit de interviews is ook gebleken dat men steeds vaker bewust voor de duurzaamheidscomponent kiest. Een aantal geïnterviewden gaf aan dat zij, tot op zekere hoogte, bereid zijn om financiële concessies te doen ten behoeve van duurzaamheidsinvesteringen en dit ook al doen. Daarbij speelt vooral hun lange beleggingshorizon een belangrijke rol. Ook de mogelijkheid om 'iets goeds te doen voor de maatschappij', bijvoorbeeld het realiseren van woningen, is een veel genoemd standpunt. Toch is er ook nog altijd het spanningsveld met het rendement en de opinie van de achterban. Om te toetsen wat de visie van de achterban daaromtrent is, wordt deze in toenemende mate benaderd via diverse uitvragen.

Achterban

Uit de interviews en enquête is gebleken dat de intensiviteit van communicatie richting achterban al jaren toeneemt. Toch zijn er ook behoorlijke onderlinge verschillen; vooral de bedrijfstakpensioenfondsen voelen in grote mate de verantwoordelijkheid en wellicht ook de druk om hun achterban te informeren over hun beleggingsbeleid. Dat zal voor alle fondsen verder toenemen omdat het nieuwe pensioenstelsel aan deelnemers meer keuzevrijheid beoogt te geven. Om een keuze te kunnen maken dient men uiteraard eerst geïnformeerd te worden. Niet enkel het informeren maar ook de opinie van de achterban is door de jaren heen steeds belangrijker geworden voor bestuurders. Er wordt dan ook veel moeite voor gedaan wordt om input op te halen, bijvoorbeeld aangaande hoe de achterban denkt over maatschappelijk verantwoord beleggen, ESG-doelstellingen en beleggingskeuzes in algemene zin. Tegelijkertijd geven alle geïnterviewden expliciet aan dat de uitkomsten van alle uitvragen wordt meegenomen als informatie en om het beleid aan te toetsen, maar uiteindelijk bepalen de deelnemers niet één op één het beleid.

Stelselwijzigingen en vergrijzing

Ten aanzien van de samenstelling van de huidige portefeuilles en streefallocaties aan verschillende categorieën beleggingen antwoordden alle geïnterviewden dat zij nagenoeg geen directe impact verwachten van het nieuwe pensioenstelsel op hun vastgoedbeleggingen. Alle fondsen hebben al een bovengrens vastgesteld voor de allocatie aan illiquide categorieën en zij gaven aan die voorlopig voldoende toekomstbestendig te achten. Vervolgens is gevraagd naar de verwachte effecten van de vergrijzing. Ook daarvan verwachtten de geïnterviewden fondsen geen noemenswaardig impact op de vastgoedbeleggingen gedurende circa de komende vijf à tien jaar.

Onder de indirecte beleggers verwacht ongeveer 1/3 wel matige tot veel invloed van het nieuwe stelsel op de vastgoedbeleggingsallocatie. Mogelijk heeft dit te maken met uittredingsregels bij fondsbeleggingen die voor wat onzekerheid zorgen bij fondsparticipanten. Daarnaast is er bij directe beleggers wellicht sprake van meer vertrouwen en toewijding aan de portefeuilles doordat zij direct eigenaar zijn en zich in grotere mate verantwoordelijk voelen voor de beleggingen.

Strategie

- Duurzaamheid komt uit de interviews en enquêtes naar voren als een factor van belang. Zet daar nog actiever op in.
- De strategie van Achmea zou zich verder kunnen verbreden en meer dienstverlening aan kunnen bieden dan het vastgoedbeleggingsproduct, bijvoorbeeld het ontwikkelen van rapportages die zich richten op de SFDR vereisten en mogelijke invloed vanuit het nieuwe pensioenstelsel op vastgoedbeleggingen.
- Volg nauwgezet berichtgeving rondom levensverwachtingen en andere onderwerpen die op het eerste gezicht verder van (vastgoed)beleggingen af staan maar die gevolgen kunnen hebben op een later moment.
- Pensioenfondsen en levensverzekeraars kunnen onderling ook van elkaar kunnen leren; bijvoorbeeld door conclusies te delen over vernieuwende projecten waar zij in geïnvesteerd hebben. Een mate van concurrentie tussen investment managers onderling en tussen fondsen is natuurlijk goed en houdt iedereen scherp ten aanzien van resultaten en vernieuwingen. Tegelijkertijd kan samenwerking en kennisdeling ook veel brengen en gaat het onder de streep allemaal om het beleggen van oudedagsvoorzieningen.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	3
1.1. Aanleiding.....	3
1.2. Probleemstelling.....	3
1.3. Doelstelling.....	4
1.4. Onderzoeksvragen.....	5
1.5. Methodologie	5
1.6. Relevantie.....	6
1.7. Leeswijzer	6
2. Het Nederlandse pensioenstelsel periode 2007 - 2022	8
2.1. Wetgeving	8
2.2. Demografie	11
2.3. Deelnemerspopulatie	13
2.4. Consolidatieslag.....	14
2.5. Conclusie	17
3. Vastgoedbeleggingen Nederlandse pensioenfondsen	19
3.1. Beleggingsbeleid & governance	19
3.2. Ontwikkeling belegd vermogen	21
3.3. Directe en indirecte vastgoedbeleggingen.....	24
3.4. Actualiteit	27
3.5. Conclusie	27
4. Methodologie	29
4.1. Onderzoeksplan.....	29
4.2. Onderzoeksopzet en validiteit (onderdeel 1).....	29
4.3. In te winnen informatie (onderdeel 2).....	31
4.4. Respondenten en uitvoering (onderdelen 3, 4 en 5)	32
4.5. Opzet analyses en rapportage resultaten (onderdelen 6 en 7)	34
5. Uitkomsten	36
5.1. Direct vastgoed.....	36
5.2. Ontwikkeling.....	39
5.3. Duurzaamheid	41
5.4. Achterban	44
5.5. Toekomstverwachtingen.....	47

6. Conclusies & aanbevelingen	50
6.1. Conclusies.....	50
6.2. Aanbevelingen.....	53
6.3. Reflectie.....	54
7. Bronvermelding	56
Bijlagen	60
Bijlage I: Overzicht pensioenfondsen in 2014 en in 2020	x
Bijlage II: Enquête vragen en volledige antwoorden	x
Bijlage III: Transcriptie interviews	x

1. Inleiding

1.1. Aanleiding

Toen ik na mijn studie fiscaal recht in 2012 aan mijn eerste baan begon als accountmanager bij de KAS BANK (dienstverlener voor effectenbewaring en clearing & settlement voor onder andere pensioenfondsen, inmiddels overgenomen door CACEIS), waren wijzigingen in het pensioenstelsel, consolidatie van fondsen en worstelingen met lage (reken)rente actuele thema's voor pensioenfondsen. In de daaropvolgende tien jaar hebben we als samenleving economisch herstel en voorspoed genoten. Inmiddels staan er, na de invoering van de Pensioenwet in 2007, per 1 januari 2023 weer grote wijzigingen van het pensioenstelsel voor de deur. Tegelijkertijd zijn veel van de voornoemde thema's nog even actueel als in 2012; de consolidatieslag onder pensioenfondsen is voortgegaan, de rente is lang laag geweest, er komt weer een nieuw stelsel aan en de maatschappij en achterban vragen in toenemende mate toelichtingen op gemaakte beleggings- en uitvoeringskeuzes.

In mijn huidige baan als assetmanager werk ik voor de directe vastgoedbeleggingen van een pensioenfonds. Het werken voor een institutionele belegger vraagt continue afweging tussen financiële vraagstukken en maatschappelijke gevolgen van te nemen beslissingen, zowel op het vlak van bijvoorbeeld investeringen ten behoeve van duurzaamheid als met betrekking tot zaken die het dagelijkse beheer raken zoals hoogte van huurverhogingen en het streven naar een hoge huurderstevredenheid.

Op een zeker punt in de kolom komt alles samen. De ene zijde (de uitvoeringskant van het pensioenstelsel) en de andere zijde (het beleggen van de pensioenpremies in diverse beleggingscategorieën waaronder vastgoed) zijn niet los van elkaar te zien.

Het is daarom voor investment managers en fiduciair managers zeer interessant en relevant om veel begrip en kennis te vergaren over de dynamiek tussen pensioenfonds en achterban, doelstellingen, visie en beargumenteerde grondslagen van het gekozen beleggingsbeleid.

Daarnaast is vastgoed per definitie een beleggingscategorie waar 'iedereen' een mening over heeft; het is tastbaar en spreekt tot de verbeelding. Voorgaande in combinatie met de verantwoordelijkheid die ik zelf altijd voel met betrekking tot het investeren van het pensioengeld van andere mensen, is voor mij de aanleiding om onderhavige company research paper te wijden aan een onderzoek naar de gevolgen van consolidatie en omvang, wijzigende wet- en regelgeving, vereisten vanuit de achterban en verwachtingen en wensen voor de toekomst van pensioenfondsen en levensverzekeraars (derde pijler oudedagsvoorzieningen) die in vastgoed beleggen. Teneinde de dienstverlening verder te kunnen verbeteren en mee te kunnen blijven gaan in het veranderende pensioenlandschap.

1.2. Probleemstelling

De pensioenwereld is in de afgelopen twee decennia snel veranderd en zal nog verder veranderen; de dienstverlenende partijen zoals investment managers zullen met die veranderingen mee moeten gaan en hun dienstverlening daarop moeten aanpassen. Voor een investment manager die gelden van pensioenfondsen investeert in vastgoed, direct en indirect, is het daarom zeer nuttig om zich verder te verdiepen in de drijfveren van pensioenfondsbestuurders en leden van beleggingsadviescommissies ten aanzien van vastgoedbeleggingen. Relevant daarbij zijn, behalve de beleggingsovertuigingen die

de basis hebben gevormd voor de *huidige* strategieën en die veelal wel bekend zijn, ook de visies en verwachtingen van de pensioenfondsbestuurders ten aanzien van toekomstige investeringen in vastgoed.

Het aantal zelfstandige pensioenfondsen is in de afgelopen twintig jaar fors teruggelopen. Indien fondsen samengaan wordt de omvang per fonds een stuk groter. Gaat een grotere omvang gepaard met andere beleggingsvoorkeuren? Hoe heeft het in vastgoed belegd pensioenvermogen zich ontwikkeld gedurende de afgelopen vijftien jaar? Naast nieuwe regelgeving en een grote stelselwijziging die naar verwachting per 1 januari 2023 in gang gezet zal worden, eist de achterban ook steeds meer verantwoording inzake beleggingskeuzes. Spelen wensen van de achterban, bijvoorbeeld met betrekking tot duurzaamheid van investeringen, een rol in de keuze voor directe dan wel indirecte beleggingen? Daarnaast is er natuurlijk de recent ingevoerde Sustainable Finance Disclosure Regulation (“SFDR”) die pensioenfondsen en investment managers gebiedt om inzage te geven in de mate van duurzaamheid van hun beleggingen en beleggingsproducten.

De dienstverlening van een investment manager kan verbeteren indien de organisatie veel kennis heeft van de dynamiek van de relatie tussen het fonds en haar achterban en van de (toekomstige) vereisten vanuit wet- en regelgeving waar pensioenfondsen aan moeten voldoen.

1.3. Doelstelling

Het doel van dit Company Research Paper is om te achterhalen welke invloed consolidatie en omvang, wetswijzigingen en de verhouding tot de achterban hebben op de vastgoedbeleggingsstrategie en -visie van pensioenfondsen en levensverzekeraars. Sommige fondsen beleggen direct in vastgoed en zijn dus zelf eigenaar van de gebouwen. Andere fondsen kiezen ervoor om enkel indirecte vastgoedbeleggingen aan te houden, middels deelnemingen in diverse vastgoedfondsen. Tenslotte zijn er ook pensioenfondsen en levensverzekeraars die zowel direct als indirect in vastgoed beleggen. Het doel is om te onderzoeken wat de overwegingen zijn om direct in vastgoed te beleggen en wat overwegingen zijn om indirect in vastgoed te beleggen. Onderzocht wordt ook welke plaats duurzaamheid in de overwegingen inneemt, wat de rol is van de achterban bij te nemen beleggingsbeslissingen en of die rol in de afgelopen jaren gewijzigd is.

Er zal gezocht worden naar gemeenschappelijke kenmerken en eventuele dwarsverbanden tussen omvang en type achterban in relatie tot beleggingsvoorkeuren (direct en/of indirect), niet-financiële afwegingen zoals investeringen ten behoeve van duurzaamheid en demografische verdeling van achterban en verwachtingen voor de toekomst. Pensioenfondsen die niet in vastgoed beleggen of enkel in hypotheekfondsen deelnemen, zijn niet meegenomen in het onderzoek. Om een volledig beeld te krijgen van de omvang van de vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen en om het in perspectief te kunnen plaatsen, zal de ontwikkeling van het in vastgoed belegd vermogen gedurende het afgelopen decennium in kaart worden gebracht, waarbij ook het totaal belegd Nederlands pensioenvermogen gezien wordt.

1.4. Onderzoeksvragen

Hoofdvraag:

Wat is de invloed van consolidatie (omvang), stelselwijzigingen, duurzaamheidsvereisten en opinie achterban op de vastgoedbeleggingsstrategie van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen en levensverzekeraars?

Beantwoording in paragraaf 6.1 Conclusies, gevolgd door aanbevelingen voor institutionele beleggers en vermogensbeheerders in paragraaf 6.2.

Deelvragen:

- 1) Wat is de actuele stand van het pensioenlandschap, welke belangrijke veranderingen hebben er in de afgelopen vijftien jaar plaatsgevonden en wat zijn de demografische verwachtingen voor de toekomst? *Beantwoording in hoofdstuk 2.*
- 2) Hoe hebben het (vastgoed)beleggingsbeleid en het belegd vermogen van pensioenfondsen zich door de jaren heen ontwikkeld? *Beantwoording in hoofdstuk 3.*
- 3) Wat zijn de belangrijkste overwegingen om direct in vastgoed te beleggen? *Beantwoording in hoofdstuk 5.*
- 4) Welke invloed hebben wetgeving, demografische factoren en publieke opinie op beleggingsbeleid van pensioenfondsen (gehad)? *Beantwoording in hoofdstuk 5.*
- 5) Is er een verband tussen omvang en beleggingsvoorkeuren (direct/indirect, type vastgoed)? *Beantwoording in hoofdstuk 6.*

1.5. Methodologie

Gekozen is voor een kwalitatief onderzoek, waarbij de afname van interviews en het houden van een enquête de hoofdtypen onderzoek vormen. Een kwalitatief onderzoek is veelal een onderzoek naar het 'waarom' van situaties of beleid. In het onderhavige onderzoek gaat het om het opdoen van kennis omtrent belangenafwegingen en doorslaggevende factoren in de strategiebepaling inzake vastgoedbeleggingen bij pensioenfondsen en levensverzekeraars.

Voorafgaand aan de interviews en enquêtes is literatuuronderzoek gedaan en zijn beschikbare publicaties zoals jaarverslagen en Actuariële en bedrijfstechnische nota's (Abtn) doorgenomen. Daarnaast bestaat een belangrijk onderdeel van het vooronderzoek uit analyses op basis van diverse datasets van De Nederlandsche Bank, waarmee onder meer de ontwikkeling van verschillende categorieën belegd vermogen van verschillende typen pensioenfondsen, door de jaren heen, inzichtelijk is gemaakt.

Zoals Mortelmans ook terecht opmerkt hoeft men zich in een kwalitatief onderzoek namelijk niet vast te pinnen op één enkele onderzoeksvorm zoals interviews (Mortelmans, 2013). Het kan zeer nuttig zijn om daarnaast bijvoorbeeld ook statistieken te verzamelen om zodoende beter inzicht in de context te kunnen verschaffen. Daarmee voldoet het onderzoek ook aan de aanbeveling van Baarda, De Goede en Teunissen in hun Basisboek, dat bij de uitvoering van een kwalitatief onderzoek het onderwerp bij voorkeur binnen de eigen context bestudeerd wordt (Baarda, De Goede en Teunissen, 2009).

Na afloop van het onderzoek zal getoetst worden welke factoren van belang zijn bij de beslissing tot direct of indirect investeren in vastgoed.

De respondenten van de interviews zijn bestuurders en / of leden van beleggingsadviescommissies en investmentmanagers van pensioenfondsen en levensverzekeraars met een directe beleggingsportefeuille en fondsen met voorheen een directe beleggingsportefeuille die in de afgelopen jaren is afgebouwd.

De enquête ziet op indirecte vastgoedbeleggingen. De respondenten daarvan zijn bestuurders en investment managers van participanten in beleggingsfondsen.

In hoofdstuk 4 is de methodologie van het onderzoek verder uitgewerkt en toegelicht.

1.6. Relevantie

Het beleggen van pensioengeld (tweede pijler) en van levensverzekeringen (derde pijler) is een grote verantwoordelijkheid. In eerste instantie is het natuurlijk een financiële verantwoordelijkheid, bestaande uit te behalen financieel rendement op een zo kostenefficiënt mogelijke wijze. Daarnaast is er tegenwoordig ook in steeds grotere mate sprake van een maatschappelijke verantwoordelijkheid om de gelden aan te wenden voor investeringen waar de samenleving beter van wordt. De achterban van pensioenfondsen vraagt steeds meer aandacht voor de doelen waar het door hen ingelegde geld in geïnvesteerd wordt. Waar de publieke opinie pakweg twintig jaar geleden geen mening had over bijvoorbeeld investeringen in de sigarettenindustrie, wapenindustrie en de olie-industrie wil een deel van de werkende bevolking inmiddels niet meer dat het fonds waar zij bij aangesloten zijn, in dergelijke beleggingscategorieën investeert, ongeacht het mogelijk te behalen rendement. Ook duurzaamheid speelt een steeds grotere rol en de verwachting is dat dat thema in de toekomst nog belangrijker zal worden.

Per 1 januari 2023 gaat de overgangperiode naar het nieuwe pensioenstelsel in, dat zal voor pensioenfondsen tevens een moment kunnen zijn om de balans op te maken en de beleggingsovertuigingen te herzien dan wel aan te scherpen.

Het is mijn persoonlijke overtuiging dat kennis van elkaars organisatie en speelveld, iedere zakelijke relatie beter kan maken. Het is derhalve nuttig voor investment managers en voor fiduciair managers die voor institutionele partijen gelden beleggen, om de beweegredenen achter beleggingskeuzes van pensioenfondsen te kennen en zich bewust te zijn van de dynamiek tussen pensioenfonds en achterban.

1.7. Leeswijzer

Hoofdstuk 2 schets het wettelijk kader van de huidige regelgeving en belangrijkste wijzigingen gedurende de periode 2007 tot en met medio 2022. In 'pensioenland' is de afgelopen 20 jaar juridisch enorm veel veranderd; niet alle wijzigingen zijn relevant voor onderhavige onderzoek en veel wijzigingen hadden beperkte impact dan wel geen impact op het algemene stelsel of de beleggingskeuzes van fondsen. Enkel de relevante wijzigingen worden behandeld. Het hoofdstuk biedt daarnaast inzicht in de demografische ontwikkeling van Nederland. Ook gaat dit hoofdstuk in op de afname van het aantal pensioenfondsen in het afgelopen decennium en op de trend van de consolidatie en enkele visies daarop vanuit de literatuur.

Hoofdstuk 3 staat in het teken van de beleggingen van pensioenfondsen waarbij telkens een laag dieper wordt ingezoomd; van totaal belegd vermogen naar vastgoed, dat vervolgens uitgesplitst wordt

in direct en indirect vastgoed en tenslotte in beleggingen voor risico van deelnemers en voor risico van fondsen. Aan de hand van cijfers van De Nederlandsche Bank is het periodieke verloop van deze categorieën geanalyseerd en grafisch inzichtelijk gemaakt. Daarnaast wordt de verhouding tussen de directe en indirecte vastgoedmarkten en de aandelenmarkt behandeld aan de hand van de literatuur evenals de basis van het beleggingsbeleid, dat veelal zijn grondslag vindt in de conclusies uit zogenaamde ALM-studies.

Hoofdstuk 4 behandelt de gehanteerde onderzoeksmethoden en de wijze van rapporteren.

Hoofdstuk 5 geeft de uitkomsten weer van de interviews en de enquêtes. Dit gebeurt voor de beiden onderzoeksmethoden aan de hand van vijf thema's, te weten: direct vastgoed, ontwikkeling, duurzaamheid, achterban en toekomstverwachtingen.

Hoofdstuk 6 bevat de conclusies van het onderzoek op basis van alle voorgaande hoofdstukken en geeft enkele aanbevelingen.

2. Het Nederlandse pensioenstelsel periode 2007 - 2022

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste wijzigingen van het pensioenstelsel gedurende de afgelopen vijftien jaar beschreven, waarna de samenstelling van de Nederlandse bevolking en de deelnemerspopulatie van de verschillende categorieën pensioenfondsen in beeld wordt gebracht, gevolgd door een beschouwing van de consolidatieslag onder pensioenfondsen.

2.1. Wetgeving

Het Nederlandse pensioenstelsel is opgebouwd uit drie pijlers. De eerste pijler bestaat uit de ouderdoms- en nabestaandenvoorzieningen waarvoor de overheid zorg draagt en waarvoor iedere Nederlander die onder de beroepsbevolking valt, verplicht premie afdraagt (de premie volksverzekeringen). Ook is in de eerste pijler ondergebracht de Wet Inkomen naar Arbeid (WIA) die de verzekering vormt tegen arbeidsongeschiktheid en waaraan iedereen in Nederland die in loondienst is, verplicht is deel te nemen. De tweede pijler betreft de opbouw van het pensioen waarvan de opbouw via de werkgever loopt en waar meestal op gedoeld wordt wanneer men het heeft over het begrip 'pensioen'. Tenslotte is er nog de derde pijler, daartoe worden regelingen gerekend welke door het individu zelf zijn aangegaan, bijvoorbeeld lijfrentepolissen en bankspaarproducten (wat overigens ook beleggingsproducten kunnen zijn). De regelingen zijn veelal bij een bank of een verzekeraar ondergebracht en de wetgever heeft voorzien in enkele fiscale voordelen. Producten in de derde pijler kunnen ook door de werkgever gefaciliteerd worden, maar dit hoeft niet. Iedere individu kan ook zelfstandig een polis aankopen of verzekering afsluiten. Deze producten worden vaak aangeboden door levensverzekeraars, die de ingelegde gelden beleggen. In het sluitstuk van dit onderzoek zijn daarom ook twee levensverzekeraars geïnterviewd.



Afbeelding 1: Pijlers Nederlandse pensioenstelsel, bron: De Nederlandse Pensioen Associatie.

Een kort chronologisch overzicht van de ontwikkeling van de tweede pijler in de periode 2007 – medio 2022:

- *1 januari 2007: Inwerkingtreding van de Pensioenwet*

De Pensioenwet uit 2007, die nog steeds van kracht is, verving de Pensioen- en spaarfondsenwet die oorspronkelijk uit 1952 dateerde. Belangrijke wijzigingen destijds ten opzichte van de voorgaande wet lagen in diverse communicatievereisten die aan pensioenuitvoerders werden opgelegd richting hun achterban. Ook de verlaagde toetredingsleeftijd werd in deze wet vastgelegd; eerder waren werknemers vaak vanaf de leeftijd van 25 jaar verplicht om premie af te dragen ten behoeve van de pensioenregeling van de werkgever. Per 1 januari 2008 werd dit verlaagd naar 21 jaar. Tevens werd een uniform financieel toetsingskader ("FTK") ingevoerd, waar alle fondsen sindsdien aan moeten voldoen. Dit kader met vereisten is uitgewerkt in het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen, dat sinds de inwerkingtreding op 1 januari 2007 al meerdere malen is aangepast.

Daarnaast wijzigde het systeem van een pensioentoezegging naar een pensioenovereenkomst, waarmee de verdere wettelijk stap werd gezet richting een beschikbare premie-systematiek. Aan werkgevers werd voorts de verplichting opgelegd om de uitvoering van de pensioenregeling onder te brengen bij een pensioenfonds of verzekeraar; als gevolg van deze 'onderbrengingsplicht' moet een werkgever sindsdien een uitvoeringsovereenkomst sluiten met een pensioenuitvoerder.

De vorm van de pensioenovereenkomst werd gelimiteerd tot drie wettelijke categorieën, te weten de uitkeringsovereenkomst, premieovereenkomst en kapitaalovereenkomst.

De uitkeringsovereenkomst kan bestaan uit een middelloonregeling (het gedurende de loopbaan gemiddeld verdiende salaris is maatgevend voor de hoogte van de pensioenuitkering), of een eindloonregeling (het verdiende salaris aan het einde van de loopbaan, in de meeste gevallen tevens ook het hoogste salaris, is maatgevend voor de hoogte van de uitkering).

De premieovereenkomst kent drie onderliggende vormen, waarbij het uitgangspunt in principe is dat enkel de ingelegde premie vaststaat en niet de hoogte van de uitkering op moment van pensionering. In de zuivere premieovereenkomst is dit uitgangspunt volledig geïmplementeerd. Zowel het langlevensrisico als het beleggingsrisico liggen bij de werknemer. Daarnaast zijn er nog twee tussenvormen mogelijk; een vorm waarbij het langlevensrisico bij de werknemer ligt en het beleggingsrisico bij de pensioenuitvoerder en tenslotte een vorm waarbij alle risico's bij de uitvoerder liggen.

Het reikt te ver voor deze scriptie om alle karakteristieken van de drie categorieën verder toe te lichten. Temeer omdat naar verwachting per 1 januari 2023 de overgangsfase van start gaat ten behoeve van de invoering van het omgevormde pensioenstelsel, waarin behoorlijk wat wijzigingen worden aangebracht in de pensioenovereenkomsten die de wetgever erkent.

- *21 december 2009: Aanpassing fiscaal kader pensioenovereenkomsten*

Ter verduidelijking van de fiscale kwalificaties van de categorieën pensioenovereenkomsten (hierboven benoemd) werd in december 2009, middels besluit nr. CPP2009/1487M, voorzien in wijziging van het voorgaande besluit (nr. CPP2007/552M) alsmede wijziging van de Wet op de loonbelasting 1964. Inwerkingtreding vond plaats met terugwerkende kracht tot 1 januari 2007.

- *1 januari 2011: Introductie premiepensioeninstelling*

De premiepensioeninstelling ("PPI") is de Nederlandse invulling van de Europese IORP, voortvloeiend uit de IORP I – Richtlijn (Richtlijn 2003/41/EG "Institutions for Occupational Retirement Provision"). Ingegeven door het toenemend aantal beschikbare premie-regelingen

("defined contribution") en de beperking van de op dat moment geldende Nederlandse wetgeving onder welke het niet mogelijk was om in een uitvoeringsvehicle grensoverschrijdende pensioenregelingen onder te brengen, heeft de wetgever in 2010 de PPI gecreëerd. In het wetsvoorstel is expliciet benoemd dat de positie van een deelnemer aan een regeling die is ondergebracht in een PPI, vanuit de Nederlandse pensioenwetgeving bezien, gelijkwaardig is aan de positie van een deelnemer aan een regeling die is ondergebracht bij een verzekeraar. Overigens waren er al sinds 2007 plannen om de IORP I-Richtlijn in Nederland te implementeren in de vorm van een Algemene Pensioeninstelling ("API"), de PPI zou daar een subcategorie van moeten worden.

Net na de introductie van de PPI is er in rap tempo een behoorlijk aantal PPI's opgericht. Inmiddels is een deel daarvan al weer opgeheven of samengevoegd/overgenomen.

- *1 januari 2016: Introductie Algemeen Pensioenfonds*

Met ingang van 1 januari 2016 werd het mogelijk om een Algemeen Pensioenfonds ("APF") op te richten. Tot dat moment was het als gevolg van onder andere vereisten inzake vermogensscheiding, niet mogelijk om de uitvoering van verschillende pensioenregelingen binnen één fonds onder te brengen. Als gevolg van onder andere de consolidatieslag in de sector bestond echter de wens om die mogelijkheid wel te hebben, voornamelijk met het oog op te behalen kostenvoordelen als gevolg van schaalvergroting. Met de komst van de APF is de mogelijkheid geboden aan pensioenfondsen (met uitzondering van verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen) om de uitvoering van verschillende regelingen binnen één fonds onder te brengen.

Binnen een APF kunnen verschillende collectiviteitskringen worden opgericht. In een kring komen fondsen of regelingen samen die overeenstemmende uitgangspunten hanteren. Vooral Achmea blijkt nogal actief geweest te zijn in het oprichten van verschillende kringen.

- *13 januari 2019: Implementatiewet IORP II*

In 2017 is de Europese IORP-Richtlijn uit 2003 herzien (IORP II), de Nederlandse implementatiewet daarvan is op 13 januari 2019 in werking getreden. De wijzigingen waren voor de Nederlandse praktijk beperkt en zagen voornamelijk op communicatie, ESG en enkele risicomanagement / governance-vereisten voor zover fondsen daar nog niet aan voldeden.

- *5 juni 2019: Pensioenakkoord*

Op 5 juni 2019 kon minister Koolmees schriftelijk aan de Tweede Kamer melden dat het kabinet, werknemersorganisaties en werkgeversorganisaties een principeakkoord gesloten hadden inzake de vernieuwing van het pensioenstelsel, waarbij ook de minder snelle stijging van de AOW-leeftijd is meegenomen en afspraken zijn gemaakt over arbeidsongeschiktheidsverzekeringen voor zelfstandigen.

- *30 maart 2022: Wetsvoorstel wijziging pensioenstelsel*

Op 30 maart 2022 is het 'Wetsvoorstel wijziging Wet toekomst pensioenen' en de bijbehorende Memorie van Toelichting (Kamerstuk: Voorstel van wet, 30-03-2022) naar de Tweede Kamer gestuurd. Het wetsvoorstel voorziet in de wijziging van de Pensioenwet, de Wet inkomstenbelasting 2001 en enkele andere wetten. In het wetsvoorstel is het principeakkoord uit 2019 verder uitgewerkt. Het reikt te ver voor dit hoofdstuk om diep op het nieuwe stelsel in te gaan, daarom worden enkel de basisbeginselen kort benoemd. De regels in het nieuwe stelsel proberen te

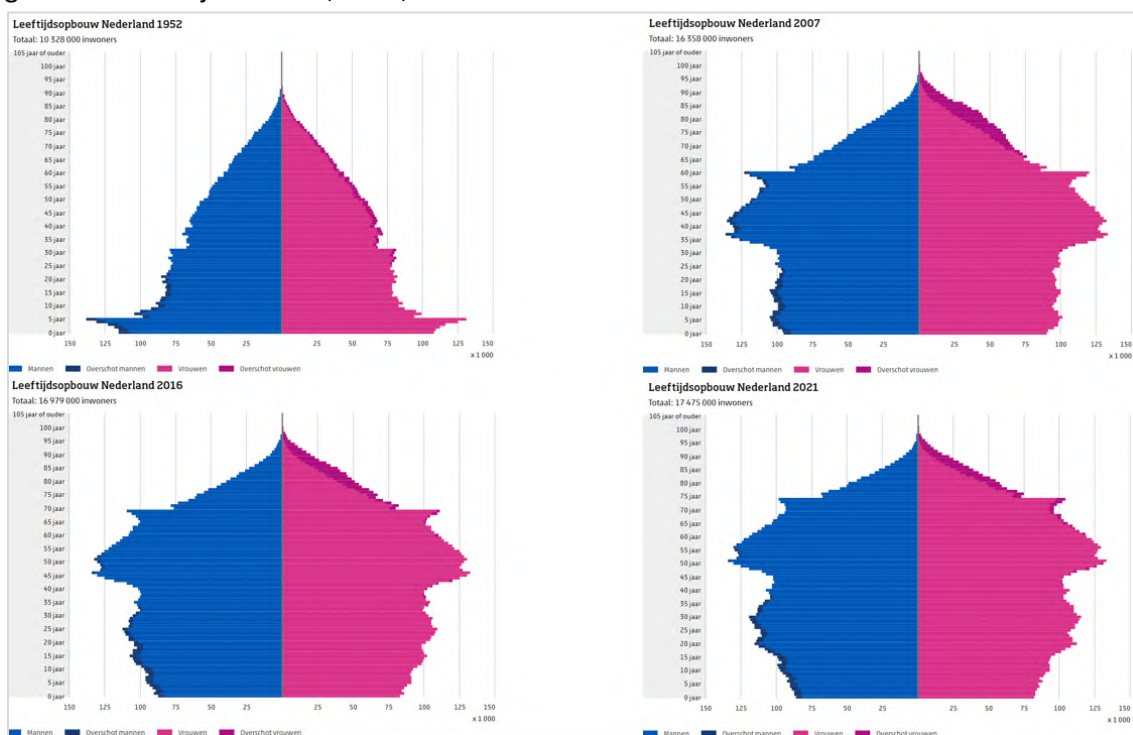
bewerkstelligen dat de pensioenen beter aansluiten bij de arbeidsmarkt heden ten dage waarin werknemers veelal bij meerdere werkgevers in dienst zijn gedurende hun loopbaan in plaats van grotendeels bij één en dezelfde. Daarnaast is er een steeds grotere groep mensen die (tijdelijk) als zelfstandige werkt. De bedoeling is ook dat de pensioenen een realistischer beeld geven van de economische situatie en derhalve meer op de bewegingen van de economie mee gaan bewegen. De wetgever verwacht daar draagvlak voor te kunnen creëren door mensen meer zeggenschap te geven in de risicopreferentie waarmee hun geld belegd wordt. Uitgangspunt is derhalve dat er meer keuzevrijheid gecreëerd wordt voor deelnemers. Het is daaraan voorafgaand aan pensioenfondsen om te besluiten hóeveel keuze zij hun deelnemers willen geven. Er kan gekozen worden voor de flexibele variant, waarin deelnemers relatief veel zeggenschap krijgen in hoe hun geld belegd wordt of voor de solidaire variant, waarin meer collectiviteit het uitgangspunt is. Een gemengde vorm lijkt ook mogelijk.

Het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen dient straks te passen bij de gekozen risicohouding van de deelnemers en gepensioneerden en bij nader te bepalen leeftijdscohorten. Tenslotte kunnen werkgevers straks aan het pensioenfonds een verzoek doen om de opgebouwde pensioenen in het nieuwe stelsel ‘in te varen’. Dit is voorsnog geen verplichting, er kan dus ook voor gekozen worden om dit verzoek niet te doen. De regelingen blijven dan achter in het oude stelsel en blijven onder de FTK-regels vallen. Dit geldt enkel voor bestaande regelingen. Nieuwe regelingen en opbouw verlopen altijd via het nieuwe stelsel.

2.2. Demografie

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (“CBS”) houdt sinds jaar en dag statistieken bij over de samenstelling van de Nederlandse bevolking. Zoals statistieken van de leeftijdsverdeling, onderverdeeld in mannen en vrouwen, per kalenderjaar.

In het kader van het onderzoek voor dit Company Research Paper zijn onderstaande uitsneden gemaakt van de jaren 1952, 2007, 2016 en 2021.



Afbeelding 2: Verdeling leeftijden Nederlandse bevolking in 1952, 2007, 2016 en 2021. Bron: CBS.

In 1952 werd de Pensioen- en spaarfondsenwet ingevoerd. De bevolkingsopbouw had destijds de vorm van een piramide. Logisch is dus ook dat het stelsel van destijds gebaseerd was op een grote component werkende bevolking in verhouding tot een veel kleiner aandeel gepensioneerden. Pensioenfondsen hoefden in dat systeem waarschijnlijk niet eens heel veel rendement op hun beleggingen te genereren omdat de premie-inkomsten ten opzichte van de verplichtingen behoorlijk hoog waren.

In 2007 stond de wereld aan de vooravond van de economische crisis. De toegenomen levensverwachting was inmiddels zichtbaar en de verwachte aanstaande vergrijzing van de samenleving was bekend in de sector; de kosten van pensioenregelingen werden kritischer bekeken en de eerste beschikbare premieregelingen waren inmiddels in het leven geroepen door fondsen die tot de conclusie kwamen dat zij op termijn niet meer aan de verplichtingen voor de traditionele eindloon- en middelloonregelingen zouden kunnen voldoen. Daarnaast hadden in de voorgaande jaren al veel eindloonregelingen plaatsgemaakt voor middelloonregelingen, een ontwikkeling die in de daaropvolgende jaren door is gegaan. Uit bijdrage van Abigail Lierens van de AFM in een publicatie van ESB uit januari 2008 (Lierens, 2008) blijkt dat in 1999 het aandeel eindloonregelingen 60% bedroeg en het aandeel middelloonregelingen afgerond 30%. In 2005 was het aandeel eindloonregelingen nog slechts 11% en het aandeel middelloonregelingen was gegroeid naar circa 67%. Ook de opkomst van de beschikbare premieregeling werd langzaam zichtbaar; van 2% in 1999 naar 9% in 2005.

Zoals het op basis van de bevolkingsopbouw in 1952 logisch was om een stelsel in de wet vast te leggen gebaseerd op solidariteit tussen generaties, zo was het aan het begin van deze eeuw, na 50 jaar vrede met grotendeels economische voorspoed en een gewijzigde bevolkingssamenstelling, logisch dat de publieke opinie langzaam begon te veranderen naar voorkeur voor een stelsel met meer ruimte voor individuele pensioenaanspraken (bijvoorbeeld De Jong en Buijsen et al., 2005 en Heemskerk, 2014). Heemskerk spreekt daarnaast ook nog over 'wederzijdse solidariteit' die nodig is tussen generaties, waarbij hij er op doelt dat solidariteit en collectiviteit voor alle generaties meerwaarde moet hebben, niet enkel een systeem waarbij jong solidair is naar oud(er), maar beide kanten op. Overigens bleek uit een onderzoek dat het Sociaal en Cultureel Planbureau in 2015 publiceerde, dat in alle cohorten leeftijdscategorieën van de geënquêteerden (van 25 jaar en ouder), telkens ruim meer dan 50% van de respondenten aan gaf solidariteit belangrijk te vinden. Anderzijds, op de vraag of het zelf kunnen kiezen van een pensioenfonds belangrijker is dan solidariteit antwoordde de jongere generatie (25-44 jaar) ook in meer dan de helft van de gevallen bevestigend (SCP, 2015).

Solidariteit en wederkerigheid zijn zowel in het huidige als in het beoogde nieuwe stelsel aanwezig en onontbeerlijk. De conclusies van het onderzoek van het SCP benadrukken daarnaast het belang van duidelijke communicatie naar de achterban van pensioenfondsen, waarin het beleggingsbeleid zo duidelijk mogelijk wordt uitgelegd en waarmee er geen onrealistische verwachtingen worden gecreëerd.

In juni 2015 keurde de Eerste Kamer het wetsvoorstel inzake de versnelde verhoging van de AOW-leeftijd goed. Echter blijkt uit de piramides over de jaren 2016 en 2021 ten opzichte van 2007 dat de toename van de breedte aan de bovenzijde van de piramide inmiddels afvlakt. Wel laten deze twee piramides een verdere versmalling aan de onderkant zien, vooral in de leeftijdscategorie 0 tot 10 jaar. De bevolking als totaal is tussen 2007 en 2016 (9 jaar) toegenomen met 3,80% en tussen 2016 en 2021 (5 jaar) met 2,92%. De invloed van immigratie is overigens ook te zien; vooral in de generatie geboren tussen 1990 en 1995, die sterk in omvang is toegenomen tussen 2016 en 2021 ten opzichte van de omvang van deze generatie in 2007, toen ze tussen de 17 en 22 jaar oud waren.

2.3. Deelnemerspopulatie

Vanuit haar rol als toezichthouder op de pensioenfondsector heeft De Nederlandsche Bank door de jaren heen steeds meer cijfers bijgehouden en periodieke rapportages gepubliceerd over de stand van de pensioenfondsen. In dit hoofdstuk worden de gegevens geanalyseerd met betrekking tot deelnemersaantallen en aantallen pensioenfondsen. In het volgende hoofdstuk wordt ingezoomd op de vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen.

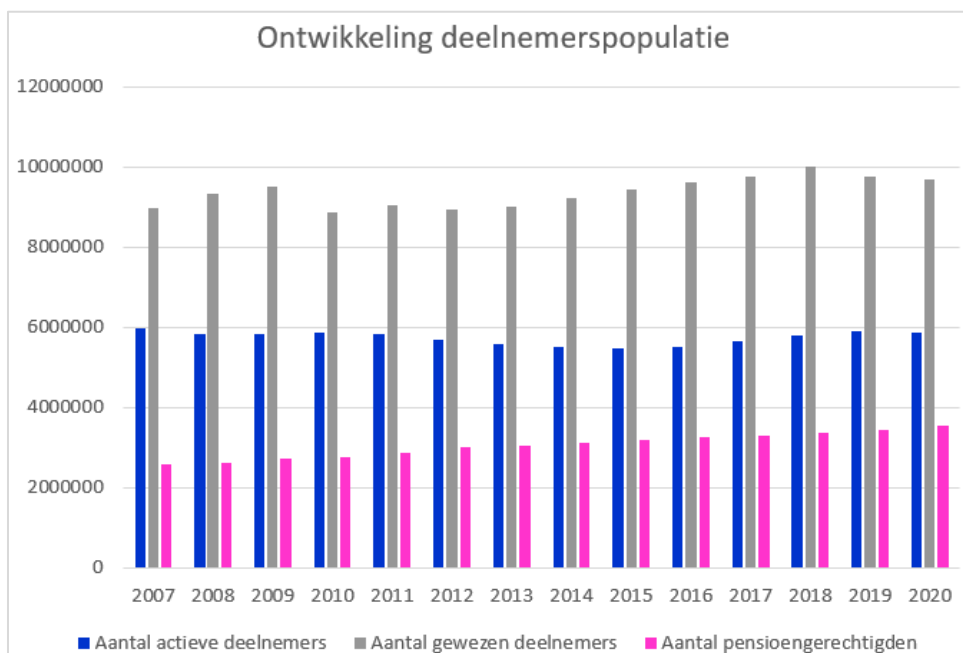
De administraties van pensioenfondsen maken in hoofdzaak onderscheid in drie typen deelnemers, te weten actieve deelnemers, gewezen deelnemers en gepensioneerden. Een deelnemer is een persoon die pensioenaanspraken opbouwt of heeft opgebouwd bij een pensioenfonds. De Nederlandsche Bank volgt de drie typen in haar datasets volgens de volgende criteria:

Actieve deelnemers: Dit zijn alle personen die op moment van rapporteren actief pensioen opbouwen. Onder deze categorie valt iedereen die via de werkgever premie afdraagt. Ook personen die zijn vrijgesteld van de premieplicht als gevolg van arbeidsongeschiktheid en ontvangers van een deeltijdpensioen worden tot de actieve deelnemers gerekend.

Gepensioneerden: Iedereen die een pensioenuitkering (ouderdoms-, arbeidsongeschiktheids-, partner- en wezenpensioen) ontvangt.

Gewezen deelnemers: Personen die ooit pensioen hebben opgebouwd bij een fonds maar op moment van rapporteren niet meer actief opbouwen bij dat betreffende fonds en ook (nog) geen uitkering ontvangen. Voorheen werd deze categorie ook wel aangeduid als 'slapers'. De gewezen deelnemers kunnen in de administratie van het ene fonds een 'slaper' zijn maar inmiddels bij een ander fonds een actieve deelnemer zijn. Daar zit dus in veel gevallen een dubbeltelling in de cijfers.

Onderstaand een visualisatie van de ontwikkeling van het aantal deelnemers, per type, volgens de administratie van *alle* pensioenfondsen in Nederland opgeteld.



Afbeelding 3: Verhouding deelnemers totale pensioenfondsector. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

De toename van het aantal gepensioneerden door de jaren heen is in de tabel duidelijk te zien. In de categorie ‘actieve deelnemers’ is waarschijnlijk de invloed van hogere werkloosheid tijdens de crisis te zien. Er is een duidelijke dip zichtbaar in het aantal actieve deelnemers in de jaren 2014, 2015 en 2016, als gevolg van de jaren 2013, 2014 en 2015 waarin de werkloosheid op een hoogtepunt was. Daarnaast zijn er de laatste jaren steeds meer mensen als ZZP’er gaan werken. Zij bouwen over het algemeen geen pensioen meer op via de tweede pijler en verdwijnen uit de typering ‘actieven’ (en worden gewezen deelnemers).

Tenslotte nog de typering ‘gewezen deelnemers’; daarin zit een overlap met de categorie ‘actieven’, omdat iemand bij het ene fonds een actieve deelnemer kan zijn en bij het andere fonds een gewezen deelnemer, bijvoorbeeld als gevolg van een baanwissel. Derhalve is de categorie ‘gewezen’ deelnemers wat te onduidelijk onderbouwd en daarnaast zitten er wat verschillen in de rapportages van De Nederlandsche Bank over de jaren 2007 tot en met 2010, dus die cijfers zijn niet helemaal betrouwbaar om een conclusie aan te verbinden.

De wetgever en De Nederlandsche Bank onderscheiden drie categorieën pensioenfondsen:

- Bedrijfstakpensioenfondsen
- Ondernemingspensioenfondsen
- Overige pensioenfondsen

Categorie ‘overig’ bestaat uit beroepspensioenfondsen en zogenaamde collectiviteitskringen (regelingen die zijn ondergebracht in een APF, zie alinea 2.1).

Het is interessant om de onderlinge verhouding van de drie categorieën te bezien op basis van deelnemersaantallen. Zoals in paragraaf 2.3 beschreven is, bevat de typering ‘gewezen deelnemers’ overlap met ‘actieve deelnemers’. In tabelvorm is in afbeelding 4 daarom de verhouding per ultimo 2020 weergegeven op basis van totalen deelnemers en op basis van enkel actieven plus gepensioneerden. De invloed van het wel of niet meerekenen van de gewezen deelnemers in de onderlinge verhouding blijkt marginaal te zijn.

Categorie	Aandeel in % totaal aantal deelnemers	Aandeel in % actieven plus gepensioneerden
Bedrijfstakpensioenfondsen	89,65%	88,97%
Ondernemingspensioenfondsen	8,75%	9,10%
Overige pensioenfondsen	1,60%	1,93%

Afbeelding 4: Verhouding omvang obv aantallen deelnemers per ultimo 2020. Bron: Dataset DNB. Tabel: eigen bewerking.

2.4. Consolidatieslag

Het verzorgen van een oudedagsvoorziening blijkt al sinds de Romeinse tijd te bestaan. Aardig om te lezen ook inzake het ontstaan en de ontwikkeling van de collectiviteitsgedachte en oudedagsvoorzieningen, is de bijdrage van Elise van Nederveen Meerkerk samen met Jan Peet uit 2004 ter ere van het jubileum van het Philips Pensioenfonds en de dissertatie van Jan Tamerus uit 2011.

In de afgelopen drie decennia is het aantal zelfstandige pensioenfondsen sterk teruggelopen. Dit is een omslag in de ontwikkeling van het sociale zekerheids- en pensioenstelsel tot dan toe, waarin het aantal pensioenfondsen tot eind jaren ‘80 juist altijd toe nam. Vanaf de jaren ‘90 begon men te kijken naar

mogelijke voordelen die samenvoeging van kleine fondsen met zich mee zou kunnen brengen. In 1995 schreef bijvoorbeeld een medewerker van het pensioenfonds van (omstreden) gentschbedrijf Monsanto in een essay in *Financial Executive* over de voordelen die hij zag in het samenvoegen van pensioenfondsen (Wolfarth, 1995). De globalisering was destijds (midden jaren '90) in volle gang; bedrijven werden steeds groter als gevolg van organische groei en fusies en overnames. Deze laatste vorm van groei ging veelal gepaard met behalve de overname van een bedrijf, ook de overname van een pensioenfonds. Het 'meeverkregen fonds' werd veelal ondergebracht in het oorspronkelijke pensioenfonds. Een vorm van 'gevolg-consolidatie' zou je dus kunnen zeggen. In de optiek van Wolfarth was het logisch dat pensioenfondsen op zoek gingen naar mogelijkheden om samen te werken. Hij verwachtte door het centraliseren van administratieve onderdelen van pensioenfondsen van de verschillende branches van Monsanto wereldwijd, behoudens het voldoen aan lokale wet- en regelgeving, een kostenbesparing te kunnen realiseren van 5 tot 10 basispunten per jaar.

Aan de keuze om te gaan consolideren liggen vaak financiële argumenten ten grondslag. Onder andere Andonov, Kok en Eichholtz hebben in 2013 gezamenlijk een onderzoek gedaan naar de kosten en opbrengsten van pensioenfondsbeleggingen in vastgoed, in relatie tot hun omvang. Daarvoor hebben zij gebruik gemaakt van de "CEM benchmark". De conclusie die getrokken wordt in het artikel, is dat naar mate een pensioenfonds toeneemt in omvang, relatief gezien, de kosten omlaag gaan en de beleggingsopbrengsten omhoog gaan (Andonov et al., 2013). Daarbij tekenen zij aan dat de hoge kosten voornamelijk te vinden zijn bij Amerikaanse fondsen; Zij vonden grote verschillen tussen de bedragen (verhoudingsgewijs) die Amerikaanse fondsen betaalden voor beheer en administratie van hun directe vastgoedbeleggingen en de bedragen die niet-Amerikaanse fondsen betaalden.

Bij het onderzoek en de gehanteerde gegevensset, zijn enkele kritische noten te plaatsen. De CEM-database is op zich een interessante databron, echter op het moment dat de auteurs het onderzoek deden hadden zij slechts de beschikking over gegevens tot en met 2009. Daar komt bij dat het overgrote deel van de database uit Amerikaanse en Canadese fondsen bestond (780 van de 884), variërend van zeer groot tot zeer klein. De overige fondsen, een veel kleiner aantal, kwamen uit Europa, Australië en Nieuw-Zeeland en dat betrof voornamelijk grote fondsen. Voor wat betreft de Europese fondsen bevatte de dataset op dat moment hoogstwaarschijnlijk nog geen gegevens van de middelgrote fondsen, die veelal direct in vastgoed beleggen. Daarover kan in dat geval daarom geen conclusie getrokken worden. Het beeld dat geschetst is lijkt af te wijken van de Nederlandse situatie. Zo is één van de uitkomsten bijvoorbeeld dat in het kleinste kwantiel (pensioenfondsen met een gemiddeld belegd vermogen van USD 336 miljoen) de helft in vastgoed investeert en daarvan zelfs meer dan 80% als directe belegger. Het Nederlandse pensioenlandschap kent bijna geen fondsen met zo'n kleine omvang en directe vastgoedposities aankopen met een dergelijk laag vermogen lijkt onwaarschijnlijk.

Voorts is de categorisering binnen het onderzoek niet helemaal duidelijk; De categorie niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt in eerste instantie in het artikel niet expliciet genoemd. In het eerste deel van het artikel lijkt die categorie onder direct vastgoed te zijn geschaard, onder andere omdat funds of funds ook als directe beleggingen worden aangemerkt. (In mijn optiek is dat laatste overigens niet terecht; funds of funds zijn structuren om indirect mee te investeren, waaruit dividend wordt uitgekeerd in plaats van huurstromen.) In het stroomschema in het artikel (daarin aangeduid als "exhibit 3") wordt uiteindelijk duidelijk dat onder 'indirect' wordt verstaan zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd vastgoed. Deze categorisering is relevant omdat één van de conclusies van

Andonov et al. is dat kleine fondsen voornamelijk direct in vastgoed investeren (dus zelf eigenaar zijn van de gebouwen) en grote fondsen voornamelijk indirect (90%) (als participant in een fonds). Tot slot nog enkele kritische opmerkingen ten aanzien van de conclusie dat grote pensioenfondsen lagere kosten hebben en over het algemeen genomen betere beleggingsresultaten laten zien, dankzij betere onderhandelingsposities ten opzichte van fiduciair managers en meer mogelijkheden tot efficiëntie in de eigen interne organisatie (Andonov et al., 2013). Dat schaalvergroting, tot op zekere hoogte wellicht, een verlaging van de kosten realiseert, klinkt op zich als een logische conclusie. Mede gezien de mogelijkheden die de ontwikkelingen op IT-gebied in de afgelopen 30 jaar hebben gebracht ten aanzien van administratie en management. Echter, met betrekking tot de conclusie dat de beleggingsopbrengsten van grotere fondsen ook altijd hoger zijn dan van kleinere fondsen is het een gemis dat de dataset niet meer (middelgrote) Europese pensioenfondsen omvatte. Het zou interessant zijn om te onderzoeken of die categorie er ook in slaagt om, dankzij ervaring, netwerk en omvang, ook winstgevende vastgoedposities en deelnemingen aan de portefeuilles toe te voegen.

Twee partners van adviesbureau McKinsey & Company publiceerden in september 2018 ook een artikel over de veronderstelde voordelen van consolidatie (Keskiner en Matthias, 2018). In hun essay onderzochten zij drie vaak genoemde argumenten om te consolideren, te weten;

- 1) Schaalvergroting; dit leidt volgens de auteurs tot hogere rendementen doordat voor de meest rendabele beleggingscategorieën veelal een minimum instapvermogen vereist is. Kleinere fondsen kunnen dat niet opbrengen en hebben derhalve minder toegang hebben tot de best presterende categorieën en investeringsfondsen.
- 2) Kostenbesparing; een direct gevolg van schaalvergroting .
- 3) Betere governancestructuren en risicomitigatie.

Teneinde de drie argumenten te toetsen hebben ook Keskiner en Matthias gebruik gemaakt van de data uit de CEM benchmark, inmiddels bijgewerkt tot en met 2015, aangevuld met enkele andere onderzoeken. De conclusies zijn deels afwijkend van de conclusies van Andonov et al. vijf jaar eerder. Ten aanzien van een verband tussen toename van rendement en toename omvang van fondsen, komen zij op basis van hun eigen ervaringen en op basis van de CEM benchmark tot de conclusie dat er geen direct verband te leggen is. Het lijkt er op dat fondsen, ongeacht hun omvang, gelijke toegang hebben tot de beleggingscategorieën die het meest renderen. Eén en ander hangt veelal samen met de gekozen investeringsstrategie, onder andere de keuze van (externe) managers.

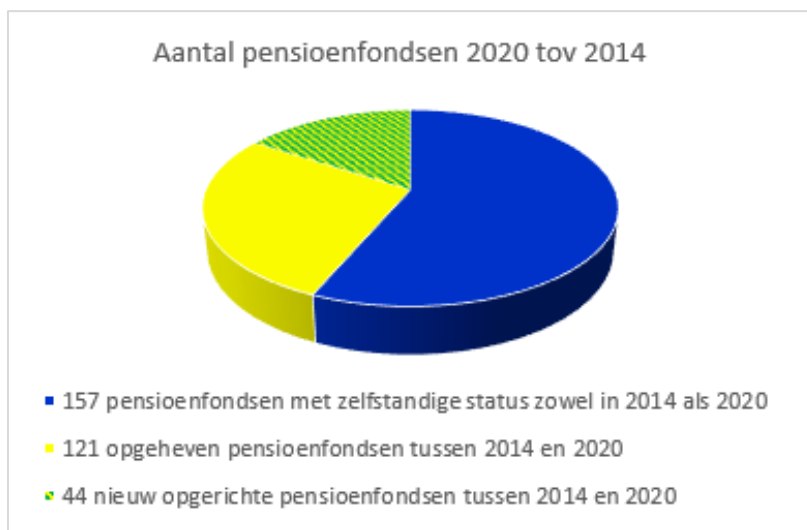
Voor het tweede en derde argument (respectievelijk kostenbesparing en governance van een hoger niveau) wordt door Keskiner en Matthias wel bewijs gevonden in de benchmark en in andere onderzoeken. Administratieve kosten en IT-kosten per deelnemer bleken inderdaad te dalen indien het aantal deelnemers toeneemt. Voor wat betreft de kosten van vermogensbeheer konden zij dit niet zo gemakkelijk concluderen. De kosten lijken ook daar te dalen, dat wordt mogelijk veroorzaakt door de mogelijkheid die grotere fondsen hebben om intern bijvoorbeeld een beheerafdeling op te zetten voor het managen van alternatieve investeringscategorieën, waardoor de externe kosten verlaagd kunnen worden. Het opzetten van een interne afdeling is enkel voordeliger indien er voldoende vermogen aanwezig is om ook significant in een dergelijke beleggingscategorie te kunnen investeren, anders is het rendement te laag om medewerkers met een zeker kennisniveau (fulltime) aan het werk te houden.

Tenslotte het derde argument, governance; het implementeren van risicobeperkende maatregelen, het aantrekken van getalenteerde medewerkers en aan medewerkers mogelijkheden bieden om zich te ontwikkelen en te specialiseren, blijkt inderdaad gemakkelijker voor grotere fondsen dan voor

kleinere fondsen. Waarmee niet gezegd is dat grotere fondsen ook altijd daadwérkelijk een betere governance voeren en kleinere fondsen een minder goed beleid. In het artikel worden ook voorbeelden van de tegengestelde situatie besproken.

Al met al lijkt consolidatie dus zeker voordelen te bieden, al zijn de meningen verdeeld over de hoeveelheid voordelen.

Ten behoeve van onderhavige onderzoek is op basis van de beschikbare data van De Nederlandsche Bank inzichtelijk gemaakt hoeveel pensioenfondsen zowel in 2014 als in 2020 zelfstandig waren en hoeveel fondsen er zijn verdwenen.



Afbeelding 5: Verhouding aantal pensioenfondsen in 2014 en 2020. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

Het totaal aantal pensioenfondsen is afgenomen van 278 in 2014 tot 201 in 2020, dat is een afname van 27%. Niet alle ‘verdwenen’ fondsen zijn geliquideerd of in een groter al bestaand fonds opgegaan. Er is ook een behoorlijk aantal nieuwe, grotere, fondsen opgericht. Uit de analyse blijkt dat er 121 fondsen zijn verdwenen maar dat er ook 44 nieuwe fondsen zijn opgericht, waaronder 32 zogenaamde pensioenfondsen kringen. In bijlage I is een volledig overzicht van alle pensioenfondsen (op basis van statutaire naam) in 2014 en 2020 opgenomen. Gegevens over de periode voor 2014, bijvoorbeeld 2007 – 2014, zijn bij De Nederlandsche Bank niet bekend (e-mail DNB juni 2022). Uit een artikel van de Pensioenfederatie blijkt dat er in 1997 zelfs nog 1060 zelfstandige pensioenfondsen waren. De totale afname is dus nog veel groter.

2.5. Conclusie

In dit hoofdstuk is het wettelijk kader geschetst van de ontwikkeling van de pensioenfondsector gedurende de afgelopen twee decennia. Tevens is de bevolkingsontwikkeling in kaart gebracht alsmede het aantal pensioenfondsen en aantallen deelnemers.

De consolidatieslag binnen de sector en de stelsel- en wetwijzigingen lijken een wisselwerking op elkaar gehad te hebben. Wijzigingen in wetgeving en toegenomen rapportage- en communicatievereisten legden een steeds grotere druk op pensioenfondsen, waardoor in het samenvoegen van fondsen een mogelijkheid werd gezien om kosten te besparen en schaalvoordelen te behalen, zoals ook uit de literatuur blijkt. Vervolgens werd het belegd vermogen en de omvang van

fondsen dusdanig groot, dat dat ook weer om extra (boekhoudkundige) controlemechanismen en risicomanagementvereisten leidde waardoor het voor kleine fondsen nog ingewikkelder werd om zelfstandig te blijven. Aan het begin van deze eeuw begon de samenleving zich te realiseren dat het veilige, relatief hoge pensioen dat men tot dan toe in het vooruitzicht had, voor de komende generaties geen vanzelfsprekendheid meer zou zijn. Dit mondde onder andere uit in een kritischere blik naar de kosten en prestaties van pensioenbeheer. Vervolgens kwam daar de in de Pensioenwet 2007 opgenomen verplichting bij om een uitvoeringsovereenkomst te sluiten met een pensioenuitvoerder. Daarmee nam de noodzaak voor kleine, zelfstandige pensioenfondsen toe om de verplichtingen en administratie in te brengen in een groter fonds, waarna het oorspronkelijke fonds werd opgeheven. Dit is duidelijk te zien in de terugloop van het aantal kleine zelfstandige fondsen en de toename van het aantal overkoepelende fondsen en samenwerkingsverbanden zoals pensioenkringen.

De grootste consolidatieslag lijkt inmiddels voorbij te zijn. In de literatuur wordt er gediscussieerd over de vraag of het adagio 'hoe groter hoe beter' altijd op gaat. Fondsen met een omvang vanaf circa EUR 5 miljard zijn voor buitenlandse begrippen al als 'groot' aan te merken en kunnen mogelijk naar tevredenheid zelfstandig voortbestaan met even goede resultaten als fondsen met een veelvoud van die omvang. Het niet volledig consolideren van de pensioenmarkt kan ook gezien worden als een vorm van risicospreiding en een aanjager voor uitvoerders en investment managers om gemotiveerd te blijven.

Naast deze ontwikkelingen zijn natuurlijk de gevolgen van de vergrijzing en de verwachte komende pensioengolf van de generatie geboren tussen 1955 en 1970 (de grote generatie die in afbeelding 2, sub 2021, tussen de 51 en 66 jaar oud is), nadat de generatie voor hen inmiddels al grotendeels met pensioen is gegaan, belangrijke thema's, die van de sector een kritische blik op de toekomst vragen en duidelijke communicatie en verwachtingsmanagement naar de achterban.

Na deze beschouwing van de actuele stand van het pensioenlandschap, de belangrijkste veranderingen van de afgelopen vijftien jaar, de consolidatieslag en de demografische verwachtingen voor de toekomst (deelvraag 1), volgt in het volgende hoofdstuk een beschouwing van het vastgoedbeleggingsbeleid van pensioenfondsen tussen 2007 en 2020.

3. Vastgoedbeleggingen Nederlandse pensioenfondsen

Dit hoofdstuk bevat een beschrijving van het beleggingsbeleid van institutionele beleggers en de uitdagingen van vastgoed in de ALM-studie. Het biedt daarnaast ook inzicht in de daadwerkelijke beleggingen in vastgoed en beleggingsvoorkeuren per type pensioenfonds, gedurende de periode 2007 – 2020. Deze onderdelen tezamen beantwoorden deelvraag 2; Hoe hebben het (vastgoed)beleggingsbeleid en het belegd vermogen van pensioenfondsen zich door de jaren heen ontwikkeld?

3.1. Beleggingsbeleid & governance

Op grond van artikel 13a van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen zijn pensioenfondsen verplicht om een beleggingscyclus vast te stellen. De Nederlandsche Bank houdt prudentieel en materieel toezicht op pensioenfondsen en heeft de beleggingscyclus op haar website als volgt visueel samengevat:



Afbeelding 6: Beleggingscyclus pensioenfondsen obv artikel 13a Besluit FTK. Bron: DNB.

Volgens bovenstaande afbeelding bestaan de drie belangrijkste taken van een pensioenfonds uit risicomangement, beleid en verantwoording (aan toezichthouders en achterban). Op basis daarvan dienen de doelstellingen en uitgangspunten van het fonds vastgesteld te worden, waarna men in de boven weergegeven cyclus komt van uitvoering, evalueren, bijsturen en weer vaststellen. Over dit alles heen dient een gedegen governance (beleid) te zijn vastgesteld, waarin bijvoorbeeld controlemechanismen zijn ingebouwd om fraude tegen te gaan. Maar ook bijvoorbeeld zich verbinden aan maatschappelijke beleggingsdoelstellingen en doelstellingen om personeel zich te laten ontwikkelen en tevreden te houden maken onderdeel uit van de governance van een fonds.

Sinds het jaar 2000 houdt de OECD zich ook bezig met het beleid van landen omtrent de governance van pensioenfondsen. Twee medewerkers van de OECD schreven in 2008 een uitgebreid essay inzake 'pensioenfonds governance' (Stewart en Yermo, 2008). In het essay vergeleken zij het beleid in diverse landen, alvorens tot een aantal aanbevelingen te komen. De kernboodschap in het essay is dat er bij goede governance sprake zou moeten zijn van een evenwichtige vertegenwoordiging van de verschillende stakeholders in de organen van een fonds, hoge kennisniveaus van medewerkers en interne controlesystemen die tegenstrijdige belangen voorkomen. Stewart en Yermo tonen zich groot voorstanders van consolidatie van pensioenfondsen, in ieder geval consolidatie totdat een fonds een dusdanige omvang heeft bereikt dat het in staat is om een gedegen governance te voeren,

onderhouden en blijven bijstellen. Daarin gaan zij vrij ver, zij bepleiten consolidatie van de pensioenfondssector zelfs als een noodzakelijke stap die gezet zou moeten worden in veel landen (Stewart en Yermo, 2008).

Een ander belangrijk onderdeel in het schema van De Nederlandsche Bank (afbeelding 6) is uiteraard het beleggingsbeleid. Sinds de jaren '90 van de vorige eeuw hebben pensioenfondsen hun beleggingsbeleid geïntegreerd in zogenaamde 'asset liability management-studies' ("ALM-studies" of "ALM") (Tamerus, 2011). Asset liability management geeft inzicht in de belangrijkste risicofactoren en impact van beleid op de staat van de balans en biedt inzicht in hoe beleidsbeslissingen door kunnen werken op balansposities (Ortec Finance). Het is dus te vertalen als 'balansbeheer'. De balans is voor pensioenfondsen en verzekeraars een essentieel boekhoudkundig middel, omdat men afwegingen moet maken tussen beleggingskeuzes met bijbehorende risico's enerzijds en (uitkerings)verplichtingen anderzijds. Het concept van asset liability management bestaat al veel langer dan de jaren '90 van de vorige eeuw; in hun beschrijving van de geschiedenis van de ALM beschrijven Smink en Van der Meer (1998) dat de eerste vormen van balansstudies al van meer dan 100 jaar geleden stammen. De balansstudies zoals we die tegenwoordig kennen zijn pas mogelijk sinds de jaren '50 van de vorige eeuw toen Markowitz de Moderne portefeuilletheorie ontwikkelde. Daardoor kregen afwegingen tussen risico en rendement een prominentere plaats in het beleggingsbeleid en werden vergelijkingen ook beter mogelijk (Smink en Van der Meer, 1998). Sinds de jaren '90 van de vorige eeuw is de ALM gemeengoed onder pensioenfondsen. Op basis van de ALM wordt onder andere de allocatie van het vermogen aan verschillende beleggingscategorieën, waaronder vastgoed, vastgesteld. Toch is vastgoed een ingewikkelde categorie om mee te nemen in dergelijke studies; geen enkel object is immers exact vergelijkbaar met een ander object en het overgrote deel van de objecten wordt gewaardeerd aan de hand van transacties van *ongeveer* vergelijkbare objecten op een *ongeveer* vergelijkbaar moment in de tijd. Daarnaast speelt mogelijk het effect van 'smoothing and legging' door taxateurs mee waardoor rendementen een wat gelijkmatiger beeld door de tijd heen laten zien, zonder grote uitslagen naar boven en naar beneden toe. In werkelijkheid, indien ieder object op ieder moment van eigenaar zou wisselen, zouden de uitslagen mogelijk groter zijn dan dat in de taxaties het geval is. Voorts hebben Van Gool en Muller in een publicatie uit 2005 heel concreet drie zwakke punten aangaande de verwerking van vastgoed in ALM-studies benoemd. In hoofdzaak ging het om het ontbreken van langjarige historische gegevens (minimaal 20 tot 25 jaar), de complexiteit van het implementeren van de toekomstverwachtingen in de ALM en het niet eenduidig interpreteren van de uitkomsten van de ALM door de pensioenfondsen en daaropvolgende vertaalslag naar de praktijk. Het eerste punt; het ontbreken van transactie- en waarderingsgegevens over een periode van minstens 20 - 25 jaar, zou nu, 17 jaar later, opgelost moeten zijn. Aangaande de relevantie van het tweede en derde punt kan ik geen uitsluitsel geven; het vergelijken van ALM-studies welke op verschillende momenten gedaan worden en op basis van verschillende invalshoeken, reikt te ver voor dit research paper. Ondanks de mogelijke valkuilen en nadelen van vastgoed in de ALM is het een nuttig hulpmiddel om te gebruiken bij de allocatie van het belegd vermogen over de verschillende beleggingscategorieën. Dat spreiding van vermogen over verschillende categorieën beleggingsproducten leidt tot mitigatie van risico, al was het alleen al vanwege timingsverschillen tijdens periodes van neergang, daarover lijkt algemene consensus te bestaan.

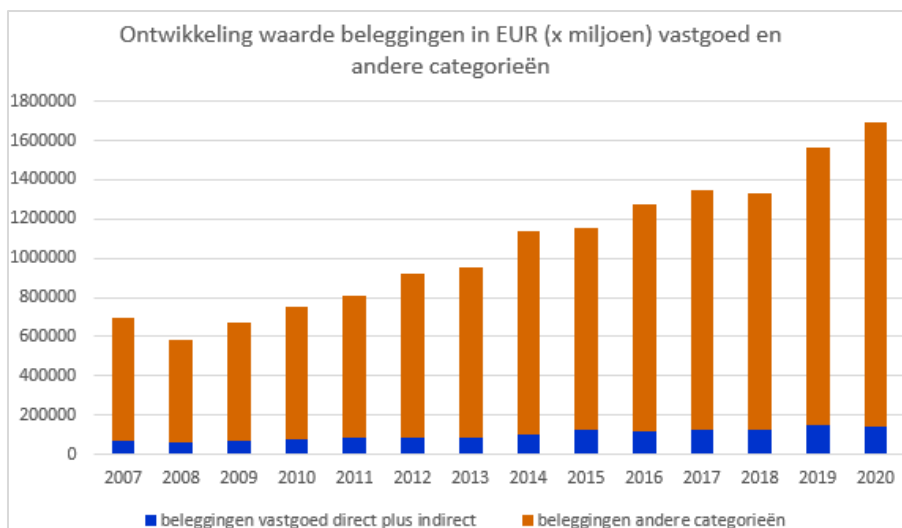
Dankzij de mogelijkheden die globalisatie biedt en als gevolg van inzichten gebaseerd op de Moderne portefeuilletheorie is het sinds de jaren '90 de trend om het belegd pensioenvermogen zoveel mogelijk

te spreiden, zowel geografisch als categorisch. Hoe de verschillende categorieën zich tot elkaar verhouden (correlatie) en welke plaats direct vastgoed inneemt is vervolgens een verdiepend vraagstuk. Van Gool et al. benoemen in hun publicatie uit 2005 vastgoed als een goede 'diversificator' ten opzichte van zowel andere beleggingen als verschillende categorieën vastgoed onderling en tevens ten opzichte van (pensioen)verplichtingen. Zij vonden een lage en soms zelfs negatieve correlatie met andere beleggingscategorieën. Sinds 2005 is de globalisatie verder toegenomen, mogelijk is daardoor ook de correlatie tussen vastgoed en andere beleggingscategorieën toegenomen. In een recentere publicatie van Van den Born, Van der Gaast en Op 't Veld uit 2018 wordt verwezen naar onder meer een onderzoek uit 2015 van Liow et al. waaruit inderdaad blijkt dat sinds midden jaren '90 sprake is van een toename van de correlatie tussen direct vastgoed en gesecuriseerd vastgoed.

In dit verband is interessant om even kort te behandelen een onderzoek dat is gedaan in 2021 door Nguyen et al., met betrekking tot de onderlinge samenhang tussen direct vastgoed, gesecuriseerd indirect vastgoed (afgeleide producten zoals bijvoorbeeld de beruchte mortgage backed securities tijdens de laatste financiële crisis) en de kapitaalmarkten. Dit onderzoek biedt namelijk een overzicht van veel verschillende voorgaande correlatie-onderzoeken. Het artikel richt zich voornamelijk op het vraagstuk in welke markt er in tijden van neergang, als eerste een schok omlaag ontstaat en hoe snel en op welke manier vervolgens de andere twee markten daarop reageren. Daartoe hebben de onderzoekers heel veel eerdere onderzoeken samengebracht, waarin de grootste westerse economieën plus Japan zijn onderzocht. Zij concluderen dat de directe vastgoedmarkt in het laatste decennium steeds meer verbonden is geraakt met de andere twee markten. De globalisering van de financiële markten zien zij daarvoor als één van de belangrijkste aanjagers. Aandachtspunt is dat de conclusies van het onderzoek waarschijnlijk voornamelijk gebaseerd zijn op de onderzoeken naar de oorzaken en gevolgen van de economische crisis in 2007-2009 (waarna in Europa overigens nog de eurocrisis volgde), andere crises kunnen andere karakteristieken hebben. Hoewel de auteurs dus een grotere correlatie tussen de drie markten zien dan dat 20 jaar geleden werd aangenomen, noemen zij het timingsverschil tussen de momenten waarop de markten een negatieve beweging laten zien, als een factor van belang.

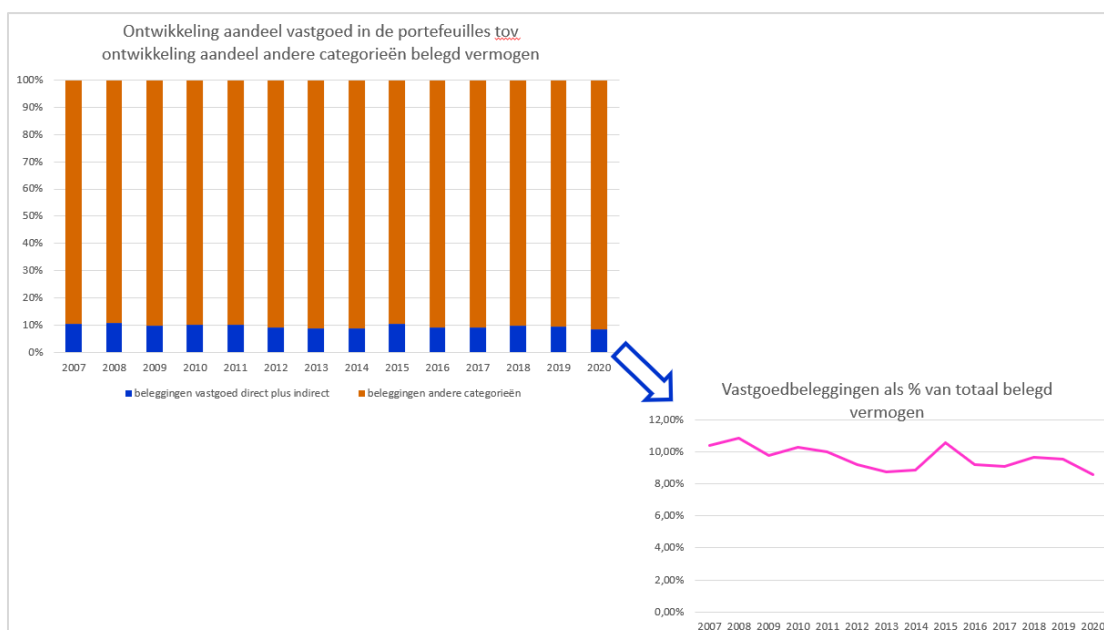
3.2. Ontwikkeling belegd vermogen

Na de beschrijving van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is het interessant om te bezien met welke allocatiepercentages er gedurende de afgelopen jaren *daadwerkelijk* in vastgoed is belegd. Zoals uit voorgaande paragraaf blijkt, vormen de beleggingen in vastgoed slechts een onderdeel van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen en verzekeraars. Bij de meeste fondsen wordt een veel groter aandeel van de premies geïnvesteerd in allerhande andere beleggingscategorieën belegd, zoals aandelen, commodities (bijvoorbeeld grondstoffen) en vastrentende waarden zoals obligaties, deposito's en hypotheek. Sinds 2016 onderscheidt De Nederlandsche Bank in haar rapportages daarnaast onder andere ook nog hedgefunds (die op hun beurt weer in diverse beleggingscategorieën investeren) en 'alternatieve beleggingen'. Onder de alternatieve beleggingen kunnen bijvoorbeeld landbouwgronden maar ook weer hypotheek geschaard worden. Alvorens de vastgoedbeleggingen uit te lichten en verder uit te splitsen wordt de ontwikkeling van het totaal belegd pensioenvermogen van de Nederlandse pensioenfondsen door de jaren bezien. In onderstaande grafiek is het verloop van het totaal belegd vermogen op de balansen van alle Nederlandse pensioenfondsen van 2007 tot en met 2020 inzichtelijk gemaakt. Vastgoed (direct plus indirect) is als onderdeel blauw gemaakt, alle overige categorieën zijn samengevat in oranje.



Afbeelding 7: Ontwikkeling belegd vermogen pensioenfondsen. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

In afbeelding 7 is te zien dat het totaal belegd vermogen fors is toegenomen tussen 2008 en 2020. Teneinde de ontwikkeling van het aandeel vastgoed in de portefeuilles goed te kunnen zien is in afbeelding 8 een vergelijking gemaakt waarbij ieder jaar opnieuw het totaal belegd vermogen is aangemerkt als 100%. Vervolgens is het aandeel vastgoed als percentage van het totaal belegd vermogen uitgelicht.



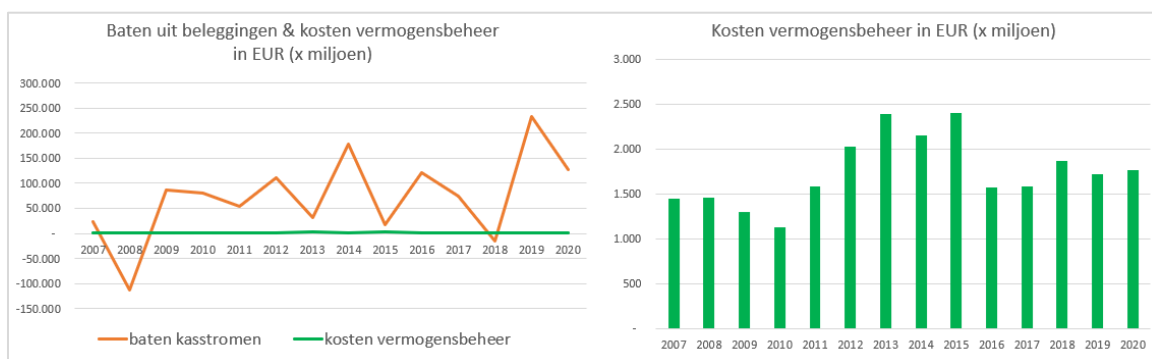
Afbeelding 8: Ontwikkeling in vastgoed belegd vermogen pensioenfondsen als % van het totaal belegd pensioenvermogen. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking

Langjarig lijkt het aandeel vastgoed (direct plus indirect gezamenlijk) gemiddeld rond de 10% te schommelen, al zouden de jaren 2018, 2019 en 2020 kunnen duiden op een afname. De afname hoeft overigens niet een gevolg te zijn van lagere allocatie aan vastgoed, het kan ook een gevolg zijn van nog snellere waardeinstijgingen van andere beleggingscategorieën dan de waardeinstijging die vastgoed heeft doorgemaakt. Cijfers over 2021 zijn nog niet beschikbaar. Uit het voornoemde onderzoek gedaan door Van Gool et. al uit 2005 bleek dat er uit ALM-studies een hogere vastgoedallocatie voor pensioenfondsen zou voortvloeien maar dat er door de onderzochte fondsen voor werd gekozen om

toch lagere percentages aan te houden (in casu tussen de 12% en 16%), zonder dat daar een duidelijke grondslag voor werd benoemd. Het gemiddelde percentage in afbeelding 8 ligt zelfs nog lager, maar dat betreft het gemiddelde in vastgoed belegde vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen, terwijl het onderzoek van Van Goot et al. zich specifiek richtte op een aantal grote fondsen en een verzekeraar.

Belangrijke kanttekening is dat de toename van het totaal belegd vermogen niet altijd jaar op jaar het gevolg is van succesvolle beleggingen; de toename kan ook mede een gevolg zijn van hogere premie-inkomsten en vrijval van andere balansposten zoals herverzekeringen en technische voorzieningen. De beleggingen geven ook niet altijd jaar op jaar een positief resultaat, bijvoorbeeld in een economische crisis als gevolg waarvan bezittingen in waarde dalen (zowel vastgoed als alle andere beleggingscategorieën; gelijktijdig bij een hoge correlatie en na elkaar bij een lagere correlatie, zoals in paragraaf 3.1 is toegelicht).

Als korte uitstap van het hoofdonderzoek is het daarom interessant om de kosten van het vermogensbeheer naast de baten van het vermogensbeheer te leggen. Onderstaand een overzicht van de baten uit het totale vermogensbeheer van pensioengelden over de periode 2007 tot en met 2020 en de ontwikkeling van de kosten van het vermogensbeheer over die zelfde periode.



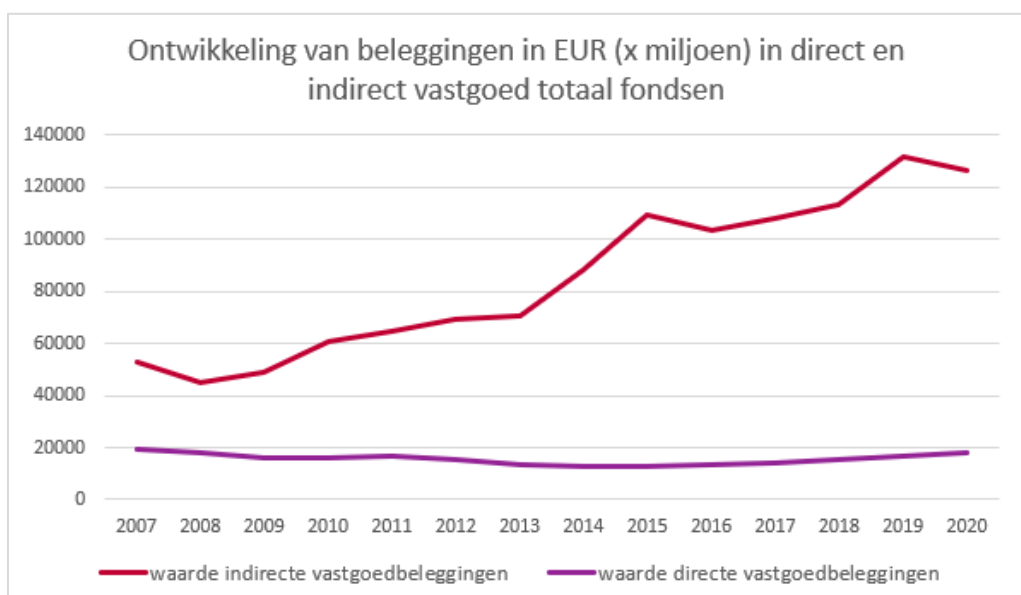
Afbeelding 9: Baten uit beleggingen en kosten vermogensbeheer. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

Voor de verwerking in grafiekvorm is gekozen voor een weergave in euro's en niet als percentages, omdat de baten uit vermogensbeheer sommige jaren negatief waren; een kostenpost als percentage van een negatief rendement zou een vreemde uitslag geven. De beleggingsresultaten geven een negatieve uitslag in 2018. In de jaarverslagen van de geïnterviewde pensioenfondsen was er in dat jaar in veel gevallen inderdaad een negatief rendement op de beleggingen (totaal, niet enkel vastgoed) te zien (bijvoorbeeld RPF -2,5%, BPL -0,3%, PME -0,9%, Psf Vervoer -1,4%). Mogelijk werd deze dip deels veroorzaakt doordat vanaf mei 2018 met name de financiële aandelen op de beurs in waarde daalden en gedurende dat jaar niet meer het oude niveau behaalden. Aangaande de gemaakte kosten is te zien dat op absoluut niveau de kosten voor vermogensbeheer met ingang van 2016 sterk af zijn genomen, mogelijk heeft dit te maken met de invoering van het Algemeen Pensioenfonds dat clustering van verschillende regelingen mogelijk maakt. De weergegeven bedragen zijn gebaseerd op de balansen van pensioenfondsen zoals ze zijn aangeleverd bij De Nederlandsche Bank, conform het FTK. Nota bene, resultaten uit de categorie 'overig' en baten uit herverzekeringen zijn niet meegenomen in de baten omdat de gerapporteerde kosten uit de balansen ook enkel op de baten uit vermogensbeheer zien. Men kan daarnaast beargumenteren dat onder andere baten uit herverzekeringen 'slechts' boekhoudkundige baten zijn. Anderzijds kan men ook beargumenteren dat dit geldt voor alle baten

die niet daadwerkelijk voortvloeien uit een transactie die in liquide middelen wordt omgezet maar bestaan uit bijvoorbeeld taxatiewaarden of beurswaarden op het moment van meten en rapporteren. Het reikt te ver voor dit company research paper om de kosten van vermogensbeheer ten opzichte van de baten verder te analyseren. Bovenstaande geeft een korte, vereenvoudigde indruk om aan te geven dat de baten van beleggingen door de jaren heen fluctueren.

3.3. Directe en indirecte beleggingen in vastgoed

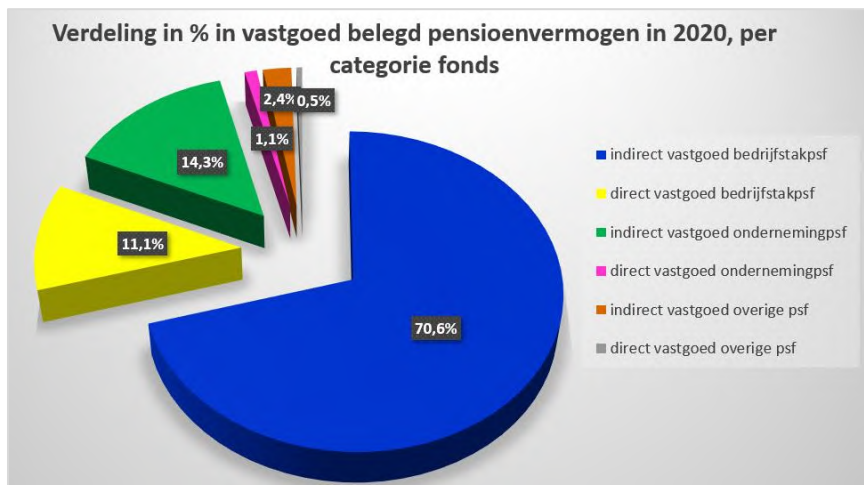
Het voorgaande hoofdstuk heeft inzicht gegeven in het wettelijk kader, de demografische verdeling van de Nederlandse samenleving en de samenstelling van het pensioenlandschap. Vervolgens is in de eerste twee paragrafen van dit hoofdstuk het totaal belegd pensioenvermogen en het aandeel vastgoed behandeld. De volgende logische stap is nu inzoomen op de verhouding tussen directe en indirecte vastgoedbeleggingen. Dat wordt in deze paragraaf gedaan.



Afbeelding 10: Ontwikkeling belegd pensioenvermogen in vastgoed. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

Uit afbeelding 10 blijkt dat er gedurende de afgelopen veertien jaar duidelijk een voorkeur is ontstaan ten gunste van indirecte vastgoedbeleggingen ten opzichte van de directe variant. Bovenstaande bevindingen sluiten ook aan bij de conclusie die Van den Born, Van der Gaast en Op 't Veld in 2018 trokken aangaande de toename van de indirecte vastgoedbeleggingen gedurende de periode 2008 – 2015, terwijl de investeringen in direct vastgoed min of meer gelijk bleven. De toename van het indirect belegd vermogen over de periode 2007 tot en met 2020 is zeer waarschijnlijk namelijk niet enkel het gevolg van waardegroei van de beleggingen in die periode. Het is aannemelijk dat er bij allocatiebeslissingen vaker gekozen is om investeringen, al dan niet ten koste van andere beleggingscategorieën zoals aandelen, toe te voegen aan de indirecte vastgoedfondsen dan om de directe vastgoedportefeuilles uit te breiden.

Zoals in paragraaf 2.4. is uitgelegd onderscheid de wetgever drie categorieën pensioenfondsen. Mogelijk is er een verband te ontdekken tussen categorie pensioenfonds en beleggingsvoorkeur. In afbeeldingen 11 en 12 is weergegeven bij welke type fonds de vastgoedbeleggingen zich voornamelijk bevinden, uitgesplitst in directe en indirecte beleggingen, per ultimo 2020.



Afbeelding 11: Verdeling van in vastgoed belegd pensioenvermogen onderverdeeld naar type pensioenfonds. Bron: Dataset DNB. Grafiek: eigen bewerking.

Vergelijkingsparameter	Totaal	Bedrijfstakpsf	Ondern. Psf	Overige psf
Activa in EUR(x1 mln)	1.711.375	1.290.117	354.726	66.532
Activa in % als onderdeel van totaal	100,0%	75,4%	20,7%	3,9%
Deelnemers in % (actieven + gepens.)	100,0%	89,0%	9,1%	1,9%
% Direct vastgoed van totaal vastgoed	12,6%	11,1%	1,1%	0,5%
% Indirect vastgoed van totaal vastgoed	87,4%	70,6%	14,3%	2,4%
% Vastgoed van totaal vastgoed	100,0%	81,7%	15,4%	2,9%
Direct vastgoed in EUR (x1 mln)	18.251	16.027	1.522	702
% direct vastgoed als % van activa	1,07%	1,24%	0,43%	1,06%
Indirect vastgoed in EUR (x1 mln)	126.637	102.339	20.789	3.509
% indirect vastgoed als % van activa	7,40%	7,93%	5,86%	5,27%

Afbeelding 12: Verhoudingsgetallen en percentages omvang beleggingen ultimo 2020. Bron: Dataset DNB. Tabel: eigen bewerking.

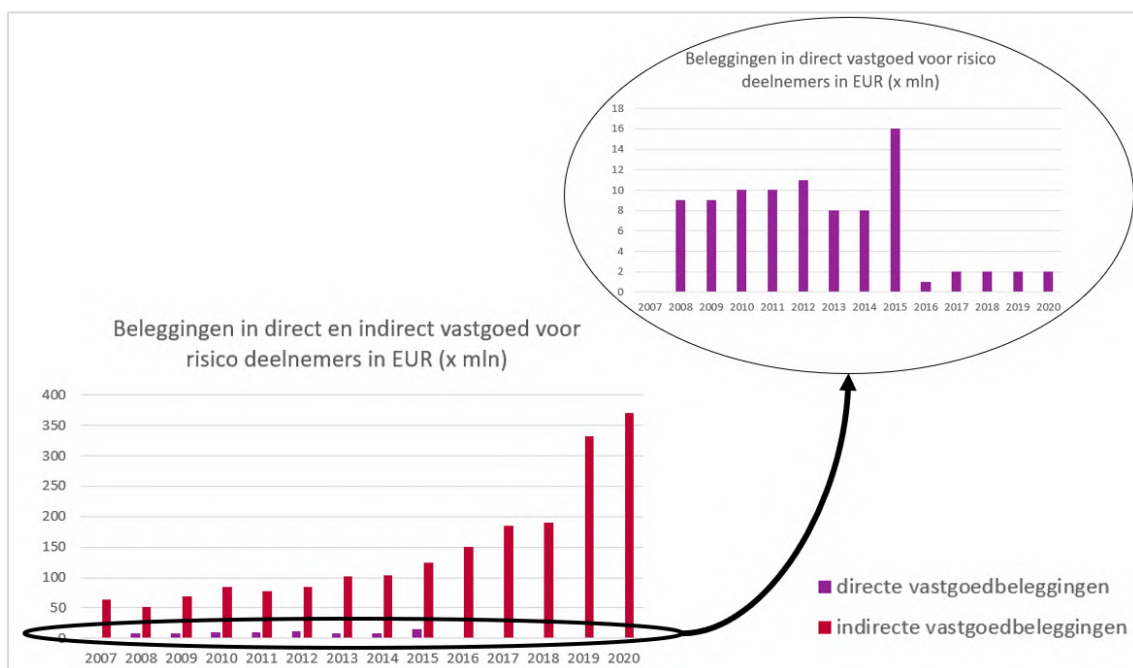
De tabel is als volgt te lezen, aan de hand van een voorbeeld: Categorie bedrijfstakpensioenfondsen. Van de totale activa ultimo 2020 bevindt 75,4% zich bij de bedrijfstakpensioenfondsen. Als gekeken wordt naar aantal deelnemers dan beslaat deze categorie 89% van alle (actieve plus gepensioneerde) deelnemers in pensioenfondsen (zie paragraaf 2.3 voor de percentages inclusief gewezen deelnemers). Van het totaal door pensioenfondsen in *vastgoed belegd* vermogen bevindt 81,7% zich bij de bedrijfstakpensioenfondsen; dit percentage is opgebouwd uit 11,1% van het totale vastgoedbeleggingen dat is aan te merken als directe beleggingen en 70,6% dat is aan te merken als indirecte beleggingen. Tenslotte is nog interessant om te zien welk *deel van de activa* van de bedrijfstakpensioenfondsen die vastgoedbeleggingen dan uitmaken; 7,93% van de activa is belegd in indirect vastgoed en 1,24% is belegd in direct vastgoed.

Uit de analyse in de tabel is een aantal conclusies te trekken:

Het gemiddelde van de activa van de gehele pensioensector dat is belegd in indirect vastgoed is 7,40% en in direct vastgoed is dat 1,07%. Een bovengemiddeld aandeel bevindt zich dus bij de bedrijfstakpensioenfondsen, zowel voor wat betreft de indirecte als de directe beleggingen

(respectievelijk 7,93% en 1,24%). Kijkend naar absolute bedragen dan vormen de bedrijfstakpensioenfondsen het grootste aandeel van het pensioenvermogen, daarnaast beleggen zij dus ook relatief gezien het meest in vastgoed. De facto bevindt het grootste deel van de vastgoedbeleggingen zich dus in de portefeuilles van deze categorie fondsen. De beide andere categorieën fondsen zitten voor wat betreft de indirecte beleggingen procentueel gezien op een lager, met elkaar vergelijkbaar niveau (5,86% van het kapitaal van ondernemingspensioenfondsen en 5,27% van het kapitaal van de overige fondsen). Ten aanzien van directe beleggingen zitten de fondsen in de categorie ‘overig’ op het gemiddelde. Door de ondernemingspensioenfondsen wordt er relatief gezien zeer weinig direct in vastgoed belegd, slecht 0,43% van de activa was ultimo 2020 onder die noemer te scharen. Overigens blijken ondernemingspensioenfondsen over een stuk meer vermogen per deelnemer te beschikken dan de andere twee categorieën; met een aandeel van ruim 20% in het totaal kapitaal hoeven zij slechts iets meer dan 9% van de deelnemers te bedienen. Een reden waarom de allocatie aan vastgoed zo laag is kan mogelijk zijn dat binnen de categorie ondernemingspensioenfondsen er veel zelfstandige fondsen zijn met een beperkte omvang. Ondanks het feit dat er meer vermogen beschikbaar is per deelnemer, kunnen de fondsen per stuk in omvang relatief klein zijn. Veel hebben zich in de afgelopen jaren ook al aangesloten bij bedrijfstakpensioenfondsen. De algemene consensus is dat het aanhouden van een directe vastgoedportefeuille een zekere omvang van een fonds vereist, dat is wellicht bij relatief veel ondernemingspensioenfondsen niet het geval. Dit kan een verklaring zijn voor het lage percentage directe vastgoedbeleggingen in de portefeuilles van ondernemingspensioenfondsen.

Bovenstaande getallen zien allemaal op beleggingen die voor rekening en risico van het fonds zijn én de beleggingen die voor rekening en risico van de deelnemers zijn. Met het oog op het nieuwe stelsel en de toename van het aantal regelingen dat is omgezet van defined benefit (“db”) naar defined contribution (“dc”), is het interessant om het aandeel vastgoedbeleggingen dat is opgenomen in regelingen voor rekening en risico van deelnemers, uit te lichten. In onderstaande afbeelding 13 (volgende pagina) is het verloop van de vastgoedbeleggingen voor die regelingen inzichtelijk gemaakt.



Afbeelding 13: Ontwikkeling vastgoedbeleggingen voor risico van deelnemers. Bron: Dataset DNB. Tabel: eigen bewerking.

In de grafieken is een sterke afname van de directe beleggingen te zien, de reden daarvan kan ik niet met zekerheid verklaren. De afname is vooral groot vanaf 2016, dat moment valt samen met de komst van de mogelijkheid om een APF op te richten; mogelijk zijn daar gelijktijdig veel dc-regelingen in onder gebracht waarvan de directe beleggingen verkocht zijn of in een fonds zijn ondergebracht. Ook kan het zijn dat er in 2015 relatief veel (ondernemings)fondsen die eigen vastgoed voor dc-regelingen belegd hadden, in dat jaar in een ander fonds zijn opgegaan en hun beleggingen bijvoorbeeld in een vastgoedfonds hebben onder gebracht of hebben verkocht.

3.4. Actualiteit

De gehanteerde rapportages van De Nederlandsche Bank zien op een periode waarin er sprake was van gestage economische groei, namelijk de periode tot en met eind 2020. Echter, de wereld is sinds de zomer van 2021 in rap tempo aan het veranderen. De Nederlandse inflatie begon te stijgen in het tweede kwartaal van 2021 en ook in de ons omringende landen en in de Verenigde Staten was dat het geval. In augustus 2021 bereikte de Nederlandse inflatie de 3%. De stijging bleef vervolgens wereldwijd aanhouden, wat in de Verenigde Staten al snel renteverhogingen tot gevolg had. Nadat de economieën na de covid-pandemie allemaal gelijktijdig weer op gang kwam en een schip het Suezkanaal had geblokkeerd, ontstonden er tekorten aan grondstoffen. Dit had ook weer oplopende prijzen tot gevolg. Vervolgens viel Rusland Oekraïne binnen begin februari 2022 wat het vertrouwen in de economie ook geen goed deed. De stijging van de inflatie bleef na de zomer van 2021 wereldwijd aanhouden, wat in de Verenigde Staten al snel renteverhogingen tot gevolg had. De ECB heeft in juli 2022 voor het eerst sinds 2011 de rente verhoogd. Ook de rente op de financiële markten begon op te lopen, in eerste instantie langzaam, later sneller, om in de zomer van 2022 weer wat te dalen. De beurzen begonnen in het najaar van 2021 harder te fluctueren om in de eerste helft van 2022 echt een behoorlijke duik naar beneden te maken. Veel institutionele beleggers met een directe vastgoedportefeuille hebben hun vastgoedallocatie in de eerste maanden van 2022 behoorlijk zien oplopen als gevolg van de dalende waarden in de andere beleggingscategorieën zoals aandelen. In de zomer van 2022 lijken de beurzen weer wat verliezen goed te maken. De theorie dat de schokken later op de vastgoedmarkten komen dan op de beurzen lijkt dus vooralsnog op te gaan, gezien de nog stijgende vastgoedwaarderingen in het eerste half jaar tegenover de snel dalende aandelenbeurzen. Hoe de rente, inflatie, aandelenbeurzen en vastgoedmarkt zich ontwikkelen en hoe ze zich tot elkaar verhouden zal de komende maanden en misschien wel jaren moeten gaan blijken. De kans op een economische crisis, of in ieder geval een groeicorrectie, is behoorlijk groot.

3.5. Conclusie

Zoals uit dit hoofdstuk blijkt is het beheer van de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen en verzekeraars in de afgelopen decennia steeds verder geprofessionaliseerd en zijn risicospreiding en governance steeds belangrijker geworden. Uit afbeelding 7 blijkt dat het totale Nederlandse pensioenvermogen tussen 2007 en 2020 meer dan verdubbeld is. De allocatie aan vastgoed blijkt tussen 2007 en 2015 rond de 10% te schommelen en in de jaren 2016 tot en met 2020 wat omlaag te schommelen. De cijfers na 2020 zijn nog niet beschikbaar, maar gezien de ontwikkelingen op de aandelenmarkten in het laatste kwartaal van 2021 en het eerste half jaar van 2022 zal de vastgoedallocatie naar verwachting zijn toegenomen. Over de periode 2007 tot en met 2020 is een duidelijke voorkeur voor indirecte vastgoedbeleggingen ten opzichte van directe vastgoedbeleggingen waarneembaar. Dit tijdvak valt samen met de periode waarin veel consolidaties hebben

plaatsgevonden. Het grootste gedeelte van de gewenste consolidaties lijkt daarmee inmiddels voltooid.

In dit hoofdstuk is ook onderzocht bij welke categorieën pensioenfondsen de vastgoedbeleggingen zich bevinden. De bedrijfstakpensioenfondsen blijken het meest actief op de vastgoedmarkt, zowel ten aanzien van directe als indirecte beleggingen. De ondernemingspensioenfondsen en de overige fondsen beleggen, zowel in absolute zin als in relatieve zin (percentage van het belegd vermogen), voor een veel kleiner aandeel in vastgoed. Indien de consolidatieslag inderdaad grotendeels voorbij is en er een soort status quo is bereikt, zou dit kunnen betekenen dat er minder verschuivingen van directe naar indirecte vastgoedbeleggingen gaan plaatsvinden. Dit alles hangt samen met de visies van de huidige directe beleggers op de toekomst en verwachtingen ten aanzien van onder andere het nieuwe stelsel, vergrijzing en duurzaamheid. Deze inzichten vormen de bron van een aantal vragen die deel uitmaken van de interviews verderop in dit onderzoek.

4. Methodologie

4.1. Onderzoeksplan

Mede aan de hand van het boek 'Onderzoeksmethoden' onder redactie van Scheepers en Tobi (10^e druk, 2021) en het boek 'Methodologie' van De Groot (herdruk 2020 van 1^e uitgave 1961), is een onderzoeksplan opgesteld. Voor de invulling van verschillende onderdelen van het onderzoeksplan is daarnaast nog gebruik gemaakt van de hoofdstukken inzake interviews en analyses van het 'Handboek Kwalitatieve Onderzoeksmethoden' van Mortelmans (4^e druk, 2013) en het 'Basisboek Kwalitatief Onderzoek' van Baarda, De Goede en Teunissen (2^e druk, 2009).

Scheepers en Tobi beschrijven een allesomvattend onderzoeksplan, beginnend met de vraagstelling, doelstelling en het theoretisch kader als de eerste drie onderdelen. Deze onderdelen zijn in voorgaande hoofdstukken van dit company research paper reeds ingevuld.

Vervolgens komen de volgende zeven onderdelen aan bod:

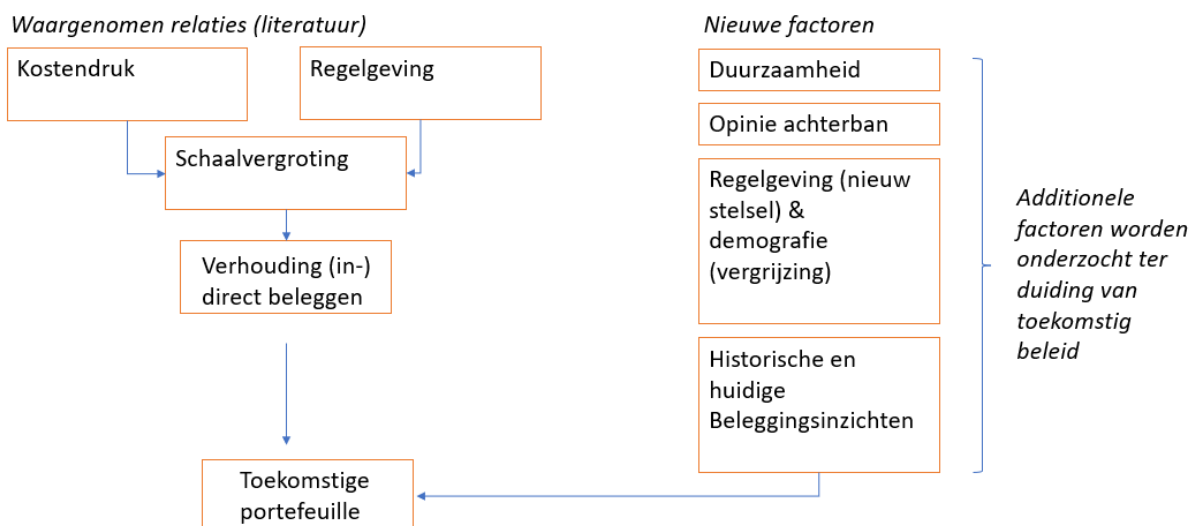
- 1) De opzet van het onderzoek
- 2) Welke informatie wordt beoogd te verzamelen?
- 3) Bij welke partijen / respondenten / functies is beoogd de informatie te verzamelen?
- 4) Wanneer wordt de beoogde informatie verzameld?
- 5) Waar zal de informatie verzameld worden?
- 6) Hoe wordt de informatie geanalyseerd?
- 7) Voor welke rapportagevorm wordt er gekozen?

De basis voor het onderzoeksplan ligt in de theoretische empirische cyclus zoals die in de literatuur vele malen is beschreven (o.a. de Groot, 1961). De volgende fasen worden in een empirisch onderzoek onderscheiden: van observatie naar inductie, naar deductie, naar toetsing, naar evaluatie en idealiter weer opnieuw naar observatie, ditmaal met behulp van de opgedane kennis tijdens de cyclus.

In de volgende paragrafen wordt invulling gegeven aan de zeven punten uit het onderzoeksplan. Sommige onderdelen worden uitgebreider toegelicht dan andere onderdelen, teneinde herhaling van de doelstelling en probleemstelling te voorkomen.

4.2. Onderzoekopzet en methodiek (onderdeel 1 van het onderzoeksplan)

Scheepers en Tobi (Scheepers et al. 2021) onderscheiden een beschrijvende vraagstelling en een causale vraagstelling. De vraagstelling van onderhavige onderzoek kan aangemerkt worden als een causale vraagstelling; een onderzoek naar mogelijke invloed van consolidatie (omvang), duurzaamheid, wijziging van wetgeving en de opinie van achterban op beleggingsbeleid. Er wordt naar een mogelijk verband gezocht. Het onderzoek is gedaan op basis van onderstaand conceptueel model, waarbij uitgangspunten uit de literatuur zijn getoetst in interviews, aangevuld met de toetsingen van nieuwe factoren (duurzaamheid, opinie achterban, demografie en nieuwe regelgeving aangaande het pensioenstelsel).



De informatie is verzameld middels het houden van interviews en het uitzetten van een enquête. Voor deze twee onderzoeksmethoden is gekozen omdat het stellen van open en gesloten vragen de meest complete manier vormt om informatie te verkrijgen omtrent beweegredenen en toekomstvisies van beleggingsbeslissingen.

De navolgbaarheid van het onderzoek is voor wat betreft de vorm, gewaarborgd door het opnemen en vervolgens woordelijk transcriberen van alle interviews. De transcripties van de interviews en enquêtes zijn niet geanonimiseerd, waardoor controle op gegeven antwoorden mogelijk wordt gemaakt. In dit rapport zelf zijn de uitkomsten en conclusies wel (deels) geanonimiseerd verwerkt.

Voor het afnemen van interviews is gekozen voor semigestructureerde interviews. Deze manier van interviewen biedt houvast en een redelijke hoge mate van validiteit dankzij het hanteren van dezelfde vragenlijst als basis voor alle interviews. Dat geeft een hoge mate van vergelijkbaarheid tussen de verschillende respondenten. Het verschil met volledig gestructureerde interviews is dat doorvragen mogelijk is en de volgorde van de vragen eventueel tijdens het interview gewijzigd kan worden (Baarda, De Goede en Teunissen, 2009). Daarnaast wordt aan de respondenten ruimte gelaten om zelf aanvullingen te doen en zaken aan te stippen waar vooraf niet aan gedacht is maar die juist in de analyse interessant of opmerkelijk kunnen zijn. Mortelmans heeft dit in zijn handboek omschreven als de aanpak waarbij de literatuur vooraf wordt doorgenomen om een indruk te krijgen van de stand van zaken in de wetenschap op dat moment, maar er tegelijkertijd voor te waken dat de onderzoeker de conclusies van het nog uit te voeren onderzoek al heeft getrokken op basis van het voorafgaande onderzoek. De onderzoeksvraag zou een kompas moeten zijn, zonder dat deze op voorhand al alle uitstappen en mogelijke nieuwe inzichten uitsluit als gevolg van een te strak interviewregime (Mortelmans, 2013). Deze ‘bijvangst’ kunnen een aanvulling zijn op het onderhavige onderzoek maar ook bijvoorbeeld een aanleiding vormen voor het doen van een vervolgonderzoek.

Dit company research paper richt zich op het achterhalen van beweegredenen van pensioenfondsen en verzekeraars om direct dan wel indirect in vastgoed te beleggen en in het verlengde daarvan wat een investmentmanager zoals Achmea Real Estate (de “company” in dit onderzoek) daarvan kan leren. Het zwaartepunt van dit onderzoek ligt bij pensioenfondsen en levensverzekeraars die *direct in vastgoed beleggen* of dat *voorheen* hebben gedaan, omdat dat de belangrijkste klantgroepen vormen van investment managers zoals Achmea. Deze focusgroep is derhalve uitgebreid geïnterviewd. Om

daarnaast voor de vergelijkbaarheid ook informatie te verkrijgen inzake overwegingen om *indirect* in vastgoed te beleggen, zijn ook indirecte vastgoedbeleggers benaderd. Dit is gebeurd middels een enquête. Het betreft een aanvullend onderdeel op het onderzoek en niet het hoofdonderdeel, daarom is voor deze groep niet gekozen voor het afnemen van interviews. De poule aan mogelijke respondenten is representatief, dat maakt een enquête een geschikt middel.

4.3. In te winnen informatie (onderdeel 2 van het onderzoeksplan)

In de probleemstelling is beschreven dat pensioenfondsen consolideren en toenemen in omvang en daardoor mogelijk hun beleggingsvoorkeuren wijzigen. De cijfers zoals eerder gepresenteerd geven inderdaad een sterke toename weer van het indirect belegde segment tegenover een veel minder sterk in omvang gestegen direct segment. Als gevolg van consolidatie en wetgeving zou daarmee op termijn mogelijk het aandeel directe vastgoedbeleggingen in de toekomst steeds verder af (blijven) nemen. Hypothetisch zou daar een verband te leggen kunnen zijn (de Groot, 1961). Het aannemen dat er mogelijk verbanden bestaan is inductie (fase twee in de empirische cyclus) (Scheepers et al, 2021). Daarop volgt in de empirische cyclus de deductieve fase, waarin in onderhavige onderzoek literatuuronderzoek is gedaan en cijfers van De Nederlandsche Bank zijn geanalyseerd. De analyses hebben geleid tot vragen met betrekking tot de ontwikkeling van het beleggingslandschap van institutionele beleggers in de toekomst.

Middels de interviews en enquêtes is getracht beweegredenen te achterhalen van institutionele beleggers (pensioenfondsen en (levens)verzekeraars) om direct dan wel indirect in vastgoed te beleggen. Daarbij is aangesloten bij de vier belangrijkste onderwerpen op dit moment, te weten: de invloed van omvang (al dan niet na consolidatie) en nog te verwachten toekomstige groei, de invloed van duurzaamheidsvereisten, invloed van opinie van achterban en uiteraard mogelijke invloed van het nieuwe pensioenstelsel. De interviews en enquêtes zijn gericht op de bestuurders en investment managers van de fondsen. Er is gekozen voor deze twee onderzoeksvormen omdat beiden de mogelijkheid bieden om beweegredenen en toekomstverwachtingen te kunnen achterhalen. Het voordeel van de interviews is dat deze meer details, toelichting en emoties weergeven en er doorgevraagd kan worden. Vervolgens is de combinatie met enquêtes onder indirecte beleggers gemaakt om een breder beeld te creëren van hoe men de toekomst ziet en welke mate van belang er aan onderwerpen als duurzaamheid en achterban wordt gehecht als het gaat om fondsbeleggingen. Interessant is dan vervolgens om te onderzoeken of de uitkomsten van de enquête onder de indirecte beleggers afwijkt van de standpunten van de geïnterviewde directe beleggers.

Het doel is om middels de interviews en enquêtes informatie te verkrijgen die niet in de openbare publicaties staat opgenomen, maar juist de belangenafwegingen achter de schermen te achterhalen; welke factoren momenteel van belang zijn en welke in het verleden van belang waren bij het bepalen van de vastgoedbeleggingsstrategie.

Voorafgaand aan de interviews is zoveel mogelijk informatie uit openbaar beschikbare bronnen zoals jaarverslagen en Abtn's doorgenomen omtrent omvang van het fonds, demografische samenstelling en wijze van organiseren (bestuur, commissies etc). De eerste, inleidende, vragen van de interviews gaan kort in op de governance structuren van de fondsen ter controle van het begrip van de vooraf doorgenomen stukken en ten behoeve van eventuele aanvullingen.

4.4. Selectie van respondenten en uitvoering (onderdelen 3, 4 en 5 van het onderzoeksplan)

De beoogde respondenten van de interviews zijn bestuurders en/of leden van de beleggingsadviescommissies en/of medewerkers van bestuursbureaus en/of investmentmanagers van pensioenfondsen en (levens)verzekeraars die direct in vastgoed beleggen of dat ooit deden maar inmiddels (nagenoeg) niet meer en enkel nog indirect in vastgoed beleggen. Voor deze groep respondenten is gekozen omdat het beleggingsbeleid en de beleggingsovertuigingen uiteindelijk worden vastgesteld door het bestuur, na advies van de investment managers in dienst van het fonds en/of het bestuursbureau. Uiteraard is het beleid meestal gestoeld op het advies van de fiduciair manager, maar soms worden op onderdelen andere keuzes gemaakt.

Teneinde een beeld te krijgen van de verschillen in de sector zijn zowel ondernemingspensioenfondsen als bedrijfstakpensioenfondsen opgenomen in de selectie. Ook de verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars en de verschillen in schaal helpen om een algemeen beeld te krijgen.

Er zijn zeven institutionele beleggers geïnterviewd, allen via Microsoft Teams:

	Activa in EUR ultimo 2021	# Actieve deelnemers	# Gepensioneerden	Subtotaal	# voormalige deelnemers
BPL Pensioen	25.676.359.000	122.387	73.486	195.873	493.145
Bpf BOUW	96.563.285.000	160.401	251.791	412.192	370.844
PME Pensioen	68.189.000.000	168.639	168.356	336.995	270.973
Psf Vervoer	43.267.000.000	185.969	104.432	290.401	397.383
Rabobank Psf	35.070.900.000	28.179	23.128	51.307	51.879
Aegon Levensverzekering NV	81.985.000.000	nvt	nvt	nvt	nvt
AP&L NV	55.277.000.000	nvt	nvt	nvt	nvt

Afbeelding 14: Karakteristieken geïnterviewde directe vastgoedbeleggers

- BPL is het bedrijfstakpensioenfonds voor de land- en tuinbouw en de agrarische sector. Het is een fonds dat oorspronkelijk is ontstaan vanuit samenwerkingsverbanden in de sector, zoals er ook ooit onderlinge verzekeringsmaatschappijen werden opgericht met als doel risico's gezamenlijk te dragen en collectiviteitsvoordelen te kunnen realiseren ten aanzien van onder andere pensioenopbouw. De achterban bestaat uit werkgevers en werknemers werkzaam in de land- en tuinbouw. Aansluiting bij het fonds is voor veertien door de minister aangewezen sectoren verplicht gesteld op grond van de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000. Het fonds karakteriseert zichzelf qua leeftijd achterban als iets jonger dan gemiddeld.
- Bpf BOUW is het bedrijfstakpensioenfonds voor de bouwsector. Vanwege de achterban is een hoge allocatie aan vastgoedbeleggingen een logische keuze. Investment manager Bouwinvest is een 100% dochteronderneming van Bpf BOUW.
- PME is het bedrijfstakpensioenfonds voor de metaal- en technologische industrie. De achterban laat zich moeilijk karakteriseren vanwege de grote verscheidenheid aan aangesloten werkgevers en werknemers. Aangesloten zijn bijvoorbeeld high tech bedrijven in de chipsector waar werkzaamheden zich grotendeels achter computers en in laboratoria afspelen, maar ook bijvoorbeeld metaalbewerkingsbedrijven waar het grootste deel van de werkzaamheden bestaat uit handenarbeid. Aansluiting bij PME Pensioen valt ook onder de verplichtstelling voortvloeiend uit de wet. De minister heeft criteria vastgesteld op basis waarvan een werkgever aangemerkt kan worden als een onderneming in de Metalelektro. Het fonds karakteriseert zichzelf als gemiddeld / iets ouder dan gemiddeld.

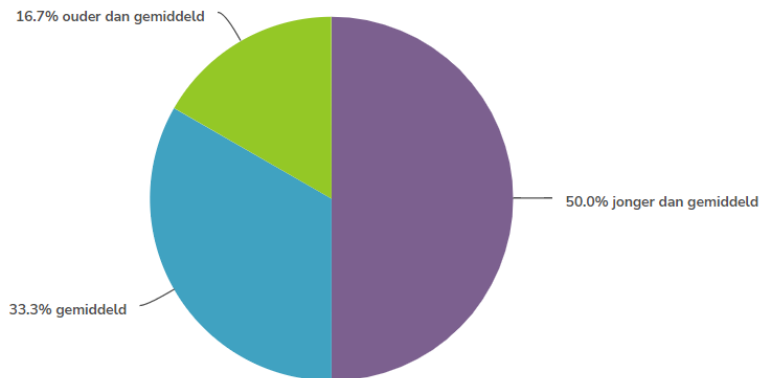
- Psf Vervoer is het bedrijfstakpensioenfonds voor werkgevers en werknemers in de sectoren beroepsgoederenvervoer, besloten bus- en taxivervoer en het kraanverhuurbedrijf. Ook Pensioenfonds Vervoer valt onder de verplicht gestelde pensioenfondsen. Daarnaast kunnen niet-verplichte werkgevers zich ook vrijwillig aanmelden, net als bij de meeste andere bedrijfstakpensioenfondsen het geval is. Psf Vervoer is geïnterviewd vanwege de keuze die zij een aantal jaren geleden heeft gemaakt om de directe vastgoedportefeuille grotendeels af te gaan bouwen en te vervangen voor fondsinvesteringen. Momenteel beschikt het fonds nog over een kleine directe portefeuille met daar naast fondsbeleggingen. Vastgoed op zichzelf staat voor het fonds nog steeds een belangrijke beleggingscategorie, wat ook blijkt uit de streefallocatie die recent verhoogd is. Het fonds karakteriseert zichzelf als jonger dan gemiddeld.
- RPF is het ondernemingspensioenfonds van de Rabobank. Het pensioenfonds is een op zichzelf staande entiteit maar heeft vanzelfsprekend een sterke wisselwerking met de onderneming. De achterban bestaat uit huidige en voormalige werknemers van de bank en haar dochterondernemingen. Het fonds karakteriseert zichzelf qua leeftijd achterban als gemiddeld.
- Aegon belegt in vastgoed voor de levensverzekeringen (separate account en fondsbeleggingen) en daarnaast ook nog een kleiner deel oude pensioencontracten (2^e pijler). Aegon is sinds de oprichting van Amvest in 2000 samen met PGGM mede-eigenaar van de investment manager en van AM de ontwikkelaar. Het interview is voornamelijk gericht op het onderdeel Aegon Levensverzekering NV.
- AP&L staat voor Achmea Pensioen & Leven en is de beleggingsportefeuille van de (levens)verzekeringen van de labels die onder Achmea Groep vallen (onder andere Centraal Beheer). De vastgoedportefeuille van AP&L is gedeeltelijk direct en gedeeltelijk indirect. De directe portefeuille is de afgelopen jaren in omvang afgenomen en zal op termijn nog verder afnemen doordat één van de resterende directe beleggingscategorieën in een fonds ondergebracht gaat worden.

De vastgoed streefallocaties van de geïnterviewde pensioenfondsen liggen in een range tussen de 10% en 19%. De streefallocatie bij de levensverzekeraars ligt tussen de 4% en 6%. Voor alle streefallocaties geldt dat er een bandbreedte om heen is vastgesteld waarbinnen de vastgoedallocatie nog acceptabel is. De streefallocaties bestaan uit de optelsom van zowel directe beleggingen als indirecte fondsbeleggingen. Aan het einde van 2021 had een groot deel van de fondsen deze allocatie nog niet bereikt, maar als gevolg van de daling van de andere beleggingscategorieën gedurende de eerste helft van 2022 gecombineerd met het vastgoedrendement dat in Q1 van 2022 over het algemeen wel steeg, heeft dat voor bijna alle fondsen het gevolg gehad dat de streefallocatie medio 2022 is bereikt. De fondsen waarvoor dit gold gaven aan dat zij de bovenkant van bandbreedtes die zij rondom hun streefallocaties hadden vastgesteld, in de afgelopen maanden wat naar boven hebben bijgesteld. Twee van de geïnterviewde fondsen hebben in de afgelopen jaren de focus verlegd van directe beleggingen naar indirecte beleggingen, zij hebben er voor gekozen om de directe vastgoedportefeuilles af te bouwen, waardoor er geen of nog maar een kleine directe portefeuille over is. Tegelijkertijd is de streefallocatie aan vastgoed door één van deze twee fondsen juist wel verhoogd, met als doel om op grotere schaal als participant in vastgoedfondsen deel te gaan nemen in plaats van het uitbreiden van de resterende directe portefeuille.

Enquête

Voor de enquête met betrekking tot indirecte vastgoedbeleggingen zijn 22 indirecte beleggers benaderd, grotendeels participanten in de huisfondsen van Achmea. Daarvan hebben er 16 fondsen

de enquête ingevuld. Van deze 16 respondenten zijn er 3 ook geïnterviewd inzake de directe beleggingen van hun fondsen. Bij één fonds is de enquête door twee personen ingevuld; zowel een bestuurder als een investment manager, maar omdat de resultaten verwerkt worden op fondsniveau is er voor gekozen om per fonds één enquête in de resultaten mee te nemen. In dat geval is gekozen voor de bestuurder. Daarnaast was één ingevulde enquête onvolledig, het ging daarbij om de interne investment manager. Voor dit fonds heeft de externe manager later aanvullingen aangeleverd, deze zijn samengevoegd tot één enquête. Onderstaand de verdeling hoe de fondsen de leeftijd van hun achterban kwalificeren ten opzichte van het gemiddelde:



Afbeelding 15: Kwalificatie door fondsen van de leeftijd van hun eigen achterban

4.5. Operationalisatie analyses en rapportage resultaten (onderdelen 6 en 7 van het onderzoeksplan)

De uitkomsten en conclusies op basis van de interviews en van de enquête zijn beschreven aan de hand van vijf vooraf geformuleerde hoofdthema's. Van elk van de hoofdthema's hebben we gezien dat deze belangrijke drijfveren waren voor trends in het vastgoedbeleggen in het verleden. Het is in de operationalisatie daarom logisch om vragen te stellen over de wijze waarop op dit moment aangekeken wordt tegen deze thema's in de toekomst. De constructie van de vragen is hier op geënt.

Als basis voor de interviews is gebruik gemaakt van een vragenlijst die grotendeels voor alle geïnterviewden gelijk was maar op onderdelen ook op maat gesneden was vanwege verschillen in bijvoorbeeld type pensioenfonds (bedrijfstak of ondernemingsfonds) of verzekeraar en verschillen in samenstelling van de beleggingsportefeuille. Er is voor deze aanpak gekozen om per gedefinieerd thema zoveel mogelijk informatie te verzamelen. Per fonds kan de uitwerking van de thema's namelijk verschillen. De interviews zijn samengevat aan de hand van deze vijf thema's plus nog drie aanvullende thema's:

- 1) Overwegingen om in vastgoed te beleggen en specifiek direct in vastgoed. Tevens wordt onderzocht of de lijn van uitbreiding naar indirect beleggen in plaats van naar direct, zich naar verwachting al dan niet zal voortzetten.
- 2) Ontwikkeling van het beleggingsbeleid en gemaakte keuzes gedurende de afgelopen jaren tot nu
- 3) Duurzaamheid
- 4) Achterban
- 5) Toekomstverwachtingen, vergrijzing en nieuwe pensioenstelsel

De drie aanvullende thema's zijn: Organisatie, omvang, visie

Na het coderen op basis van de bovengenoemde acht thema's zijn de antwoorden verder teruggebracht naar de essentie en geclusterd tot de vijf eerste thema's. Waar in hoofdstukken 2 en 3 analyses van datasets van De Nederlandsche Bank veelal schematisch zijn verwerkt en gepresenteerd, is er bij het verwerken van de interviews verhalend gewerkt (Mortelmans, 2013). Dat wil zeggen dat de antwoorden op vragen die passen bij de thema's, vanuit een algemene verhaallijn zijn beschreven. De enquête bestaat uit zeven meerkeuzevragen, één optionele open vraag en één vraag naar percentages. De antwoorden op de meerkeuzevragen zijn weergegeven aan de hand van grafieken, de open vraag door middel van quotes en de vraag naar de percentages is beantwoord middels een bandbreedte van de gegeven antwoorden.

5. Uitkomsten

In dit hoofdstuk zijn de uitkomsten en conclusies uit de interviews en enquêtes uitgewerkt, gerangschikt per thema. Dat is semi-geanonimiseerd gebeurd. Eén van de belangrijkste doelstellingen van de interviews is het achterhalen van de beweegredenen om als pensioenfonds of (levens)verzekeraar actief te zijn als directe vastgoedbelegger. Het thema 'direct vastgoed' wordt daarom het eerst behandeld.

5.1. Direct vastgoed

Een deel van de door de geïnterviewden genoemde redenen om *direct* in vastgoed te beleggen, blijkt overeen te komen met de redenen die ook in de enquête genoemd zijn om *indirect* in vastgoed te beleggen. Ook in de literatuur (hoofdstukken 2 en 3) zijn dit de veel genoemde argumenten.

Te beginnen met risicospreiding: risicospreiding in *algemene zin*, omdat het volgens de theorie verstandig is om beleggingen over verschillende beleggingscategorieën te spreiden. Vervolgens risicospreiding *specifiek ten aanzien van vastgoed*, omdat vastgoed een andere waarderingscyclus heeft dan bijvoorbeeld aandelen, waardoor er een lagere correlatie is met aandelen wat kan resulteren in een lagere risico/rendementsverhouding van de portefeuille. Er wordt in dat geval aangenomen dat beleggingscategorieën zo min mogelijk gelijktijdig op dezelfde wijze reageren, waardoor een zo stabiel mogelijk optimaal rendement behaald zou kunnen worden (Moderne portefeuilletheorie van Markowitz). Dit is ten dele het timingsverschil en daarmee, naar men hoopt, timingsvoordeel, dat ook in hoofdstuk 3 genoemd is.

Door alle geïnterviewden werd tevens inflatiedekking genoemd (de mogelijkheid om huurcontracten te indexeren). Door drie van de geïnterviewden werd nog specifiek de link met Nederlandse inflatie genoemd. Eén fonds gaf expliciet aan geen inflatiehedge-producten zoals inflatieswaps in de portefeuille te hebben en dit ook niet te willen. Vastgoed, direct dan wel indirect in fondsen, zien zij als een goede inflatiehedge voor Nederlandse inflatie.

Vastgoed wordt door alle geïnterviewden gezien als een stabiele belegging, waarbij de één dat verwoordde als stabiliteit en de ander doelde op de over het algemeen redelijk lage volatiliteit. Allen zijn zich er van bewust dat ook de directe vastgoedmarkt periodes kent van neergang maar op de lange termijn zien zij de (Nederlandse) vastgoedmarkt als een goede investering.

Specifiek ten aanzien van het voordeel van het zijn van directe belegger werd door alle directe beleggers genoemd het feit dat er volledige zeggenschap over de portefeuille is. Sommigen verwoordden het als zeggenschap, anderen noemden het 'grip hebben op de portefeuille'. Deze zeggenschap gaat ver. Het gaat bijvoorbeeld om directe zeggenschap in aankoop van een project; op welke locaties men objecten in portefeuille wil hebben, welke categorie vastgoed (voornamelijk woningen en zorgvastgoed werden genoemd als focus) en vervolgens binnen een categorie ook weer zeggenschap over het type object (bijvoorbeeld eengezinswoningen of juist appartementen, seniorenwoningen of middenhuur). Soms is deze zeggenschap historisch gegroeid, soms is dat ook een bewuste keuze. Bij één van de fondsen werd dit genoemd als karakteristiek die in de organisatie ingebed is, maar waarover vanuit efficiëntieoogpunt discussie te voeren is of het persé gewenst is om regelmatig behoorlijk uitgebreid stil te staan bij vastgoed. Door drie andere geïnterviewden werd die directe en vergaande invloed ook genoemd als een karakteristiek maar juist gezien als reden om directe belegger te zijn en dus als gewenste gang van zaken. Eén van de fondsen die de directe portefeuille aan het afbouwen is / afgebouwd heeft, gaf zelfs aan dat zeggenschap, ook indirect, een

belangrijk punt is voor hen. Zo nemen zij bijvoorbeeld zo veel mogelijk zitting in toezichtsorganen van vastgoedfondsen om zo alsnog, zij het indirect, invloed uit te kunnen oefenen.

Vier van de geïnterviewden hebben zich in de afgelopen jaren voor een groot aandeel van de portefeuille gericht op Nederlandse woningen. Vanwege de kennis van de markt, de krapte op de woningmarkt en de omvang van de portefeuilles waardoor het beheer efficiënt kan gebeuren, zien zij deze markt als een geschikte markt voor directe beleggingen. Deze overweging raakt direct aan een ander belangrijk en vaak genoemd punt; omvang. Alle geïnterviewden die momenteel actief direct beleggen, gaven aan dat de omvang van hun portefeuilles het mogelijk maakt om objecten naar wens aan te kopen en om goede prijsafspraken omtrent het beheer te maken. Eén van de twee geïnterviewde fondsen die de directe beleggingen juist af heeft gebouwd gaf de beperkte omvang van de resterende portefeuille als reden om niet verder in te zetten op directe beleggingen maar in plaats daarvan te kiezen voor indirect. Overigens wordt er binnen categorieën ook gedifferentieerd; zo is uit de interviews gebleken dat twee van de beleggers voor het segment 'winkels' dat zij momenteel ook nog direct aanhouden, vorig jaar hebben besloten om die objecten binnenkort in een retailfonds onder te brengen en als participant in het fonds toe te treden. De redenen daarvoor zijn omvang in combinatie met efficiëntie en gematigde vooruitzichten voor het winkelsegment. Zij willen er niet helemaal uit, maar de huidige directe allocatie aan dit segment vinden zij te kwetsbaar.

Voorts werd het over het algemeen goede rendement dat behaald is met de directe beleggingen door vier directe beleggers genoemd als argument. Het opstrijken van de zogenaamde 'illiquiditeitspremie' werd door twee geïnterviewden aangehaald, waarmee bedoeld wordt dat illiquide categorieën over het algemeen op lange termijn een goed rendement genereren, maar vanwege omvang en complexiteit niet voor alle beleggers bereikbaar zijn. De beleggers die dankzij omvang en expertise in de betreffende categorieën kunnen beleggen profiteren daardoor van het hoge(re) rendement ten aanzien van andere, meer liquide categorieën; de 'illiquiditeitspremie'. Daarnaast is duurzaamheid voor alle geïnterviewden een steeds belangrijker thema (daarover meer in paragraaf 5.3) en om daar op in te kunnen zetten zonder afhankelijk te zijn van anderen, werd ook als een voordeel genoemd van het zijn van directe belegger. Voor één van de geïnterviewden geldt dat beleggen in vastgoed passend is vanwege de sectoren waar de achterban werkzaam in is. De tastbaarheid en de mogelijkheid om over objecten te kunnen rapporteren aan achterban werd nog door drie fondsen als positief punt genoemd, maar niet als doorslaggevende reden voor het zijn van directe belegger. Tenslotte werd door twee van de geïnterviewden ook nog genoemd de opbrengsten in de vorm van stabiele kasstromen; het is een belegging waarvan je aan het begin van het jaar grosso modo weet hoeveel er aan het einde van het jaar aan inkomsten zal zijn binnengekomen.

Alle fondsen die momenteel direct beleggen gaven aan dat zij al heel lang direct beleggen en dat het deels ook historisch zo gegroeid is. Zij zijn al vroeg in de tijd in vastgoed gaan beleggen en zien geen reden om daar mee te stoppen. De resultaten op de lange termijn zijn goed, de omvang van de portefeuilles maakt het mogelijk om ze efficiënt te managen en de voordelen van zelf directe zeggenschap hebben wegen behoorlijk zwaar.

Enquête

Alle zeven directe beleggers die geïnterviewd zijn beleggen ook indirect, in fondsen. De enquête is ingevuld door participanten in vastgoedfondsen, *indirecte* beleggers dus. Een gedeelte van deze respondenten is daarnaast ook directe belegger, dit betreft onder andere *maar niet uitsluitend*, drie beleggers die zijn geïnterviewd inzake hun *directe* beleggingen. In de enquête is daarover de volgende vraag gesteld: *Belegt het fonds naast indirect via een vastgoedfonds ook nog direct in vastgoed, als direct eigenaar? Of was dit in het verleden het geval en in het heden niet meer?*

- Ja het fonds is ook directe vastgoedbelegger: 31,3%
- Nee het fonds is geen directe vastgoedbelegger en is dit ook nooit geweest: 31,3%
- Nee en ja; het fonds is op dit moment geen directe vastgoedbelegger maar is dit in het verleden wel geweest: 37,5%

Zoals ook in de eerste alinea is beschreven, komt een deel van de redenen om direct in vastgoed te investeren overeen met redenen die (in de literatuur) ook vaak genoemd worden om indirect te investeren. In de enquête is daarom de vraag gesteld:

Welke van de onderstaande redenen zijn voor uw fonds argumenten om in vastgoed (direct en/of indirect) te beleggen en in welke mate zijn deze redenen van belang (schaal 1 tot 5)?

	belang:	
1) Inflatiedekking vanwege de mogelijkheid om huurcontracten te indexeren	★★★★☆ Count: 14 Average: 4.0 StdDev: 1.2 Not Applicable: 2	De laagste standaarddeviatie werd gevonden bij de risicospreiding. Dat is dus een reden waar de geïnterviewden het in de hoogste mate over eens waren én waar ook gemiddeld de hoogste waarde aan gegeven werd (4,4 op een schaal van 1 tot 5). Risicospreiding wordt gevolgd door inflatiedekking met een gemiddelde score van 4, maar met een een wat hogere standaarddeviatie (1,2). Twee geënquêteerden hebben bij deze reden aangevinkt dat hij niet van toepassing is. Dan optie vier die ziet op de mogelijkheid om middels vastgoed bij te dragen aan duurzaamheids- en ESG-doelstellingen; dit werd door allen als een reden aangevinkt. Het belang dat er gemiddeld aan gegeven werd is 3,4 met een antwoordspreiding van slechts 1,1.
2) Risicospreiding	★★★★☆ Count: 16 Average: 4.4 StdDev: 0.9 Not Applicable: 0	
3) Voorzien in een maatschappelijke behoefte (bijvoorbeeld realiseren van bepaalde typen huurwoningen zoals senioren- studenten- of middenhuurwoningen)	★★★☆☆ Count: 14 Average: 2.9 StdDev: 1.4 Not Applicable: 2	
4) Duurzame investeringen realiseren die aansluiten op het ESG-beleid van het fonds	★★★★☆ Count: 16 Average: 3.4 StdDev: 1.1 Not Applicable: 0	

Afbeelding 16: Redenen om in vastgoed te beleggen

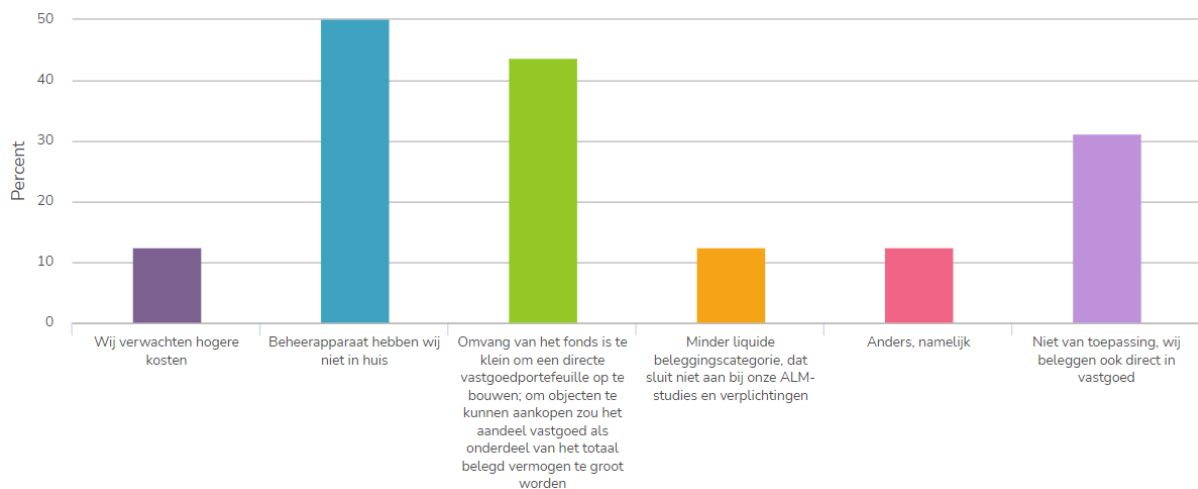
De minst gekozen reden tenslotte is nummer drie, het voorzien in een maatschappelijke behoefte. De gemiddelde score is 2,9. Bij deze reden was de grootste spreiding in antwoorden zichtbaar; zowel de optie 1 ster als 5 sterren werd gekozen en daarnaast nog tweemaal 'niet van toepassing'.

Gevraagd naar aanvullende redenen om in vastgoed te beleggen (optionele open vraag) werd zeven maal het rendement (in diverse bewoordingen) genoemd met een gemiddelde mate van belang van 4,7. De stabiele, voorspelbare (en directe) kasstromen die worden gegenereerd door de

huuropbrengsten werden drie maal genoemd, met een belang van respectievelijk 3, 4 en 5. Drie aanvullingen werden eenmaal genoemd:

- Aantrekkelijke risico / rendementsverhouding van vastgoed t.o.v. andere beleggingscategorieën met een belang van 5.
- Diversificatie creëren door het toevoegen van indirect vastgoed ten opzichte van de bestaande portefeuille met een focus op direct vastgoed. Belang van 4.
- Sector binding met een belang van 4.

De enquête is gericht op indirecte beleggers, daarom is de vraag gesteld: *Wat zijn redenen voor uw fonds om niet direct in vastgoed te beleggen? Meerdere antwoorden zijn mogelijk.*



Afbeelding 17: Redenen om niet direct in vastgoed te beleggen

Beperkte omvang van zowel fonds als organisatie blijken de belangrijkste redenen om niet direct te beleggen, gevolgd door de verwachting van hogere kosten en een verwacht minder liquide karakter.

5.2. Ontwikkeling

Zo nu en dan dient de strategie van institutionele beleggers op de verschillende beleggingscategorieën kritisch bekeken en indien nodig aangepast te worden. Sowieso gaven alle geïnterviewden aan periodiek een ALM-studie uit te (laten) voeren. Meestal eenmaal per drie jaar een volledige ALM en dan tussendoor, bijvoorbeeld jaarlijks of indien er aanleiding toe is, een gedeeltelijke update. Uit de interviews is gebleken dat vier van de geïnterviewden in de periode 2013/2015 een herijking van hun vastgoedstrategie hebben gedaan. De rode draad die naar voren komt in vier interviews is dat er in die periode door de huidige directe beleggers de keuze is gemaakt om voor de directe portefeuille in hoofdzaak te focussen op de Nederlandse markt en daarbij veelal op de woningmarkt. Als gevolg van de gemaakte keuzes zijn veel directe portefeuilles in andere segmenten afgebouwd. Zo hebben in de afgelopen jaren vijf van de geïnterviewde beleggers de kantorenportefeuilles afgebouwd tot nihil. Voor drie fondsen was de reden daarvoor dat de gerealiseerde rendementen tot dan toe niet heel goed waren. Daar kwam bij dat de vooruitzichten voor het merendeel van de kantoren waar die fondsen destijds in belegd waren, niet heel goed leken op dat moment, voornamelijk als gevolg van de locaties. Drie geïnterviewden gaven aan dat er wel enkele aantrekkelijke kantoorgebouwen in de portefeuilles zaten maar dat het totaal van de kansrijke objecten te beperkt in omvang was om een kantorenportefeuille voor aan te houden. Verder uitbreiden door kantoren aan te kopen zou enkel

succesvol zijn als er op hele goede locaties aangekocht zou kunnen. Verhoudingsgewijs zou er dan wellicht voor meer geld aangekocht moeten worden dan de waarde van de geschikte kantoorbeleggingen die zij op dat moment in portefeuille hadden. Voor twee andere geïnterviewde beleggers was de omvang van het segment kantoren in de portefeuille al behoorlijk beperkt op het moment van herijking en dat was ook de doorslaggevende reden om te kiezen voor afbouw. Dit is een interessant punt omdat ook in deze gevallen omvang als vereiste voor het aanhouden van een directe portefeuille dus weer een belangrijk argument blijkt te zijn. Opvallend is dat in de strategie van de meerderheid van de pensioenfondsen het kantoorsegment geen noemenswaardige plaats meer in neemt, maar dat de twee levensverzekeraars kantoren in de afgelopen drie jaar wel weer teruggebracht hebben in hun strategie. Waarbij één ervoor heeft gekozen om de directe portefeuille af te bouwen en in plaats daarvan een mandaat te verstrekken aan een kantorenfonds en daar als participant in te gaan deelnemen.

Een ander segment dat de afgelopen jaren aan populariteit heeft ingeboet is het directe winkelsegment, al is daar in de afname minder sterk. Eén van de geïnterviewde fondsen heeft definitief afscheid genomen van het woningsegment, twee fondsen hebben de winkelportefeuille bevroren en zoals eerder genoemd zijn twee beleggers voornemens om de winkels in een fonds in te brengen en zelf als participant toe te treden. Resterend nog één geïnterviewde; deze belegger heeft winkels als focussegment in zijn strategie en heeft daar ook een directe portefeuille voor.

Voor wat betreft logistiek is dat voor een deel van de geïnterviewden geen actieve directe beleggingscategorie en ook nooit echt geweest. Een ander fonds heeft een aantal jaar geleden de keuze gemaakt om niet meer direct in logistiek in Nederland te beleggen omdat dat als te specialistisch werd ervaren en de markt als te klein. In plaats daarvan wordt er nu indirect in grote Europese logistieke fondsen belegd. Het beleggen in logistieke internationale fondsen wordt door nog twee geïnterviewden gedaan en beiden ook met de bedoeling om daar in uit te breiden.

Overigens geldt het afbouwen van bovenstaande categorieën niet voor alle geïnterviewden; één van de fondsen belegt in alle bovenstaande sectoren en is voornemens dat ook te blijven doen.

Zorgvastgoed kan als een zelfstandige categorie gezien worden maar ook als een woonproduct (vanwege het scheiden van wonen en zorg dat in 2013 is ingevoerd en in de meeste recente kabinetsplannen nog verder wordt doorgevoerd indien de Kamers er mee akkoord gaan). Het is vastgoed dat door alle geïnterviewden als interessant wordt gezien, soms ook in combinatie met het verzorgingsvraagstuk. Als belegging is men minder eenduidig over de toekomst ervan; direct dan wel indirect en op welke schaal, daar hebben slechts drie beleggers een duidelijk beleid op.

Tenslotte gaven de beide verzekeraars nog een extra reden waarom Nederlandse directe beleggingen en Nederlandse fondsbeleggingen over het algemeen aantrekkelijker zijn om in te beleggen dan buitenlandse fondsen, namelijk vereisten vanuit de Solvency II-richtlijn. Veel buitenlandse fondsen waar pensioenfondsen in participeren maken gebruik van leverage (hefboomeffect) om het risico in een fonds verder af te dekken zonder in te leveren op rendement. Voor verzekeraars onder de Solvency II-richtlijn is dat onvoordeliger omdat zij daarvoor, kort gezegd, meer liquiditeit als onderpand moeten aanhouden dan dat in een fonds zonder leverage het geval zou zijn.

Naast al deze positieve geluiden rondom de Nederlandse directe vastgoedmarkt, noemden zes geïnterviewden als mogelijk zorgpunt de aanstaande verdergaande regulering van de huurmarkt waar de overheid momenteel aan werkt.

Zoals uit bovenstaande besprekingen al blijkt, wordt er door de directe beleggers ook indirect in vastgoed belegd; dit geldt voor alle geïnterviewden, waarbij één fonds aantekende dat er nadrukkelijk niet in beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt belegd. Een ander fonds gaf aan dat er niet in private equity en niet in hedgefunds belegd wordt omdat daar vaak een excessieve belonings- of bonusstructuur aan gekoppeld is en dat past niet binnen het beleid van het fonds. Ten aanzien van regiospreiding voor indirecte beleggingen zijn er verschillende keuzes gemaakt; zes van de zeven geïnterviewden beleggen ook internationaal in vastgoed of zijn voornemens om dat te gaan doen. Er zijn twee fondsen die buiten Nederland ook actief zijn als directe belegger. Voor één van de twee is dat met name in Frankrijk en Duitsland, voor het andere fonds is het breder, te weten Europa, Azië en de Verenigde Staten. Drie geïnterviewde pensioenfondsen beleggen naast direct en indirect in Nederland ook indirect in Europese fondsen (niet direct) en één heeft dit jaar besloten om de Verenigde Staten daar op termijn weer aan toe te gaan voegen, nadat die allocatie een aantal jaar geleden juist was afgebouwd. De veelgenoemde redenen voor het toevoegen van Europese en internationale fondsen is om meer differentiatie aan te brengen in de portefeuilles waarin de Nederlandse directe (woning)markt een groot aandeel beslaat plus het feit dat de streefallocatie voor het vastgoed in de afgelopen jaren vaak hoger lag dan het aanbod aan geschikte beleggingsproducten dat op de Nederlandse markt werd aangeboden dat binnen de kaders van de fondsen past. Tenslotte nog de verzekeraars; Ondanks de strengere regels die voor verzekeraars gelden als gevolg van de Solvency II-richtlijn waar pensioenfondsen niet onder vallen, is één van de verzekeraars recent toch begonnen om enkele internationale fondsen aan de beleggingsportefeuille toe te voegen. Voornamelijk om meer spreiding binnen de vastgoedportefeuille te creëren.

Enquête

Wat is de streefallocatie van uw fonds voor het aandeel vastgoed (indirect plus direct) als percentage van het totaal belegd vermogen van uw fonds?

De gegeven antwoorden lagen in een range van 5% tot 15%, waarbij voor enkele fondsen een uitloop tot 20% mogelijk is. Het gemiddelde van de range (zonder de uitloop) is 10,5% met een standaarddeviatie van 2,9.

5.3. Duurzaamheid

Alle geïnterviewden gaven aan dat duurzaamheid een belangrijk thema is en de afgelopen jaren steeds belangrijker is geworden. Ook hebben alle geïnterviewden een speciaal maatschappelijk verantwoord ondernemen / beleggen beleid opgesteld (“mvo” en “mvp”), dat breder is dan enkel duurzaamheid en dat tegenwoordig vooral aansluit bij een aantal van de ESG- en SDG-doelstellingen (“Environmental, Social and Governance” en “Sustainable Development Goals”) van de Verenigde Naties. Twee fondsen gaven aan dat duurzaamheid op zichzelf staand ook een belangrijk onderdeel is van de strategie van het fonds. Daarnaast gaven alle geïnterviewden aan dat duurzaamheid (ook) onderdeel uit maakt van het maatschappelijk verantwoord beleggen-beleid. De mate waarin verduurzaming en maatschappelijk impact maken daadwerkelijk al in de beleggingsportefeuilles in brede zin (dus alle categorieën, ook bijvoorbeeld aandelen) worden toegepast, verschilt behoorlijk per fonds en per onderwerp. Sommige geïnterviewden geven bijvoorbeeld aan dat zij bepaalde beleggingscategorieën, zoals olie en sigarettenindustrie, uitgesloten hebben en/of dat zij daarnaast middels hun stembeleid actief verschil proberen te maken met hun investeringen. Een aantal geïnterviewden heeft naast uitgesloten categorieën ook nog actief landen uitgesloten, vanwege bijvoorbeeld

mensenrechtenschendingen. Anderen worstelen momenteel juist met de vraag of zij bijvoorbeeld fossiele brandstoffen uit hun portefeuilles moeten weren of moeten proberen om als aandeelhouder invloed uit te oefenen op die sector. Veel maatschappelijk verantwoord ondernemen-beleid heeft van oorsprong haar wortels in begin en midden jaren '90 toen men in het westen van de wereld de verantwoordelijk voelde om met rijkdom verschil te maken. Het vastgoed is hier in heel lang geen factor van belang geweest. De periode 2005 – 2015 was sowieso een tijd waarin de gemiddelde westerling minder met het milieu bezig was dan de drie decennia daaraan voorafgaand. Illustratief daarvoor is bijvoorbeeld ook dat de Rabobank jarenlang een actief mvo-beleid heeft gevoerd maar naar nu blijkt tegelijkertijd ook vol heeft ingezet op leningen aan boeren, van oudsher natuurlijk ook de klantgroep van de bank, waarmee schaalvergroting van bedrijven bereikt kon worden die nu vanwege stikstofnormen als problematisch wordt ervaren. Het blijft ingewikkeld voor ondernemingen en ook voor investeerders om de goede bedoelingen uit mvo- en mvb-beleid in alle onderdelen van een organisatie en/of ten aanzien van alle investeringen, in de praktijk te brengen. Uiteindelijk is er in veel gevallen sprake van een spanningsveld tussen financieel rendement en maatschappelijk gezien een verschil willen maken. In het geval een investering zichtbaar en tastbaar is en zich redelijk snel begint uit te betalen bijvoorbeeld door het toevoegen van zonnepanelen (om bij het vastgoed te blijven), dan kan men het uitleggen als maatschappelijk rendement. Echter wanneer investeringen pas op langere termijn, mogelijk resultaat opleveren of maar enkele dagen per jaar (bijvoorbeeld gefaseerde afvoer van regenwater tijdens stortbuien) of indien de zonnepanelen uit het voorbeeld heel duur zijn in verhouding tot wat ze opleveren, is het spanningsveld met de financiële resultaten al een stuk ingewikkelder.

Toch is gedurende de laatste circa vier à vijf jaar het publieke denken aangaande het milieu en duurzaamheid behoorlijk omgeslagen. Uit de interviews is ook gebleken dat men steeds vaker bewust voor de duurzaamheidscomponent kiest. Drie geïnterviewden gaven aan dat zij, tot op zekere hoogte, bereid zijn om financiële concessies te doen ten behoeve van duurzaamheidsinvesteringen en dit ook al doen. Daarbij speelt vooral hun lange beleggingshorizon een belangrijke rol. Voorts zeiden twee andere geïnterviewden in eerste instantie juist expliciet dat zij er in geloven dat financieel rendement en maatschappelijk rendement prima samen kunnen gaan, maar dat het niet altijd direct meetbaar is. Dit lijkt te suggereren dat zij dan toch bereid zijn om wat financiële concessies te doen ten behoeve van duurzaamheid of het creëren van maatschappelijke impact. Twee tekenden daarbij nog aan dat de keuze voor duurzame beleggingen (daarmee niet enkel doelend op milieuaspecten maar ook duurzaam in maatschappelijke zin) op lange termijn voor risicoreductie in de portefeuilles kan zorgen. Voor twee geïnterviewden geldt dat er recent een geld bedrag is vrij gemaakt, specifiek voor het investeren in de eerder door hen vastgestelde 'impact doelstellingen'. Voor de ene belegger betreft dit een bedrag van EUR 1 miljard per jaar, met ingang van heden en voor de andere betreft het een bedrag van EUR 3 miljard totaal, dat in 2025 geïnvesteerd moet zijn. Deze bedragen zien uiteraard niet enkel op vastgoed maar op alle beleggingscategorieën gezamenlijk. Een derde belegger streeft ernaar om in 2025, 25% van het totaal belegd vermogen in Sustainable Development Investments geïnvesteerd te hebben, dit is inclusief vastgoed. Om dit te bereiken dient bijvoorbeeld 60% van de vastgoedacquisities te bestaan uit middenhuurwoningen.

Aangaande de beleggingscategorie vastgoed gaf één van de geïnterviewden aan dat het realiseren van ruime, kwalitatief goede woningen tegen een schappelijke huurprijs altijd al één van de doelstellingen van het fonds is geweest (en dienaangaande dus ook een reden om direct te beleggen), want "het geld

moet goed terecht komen, dat is altijd al zo geweest". Aanvullend daarop is nog belangrijk om te noemen dat alle geïnterviewden de maatschappelijke verantwoordelijkheid van henzelf als belegger niet enkel zien in fysieke duurzaamheid maar ook in het realiseren van bijvoorbeeld middenhuur- of seniorenwoningen. Uit de interviews kwam naar voren dat drie geïnterviewden actief woningen aan het verduurzamen zijn, waarvan er één dit al een aantal jaren doet en twee andere er meer recent mee zijn begonnen. De portefeuille van een andere geïnterviewde bevat wat minder oud bezit maar ook daar is inmiddels in kaart gebracht welke stappen gezet moeten worden om de CO₂-uitstoot van de vastgoedportefeuille per 2030 met 50% te reduceren ten opzichte van 1990 (voortvloeiend uit de Klimaatwet; de Nederlandse invulling van het Parijs-akkoord). In het kader van de CO₂-uitstootreductie doelstelling wordt er door alle directe beleggers ook gekeken naar verversing van de portefeuille. Er wordt dus verduurzaamd maar voor een deel van de panden op minder courante locaties wordt zo nu en dan besloten tot verkoop in plaats van deze (op termijn) te verduurzamen. Waarop één van de geïnterviewden aan gaf dat die panden daar wel blijven staan, dus dat je jezelf in alle eerlijkheid ook moet afvragen of je door een verkoopbeslissing inderdaad wel volledig voor duurzaamheid kiest of dat je het probleem doorschuift.

Ook in de aankoop van nieuwbouwprojecten is de 'mindset' in de afgelopen jaren veranderd, in die zin dat duurzaamheidsaspecten tegenwoordig logische en vereiste onderdelen van acquisitie- en aankooptrajecten zijn. Eén van de pensioenfondsen noemde het voorbeeld dat slechts vijf jaar geleden vanuit de fiduciair manager bij een aankoopvoorstel nog keuze werd geboden uit twee opties; een optie met zonnepanelen en een optie zonder zonnepanelen. Waarbij de internal rate of return ("IRR") voor de optie zonder zonnepanelen hoger zou uitvallen, maar het verschil was, zeker gezien de lange beleggingshorizon, niet groot. Dit is een situatie die tegenwoordig niet meer voor zou komen. Sterker nog, indien destijds voor de optie zonder zonnepanelen zou zijn gekozen zou er in de komende jaren alsnog budget gereserveerd worden voor het plaatsen van zonnepanelen. Daarnaast moeten projecten tegenwoordig om überhaupt gebouwd te kunnen worden al aan allerlei duurzaamheids- en huurreguleringsvereisten voldoen. Voor dit soort mogelijke dilemma's heeft een aantal beleggers een oplossing gevonden met een vaste systematiek. Door het vaststellen van ondergrenzen voor een IRR per regio bij aankoop van een project wordt een minimum opbrengst gegarandeerd. Boven deze ondergrens heeft vervolgens altijd de meeste duurzame optie de voorkeur. Aanvullend daarop hebben sommige geïnterviewden afspraken gemaakt inzake afslagen op de IRR die gedaan kunnen worden indien een project heel duurzaam is maar daardoor onder de ondergrens uit zou kunnen. De ondergrens wordt dan dus verlaagd ten behoeve van duurzaamheid.

Eén van de geïnterviewden deed de volgende mooie uitspraak: "Uiteindelijk beleg je niet voor vandaag of morgen maar voor overmorgen. Wij willen dat de euro die we straks als pensioen gaan uitkeren, terecht komt in een wereld die leefbaar is." Het doorgeven van een leefbare wereld aan de volgende generatie is overigens door nog een tweede geïnterviewde letterlijk genoemd. Toch is er ook nog altijd het spanningsveld met het rendement en de opinie van de achterban. Om te toetsen hoe de achterban er in zit wordt deze in toenemende mate benaderd via diverse uitvragen (daarover meer in paragraaf 5.3).

De doelstellingen en speerpunten aangaande ESG en duurzaamheid verschillen per fonds/verzekeraar; waar de ene belegger zeer actief is in het fysiek verduurzamen van de bestaande portefeuille is, stelt een ander meer en strengere ESG-gerichte vereisten aan nieuwbouwacquisities. Maar al met al zijn de

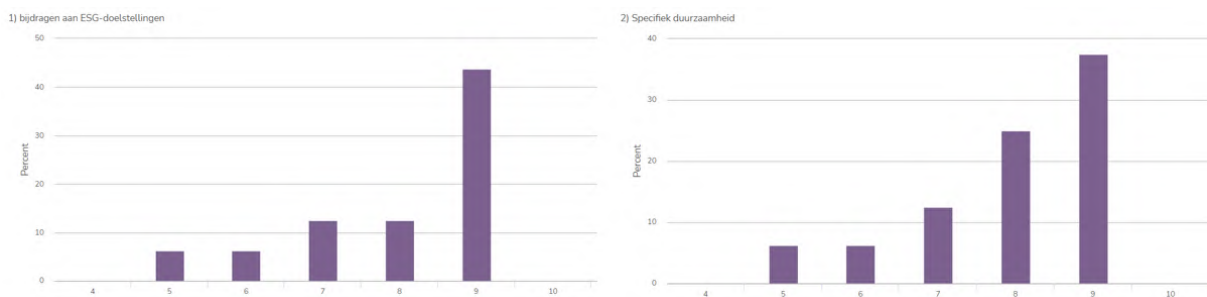
geïnterviewde beleggers behoorlijk actief aangaande het realiseren van ESG- in brede zin en duurzaamheidsdoelstellingen in specifieke zin en lijken ook van plan om dit toenemende mate te blijven doen. De bereidheid om daar ook daadwerkelijk geld voor vrij te maken was mijns inziens vijf jaar geleden een stuk minder groot. De doelstellingen en activiteiten aangaande ESG en duurzaamheid verschillen; waar de ene belegger zeer actief is in het fysiek verduurzamen van de *bestaande* portefeuille, stelt het andere fonds meer en strengere ESG-gerichte vereisten aan *nieuwbouwacquisities*.

Naast de min of meer vrijwillige vastlegging aan de ESG-doelstellingen is er sinds 2021 de regelgeving die voortvloeit uit de Sustainable Finance Disclosure Directive (“SFDR”) van de Europese Unie, die door de lidstaten geïmplementeerd moet worden. Per 1 januari 2023 gaat de zogenaamde lagere regelgeving in, waardoor de rapportagevereisten aangaande economische activiteit en beleggingsproducten verder aangescherpt worden.

De achtergrond van de SFDR is door de AFM in haar sectorbrief omschreven als de verantwoordelijkheid die de financiële sector draagt in de duurzaamheidstransitie. Daarbij zouden ook pensioenfondsen een nadrukkelijke rol moeten spelen omdat zij beleggen met een lange termijn horizon (AFM, 2020).

Enquête

- 1) Hoe belangrijk is het dat de vastgoedbeleggingen actief bijdragen aan het realiseren van de ESG doelstellingen van uw fonds? (schaal 1-10)
- 2) Hoe belangrijk is specifiek het aspect ‘duurzaamheid’ van uw vastgoedbeleggingen? (schaal 1-10)



Afbeelding 18: Mate van belang waarin vastgoedbeleggingen bijdragen aan ESG en aan duurzaamheidsdoelstellingen.

Het meest gegeven antwoord op beide vragen is een 9. Bij vraag 1 is het gemiddelde 8,4 met een standaarddeviatie van 1,4. Bij vraag 2 is het gemiddelde 8,2 met een standaarddeviatie van 1,3. De beide standaarddeviaties zijn redelijk laag, maar toch is er wel een behoorlijke spreiding in antwoorden te zien. Echter doordat telkens een relatief groot aantal deelnemers een 9 heeft ingevuld (respectievelijk 43,8% en 37,5%) is de gemiddelde afwijking niet groot. Uit de antwoorden blijkt in ieder geval dat ESG en duurzaamheid ook voor indirecte beleggingen belangrijk wordt geacht.

5.4. Achterban

De pensioenfondsen blijken via behoorlijk veel kanalen met hun achterban te communiceren. Voor de (levens)verzekeraars geldt dit niet; Er is bij hen minder sprake van een directe achterban en daarnaast realiseren veel mensen die een (levens)verzekering afsluiten zich niet dat hun geld belegd wordt. De verzekeraars publiceren wel jaarlijks een verslag waarin verantwoording over hun beleggingsbeleid wordt afgelegd. Het maatschappelijk verantwoord beleggen heeft daarin een centrale rol. Dit verslag

wordt op de website gepubliceerd maar niet direct naar de verzekerden verstuurd. Ook het ondernemingspensioenfonds heeft een wat andere verhouding met de achterban dan de bedrijfstakpensioenfondsen, vanwege het feit dat de achterban bestaat uit één grote werkgever in plaats van heel veel werkgevers. De geïnterviewde van RPF vertelt over de wisselwerking met het moederbedrijf het volgende: Er is een eigen verantwoordelijkheid van het pensioenfonds, dus het beleid van de werkgever hoeft niet altijd van a tot z gevolg te worden, maar er wordt natuurlijk wel altijd gekeken naar wat het beleid is van de moederonderneming en daar wordt zo veel mogelijk op aangesloten. Soms is het pensioenfonds wat strenger in keuzes die zij maakt dan de bank zelf. Minder 'streng' komt veel minder voor en daar moet dan een goede reden voor zijn.

Drie van de vier bedrijfstakpensioenfondsen zijn het meest actief in de communicatie naar hun achterban toe. Zij maken gebruik van een veelheid aan communicatiemiddelen en communiceren ook met de hoogste frequentie. Dit is waarschijnlijk ingegeven door het feit dat het voor dat type fondsen belangrijk is om de aangesloten werkgevers 'binnenboord te houden'. Bij een ondernemingspensioenfonds is die noodzaak minder groot. Wat overigens niet wil zeggen dat het ondernemingspensioenfonds niet communiceert met de achterban; dat doet zij namelijk wel maar met een lagere frequentie. Drie van de bedrijfstakpensioenfondsen geven, al dan niet in samenwerking met de sector, periodiek (respectievelijk maandelijks en op kwartaalbasis) een magazine uit dat naar de gehele achterban wordt verstuurd. Daarnaast houden alle pensioenfondsen eenmaal per jaar of eenmaal per twee jaar een deelnemersuitvraag waarin de mening van de achterban aangaande beleids- en beleggingsbeslissingen wordt getoetst. Meest recent hebben twee fondsen bijvoorbeeld al een uitvraag gedaan om de risicobereid van de achterban te toetsen met het oog op het nieuwe pensioenstelsel. De andere fondsen moeten dit op termijn ook nog gaan doen. De meeste geïnterviewden stellen ter verantwoording ieder kwartaal een rapportage op met de resultaten van het stembeleid in aandeelhoudersvergaderingen van dat kwartaal. Ook duurzaamheid is een veelvoorkomend thema in de nieuwsbrieven, magazines en uitvragen bij de achterban en is dit ook in toenemende mate. Eén van de fondsen stelt tweemaal per jaar een rapportage op die volledig in het teken staat van maatschappelijk verantwoord beleggen en wat daar door het fonds aan is gedaan. Voor wat betreft communicatie aangaande vastgoed specifiek geven twee fondsen aan dat dit voornamelijk de duurzaamheidsaspecten van vastgoed betreft en niet zozeer gaat over het behaalde rendement van bijvoorbeeld object X in jaar Y. Dat is begrijpelijk want vastgoed leent zich goed voor communicatie omtrent duurzaamheid. De drie meest actieve pensioenfondsen op het gebied van communicatie organiseren ook regelmatig bijeenkomsten voor deelnemers in den lande. Bij twee fondsen gaat het dan om focusgroepen waarin specifieke onderwerpen aangaande het beleggingsbeleid, veelal op het gebied van duurzaamheid (al dan niet in combinatie met rendementsdilemma's) besproken en bediscussieerd worden. Bij het derde fonds betreft het meer algemene bijeenkomsten waarin een actueel thema wordt toegelicht en mensen vragen kunnen stellen. In de lockdownperiodes van de afgelopen twee jaar zijn die bijeenkomsten vervangen door webinars en dat blijkt een behoorlijk succes. Waarschijnlijk blijft die vorm van communicatie ook in de toekomst behouden als extra manier van communiceren. De websites van de pensioenfondsen zijn uiteraard ook een belangrijke bron van informatie. Overigens gaf één van de interviewden ook aan dat communicatie uiteraard niet altijd enkel gericht is op goed nieuws; ook minder goed of slecht nieuws moet overgebracht worden.

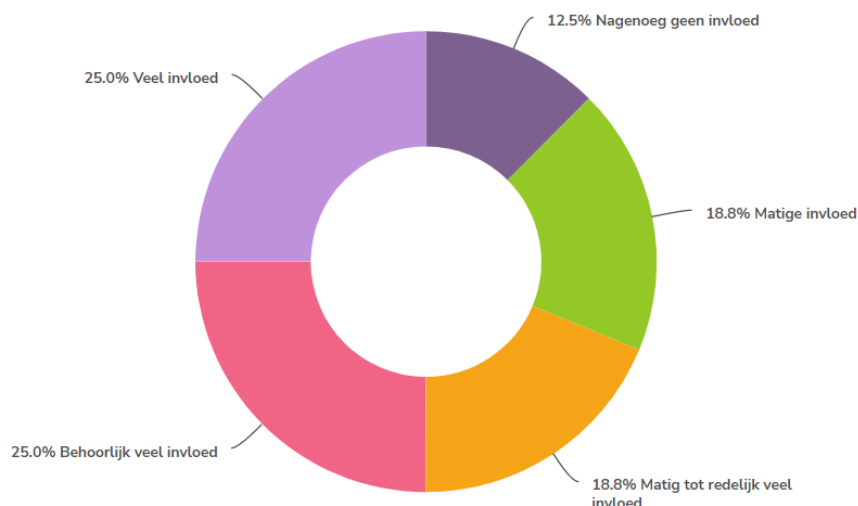
Voor één van de pensioenfondsen is de gemêleerde achterban van dat fonds een ingewikkelde factor als het gaat om communicatie; naast dat zij zowel gepensioneerden als actieven wil bereiken, moet zij ook nog de juiste toon vinden voor mensen met behoorlijke verschillen in opleidingsniveau.

Al deze middelen worden ook een steeds belangrijker instrument om als handvat te fungeren wanneer er dilemma's zijn aangaande de fondsstrategie op bijvoorbeeld het wel of niet investeren in fossiele brandstoffen of juist wel of niet investeren in middenhuur woningen in plaats in dure huurwoningen. De geïnterviewden geven aan dat de laatste tijd de meerderheid van de achterban het belangrijk vindt dat ESG- en duurzaamheidsdoelstellingen worden nagestreefd. Vooral de jongere generatie ziet dat als een taak die een pensioenfonds ook op zich zou moeten nemen. Eén van de geïnterviewden vertelde dat de protesten tegen het investeren in bepaalde beleggingscategorieën die bij sommige pensioenfondsen hebben plaatsgevonden, voor hen een reden zijn om de achterban meer te betrekken en mee te nemen in het beleggingsproces dan dat zij voorheen deden. Daarnaast is er ook bij alle fondsen een deel van de achterban die er mening over duurzaamheid of ESG heeft of die vindt dat hun pensioenfonds zich daar niet mee bezig zou moeten houden, dat zij daarvoor geen spaargeld hebben ingelegd. Meninge, ook in de maatschappij, kunnen behoorlijk uiteen lopen. Het is dus ook begrijpelijk dat de fondsen behoorlijk in zetten op het achterhalen van de opinie van de achterban aangaande beleggingsbeslissingen en het verstrekken van informatie, om zodoende draagvlak te creëren.

Concluderend wordt de opinie van de achterban dus steeds belangrijker en deze wordt daarom ook steeds vaker uitgevraagd. Hoewel er dus veel moeite voor gedaan wordt om input op te halen aangaande hoe de achterban bijvoorbeeld denkt over duurzame beleggingen, maatschappelijk verantwoord beleggen, ESG-doelstellingen en beleggingskeuzes in algemene zin, geven alle geïnterviewden expliciet aan, dat de uiteindelijke beleggingskeuzes worden gemaakt door de daartoe bevoegde organen binnen de fondsen, de bestuursbureaus en de investment managers. De uitkomst van uitvragen, enquêtes, gespreksrondes en focusgroepen wordt meegenomen als informatie en om het beleid aan te toetsen, maar uiteindelijk bepaald de achterban niet het beleid.

Enquête

Ook aan de geënquêteerden inzake indirecte beleggingen is gevraagd naar de invloed van de opinie van de achterban: *In welke mate heeft de opinie van uw achterban invloed op het beleggingsbeleid?* De helft van de geënquêteerden heeft aangegeven dat de opinie van de achterban behoorlijk tot veel invloed heeft. De verantwoording naar de achterban toe is dus ook voor de indirecte beleggers een belangrijke zaak. Uit de interviews is naar voren gekomen dat de uiteindelijke beslissingen altijd bij de fondsen en commissies liggen, dat zal voor de indirecte beleggers ook gelden, maar de cijfers geven een indicatie dat de mening van de achterban serieus genomen wordt.



Afbeelding 19: Mate van invloed van achterban op beleggingsbeleid.

5.5. Toekomstverwachtingen

Dé belangrijkste toekomstige wijziging voor pensioenfondsen is natuurlijk het nieuwe stelsel. Dit was dan ook het antwoord van alle geïnterviewden op de vraag welke verwachtingen men heeft voor de toekomst. Geen van de geïnterviewde fondsen heeft al een definitieve keuze gemaakt welke vorm zij willen gaan implementeren tijdens de overgangsfase. Twee neigden op moment van interviews overwegend naar de solidaire variant en twee neigden naar een tussenvorm waarbij zowel voor een basis in de solidaire variant als voor een flexibele aanvulling wordt gekozen. Eén van de geïnterviewden gaf aan dat er in de markt momenteel een beetje naar elkaar gekeken wordt met de vraag “Wie gaan als eerste en welke keuzes maken zij?” Daarnaast is het geen keuze die het fonds zelfstandig kan maken maar moeten alle werkgevers en sociale partners er achter staan, dat maakt het gecompliceerd.

Ten aanzien van de samenstelling van de huidige portefeuilles en streefallocaties aan verschillende categorieën beleggingen antwoordden alle geïnterviewden dat zij nagenoeg geen directe impact verwachten op de vastgoedbeleggingen. Alle fondsen hebben al een bovengrens vastgesteld voor de allocatie aan illiquide categorieën en die is voorlopig voldoende toekomstbestendig. Wel benoemde één geïnterviewde dat er momenteel gekeken wordt of de portefeuille wellicht wat vereenvoudigd moet worden, ten aanzien van alle beleggingscategorieën, om het onder het nieuwe stelsel overzichtelijker te maken. Een reden daarvoor is onder andere de intensievere vereisten die mogelijk gesteld worden aan rapportages voor deelnemers in het geval er gekozen wordt voor de flexibele variant.

Vervolgens is gevraagd naar de verwachte effecten van de vergrijzing. Ook daarvan verwachtten de geïnterviewden fondsen geen noemenswaardig impact op de vastgoedbeleggingen gedurende circa de komende vijf à tien jaar. Daarna kan dat anders zijn. Vastgoed is een beleggingscategorie waarbij vooruit gedacht moet worden. Sowieso moet een pensioenfonds altijd ver vooruit denken, voor vastgoed is dat nog iets belangrijker. Eén van de geïnterviewden lichtte toe dat voor wat betreft vergrijzing en vastgoed er altijd rekening mee gehouden moet worden dat er sprake is van een lange horizon; tussen moment van aankoop en moment van oplevering zit al gauw vier jaar, vervolgens wil je het nog minimaal tien jaar in portefeuille houden. Een andere geïnterviewde noemde inzake het vooruitdenken en plannen nog het feit dat er rekening gehouden moet worden met spreiding in het afroepen van te betalen facturen voor nieuwbouwprojecten. Het betreft niet uit de balans blijvende

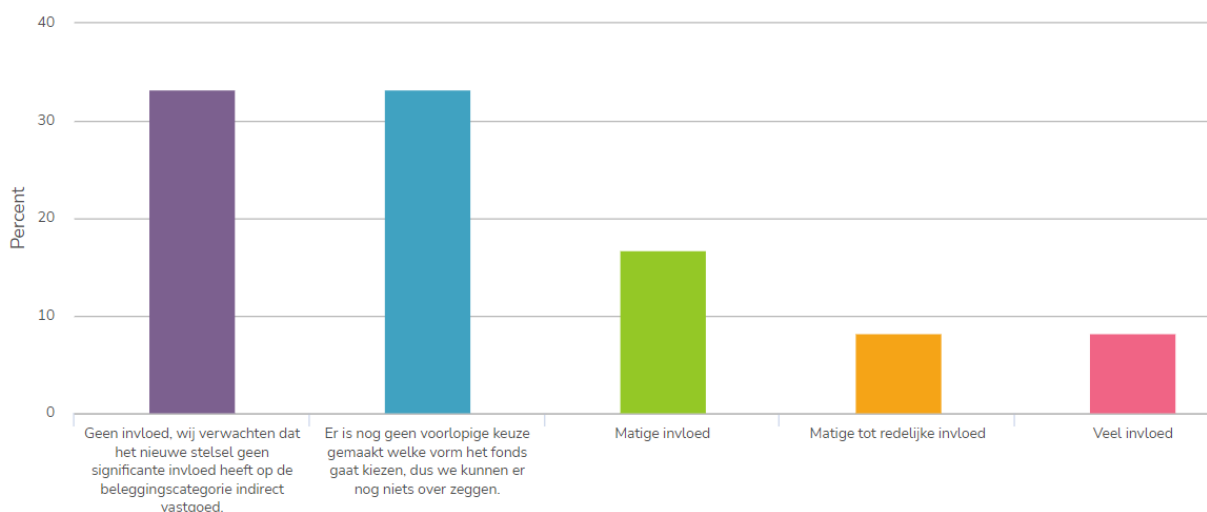
verplichtingen maar er moet wel liquiditeit voor beschikbaar zijn, dus men moet voorkomen dat er te grote bedragen in één keer voldaan moeten worden. Dit geldt altijd al maar mogelijk wordt het nog belangrijker onder het nieuwe stelsel en op het moment dat de vergrijzing toeneemt.

Voor wat betreft toekomstige verwachtingen van de verzekeraars; zij vertelden beiden dat de markt van de levensverzekeringen behoorlijk verzadigd is en zij daar geen noemenswaardige groei meer verwachten in de toekomst. Enkel wellicht middels overnames of fusies. Ten aanzien van andere mogelijke ontwikkelingen werd ook nog de verwachting uitgesproken dat er wellicht op het niveau van de investment management en beheerorganisaties meer samenwerkingen en misschien zelfs fusies zullen gaan plaatsvinden. Vooral bij partijen die nu een relatief kleine vastgoedafdeling in eigen huis hebben.

Bovenstaande vragen en antwoorden gaan voornamelijk over de vraag of illiquide beleggingscategorieën samen gaan met het nieuwe pensioenstelsel en vergrijzing. Vastgoed is namelijk aan te merken als een illiquide belegging, daarover bestaat consensus. Echter, over de vraag of directe beleggingen meer of minder liquide zijn dan indirecte fondsbeleggingen, kan gediscussieerd worden. In theorie zou uittreding uit een fonds gemakkelijker en sneller moeten zijn dan het verkopen van vaste assets zoals gebouwen. Fondsbeleggingen worden daarom vaak als meer liquide gekarakteriseerd dan directe beleggingen. Dit vind ik zelf een ingewikkelde kwestie; Een niet-beursgenoteerd fonds is ook niet echt liquide. Eén van de geïnterviewden gaf zelfs aan een directe portefeuille als meer liquide te zien dan een illiquide portefeuille omdat je als directe belegger op ieder moment dat je dat nodig acht, objecten van de hand kunt doen. Uittreding uit een fonds is inderdaad vaak aan regels gebonden en is ook niet altijd op korte termijn realiseerbaar in het geval er sprake is van een zogenaamde ‘uittredingsrij’ waarbij de volgorde van de afname wordt bepaald door het moment van aanvraag. Uittreding kan ook niet doorlopend en is onder meer afhankelijk van de cashpositie van het fonds.

Enquête

Ook aan de indirecte beleggers is de vraag gesteld: *Welke invloed verwacht u van het nieuwe pensioenstelsel?*



Blijkens bovenstaande tabel verwacht ongeveer 1/3 van de geënquêteerde indirecte beleggers dat er sprake zal zijn van matige tot veel invloed van het nieuwe pensioenstelsel op hun vastgoedallocatie.

Dat is dus een aanzienlijk hoger percentage dan de directe beleggers. Mogelijk speelt bij de directe beleggers het gevoel van eigenaarschap (gebondenheid aan de objecten en vrijheid in het nemen van beheerbeslissingen) een rol, op basis waarvan zij geen wijzigingen in hun beleid verwachten.

6. Conclusies & aanbevelingen

6.1. Conclusies

Het uitgevoerde onderzoek was gericht op de vraag welke overwegingen ten grondslag liggen aan de keuze van institutionele beleggers om een directe vastgoedportefeuille aan te houden en welke externe factoren daarbij mogelijk een rol spelen. Uit de interviews en enquête is gebleken dat een deel van de overwegingen om direct te beleggen in vastgoed, overeenkomt met de overwegingen om er indirect in te beleggen. Veel genoemd zijn risicospreiding, inflatiedekking, stabiliteit en een aantrekkelijk rendement. Voor de directe beleggers is de volledige zeggenschap en bijbehorende vrijheid naast de vier eerder genoemde argumenten nog een belangrijke reden, evenals de stabiele inkomensstromen uit de huurinkomsten. Daarnaast ook het feit dat zij dankzij de omvang van de portefeuille, soms ook historisch zo gegroeid, de mogelijkheid hebben om de directe beleggingen op een efficiënte wijze aan te houden.

Hoofdvraag:

De onderzoeksvraag van dit company research paper luidt:

Wat is de invloed van consolidatie / omvang, stelselwijzigingen, duurzaamheid en publieke opinie op de vastgoedbeleggingsstrategie van institutionele beleggers, met name pensioenfondsen en levensverzekeraars?

De hoofdvraag wordt beantwoord aan de hand van deze vier onderwerpen op basis van conclusies uit het literatuuronderzoek in hoofdstukken 2 en 3 en de interviews en enquêtes uit hoofdstuk 5. Deelvragen 1 tot en met 4 zijn in de voorgaande hoofdstukken beantwoord. Deelvraag 5 wordt in dit hoofdstuk beantwoord, als onderdeel van het thema 'consolidatie en omvang' uit de hoofdvraag.

Consolidatie en omvang

Deelvraag 5 luidt: Is er een verband tussen omvang en beleggingsvoorkeuren (direct/indirect, type vastgoed)? Om het antwoord op deze te vraag te vinden is in hoofdstuk 2 de ontwikkeling van het aantal fondsen tussen 2014 en 2020 in kaart gebracht. In hoofdstuk 3 is vervolgens de ontwikkeling van het belegd vermogen in zowel direct als indirect vastgoed weergegeven voor diezelfde periode. Middels de interviews en enquêtes is vervolgens gevraagd naar de overwegingen van pensioenfondsen en verzekeraars om direct en om indirect in vastgoed te beleggen. In de interviews is tevens ingezoomd op ontwikkelingen in het verleden waarbij er bijvoorbeeld voor een gedeelte van de portefeuille van direct naar indirect is overgestapt. De omvang van de fondsen van alle respondenten is bekend. Bovenstaande informatie gezamenlijk maakt het mogelijk om te achterhalen of omvang en/of consolidatie van invloed zijn op het gekozen beleggingsbeleid en of er een verband te ontdekken is tussen omvang en beleggingsvoorkeuren.

Als gevolg van consolidatie neemt het aantal kleine zelfstandige fondsen af en blijft er een kleiner aantal fondsen over met een veel grotere gemiddelde omvang per fonds. Het aantal pensioenfondsen is afgenomen van 278 in 2014 tot 201 in 2020. Uit een artikel van de Pensioenfederatie blijkt dat er in 1997 zelfs nog 1060 zelfstandige pensioenfondsen waren (paragraaf 2.4). Gelijktijdig is het aandeel directe beleggingen in de periode 2007 tot en met 2020 duidelijk afgenomen ten opzichte van het aandeel indirecte beleggingen binnen de totale vastgoedallocatie (afbeelding 10 in hoofdstuk 3). Uit de literatuur, interviews en de enquête komt naar voren dat directe portefeuilles een zekere minimum omvang moeten hebben wil het aantrekkelijk zijn en blijven om ze direct te kunnen aanhouden en onderhouden. Echter, welke omvang dat dan zou moeten zijn daar heb ik geen duidelijkheid over

kunnen verkrijgen en zou verder onderzocht moeten worden. Ondanks het vereiste van 'een zekere omvang' is er niet een eenduidig verband gevonden. Er zijn zowel grote als middelgrote fondsen die direct beleggen en grote en middelgrote fondsen die dat niet doen of niet meer doen. Sommige grote beleggers zijn daarnaast ook nog zelf eigenaar van de investment manager / beheermaatschappijen. Of er wel of niet direct in vastgoed wordt belegd is deels ook historisch gegroeid. Uit de cijfers van De Nederlandsche Bank is wel op te maken dat bedrijfstakpensioenfondsen relatief én absoluut gezien meer in vastgoed beleggen dan ondernemingspensioenfondsen. Ten aanzien van type fonds kan geconcludeerd worden dat bedrijfstakpensioenfondsen een grotere voorkeur voor vastgoedbeleggingen hebben, zowel voor direct als indirect, dan andere type fondsen.

De cijfers van De Nederlandsche Bank in hoofdstuk 2 lieten zien dat verhoging van de vastgoedallocatie gedurende de afgelopen jaren zeer waarschijnlijk in grote mate naar indirect vastgoed is gegaan en in mindere mate naar direct vastgoed. Dat is onder meer een gevolg van de consolidatieslag. Toch blijkt dit ook voor een gedeelte van de *directe* beleggers van toepassing te zijn geweest. Uit de interviews kwam namelijk naar voren dat er de laatste jaren in hoofdzaak direct is belegd in de Nederlandse woningmarkt en dat er in andere segmenten vaker voor fondsbeleggingen is gekozen. Die focus op de Nederlandse woningmarkt gedurende de afgelopen 5 à 10 jaar is bij alle geïnterviewden terug te zien. De meeste geïnterviewden gaven aan dat dit segment zeker een belangrijk segment in de toekomst zal blijven maar dat men nu ook bezig is met het creëren van wat meer spreiding. Het gaat daarbij veelal om een verhoging van de allocatie aan vastgoed, waarbij het meerdere naar andere segmenten gaat dan woningen en naar andere landen dan Nederland. In veel gevallen wordt dan gekozen voor fondsbeleggingen. Allen gaven echter ook aan dat het afbouwen van de huidige directe portefeuille niet aan de orde is. Men ziet veel voordelen in het direct beleggen en maakt ook graag gebruik van de mogelijkheden die de omvang van de totale beleggingsportefeuille hen biedt. Daarnaast wordt het opbouwen van een volledig nieuwe directe portefeuille als ingewikkeld aangemerkt. Eenmaal afgebouwd kan men dus niet gemakkelijk weer terugkeren naar een directe portefeuille.

Concluderend: Er kan niet geconcludeerd worden dat een grotere omvang automatisch een voorkeur voor directe vastgoedbeleggingen tot gevolg heeft. Het omgekeerde kan ook niet geconcludeerd worden. Uit het onderzoek blijkt wel dat een redelijke omvang vereist is om een directe portefeuille op een efficiënte en financieel aantrekkelijke wijze langjarig aan te houden. Historische ontwikkelingen gecombineerd met goede ervaringen aangaande de directe portefeuilles zijn veelal een grotere drijfveer om directe te beleggen dan dat omvang dat is.

Stelselwijzigingen

De geïnterviewden (directe beleggers) verwachtten geen grote wijzigingen in hun vastgoedstrategie als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel, zeker degenen niet die momenteel neigen naar de solidaire variant. Enkelen verwachtten mogelijk wel een simplificatie van de gehele beleggingsportefeuille omdat sommige constructies mogelijk te ingewikkeld zijn. Dit geldt met name voor andere beleggingscategorieën dan direct vastgoed en voor de fondsen die mogelijk (gedeeltelijk) voor de flexibele variant gaan kiezen. Daarmee wordt direct een punt van onzekerheid bereikt; nog geen van de geïnterviewde fondsen had al een definitieve keuze gemaakt. Dit is gelijk aan het beeld dat uit de enquête naar voren kwam; een groot deel heeft nog geen definitieve keuze gemaakt en kan een eventueel effect dientengevolge nog niet goed inschatten. Ook de vergrijzing van de samenleving wordt voor de komende jaren niet gezien als een reden om minder in direct vastgoed te beleggen. De reden om de vastgoedstrategie te wijzigingen zou kunnen liggen in het feit dat vastgoed tot de meer illiquide beleggingscategorieën wordt gerekend. Echter, de geïnterviewden gaven allen aan dat zij al

een maximum allocatie op het totaal aan illiquide beleggingen hebben en dat dat percentage voor de komende jaren voldoende zekerheid biedt. Daarbij komt ook het discussiepunt dat in paragraaf 5.5 is besproken; direct vastgoed kan als meer illiquide worden gezien dan fondsbeleggingen, echter is uittreding bij fondsbeleggingen vaak aan regels gebonden en daardoor ook minder liquide dan bijvoorbeeld aandelen. Tegelijkertijd is het risicoprofiel van vastgoed over het algemeen lager dan van aandelen, onder andere omdat de aandelenmarkt meer volatiel is. Het risico van vastgoed wordt als kleiner gekenmerkt. Toch kan er ook op de aandelenmarkt verlies geleden worden indien men moet verkopen op een laag punt of als de koersen laag staan (zie ook de negatieve beleggingswinsten van veel fondsen in het jaar 2018; paragraaf 3.3).

Tenslotte een kritische noot ten aanzien van het voorgestelde nieuwe pensioenstelsel; in de overheidsstukken wordt in voorbeeldberekeningen veelal uitgegaan van rentepercentages van rond de 2 à 3%, terwijl de rente heel gemakkelijk kan stijgen naar 8 of 9%, wat in het naoorlogse tijdperk helemaal geen gekke percentages zijn. Na het lezen van de Memorie van Toelichting in april 2022 vroeg ik mij af of daar wel voldoende rekening mee gehouden is.

Ten aanzien van de vergrijzing op de lange termijn gaven de geïnterviewden aan daar al voldoende rekening mee te houden en/of een redelijk jonge achterban te hebben waardoor zij verwachten als fonds te gaan groeien in plaats te gaan krimpen. Het is verstandig om de voorspellingen van het CBS omtrent de levensverwachting nauwlettend te blijven volgen, omdat die in de afgelopen jaren een aantal maal gewijzigd zijn én vrij snel politieke gevolgen hadden. De AOW-leeftijd werd in een snel tempo omhoog getrokken vanwege de langere levensverwachting van Nederlanders, totdat een aantal jaar later uit de modellen van het CBS kwam dat de stijging aan de bovenzijde tegen de eerdere verwachting in aan het afvlakken af. De stijging van de AOW-leeftijd werd vervolgens weer afgeremd. De huidige gepensioneerden lijken inderdaad behoorlijk oud te gaan worden. Zij zijn geboren net na de oorlog en opgegroeid in een wereld vol economische vooruitgang en met heel veel innovaties in de gezondheidszorg. Het is echter nog maar de vraag of de volgende generatie die nu en straks met pensioen gaat (geboren tussen 1955 en 1970) en die een grote populatie vormt, ook gemiddeld zo oud wordt. Het is een generatie die gewend is aan goede gezondheidszorg maar toch veel problemen kent als overgewicht en welvaartsziektes. Het is ook een generatie waarvan velen vele jaren hebben gerookt, een levensstijl met behoorlijk veel stress hebben gekend en opgegroeid zijn in een wereld met behoorlijk veel milieuvervuiling, zeker in de jaren '60 en '70.

Duurzaamheid

Het onderzoek aangaande het sub-onderwerp duurzaamheid is in hoofdzaak gericht op de vrijwillige keuzes die beleggers maken op het gebied van duurzaam en maatschappelijk verantwoord beleggen. De rapportagevereisten welke voortvloeien uit de SFDR zijn niet separaat belicht maar spelen uiteraard wel mede een rol in de beleggingsstrategieën aangaande maatschappelijk verantwoord beleggen en 'impact beleggen'.

Een directe beleggingsportefeuille geeft vrijheid in aankoopbeslissingen en de mogelijkheid van het zelf vaststellen van een (na te streven) duurzaamheidsniveau. Duurzaamheid werd door de geïnterviewden breder gezien dan enkel fysieke duurzaamheid maar ook het nastreven van ESG-doelstellingen en impact maken. Ook wel verwoord als "iets willen doen voor de maatschappij, het geld goed terecht laten komen". De directe beleggers blijken bereid om daar, tot op zekere hoogte, geld voor vrij te maken. Zij wensen ook nadrukkelijk niet geassocieerd te worden met beslissingen op korte termijn die juist een nadelig effect hebben op natuur en maatschappij. Het is derhalve een factor van belang voor de (vastgoed)beleggingsstrategieën.

Opinie achterban

Zowel uit de interviews als uit de enquêtes kwam naar voren dat de achterban behoorlijk veel invloed heeft als het gaat om verantwoording van gemaakte en te maken keuzes. Uiteindelijk liggen de beleidsbeslissingen bij het bestuur en bij investment managers, maar de opinie van de achterban wordt steeds frequenter en uitgebreider uitgevraagd. Het dus wel degelijk een factor van belang.

Conclusie

Al met al wordt direct vastgoed gezien als een aantrekkelijke beleggingscategorie binnen de portefeuilles en mijn verwachting op basis van het literatuuronderzoek, cijfermatig onderzoek, de interviews en de enquête, is dat dit ook in de toekomst zo zal blijven. De huidige directe beleggers zijn tevreden en zien geen redenen om volledig over te stappen op fondsbeleggingen. Indien de grootste consolidatieslag inderdaad voorbij is, dan heeft dat naar verwachting geen noemenswaardige impact meer op de vastgoedstrategieën. Voor fondsen die geen directe belegger zijn of slechts een kleine resterende directe portefeuille over hebben, is het moeilijk om gebalanceerd uit te bouwen naar een portefeuille met voldoende omvang die voldoende voordelen biedt ten opzichte van fondsbeleggingen. In dat geval zijn niet-beursgenoteerde fondsen zeker een aantrekkelijk alternatief. Temeer omdat de argumenten om direct en om indirect in vastgoed te beleggen, grotendeels met elkaar overeen bleken te komen. Fondsinvesteringen zijn ook een aantrekkelijk alternatief indien men de vastgoedallocatie wil verbreden naar andere segmenten of naar het buitenland.

6.2. Aanbevelingen

Uit voorgaande paragraaf blijkt dat vastgoed een nuttige toevoeging aan beleggingsportefeuilles is en naar verwachting ook zal blijven. Daarnaast blijft het een tot de verbeelding sprekende maar soms ook ingewikkelde beleggingscategorie. Immers, van ieder object is er maar één; er is nooit 100% vergelijkbaarheid én beschikbaarheid van het hetzelfde object, op dezelfde locatie, met precies dezelfde karakteristieken en huurinkomsten.

De conclusies van dit onderzoek zijn te vertalen in enkele aanbevelingen voor de strategie en bedrijfsvoering van investment managers zoals Achmea Real Estate en institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

Aanbevelingen aan investment managers / fiduciair managers

- Duurzaamheid komt uit de interviews en enquêtes naar voren als een factor van belang. Hoewel er al behoorlijk veel gedaan wordt kan er door investment managers nog actiever op ingezet worden. Daarbij kan gedacht worden aan het actief aanbieden van innovatietrajecten, die vervolgens monitoren en evalueren.
- De strategie van Achmea zou zich verder kunnen verbreden en meer dienstverlening aan kunnen bieden dan het vastgoedbeleggingsproduct, bijvoorbeeld het ontwikkelen van rapportages die zich richten op de SFDR vereisten en mogelijke invloed vanuit het nieuwe pensioenstelsel op vastgoedbeleggingen.
- Durf keuzes te maken en houd daar vervolgens ook aan vast. Beleggers vinden het belangrijk dat duurzaamheid en maatschappelijk impact een rol spelen in hun investeringen, dus de investment manager kan de vrijheid nemen om daar op eigen initiatief op in te spelen.
- Essentieel voor een investment manager is om altijd de actuele berichtgeving en plannen van de overheid te volgen en indien nodig te lobbyen. Het is aan te raden om niet enkel de berichtgeving

omtrent vastgoed op de voet te volgen (dat gebeurd over het algemeen al zeer nauwgezet), maar ook bijvoorbeeld berichtgeving rondom levensverwachtingen en andere onderwerpen die op het eerste gezicht verder van (vastgoed)beleggingen af staan maar die gevolgen kunnen hebben op een later moment.

- Investment managers zouden actiever kunnen zijn in het initiëren en aanleveren van artikelen of filmpjes die het pensioenfonds kan gebruiken om de achterban te informeren over het beleggingsbeleid.

Aanbevelingen aan pensioenfondsen en verzekeraars

- Pensioenfondsen en levensverzekeraars zouden onderling ook van elkaar kunnen leren; bijvoorbeeld door conclusies te delen over vernieuwende projecten waar zij in geïnvesteerd hebben, zodat het wiel niet meerdere malen uitgevonden hoeft te worden. Een mate van concurrentie tussen investment managers onderling en tussen fondsen is natuurlijk goed en houdt iedereen scherp ten aanzien van resultaten en vernieuwingen. Tegelijkertijd kan samenwerking en kennisdeling ook veel brengen en gaat het onder de streep allemaal om het beleggen van oudedagsvoorzieningen.
- Ook een les is dat wanneer er eenmaal voor gekozen is om een portefeuille af te bouwen, dit heel moeilijk weer teruggedraaid kan worden. Verkopen is een eenmalige winst maar terugkopen en opnieuw opbouwen is erg ingewikkeld, zeker indien het portefeuilles betreft die gedurende vele jaren zijn opgebouwd. Bij één van de geïnterviewden is bijvoorbeeld in de periode 2016-2018 afscheid genomen een bepaalde categorie vastgoed in de portefeuille, terwijl dit de jaren erna en ook momenteel nog, een vastgoedcategorie is gebleken die zeer gewild is. Men moet zich goed realiseren dat objecten maar eenmaal verkocht kunnen worden (net als het tafelzilver).
- Houd ruimte om juist aan te kopen in periodes van neergang, mogelijk ontstaan er over één à twee jaar weer wat unieke kansen, indien de markt omlaag gaat.

6.3. Reflectie

Het uitgevoerde onderzoek heeft mij nieuwe inzichten geboden aangaande de ontwikkeling van het Nederlands pensioenvermogen en de visies in de markt omtrent vastgoed. Vooraf was ik mij niet bewust van de enorme groei die het Nederlands pensioenvermogen heeft doorgemaakt in de periode tussen 2007 en 2020. Het vooronderzoek heeft mij veel inzichten geboden en achtergrondinformatie gegeven inzake de historische ontwikkelingen die hebben geleid tot de huidige stand van zaken.

De verdieping die bereikt is door het houden van de interviews en enquête vond ik erg leerzaam en verhelderend. Interessant om te zien vond ik de 'zoektocht' die alle beleggers doormaken, naar een balans tussen duurzaamheid, ESG en financieel rendement. Het maken van keuzes daar in, die ook aansluiten bij de wensen van de deelnemers, is een ingewikkelde kwestie.

Mijn verwachting vooraf was dat het nieuwe pensioenstelsel en de vergrijzing naar verwachting meer invloed zullen gaan hebben op het beleggingsbeleid aangaande vastgoed dan dat het geval lijkt te gaan zijn. Het aandeel illiquide beleggingen in de portefeuilles bleek lager dan ik had verwacht. Daardoor vond ik het dan ook begrijpelijk dat uit de interviews naar voren kwam dat het nieuwe stelsel en vergrijzing naar verwachting voorlopig geen invloed zullen hebben op de streefallocaties voor illiquide beleggingen.

Interessant om in een vervolg te onderzoeken zou zijn wat de minimale (en maximale) omvang van een vastgoedportefeuille zou moeten zijn om die efficiënt te kunnen aanhouden en onderhouden, conform de door de belegger gekozen ESG-strategie. Daarnaast is een verdiepend en geactualiseerd onderzoek aan te bevelen naar de implementatie van ALM-studies op de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen en dan specifiek ten aanzien van de vastgoedallocaties.

Tenslotte is een interessant aanvullend onderzoek nog het verder in kaart brengen en actualiseren van de literatuur aangaande de kosten en baten van pensioenfondsbeleggingen.

7. Bronvermelding

Literatuurlijst

- Andonov, A., Kok, N., & Eichholtz, P. (2013). A Global perspective on pension fund investments in real estate. *The Journal of Portfolio Management*, 39(5), 32–42.
- Aon. (2022, 3 januari). *Pensioenfondsen kijken terug op prima resultaten in 2021* | Aon [Persbericht]. <https://www.aon.com/netherlands/newsroom/persberichten/2022/pensioenfondsen-kijken-terug-op-prima-resultaten.jsp>
- Baarda, D. B., De Goede, M. P. M., & Teunissen, J. (2009). *Basisboek Kwalitatief Onderzoek* (2e, geheel herziene druk editie). Noordhoff Uitgevers.
- Born van den, G., Van der Gaast, S. & Op 't Veld, H. (2018). Composition and Performance of Dutch Institutional Real Estate Portfolios. In *ASRE Research Papers* (ISSN 1878-4607). Amsterdam School of Real Estate.
- De Groot, A. D. (1961). *Methodologie*. De Gruyter.
- De Nederlandsche Bank. (2021, 9 december). *Merendeel pensioenfondsen begonnen met voorbereiding op nieuw pensioenstelsel* [Persbericht]. <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/2021/merendeel-pensioenfondsen-begonnen-met-voorbereiding-op-nieuw-pensioenstelsel>
- Gool van, P. & Muller, F. (2005). Vastgoed en ALM: de praktijk bij een aantal pensioenfondsen. In *ASRE Research Papers*. Amsterdam School of Real Estate.
- De Nederlandsche Bank. (maart 2018– mei 2022). *Data zoeken - DNB* [Dataset]. <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/?page=1&q=pensioen&sort=relevance>
- Heemskerk, M. (2014). Van pensioen crisis tot pensioen(r)evolutie. Naar een nieuw pensioenevenwicht voor jong en oud. *TPE digitaal*, 8(1), 109–123.
- Hoff, S. (2015, augustus). *Pensioenen: solidariteit en keuzevrijheid (plus bijlagen)* (ISBN 978 90 377 0758 8). Sociaal en Cultureel Planbureau.
- de Jong, E., & Buijsen, M. (2005). Solidariteit onder druk? Over de grens tussen individuele en collectieve verantwoordelijkheid. *Neurosciences*.
- Keskiner, E., & Matthias, R. (2018, 12 augustus). Is big really beautiful? The limits of pension consolidation. *McKinsey Insights*.
- Kuypers, A., & Minnaard, M. (2007). De Pensioenwet. *ArbeidsRecht*, 2007(26).
- Lierens (AFM), A. (2008, 25 januari). Veranderingen in pensioenregelingen. *ESB*, 93 (4527).

Mortelmans, D. (2013). *Handboek kwalitatieve onderzoeksmethoden* (4e druk). Acco.

Nguyen, T., Balli, F., Ozer Balli, H., & Syed, I. (2021, 27 oktober). Direct real estate, securitized real estate, and equity market dynamic connectedness. *Applied Economics*, 2658–2677. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1994125>.

Pensioenfederatie. (2016, november). *Commissie Nieuw Pensioencontract: Onderzoeksgroep Juridisch-Fiscaal*.

Scheepers, P., & Tobi, H. (2021). *Onderzoeksmethoden* (10e druk). Boom uitgevers Amsterdam.

Smink, M., & Van der Meer, R. A. H. (1998, april). De historische ontwikkeling van Asset Liability Management. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB)*, 200-208.

Stewart, F., Yermo, J., & OECD. (2008). Pension fund governance: Challenges and potential solutions. *Financial Market Trends*, 223–264.

Tamerus, J. (2011). *Defined Ambition: Een noodzakelijke stap in de evolutie van het pensioencontract naar een duurzaam evenwicht tussen “willen” en “kunnen”* (1ste editie). Eburon.

Wolfarth, A. (1995, november / december). One big happy pension fund. *Financial Executive*, 25–28.

Parlementaire stukken en wetten

Directive 2016/2341(IORP II)

Loonheffingen. Pensioenen; beschikbare-premieregelingen. Besluit nr. CPP2007/552M (*vervallen*).

Loonheffingen. Pensioenen; beschikbare-premieregelingen en premie- en kapitaalovereenkomsten. Besluit nr. CPP2009/1487M (*Stcrt.* 2009, 20523).

Pensioenwet, 2007.

Pensioen- en spaarfondsenwet, 1952.

Richtlijn 2003/41/EG

Wet op de loonbelasting, 1964.

Wetsvoorstel wijziging pensioenstelsel Kamerstuk: Voorstel van Wet, 30-03-2022

Publicaties geïnterviewde directe beleggers:

BPL Pensioen. (2022). *Jaarverslag 2021*. Geraadpleegd van <https://www.bplpensioen.nl/jaarverslagen>

BPL Pensioen. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.bplpensioen.nl/publicaties-en-documenten>

PME Pensioen. (2022). *Jaarverslag 2021*. Geraadpleegd van <https://www.pmepensioen.nl/jaarverslagen>

PME Pensioen. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.pmepensioen.nl/publicaties-pme>

Rabobank Pensioenfonds. (2022). *Jaarverslag 2021*. Geraadpleegd van <https://www.rabobankpensioenfonds.nl/ons-pensioenfonds/jaarverslag>

Rabobank Pensioenfonds. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.rabobankpensioenfonds.nl/downloads>

Aegon Levensverzekering N.V. (2022). *Annual report 2021*. Geraadpleegd van <https://www.aegon.nl/over-ons/beleid-cijfers/jaarverslagen>

Aegon Levensverzekering N.V. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.aegon.nl/over-ons/beleid-cijfers/beleid-richtlijnen>

Pensioenfonds Vervoer. (2022). *Jaarverslag 2021*. Geraadpleegd van <https://www.pfvervoer.nl/over-ons/financiele-positie/jaarverslag>

Pensioenfonds Vervoer. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.pfvervoer.nl/downloads>

Achmea Pensioen- en Levensverzekering N.V. (2022). *Jaarrapport 2021*. Geraadpleegd van <https://www.achmea.nl/investors/publicaties#2022>

Achmea Pensioen- en Levensverzekering N.V. (2022). *Diverse publicaties*. Geraadpleegd van <https://www.achmea.nl/waar-we-voor-staan/duurzaamheid>

Bpf BOUW. (2022). *Jaarverslag 2021*. Geraadpleegd van <https://www.bpfbouw.nl/over-bpfbouw/financiele-situatie/jaarverslag.aspx>

Geraadpleegde websites

Consolidatie. (z.d.). de Pensioenfederatie. Geraadpleegd in april 2022, van <https://www.pensioenfederatie.nl/website/themas/tweede-pijler-pensioen/consolidatie>

De pensioenregeling. (z.d.). Pensioenregeling. Geraadpleegd in april 2022, van <https://www.pensioenfederatie.nl/website/publieke-landingspagina/de-pensioenregeling>

Het Pensioenstelsel in Nederland. (2021, 3 oktober). De Nederlandse Pensioen Associatie. Geraadpleegd in april 2022, van <https://denederlandsepensioenassociatie.nl/pensioenstelsel/>

Top 10 grootste pensioenfondsen van Nederland in 2020. (2021, 25 januari). Exelerating. Geraadpleegd in april 2022, van <https://exelerating.com/nl/insights/top-10-pensioenfondsen/>

De Nederlandsche Bank. (2019, 17 april). *Beleggingen - Pensioenfondsen*. Geraadpleegd in april 2022, van <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/beleggingen-pensioenfondsen/>

De Nederlandsche Bank. (2011, 22 november). *Algemeen pensioenfonds*. Geraadpleegd in april 2022, van <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/algemeen-pensioenfonds/algemeen-pensioenfonds/>

Centraal Bureau voor de Statistiek. (2022, 25 februari). *Bevolkingspiramide*. Geraadpleegd in mei 2022, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/dashboard-bevolking/bevolkingspiramide>