

Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles



Samenvatting

- Dit IVBN-paper gaat in op de samenstelling en het rendement van de vastgoedportefeuilles van Nederlandse institutionele beleggers.
- Gekeken is naar de portefeuilles van 32 pensioenfondsen en 6 verzekeraars met elk minimaal € 250 mln. aan vastgoedbeleggingen. Deze beleggers bezaten eind 2011 samen € 83,3 mld. aan vastgoedbeleggingen.
- Over de periode 2000 – 2012 behaalden de beleggers op hun vastgoedportefeuilles een ongewogen gemiddeld rendement van 7,5% en een gewogen gemiddeld rendement van 9,2%.
- Tussen de beleggers bestaan grote verschillen; de rendementen liepen uiteen van 5,1% tot 12,3%.
- Per eind 2011 bestonden de portefeuilles gemiddeld voor 28% uit directe vastgoedbeleggingen, voor 44% uit deelnemingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en voor nog eens 28% uit beursgenoteerde vastgoed aandelen.
- Het betrof 37% Nederlands vastgoed, 23% overige Europees vastgoed, 26% Noord-Amerikaans vastgoed en 14% Aziatisch vastgoed.
- De vastgoedportefeuilles bestaan voor 26% uit woningen, 27% winkels, 15% kantoren, 5% logistieke- en bedrijfsruimtes, en 27% gemengde vastgoedfondsen en overig vastgoed zoals parkeervoorzieningen, hotels en kinderdagverblijven.
- De indirecte vastgoedbeleggingen leverden een significant hoger rendement én risico op dan directe vastgoedbeleggingen; Europees en Aziatisch vastgoed rendeerde beter – maar was ook risicovoller – dan Nederlands vastgoed. Winkelbeleggingen leverden een hoger rendement én een lager risico dan beleggingen in andere sectoren.
- De grotere institutionele beleggers haalden hogere rendementen dan de kleinere, maar dat verschil wordt verklaard doordat zij ook risicovoller beleggen.
- Er kunnen vier verschillende soorten vastgoedportefeuilles worden onderscheiden, met elk hun eigen samenstelling en rendement/risico -profiel:
 - Sterk gespreide beleggers; zij spreiden hun vastgoedbeleggingen over alle beleggingswijzen, geografische regio's en sectoren. Dit zijn veelal de grotere pensioenfondsen die met deze strategie in de periode 2000 – 2011 het hoogste gemiddelde rendement behaalden van 11,5%;
 - Vastgoedspecialisten met home-bias; zij hebben vooral direct Nederlands vastgoed in portefeuille en tonen een voorkeur voor woningbeleggingen. Zij behaalden hiermee een gewogen gemiddeld totaalrendement van 7,1%;
 - Gespreide fondsbeleggers; deze verdelen hun vastgoedbeleggingen 50/50 over deelnemingen in private fondsen en vastgoedaandelen. Zij behaalden hiermee een gewogen gemiddeld totaalrendement van 8,0%; en
 - Private fondsbeleggers; die hoofdzakelijk in niet-genoteerde vastgoedfondsen participeren. Zij behaalden hiermee een gewogen gemiddeld totaalrendement van 6,5%.

1. Inleiding

Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars hebben sinds de jaren '60 van de vorige eeuw vastgoed in hun beleggingsportefeuilles. Op 31 december 2011 bedroegen de totale vastgoedbeleggingen van deze institutionele beleggers tezamen € 92,8 mld., oftewel 7,5% van het totaal belegd vermogen. De risico's en rendementen die met dit maatschappelijke kapitaal worden gelopen en behaald, zijn continu onderwerp van de maatschappelijke discussie. Tegelijkertijd is vanuit publieke bronnen weinig bekend over de samenstelling en de rendementen van deze vastgoedportefeuilles.

Met dit paper wil IVBN nieuwe inzichten verschaffen in de samenstelling, risico's en rendementen van institutionele vastgoedportefeuilles. Wat het achterliggende onderzoek onderscheidt van andere studies, is dat dit niet is gebaseerd op index-data, maar op gegevens over de beleggingsportefeuilles zelf. Daarmee wordt de kritiek uitgelokt dat in dit onderzoek appels met peren worden vergeleken. Wij zijn er echter van overtuigd dat de rijke dataset waarop dit onderzoek is gebaseerd, een juiste afspiegeling vormt van de portefeuilles van de beleggers en de keuzes waar zij elke dag voor staan.

Dit paper is een verkorte versie van de MSRE-scriptie van Marco Mosselman. Hij deed voor IVBN onderzoek naar de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers. De volledige scriptie is te downloaden van de IVBN-website (www.ivbn.nl).

Dit paper is als volgt opgebouwd: hoofdstuk 2 gaat in op de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers. In hoofdstuk 3 wordt een typologie van vastgoed beleggingsstrategieën voorgesteld. In hoofdstuk 4 volgen ten slotte enkele conclusies.

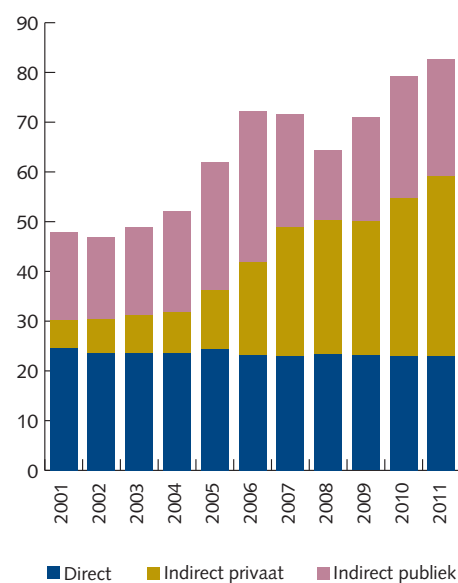
2. Samenstelling, rendement en risico van institutionele vastgoedportefeuilles

Omvang en samenstelling vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers

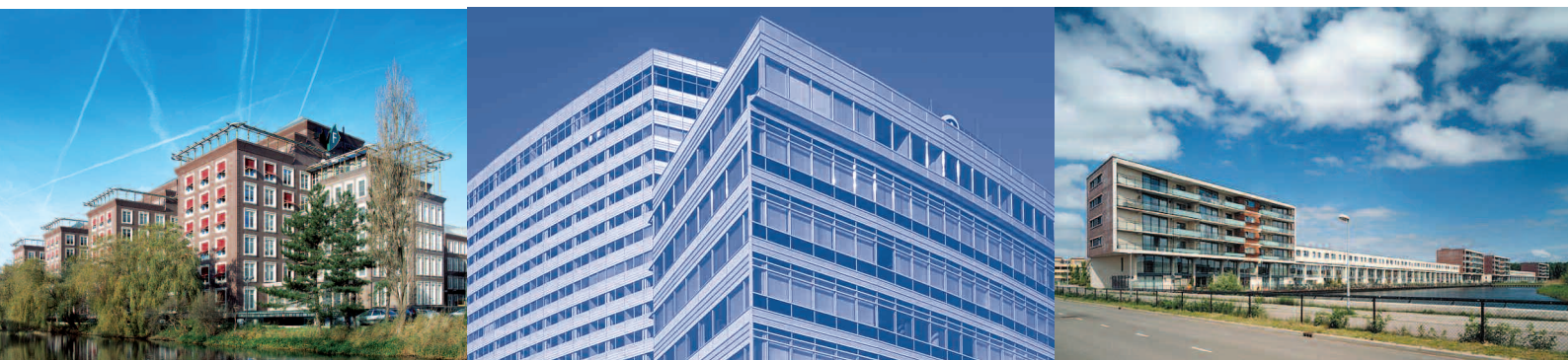
Dit onderzoek heeft betrekking op de vastgoedbeleggingen van 32 pensioenfondsen en 6 verzekeraars die eind 2011 elk voor ten minste € 250 mln. in vastgoed hadden belegd. Het gezamenlijke vastgoedbezit van deze 38 institutionele beleggers groeide in de periode 2000 – 2011 van € 49,6 mld. naar € 83,3 mld. De gemiddelde vastgoedallocatie per 31 december 2011 betrof € 5,8 miljard.

Dit gemiddelde bedrag is vertekend doordat er een beperkt aantal (zeer) grote institutionele vastgoedportefeuilles in het onderzoek zijn betrokken. De grootste portefeuille is meer dan 100 maal zo groot als de kleinste. Hierdoor bedraagt het gezamenlijk aandeel van de 4 grootste investeerders (de C4-ratio) 63,1%.

Figuur 1: Ontwikkeling van de vastgoedbeleggingen van de 38 onderzochte institutionele vastgoedbeleggers.



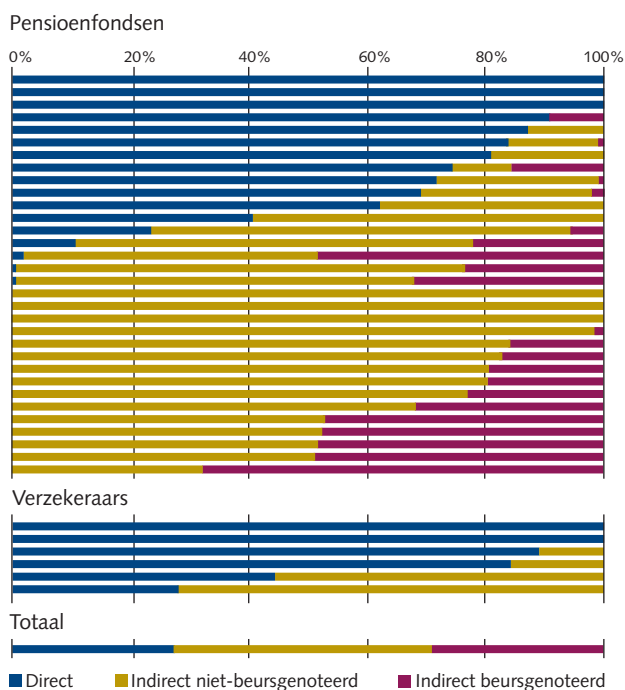
Bron: Funken (Vastgoedmarkt Oktober 2012), jaarverslagen en enquête.



Beleggingswijze

Figuur 1 schetst een beeld van de verdeling tussen *directe* beleggingen in 'stenen', indirecte publieke (beursgenoteerde) vastgoedaandelen en deelnemingen in private (*niet-beursgenoteerde*) vastgoedfondsen. Per ultimo 2011 betroffen de directe vastgoedbeleggingen gemiddeld 27,8%, het niet-beursgenoteerd indirect vastgoed 43,9%, en betrof *beursgenoteerd* vastgoed gemiddeld 28,3% van de portefeuilles. Tussen individuele institutionele beleggers bestaan op dit vlak grote verschillen. Figuur 2 laat de cumulatieve procentuele verdeling van de portefeuille naar beleggingswijze zien per belegger. Daarbij zijn de beleggers gerangschikt naar het gewicht van direct vastgoed in hun vastgoedportefeuille.

Figuur 2: Verdeling van de vastgoedbeleggingen naar beleggingswijze per 31 december 2011.



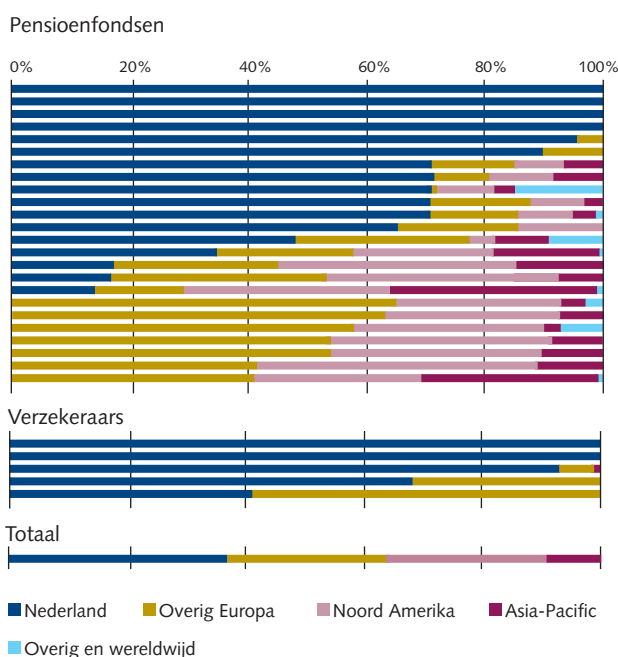
De directe beleggingen variëren tussen 0% en 100%; de niet-beursgenoteerde beleggingen variëren tussen 0% en 100% en de beursgenoteerde vastgoedbeleggingen variëren tussen 0% en 67,3% van de totale vastgoedportefeuille. Dit wil zeggen dat er beleggers zijn bij wie de vastgoedportefeuille volledig uit direct bezit bestaat; maar er zijn ook institutionele beleggers met uitsluitend indirect vastgoedbezit. In sommige gevallen betreft het uitsluitend niet-genoteerd vastgoed. Er zijn binnen de onderzochte groep echter geen beleggers bij wie de vastgoedportefeuille volledig uit beursgenoteerde vastgoedaandelen bestaat.

Wat in figuur 1 al opviel, is dat de allocatie naar direct en beursgenoteerd vastgoed in de periode 2000 – 2012 in nominale termen ongeveer gelijk bleef, maar in reële (= inflatie-gecorrigeerde) en in relatieve zin achteruit is gegaan. De groei kwam vooral van niet-genoteerd indirecte vastgoedbeleggingen.

Geografie

We kunnen de vastgoedportefeuilles van de grote institutionele beleggers ook opsplitsen naar regio's en sectoren. Deze informatie kon echter niet voor alle beleggers in de doelgroep worden achterhaald. Figuur 3 presenteert de cumulatieve procentuele verdeling van de vastgoedportefeuilles naar regio voor de beleggers van wie deze informatie wel verkregen is.

Figuur 3: Verdeling van de vastgoedbeleggingen naar regio per 31 december 2011 (6 pensioenfondsen konden Nederlands vastgoed niet afzonderen uit Europees vastgoed).



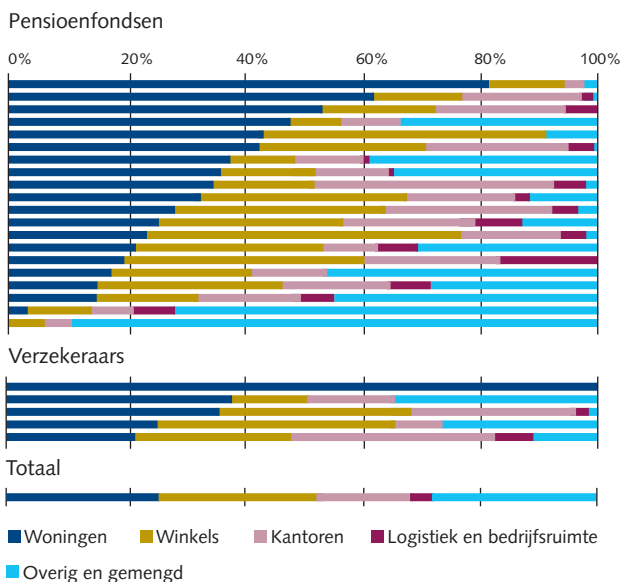
Van 27 beleggers, met gezamenlijk € 73,6 mld. aan vastgoed *assets under management*, is de geografische verdeling van de vastgoedbeleggingen bekend. Van de vastgoedportefeuilles van deze 27 beleggers, betreft 37% Nederlands vastgoed, 23% overige Europees vastgoed, 26% Noord-Amerikaans vastgoed en 14% Aziatisch vastgoed.

Het aandeel Nederlands vastgoed loopt in de grafiek uiteen tussen 0 en 100%. Echter, enkele beleggers bij wie het aandeel 0% bedraagt, hebben aangegeven hun Nederlands vastgoed niet uit te kunnen splitsen uit hun Europese vastgoedbeleggingen. Daardoor is hun Nederlands vastgoed gecategoriseerd als 'Overig Europees vastgoed'. Het is onwaarschijnlijk dat er binnen de doelgroep beleggers zijn die helemaal niet in Nederlands vastgoed beleggen.

Sector

De sectorale verdeling van de vastgoedbeleggingen is bekend voor 25 beleggers, met gezamenlijk € 72,4 mld. aan vastgoed. Figuur 4 laat voor deze 25 beleggers de cumulatieve procentuele verdeling van hun portefeuille zien, onderverdeeld naar sector.

Figuur 4: Verdeling van de vastgoedbeleggingen naar sector per 31 december 2011.

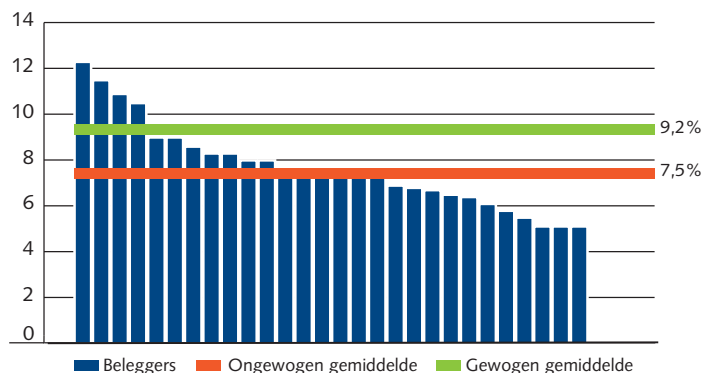


Gemiddeld betreft het 26% woningen, 27% winkels, 15% kantoren, 5% logistieke- en bedrijfsruimtes, en 27% gemengde fondsen of overig vastgoed zoals parkeervoorzieningen, hotels en kinderdagverblijven. Ook hier geldt dat er grote verschillen bestaan tussen individuele beleggers. Het aandeel woningen varieert tussen 0,3% en 100%; het aandeel winkels tussen 0% en 53%, kantoren tussen 0% en 34%, logistiek tussen 0% en 17% en overig/gemengd tussen 0% en 89%.

Rendement en risico

Van 28 institutionele beleggers zijn ten minste tien jaarlijkse totaalrendementen bekend. Deze zijn afgebeeld in figuur 5. Het eerste kwartiel van de gemiddelde jaarrendementen van deze 28 beleggers liep van 5,1% tot 6,4%. Het derde kwartiel liep van 8,6% tot 12,3%. Dat betekent dat de helft van de beleggers een gemiddeld jaarlijks totaalrendement behaalde op hun vastgoedbeleggingen tussen 6,5% en 8,5%.

Figuur 5: Gemiddeld lange-termijn jaarrendementen 2000 – 2012, per belegger (in %, n = 28)*.

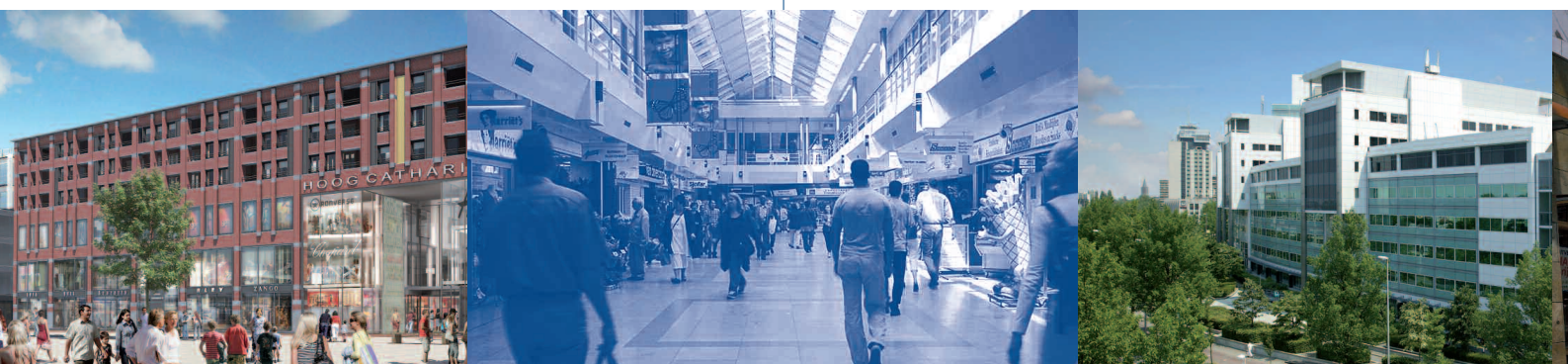


Bron: Funken (2012) en enquête onder institutionele beleggers.

* Betreft alleen de beleggers van wie minimaal 10 jaar historische rendementsgegevens beschikbaar waren.

Ook is het gemiddelde rendement voor de totale groep beleggers berekend. Aangezien niet van elke belegger voor elk jaar een vastgoedrendement kon worden achterhaald, is eerst per jaar het (gewogen en ongewogen) gemiddeld rendement berekend. Deze jaarcijfers zijn vervolgens gemiddeld, wat de volgende resultaten oplevert:

Het ongewogen gemiddelde totaalrendement van de 38 beleggers over de periode 2000 – 2012 bedraagt 7,5%. Dit cijfer weegt elke vastgoedstrategie even zwaar en houdt dus geen rekening met de omvang van de vastgoedportefeuille. Het gewogen gemiddelde totaalrendement van de 38 beleggers over de periode 2000 – 2012 bedraagt 9,2%. Dit cijfer houdt wél rekening met de omvang van de vastgoedbeleggingen. Het feit dat het gewogen gemiddelde (aanzienlijk) hoger is dan het ongewogen gemiddelde, geeft aan dat grotere institutionele vastgoedbeleggers gemiddeld (aanzienlijk) hogere vastgoedrendementen hebben behaald dan kleinere. Daarmee is overigens niet gezegd dat de rendementen hoger waren omdat ze groter zijn; dit zou ook kunnen komen doordat zij hun portefeuilles anders hebben ingericht, zoals we later zullen zien.



Tabel 1: Samenvatting van de dataset.

	Periode	Ongewogen gemiddeld rendement	Gewogen gemiddeld rendement	Spreiding (st. dev.) rond gemiddelde*	Standaard deviatie v/h rendement**	Aantal datapunten
Totaal	2000 – 2012	7,5	9,2	6,7	10,5	380

Beleggingswijze: ***

• Direct	2000 – 2012	6,6	6,8	2,7	5,5	195
• Indirect	2000 – 2012	8,3	9,3	8,6	11,8	94
- Niet-genoteerd	2000 – 2012	7,5	6,8	4,7	8,7	138
- Beursgenoteerd	2001 – 2012	10,1	10,1	6,5	25,6	49

Geografisch:

• Nederland	2000 – 2012	7,1	8,5	3,8	4,8	168
• Overige Europa	2001 – 2012	5,8	8,1	6,1	12,1	68
• Noord-Amerika	2001 – 2012	5,0	7,9	11,2	21,9	59
• Asia Pacific	2002 – 2012	7,1	8,4	9,1	14,3	50

Sectoraal:

• Woningen	2000 – 2012	6,1	6,3	2,9	4,9	157
• Winkels	2000 – 2012	8,0	8,1	2,6	4,3	144
• Kantoren	2000 – 2012	5,0	5,2	3,1	5,9	136
• Logistiek en bedrijfsruimte****	2000 – 2012	2,3	1,1	5,5	7,1	86
• Overig en gemengde fondsen	2000 – 2012	6,8	7,0	6,9	6,8	101

* Eerst is per jaar de standaarddeviatie rondom het gemiddelde rendement berekend, en deze jaarlijkse standaarddeviaties zijn daarna gemiddeld. Dat getal treft u in deze kolom aan.

** Eerst is per belegger de standaarddeviatie van het rendement berekend, en daarna is van alle betreffende beleggers de (ongewogen) gemiddelde standaarddeviatie berekend. Dat getal treft u aan in deze kolom.

*** Vooral bij direct vastgoed spelen smoothing en lagging een rol, waar deze studie niet voor corrigeert.

**** Na verwijdering van 2 uitbijters.

In de dataset valt op dat de spreiding van het rendement binnen de categorieën vaak – maar niet altijd – kleiner is dan de spreiding van het rendement van de totale portefeuilles. Dit is een aanwijzing dat de verschillende samenstelling van de portefeuilles een verklaring kan vormen voor de verschillen in rendementen.



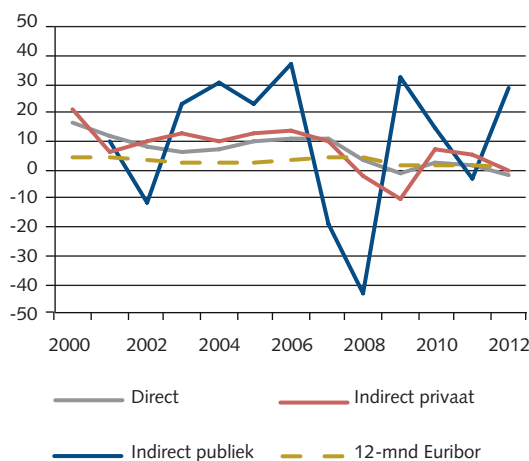
Beleggingswijze

Er blijken in de dataset grote verschillen te bestaan tussen de (ongewogen gemiddelde) rendementen van de verschillende beleggingswijzen. Onderstaande grafiek en tabel laten zien dat direct vastgoed in de periode 2001 – 2012 de laagste (gem. = 5,8%), maar ook de meest stabiele (st.dev. = 4,8%) rendementen heeft gerealiseerd, en de meest gunstige Sharpe-ratio ($S = 0,63$) heeft laten zien. Direct vastgoed wordt daarin gevolgd door niet-beursgenoteerd indirect vastgoed (gem. = 6,3%, st.dev. = 7,2%, $S = 0,49$). Beursgenoteerd vastgoed tenslotte kent een rendement van 10,1% met een standaarddeviatie van 24,6% en een Sharpe-ratio van 0,30. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat in de data niet is gecorrigeerd voor *smoothing* en *lagging* van de resultaten van met name direct vastgoed.

De Sharpe-ratio

De Sharpe-ratio laat zien hoeveel compensatie een belegger krijgt voor het gelopen risico. Daarbij wordt de compensatie berekend als het rendement boven de risico-vrije rente, gedeeld door de standaarddeviatie van het totaalrendement (de risico-maatstaf). Omdat het gemiddeld rendement op een beleggingswijze geen product is waar men in kan investeren, dient de Sharpe-ratio in dit onderzoek alleen om te illustreren in welke mate de verschillende beleggingswijzen in het verleden compensatie hebben geboden voor gelopen risico.

Figuur 6: Ongewogen gemiddeld rendement 2000 - 2012, naar beleggingswijze (in %).



Tabel 2: Ongewogen gemiddeld rendement, risico en Sharpe-ratio, naar beleggingswijze (in %).

	Ongewogen gemiddeld rendement	Risico**	Sharpe ratio***
2001 – 2012*			
• Direct	5,8	4,8	0,63
• Indirect	7,2	10,5	0,42
- Indirect niet-genoteerd	6,3	7,2	0,49
- Indirect beursgenoteerd	10,1	24,6	0,30
Totaal	6,6	7,5	0,51
12-mnd Euribor	2,8	1,2	

* Omdat indirect beursgenoteerd voor het jaar 2000 niet beschikbaar is, wordt hier de tijdreeks 2001 - 2012 gegeven. Binnen deze tijdreeks zijn de data vergelijkbaar.

** Standaarddeviatie van het jaarlijkse ongewogen gemiddeld rendement. Vooral bij direct vastgoed speelt het effect van *smoothing* en *lagging* mee. Hiervoor is in deze studie niet gecorrigeerd.

*** In de berekening van de Sharpe-ratio is het risico-vrij rendement gebaseerd op het gemiddelde 12-maands Euribortarief gepubliceerd door De Nederlandsche Bank (T1.2.1 Marktrentevoeten, tabel 2.1.13).

Binnen de dataset bestaat een zeer sterke samenhang ($r = 0.900$, sig. < 0.001) tussen het rendement op indirecte beleggingen en het totaalrendement. Dit betekent dat veranderingen in het totaalrendement vooral worden veroorzaakt door veranderingen in het rendement op indirecte vastgoedbeleggingen.

Er is géén significante correlatie gevonden tussen de rendementen op de individuele beleggingswijzen. Dit is mogelijk een gevolg van *smoothing* en/of *lagging* van de resultaten van directe vastgoedbeleggingen, alsmede sentiment dat is verwerkt in de koers van beursgenoteerd vastgoed. Dat is in dit onderzoek echter niet nader geanalyseerd. Wel betekent het dat spreiding over beleggingswijzen tot andere resultaten leidt, én diversificatievoordelen kan opleveren.

De hogere rendementen en volatiliteit van indirect vastgoed hangen volgens de theorie samen met het gebruik van *leverage* binnen deze beleggingswijzen. Binnen de dataset laten de indirecte vastgoedportefeuilles inderdaad een hoger resultaat én een hoger risico zien. En er is een negatieve samenhang gevonden tussen de mate van *leverage* en het rendement op de totale portefeuille ($r = -0,411$, sig. < 0.05). Dat wil zeggen, hoe hoger de *leverage*, des te lager het rendement. Daarbij leidt 1 procentpunt extra *leverage* tot 0,04 procentpunt minder rendement. Het verband is dus significant, maar het effect is gering.

Dit negatieve verband is in lijn met eerder onderzoek dat aantoonde dat te hoge *leverage* een negatief effect heeft op het rendement. Hierbij moet in acht worden genomen dat de gemiddelde gerapporteerde *leverage* op de indirecte portefeuille 31% bedroeg, variërend tussen 0% en circa 50%.

Leverage

De analyse toont een (zeer beperkte) negatieve samenhang tussen de mate van *leverage* op de indirecte portefeuille en de hoogte van het rendement: hoe hoger de *leverage*, des te lager het resultaat. Elke extra procentpunt *leverage* (LTV) op de indirecte portefeuille leidde in 2011 tot gemiddeld 0,04% minder rendement. Dit verschil wordt echter versterkt wanneer we corrigeren voor de samenstelling van de portefeuilles. Wanneer wordt gecorrigeerd voor de omvang en samenstelling van de portefeuilles, dan blijkt de bijdrage van 1% extra *leverage* op de indirecte portefeuille op lange termijn (2000 – 2012) te leiden tot 0,13% minder rendement.

Geografisch

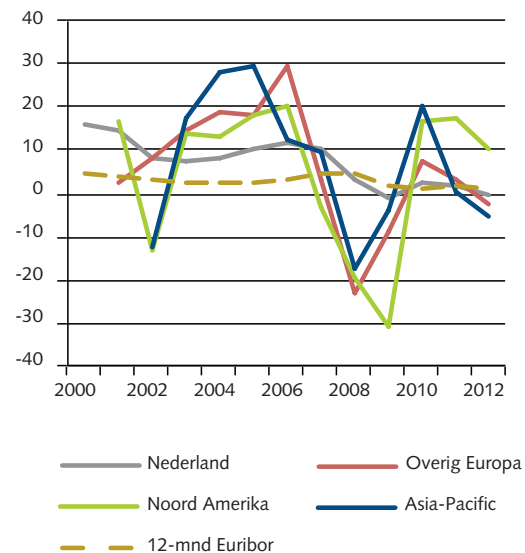
Een zelfde analyse kunnen we maken op de geografische dimensie. En hieruit blijkt dat Nederlands vastgoed een beperkt maar vooral relatief stabiel rendement laat zien. Met een gemiddeld rendement van 5,6% over de periode 2002 – 2012, een standaarddeviatie van het rendement van 4,5% en een Sharpe-ratio van 0,65 steekt het risico-gecorrigeerde rendement van Nederlands vastgoed positief af tegen de alternatieven in Overige Europa (gem = 6,1%, st.dev. = 14,6%, S = 0,24), Noord-Amerika (gem = 3,9%, st.dev. = 17,8%, S = 0,07) en Azië (gem = 7,1%, st.dev. = 16,1%, S = 0,28).

Op buitenlands vastgoed is in de periode 2002 – 2012 soms een hoger, soms een lager maar altijd een volatieler rendement gerealiseerd dan op Nederlands vastgoed. Aziatisch vastgoed heeft in de periode 2002 – 2012 weliswaar een iets hoger rendement opgebracht, maar als we dat rendement corrigeren voor het gelopen risico, dan blijken de prestaties toch tegen te vallen. Overigens lijkt hier ook mee te spelen dat de tijdshorizon van de data enigszins beperkt is, waardoor onderlinge vergelijking slechts beperkt zinvol is.

Verklaringen voor het aantrekkelijke risico-gecorrigeerde rendement op Nederlands vastgoed zijn dat (1) Nederlandse investeerders de binnenlandse markten beter kennen en daarom ook de binnenlandse *assets* beter kunnen managen, (2) de Nederlandse vastgoedmarkt relatief klein is en dat beleggers daarvoor een illiquiditeitspremie verlangen, en (3) doordat de Nederlandse portefeuilles anders zijn samengesteld dan buitenlandse. Een voorbeeld van dit laatste punt is dat de buitenlandse portefeuilles vaker *trophy buildings* in *mega-cities* bevatten, wat leidt tot de lagere *prime yields*. In Nederlandse portefeuilles zitten minder vaak dergelijke *assets*.

De relatief goede risico-gecorrigeerde prestaties van Nederlands vastgoed kunnen niet los worden gezien van de beleggingswijze. Nederlands vastgoed wordt namelijk bovengemiddeld vaak aangehouden in de vorm van directe beleggingen in 'stenen'. Hierdoor is het rendement relatief stabiel, wat zich vertaalt in een lage volatiliteit / laag risico. De hogere volatiliteit van buitenlands vastgoed komt dan doordat dit vastgoed hoofdzakelijk wordt aangehouden in de vorm van indirecte beleggingen, en die zijn volatieler van aard.

Figuur 7: Ongewogen gemiddeld rendement, naar geografie (in %).



Tabel 3: Ongewogen gemiddeld rendement, risico en Sharpe-ratio, naar geografie (in %).

	Ongewogen gemiddeld rendement	Risico**	Sharpe ratio***
2002 – 2012*			
• Nederland	5,6	4,5	0,65
• Overig Europa	6,1	14,6	0,24
• Noord Amerika	3,9	17,8	0,07
• Asia-Pacific	7,1	16,1	0,28
Totaal	6,1	7,7	0,45
12-mnd Euribor	2,7	1,2	

* Omdat sommige regio's niet voor alle jaren beschikbaar zijn, wordt hier de tijdreeks 2002 - 2012 weergegeven. Binnen deze tijdreeks zijn de data vergelijkbaar.

** Standaarddeviatie van het jaarlijkse ongewogen gemiddeld rendement. Nederlands vastgoed bevat relatief veel directe beleggingen. Daarbij speelt het effect van smoothing en lagging mee, waar in dit onderzoek niet voor is gecorrigeerd.

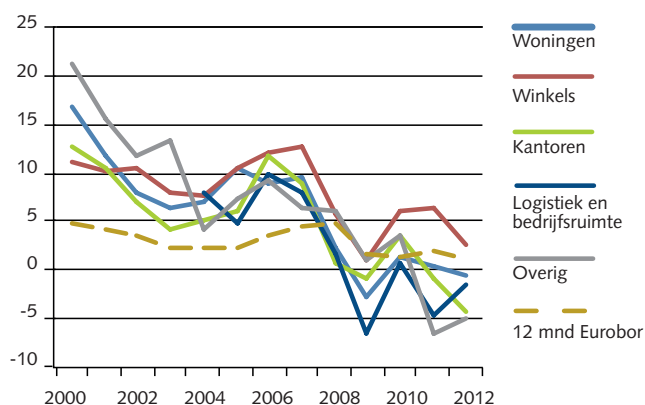
*** In de berekening van de Sharpe-ratio is het risico-vrij rendement gebaseerd op het gemiddelde 12-maands Euribortarief gepubliceerd door De Nederlandsche Bank (T1.2.1 Marktrentevoeten, tabel 2.1.13).

Sectoraal

Als laatste staan we stil bij de sectorale verschillen in rendementen. Uit onderstaande grafiek blijkt dat 'overige' segmenten de meest volatiele rendementen laten zien, en blijken woningen minder stabiele rendementen te genereren dan winkels, hetgeen vooral te wijten is aan de spectaculaire woningwaarde-ontwikkeling die tot 2006 heeft plaatsgevonden. De hogere waarde-groei leidde automatisch tot hoge totaalrendementen én dalende directe rendementen. Sinds de crisis zijn zowel de directe, als de indirecte rendementen op woningen erg laag resp. negatief. Deze afwaardering vertaalt zich in een hoger risico (st.dev. = 5,7).

De hoogste rendementen, het laagste risico, en (dus) de aantrekkelijkste Sharpe-ratio ($S = 1,40$) is gerealiseerd met winkelbeleggingen. Logistieke en bedrijfsmatige vastgoedbeleggingen laten daarentegen een laag rendement, hoog risico en onaantrekkelijke Sharpe-ratio zien ($S = -0,11$). Woningen en kantoren liggen hier tussenin (resp. $S = 0,56$ en $S = 0,39$).

Figuur 8: Ongewogen gemiddeld rendement, naar sector (in %).



Tabel 4: Ongewogen gemiddeld rendement, risico en Sharpe-ratio, naar sector (in %).

	Ongewogen gemiddeld rendement	Risico*	Sharpe ratio**
2000 – 2012			
• Woningen	6,1	5,7	0,56
• Winkels	8,0	3,6	1,40
• Kantoren	5,0	5,3	0,39
• Logistiek en bedrijfsruimte	2,3	5,9	-0,11
• Overig en gem. fondsen	6,8	7,8	0,50
Totaal	7,5	7,8	0,58
12-mnd Euribor	2,9	1,3	

* Standaarddeviatie van het jaarlijkse ongewogen gemiddeld rendement

** Risico-vrij rendement gebaseerd op het gemiddelde 12-maands Euribortarief gepubliceerd door De Nederlandsche Bank (T1.2.1 Marktrentevoeten, tabel 2.1.13).

Het relatief lage risico dat hier is weergegeven voor kantoren, lijkt op het eerste gezicht enigszins bevreemdend. De waarden van kantoorbeleggingen zouden immers grotere stijgingen en dalingen moeten laten zien dan die van winkels en woningen. Een mogelijke verklaring voor dit lage cijfer is dat de afwaarderingen nog niet voldoende zijn verwerkt.

3. Een typologie van institutionele vastgoedportefeuilles

Uit grafiek 2, 3 en 4 blijkt dat er grote verschillen bestaan in de samenstelling van grote institutionele vastgoedportefeuilles. Deze verschillen vloeien voort uit de unieke strategie die een belegger volgt en die is gebaseerd op o.a. toekomstige verplichtingen, risico-voorkeur en *investment beliefs*. Uit de figuren blijkt echter ook een aantal overeenkomsten tussen de portefeuilles. Zo is er een groep beleggers die hoofdzakelijk belegt in direct vastgoed. Ook zijn er meerdere beleggers die relatief veel woningbeleggingen in hun vastgoedportefeuilles hebben.

Met behulp van een statistische clusteranalyse zijn in de vastgoedportefeuilles 4 archetypen van vastgoed strategieën te onderscheiden:

1. *Sterk gespreide beleggers* met grote mandaten en spreiding over alle dimensies
2. *Vastgoedspecialisten met home-bias* die veel direct Nederlands vastgoed bezitten

3. *Gespreide fondsbeleggers* die in vastgoedfondsen beleggen en daarbij kiezen voor 50/50 private en publieke fondsen
4. *Private fondsbeleggers* die hoofdzakelijk in niet-genoteerde vastgoedfondsen beleggen

Deze strategieën hebben de afgelopen jaren verschillende rendementen opgeleverd. Achteraf blijkt dat strategie 1 het hoogste rendement heeft opgeleverd, hetgeen vooral wordt veroorzaakt door de hoge rendementen op de beursgenoteerde indirecte beleggingen en beleggingen in Azië. Aangezien de rendementen van deze beursgenoteerde en Aziatische vastgoedbeleggingen ook een relatief hoge volatiliteit kennen, liepen fondsen met deze strategie ook een hoger risico.

Tabel 5: Omvang, rendement en allocatie van de vier beleggingsstrategieën (2000 – 2011).

	Strategie				Totaal
	I	II	III	IV	
Aantal beleggers in cluster	6	17	7	8	38
Totale marktwaarde van het cluster (€ mln.)	33.119	25.995	2.923	6.494	83.320
Gemiddelde totale marktwaarde (€ mln.)	5.520	1.529	418	812	2.192
Ongewogen gemiddeld totaalrendement	8,7%	7,7%	8,0%	7,1%	7,8%
Gewogen gemiddeld totaalrendement	11,5%	7,1%	8,0%	6,5%	8,9%
Risico (st.dev. v.h. ongew. gem. rendement)	9,4%	6,5%	13,1%	8,4%	8,1%
Sharpe-ratio*	0,51	0,63	0,39	0,39	0,61
Ongewogen gemiddelde allocatie**					
Aandeel direct vastgoed	42%	66%	5%	11%	39%
Aandeel indirect vastgoed	60%	32%	95%	89%	60%
- beursgenoteerd	34%	8%	49%	9%	20%
- niet-beursgenoteerd	23%	24%	46%	81%	40%
Aandeel Nederland	56%	86%	32%	31%	66%
Aandeel Overig Europa	15%	8%	36%	42%	18%
Aandeel Noord-Amerika	17%	5%	31%	20%	13%
Aandeel Azië	11%	2%	6%	6%	5%
Aandeel overig en wereldwijd	5%	0%	1%	1%	1%
Aandeel woningen	23%	42%	8%	19%	29%
Aandeel winkels	29%	17%	15%	24%	20%
Aandeel kantoren	13%	16%	15%	29%	16%
Aandeel logistiek vastgoed en bedrijfsruimte	5%	2%	4%	8%	3%
Aandeel overig vastg. en gemengde fondsen	23%	12%	58%	20%	25%

* Berekend als (gewogen gemiddeld rendement -/- gemiddelde 12-mnd Euribor 2000 - 2011 (3,08%)) / risico.

** O.a. vanwege afrondingsverschillen tellen de totalen niet altijd op tot 100%.

Strategie I: Sterk gespreide beleggers

Deze strategie gaat uit van het verkrijgen van een optimale diversificatie door de beleggingen goed te spreiden over alle beleggingswijzes, regio's en sectoren. Gemiddeld betrof in de periode 2000 - 2011 ruim 40% van de beleggingen direct vastgoed (al telt deze groep ook beleggers die hun direct vastgoedportefeuilles inmiddels helemaal hebben afgebouwd). Gemiddeld betreft het iets meer beursgenoteerd vastgoed en iets minder niet-genoteerd indirect vastgoed dan de totale groep. Hoewel deze beleggers gemiddeld meer dan de helft van hun vastgoedbezit in Nederland hebben, is deze groep óók het meest actief in verre markten zoals Azië. Daarnaast hebben zij een relatief laag aandeel kantoren in de portefeuille en meer winkels dan gemiddeld. Deze afwijking van de benchmarkgewichten duidt er op dat het actieve beleggers zijn die ook ruimte bieden aan een eigen visie op de markt. Dat dit hun geen windeieren legt blijkt uit het feit dat deze strategie in de periode 2000 – 2011 het hoogste rendement heeft opgeleverd van 11,5%, bij een eveneens hoger dan gemiddeld risico. Deze strategie van spreiding wordt vooral gevoerd door zeer grote pensioenfondsen. In dit onderzoek waren zes pensioenfondsen betrokken die deze strategie volgen, waaronder: ABP en Pensioenfondsen Zorg & Welzijn, Rabobank, en ING Pensioenfondsen.

Strategie II: Vastgoedspecialisten met home-bias

Deze strategie gaat uit van specialisatie in direct Nederlands vastgoed. Gemiddeld is 86% van het vastgoed van deze institutionele beleggers in Nederland gelegen. Direct vastgoed betreft bij deze groep twee derde van de beleggingen, waardoor deze strategie ook een vrij stabiel rendement realiseert. De standaarddeviatie van het rendement is met 6,5% het laagst van alle strategieën. Deze strategie betreft ook relatief veel woningbeleggingen, wat duidt op portefeuilles met een relatief laag totaalrendement. De directe vastgoedbeleggingen worden hoofdzakelijk aangevuld met (ook vooral Nederlandse) private fondsen. Beursgenoteerd vastgoed speelt een ondergeschikte rol en wordt bijvoorbeeld aangehouden om enige liquiditeit in de portefeuille te behouden. Hoewel het totaalrendement op deze portefeuilles met 7,1% iets onder gemiddeld is, zorgt de grote stabiliteit van het rendement toch nog voor een mooie Sharpe-ratio. Deze strategie wordt vooral gevoerd door (middel)grote pensioenfondsen en verzekeraars. Binnen de onderzoeksgroep volgen 17 beleggers deze aanpak. Voorbeelden zijn de pensioenfondsen voor de Bouwnijverheid, Spoorwegen, Landbouw, Metalektro en Vervoer, het Philips Pensioenfonds, ASR, Dela, en Achmea.

Strategie III: Gespreide fondsbeleggers

Diversificatie is ook te verkrijgen door te beleggen in gevarieerde fondsen in volwassen vastgoedmarkten. Dat is dan ook de derde onderscheiden strategie. Deze beleggers doen dit via een mix van circa 50% listed en 50% non-listed. Het relatief hoge percentage beursgenoteerd vastgoed levert ook veel extra risico op. De standaarddeviatie van het rendement is met 13,1% twee maal zo groot als die van strategie II. Hiermee is dit de meest risicovolle strategie. Deze portefeuilles bevatten relatief weinig woningen en (dus) vooral commercieel vastgoed. De indruk ontstaat dat het relatief veel multi-sector fondsen betreft. Deze strategie maakt het ook voor de kleinere pensioenfondsen mogelijk om een (geografisch en sectoraal) goed gespreide vastgoedportefeuille aan te houden. Het beheer van deze portefeuilles is veelal uitbesteed aan gespecialiseerde uitvoeringsorganisaties. Met een gemiddelde marktwaarde van € 418 mln. zijn dit binnen de doelgroep de kleinere pensioenfondsen. Maar deze zeven hebben nog altijd meer dan € 250 mln. aan vastgoed op hun balans. Voorbeelden: KLM-pensioenfondsen, pensioenfonds voor de Woningcorporaties, Pensioenfonds Horeca & Catering, en het Akzo-Nobel pensioenfonds.

Strategie IV: Private fondsbeleggers

De vierde, en laatste, strategie is specialisatie in private vastgoedfondsen. Deze strategie wordt gehanteerd door beleggers die vanwege hun omvang niet kunnen, of vanwege hun strategie niet willen beleggen in direct vastgoed, en ook niet neigen naar de volatiliteit of beperkte diversificatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen. De keuze voor private (of: niet-beursgenoteerde) vastgoedfondsen maakt het ook mogelijk om de beleggingen internationaal en sectoraal te spreiden. In tegenstelling tot cluster III betreft de spreiding echter geen multi-sectorfondsen, maar juist single sectorfondsen. Dat impliceert dat men dichter op de beleggingsstrategie zit. De geografische diversificatie heeft de volatiliteit gedrukt gezien de beperkte correlatie tussen Nederlands en overig Europees vastgoed (0,64), c.q. Nederlands en Noord-Amerikaans vastgoed (0,47). De relatieve overweging naar kantoren heeft het gemiddeld rendement ook gedrukt gezien het lage rendement op deze vastgoedcategorie op de lange termijn (5%). Binnen dit onderzoek betreft het acht (middel)grote pensioenfondsen en verzekeraars, namelijk de pensioenfondsen voor Huisartsen, Medisch Specialisten, TNT, KPN, Schildersbedrijf, Hoogovens, ABN-AMRO, en de ING Groep (verzekeraar).



4. Conclusies

- 38 Grote pensioenfondsen en verzekeraars vertegenwoordigen het leeuwendeel van de institutionele beleggingen in vastgoed. Samen vertegenwoordigden zij per eind 2011 € 83,3 mld. aan vastgoedbeleggingen.
- Binnen deze groep van institutionele beleggers is de concentratiegraad zeer hoog te noemen. De 4 grootste beleggers hebben samen 63% van dit vastgoed in bezit.
- In de periode 2000 – 2011 is het aandeel van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in deze portefeuilles sterk toegenomen ten koste van de directe vastgoedbeleggingen in stenen en het belang van beursgenoteerde vastgoedaandelen. Per eind 2011 betrof 28% direct vastgoed, 44% niet-genoteerde vastgoedfondsen en 28% beursgenoteerde vastgoedaandelen.
- Directe beleggingen behaalden een relatief laag rendement (6,8%) maar de risicovergoeding was juist het hoogst (Sharpe-ratio 0,68). Beursgenoteerde vastgoedaandelen haalden het hoogste rendement (11,8%) en brachten het meeste risico met zich mee.
- Eind 2011 had 37% van de onderzochte vastgoedbeleggingen betrekking op Nederlands vastgoed. Deze binnenlandse beleggingen realiseerden in de periode 2000 – 2012 met een gewogen gemiddeld rendement van 8,5% niet per sé een hoger, maar wel een stabiel rendement dan buitenlandse vastgoedbeleggingen.
- Winkelbeleggingen, die 27% van de portefeuilles uitmaakten, hebben in de onderzoeksperiode de hoogste rendementen opgeleverd, én vertoonden ook het laagste risico. Binnen de onderzochte vastgoedportefeuilles leverde logistiek vastgoed in de periode 2000 – 2012 het laagste rendement.
- Grotere vastgoedportefeuilles rendeerden in de periode 2000 – 2011 beter dan kleinere. Elke € 1 mrd. aan omvang leverde gemiddeld 0,2% extra rendement op. Dit verschil wordt echter volledig verklaard doordat de grotere portefeuilles anders zijn samengesteld dan de kleinere. Zo nemen zij meer risico door een groter deel van hun vastgoedportefeuilles te beleggen in beursgenoteerde vastgoedaandelen en in Aziatisch vastgoed. Wanneer daar voor wordt gecorrigeerd, dan blijken grotere portefeuilles niet beter te renderen dan kleine.
- *Leverage* had in de periode 2000 – 2011 een negatief effect op het gemiddelde resultaat op vastgoedbeleggingen. Elke extra procentpunt leverage (LTV) op de indirecte portefeuille leidde in 2011 tot gemiddeld 0,04% minder rendement.
- Op basis van de data zijn 4 verschillende portefeuillestrategieën te onderscheiden:
 - I: *Sterk gespreide beleggers* die optimale diversificatie nastreven door hun vastgoedportefeuilles te spreiden over beleggingswijze, geografie en sectoren.
 - II: *Vastgoedspecialisten met home-bias* die vooral direct Nederlands vastgoed in portefeuille hebben en een voorkeur laten uitgaan naar woningbeleggingen.
 - III: *Gespreide fondsbeleggers* die de helft van hun portefeuille in private en de andere helft in publieke vastgoedfondsen hebben gestopt.
 - IV: *Private fondsbeleggers* die hoofdzakelijk in niet-genoteerde vastgoedfondsen participeren.
- De strategieën hebben de afgelopen jaren verschillende rendementen opgeleverd. Achteraf blijkt dat strategie I het hoogste rendement heeft opgeleverd, hetgeen vooral wordt veroorzaakt door de hoge rendementen op de buitenlands beursgenoteerd vastgoed. Aangezien de rendementen van deze beursgenoteerde beleggingen ook relatief hoge volatiliteit kennen, liepen fondsen met deze strategie ook het hoogste risico.



'Huize Middenburg'
Westeinde 28
Postbus 620
2270 AP Voorburg

Tel. 070 - 300 03 71
Fax 070 - 369 43 79
info@ivbn.nl
www.ivbn.nl

Bij het samenstellen van deze uitgave is de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht. IVBN aanvaardt evenwel geen aansprakelijkheid ten aanzien van de juistheid.

