



Vastgoedwijzer 2010



Jubileumuitgave

Profiel IVBN



Missie van IVBN

De Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) is in 1995 opgericht om de gemeenschappelijke belangen van de leden te behartigen, om een platform te bieden aan institutionele vastgoedbeleggers en om de bedrijfstak verder te professionaliseren. IVBN richt zich hierbij op zowel het direct als indirect beleggen in vastgoed, met als focus de stenen zelf.

Profiel van IVBN

De leden

Tot de leden van IVBN behoren grote pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, banken en (al dan niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen en -ondernemingen. IVBN telt per 1 januari 2010 31 leden. Gezamenlijk vertegenwoordigen de leden ruim 60 miljard euro aan Nederlands onroerend goed en nog eens ruim 150 miljard in het buitenland. De bij IVBN aangesloten organisaties beleggen – zowel direct als indirect – voornamelijk in woningen, kantoren en winkels. Daarnaast wordt belegd in bedrijfsruimten en overig vastgoed, waaronder parkeergarages.

In totaal verhuren de leden van IVBN circa 133.000 woningen. Zij zijn daarmee, na corporaties en particuliere verhuurders, de derde aanbiedende partij op de woningmarkt. Het commercieel onroerend goed is voornamelijk opgebouwd uit kantoorruimte (circa 6 miljoen m²), winkelruimte (circa 4,5 miljoen m²), bedrijfsruimten en parkeergarages. Hiermee zijn de institutionele beleggers de belangrijkste verhuurders van commercieel onroerend goed.

Lidmaatschap

Het lidmaatschap van IVBN staat open voor institutionele vastgoedbeleggers. Daaronder worden verstaan pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en banken, (al of niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen en professionele (vastgoed-)vermogensbeheerders, die een omvangrijke directe en/of indirecte vastgoedportefeuille hebben, gericht op duurzame exploitatie. De minimale omvang van de beleggingen in Nederlands onroerend goed moet tenminste 100 miljoen euro bedragen. IVBN kent ook geassocieerd leden; het gaat dan om partijen met een institutioneel karakter met een indirect belegde vastgoedportefeuille van minimaal € 250 miljoen, waarvan tenminste € 50 miljoen in Nederlands vastgoed. Statuten en Huishoudelijk Reglement zijn te vinden op de IVBN website.

De vereniging hanteert een toelatingsprocedure, waarin het voldoen aan het institutionele karakter centraal staat. Nieuwe leden dienen de IVBN Code-of-Ethics te ondertekenen. Deze gedragscode ziet toe op zorgvuldig en ethisch handelen in de vastgoedbeleggingssector. Onderdeel van deze algemene gedragscode is dat leden van IVBN voor directie en medewerkers een interne gedragscode hanteren wat als wenselijk gedrag in de vastgoedsector moet worden beschouwd. IVBN heeft daarvoor ook een model opgesteld. De teksten van de IVBN Code-of-Ethics en de IVBN Model Interne Gedragscode zijn te vinden op de IVBN-website.

Voorwoord

Voor u ligt de Vastgoedwijzer 2010. Dit is een herziening van de eerste editie van de Vastgoedwijzer die wij in 2005 presenteerden tijdens het 10-jarig lustrum van IVBN. Met deze publicatie willen wij inzicht bieden in de huidige stand van zaken in de institutionele vastgoedbeleggingssector. Daarbij staan wij stil bij de belangrijkste ontwikkelingen in de afgelopen jaren in en rondom de sector. Tevens streven wij ernaar met deze publicatie de veelzijdige materie en professionalisering van het vakgebied te schetsen.

Want de professionalisering zet onverminderd door. Zowel geïnitieerd door de sector zelf, maar ook aangewakkerd door ontwikkelingen zoals de financiële crisis en de gevolgen daarvan bij pensioenfondsen en verzekeraars en toezichthouders. De afgelopen jaren heeft de sector ook de aandacht gevestigd zien worden op thema's als duurzaamheid (maatschappelijk verantwoord ondernemen), fraudebeheersing en risicomanagement – onderwerpen waaraan binnen de vereniging volop aandacht wordt geschonken, onder andere in de werkgroep Professionaliseren.

Centraal bij het beleggen in vastgoed blijft staan rendement en risico en de rol van vastgoed in de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers. Vastgoed heeft een blijvende plaats verworven in de beleggingsportefeuilles en hieraan wordt in de publicatie ruim aandacht besteed. Ook wordt ingegaan op asset-liability management (ALM) en liability-driven investment (LDI) in relatie tot vastgoed in de beleggingsportefeuille.

Deze Vastgoedwijzer is bestemd voor geïnteresseerden bij pensioenfondsen en verzekeraars, vermogensbeheerders, adviseurs en alle andere interne en externe disciplines die betrokken zijn bij besluiten over het beleggen, waaronder beleggen in vastgoed. Het document is niet bedoeld als leerboek noch als een compleet overzicht. Wel biedt het een door insiders opgesteld actueel inzicht in de stand van zaken van een aantal onderwerpen rond vastgoedbeleggingen die (ook) voor relatieve buitenstaanders interessant zullen zijn.

Rob Vroom

*Voorzitter werkgroep Professionaliseren
Oktober 2010*



Inhoudsopgave

Profiel IVBN	2	
Voorwoord	3	
Hoofdstuk 1	Introductie in vastgoedbeleggingen	6
1.1	Geschiedenis in vogelvucht	6
1.2	De Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt: structuur en ontwikkelingen	7
1.3	De maatschappelijke betekenis van vastgoed voor pensioenfondsen	8
1.4	Omvang van belegd institutioneel vermogen in vastgoed	9
1.5	Duurzaamheid	9
1.6	Turbulentie in de sector	10
1.6.1	De vastgoedfraude	10
1.6.2	Crisis in de financiële sector	12
1.6.3	Dekkingsgraadproblemen bij pensioenfondsen	13
Hoofdstuk 2	Vastgoed als beleggingscategorie	14
2.1	Beleggingscategorieën	14
2.2	Karakteristieken van vastgoedbeleggingen	16
2.2.1	Rendement- en risicoprofiel	16
2.2.2	Hoog en stabiel cashrendement	18
2.2.3	Diversificatiepotentieel	19
2.2.4	Hedge tegen inflatie	20
2.3	Historische rendementsreeksen	21
2.4	De rol van vastgoed in ALM en LDI	22
2.4.1	Vastgoed en financieel toezicht op pensioenfondsen	22
2.5	Liability Driven Investing en vastgoed	23
2.5.1	Introductie LDI	23
2.5.2	Gevolgen van LDI voor het algemeen beleggingsbeleid	23
2.5.3	Splitsing van de beleggingsportefeuille	24
2.5.4	Gevolgen voor de positie van vastgoed als vermogenscategorie	24
2.5.5	Gevolgen voor de structuur van de vastgoedportefeuille	24
2.6	Waardering van de beleggingen (taxaties)	25
2.6.1	Taxatierichtlijnen en -methoden	25
2.6.2	Taxaties en marktturbulentie	26
2.7	Benchmarking, indices en transparantie	28
2.7.1	Benchmarking en indices	28
2.7.2	Transparantie	28
2.8	Nederlands vastgoed in internationaal perspectief	29
Hoofdstuk 3	Beleggingsstrategie bij vastgoedbeleggen	31
3.1	Beleggingsdoelstellingen	31
3.2	Beleggingsstijlen en –strategieën	31
3.2.1	Core – Value Added - Opportunistic	31
3.2.2	Specialisatie	32
3.2.3	Optimalisatie	32
3.2.4	Scheefheid (tracking error) versus benchmark	33
3.2.5	Groei versus waardebeleggen	33
3.2.6	Indexbeleggen	34
3.2.7	Fund of fund beleggen	35

3.3	Bouwstenen van rendement en risico	35
3.3.1	Portefeuillefinanciering	35
3.3.2	Portefeuillestructuur	35
3.3.3	Schaalgrootte objecten	36
3.3.4	Marktspreiding	36
3.3.5	Geografische spreiding	37
3.3.6	Marktaandeel	37
3.3.7	Huurduratie	37
3.3.8	Bedrijfstakingrisico's	37
Hoofdstuk 4	Vastgoedbeleggingsvormen	38
4.1	Direct vastgoed	38
4.1.1	Risico-rendementsprofiel	39
4.1.2	Flexibiliteit / liquiditeit	39
4.1.3	Zeggenschap beleggingsbeleid	40
4.1.4	Management beslag	40
4.2	Indirect niet-beursgenoteerd vastgoed	42
4.2.1	Rendement- en risicoprofiel	42
4.2.2	Flexibiliteit / liquiditeit	43
4.2.3	Zeggenschap beleggingsbeleid	43
4.2.4	Managementbeslag	44
4.3	Indirect beursgenoteerd vastgoed	44
4.3.1	Risico-rendementsprofiel	44
4.3.2	Flexibiliteit / liquiditeit	45
4.3.3	Zeggenschap beleggingsbeleid	45
4.3.4	Managementbeslag	45
Hoofdstuk 5	Organisatie, omgeving en trends	46
5.1	Actoren in de sector	46
5.2	Gedragcodes	48
5.3	Governance, compliance en toezichthouders	48
5.4	Kennisontwikkeling	49
5.5	Certificering en rating in de vastgoedsector	49
	Bronnen en verdere informatie	50
	Overzicht leden IVBN	51

Colofon

Deze publicatie kon niet tot stand komen zonder bijdragen van Kaj Deana (Bouwfonds Real Estate Investment Management), Aart Hordijk (voorheen Stichting ROZ Vastgoedindex), Karen Huizer (Bouwinvest), Johan Kamminga en Michiel Moll (ING Real Estate Investment Management), Gert-Jan Kapiteyn (Aberdeen Property Investors), Kees van der Meulen (Altera Vastgoed), Bert Teuben en Mirande Waldmann (IPD Nederland), Dirk Rompelman (Vastgoedmarkt), Frank van Blokland en Simon van der Gaast (IVBN).
Voor opmerkingen en commentaar: info@ivbn.nl.

Disclaimer

De informatie in deze publicatie is met de grootste zorgvuldigheid samengesteld. Aan de inhoud kunnen echter geen rechten worden ontleend. Evenmin kan IVBN aansprakelijk worden gesteld voor enigerlei schade geleden door het gebruik van in deze brochure gepubliceerde informatie.

1 Introductie in vastgoedbeleggingen

Dit hoofdstuk biedt een introductie in vastgoedbeleggingen, met het accent op de geschiedenis van de institutionele vastgoedbeleggingssector in Nederland, de Nederlandse vastgoedmarkt en de ontwikkelingen in die markt. Daarbij wordt aandacht besteed aan de opkomst van het indirect beleggen in vastgoed en de toenemende professionalisering en transparantie in de sector. Vastgoed voorziet tevens in een maatschappelijke functie. Ook komt duurzaamheid aan de orde als

leidend thema voor de vastgoedbeleggingssector in de komende jaren. Tot slot wordt ingegaan op de recente turbulentie in de sector door de geruchtmakende vastgoedfraudeaffaire, de financiële crisis en de dekkingsgraadproblemen bij pensioenfondsen. Voor institutioneel vastgoed is de focus mede daardoor nog sterker komen te liggen op de rendement/risicoverhouding en het daarbij horende risicomanagement, onderwerpen die verderop aan bod komen.

1.1 Geschiedenis in vogelvlucht

De Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt heeft zich de afgelopen decennia ontwikkeld tot een volwaardige, volwassen en redelijk liquide markt met een uitstekend performance track-record. Deze professionalisering kon plaatsvinden vanwege de ontwikkeling van de Nederlandse pensioenfondsenindustrie en de hieruit ontstane toename van de vraag naar beleggingsmiddelen. Het kapitaaldekkingstelsel heeft er toe geleid dat vanaf het begin van de vorige eeuw in Nederland omvangrijke pensioenreserves zijn opgebouwd. Medio 2010 bedroeg het totaal belegd vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars samen € 920 miljard¹. De pensioenfondsen waren eind maart 2010 goed voor alleen al ruim € 675 miljard².

Pensioenfondsen belegden aanvankelijk hoofdzakelijk in Nederland zelf, voornamelijk in onderhands schuldpapier en voor een klein deel in risicodragende vermogenstitels zoals aandelen en vastgoed. In de jaren '60, '70 en '80 veranderde de houding van pensioenfondsen en nam de interesse voor vastgoedbeleggingen toe. Aanvankelijk belegde men op grote schaal in woningen, mede dankzij de door de centrale overheid geëntameerde subsidieregelingen. Deze subsidiëring had als doel investeringen in de Nederlandse woningvoorraad te stimuleren. Nederland kende immers na de Tweede Wereldoorlog een groot tekort aan woningen. In de jaren '60, '70 en '80 werden op landelijke schaal grootschalige nieuwe woonwijken uit de grond ge-

stamp, waardoor pensioenfondsen stevig in woningen gingen beleggen. Het volume van de beleggers werd relatief geleidelijk aan minder door de sterk toenemende positie van woningcorporaties en de nadruk vanuit de politiek op bevordering van het eigen woningbezit.

Bij de snelle uitbreiding van het aantal woningen hoorden uiteraard winkelconcentraties, als invulling van het gewenste voorzieningenniveau in de nieuwe woonwijken. Deze zijn eveneens vanaf het midden van de jaren '70 in de beleggingsportefeuille van menig pensioenfonds en verzekeringsmaatschappij beland. Beleggingen in zelfstandige winkels op de hoofdwinkelstraten zijn nog vrij lang het domein geweest van particuliere beleggers, maar ook in die beleggingscategorie werden institutionele beleggers actief.

De zakelijke dienstverlening maakte vanaf begin jaren '70 een sterke ontwikkeling door met een toenemende behoefte aan kantoorruimte als gevolg. Verdergaande standaardisering van gebruiksspecificaties en de opkomst van kantoorgebouwen met meerdere huurders heeft de aantrekkelijkheid van kantoren als beleggingsmiddel verder doen toenemen.

Het belegd vermogen in bedrijfsruimten heeft bij institutionele partijen lange tijd een ondergeschikte rol gespeeld. In de loop van de jaren '90 echter is ook hier opnieuw sprake geweest van toenemende

¹ Een belangrijk deel (82 procent) van de bezittingen van verzekeraars en pensioenfondsen is belegd in obligaties, aandelen en beleggingsfondsen. In het eerste kwartaal van 2010 kwam de omvang van deze beleggingen volgens CBS-cijfers uit op bijna 920 miljard euro.

² Cijfers DNB, Statistisch Bulletin juni 2010.

interesse dankzij een groeiende huurvraag (met name onder logistieke dienstverleners en multi-nationals), standaardisering in maatvoering van gebouwen en de opkomst van bedrijfsverzamelgebouwen. Een geheel nieuwe beleggingscategorie werd later de (bouw en) exploitatie van parkeergarages.

De vastgoedbeleggingsmarkt en de mate van institutionalisering zijn in Nederland sterk ontwikkeld. Voorts is de structurering van de vastgoedportefeuilles bij Nederlandse pensioenfondsen sterk (door)ontwikkeld. Het percentage vastgoed in de beleggingsportefeuille (de vastgoedexposure) is bij veel partijen inmiddels indirect gestructureerd. Tegelijkertijd is het belang in de Nederlandse markt veelal teruggebracht tot lagere wegingen. Indirect beleggen in vastgoed heeft onder aanvoering van enkele grote Nederlandse pensioenfondsen als het ABP en PGGM een grote vlucht genomen. Ook steeds meer pensioenfondsen in andere Europese landen beleggen indirect. Zij onderkennen de voordelen van indirect vastgoed reeds begin jaren '90 en namen afscheid van hun directe bezittingen. Hun vastgoed werd bij professionele vastgoedondernemingen ondergebracht. Dit heeft er mede toe geleid dat de vastgoedmarkt in Nederland aanmerkelijk professioneler en transparanter is geworden met een veel sterker accent op performance. De ontwikkeling van direct naar indirect is in Nederland deels ook een uitvloeisel van de nieuwe eisen van de toezichthouder De Nederlandsche Bank aan

pensioenfondsen. (Zie ook paragraaf 2.4.)

1.2 De Nederlands vastgoedbeleggingsmarkt: structuur en ontwikkelingen

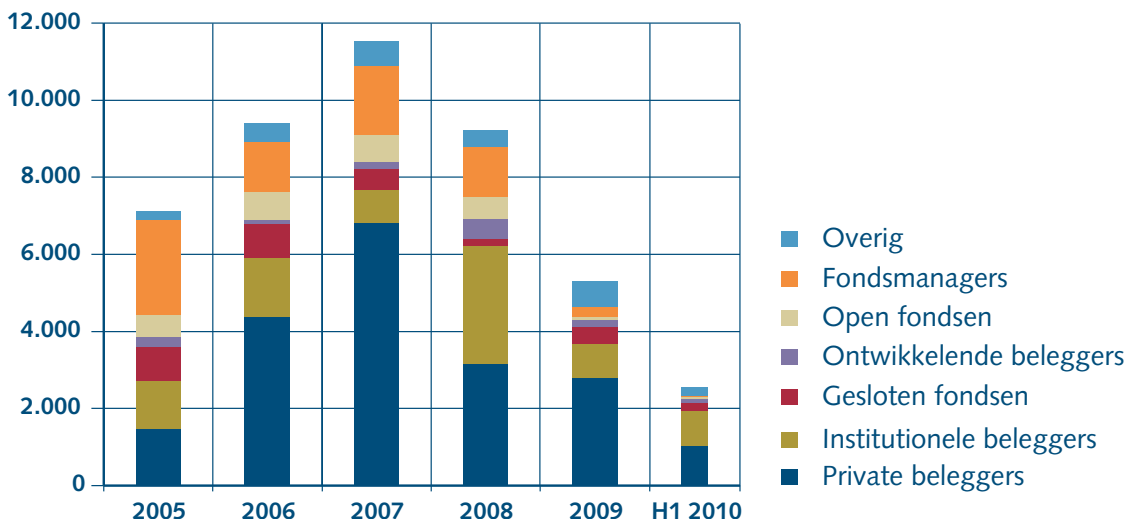
De Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt bedraagt ultimo 2009 circa 160 miljard euro³, een kleine 10% van de totale vastgoedvoorraad in Nederland, die geschat wordt op 1650 miljard. Die beleggingsmarkt wordt door verschillende partijen bediend.

Ten eerste zijn er de institutionele beleggers in vastgoed. De omvang van de Nederlandse portefeuilles van institutionele beleggers, beursgenoteerde vastgoedfondsen en andere beleggers die cijfers publiceren is circa 60 miljard³, iets meer dan een derde deel van de beleggingsmarkt. Daarnaast hebben deze beleggers (waaronder APG en PGGM) minstens nog zo'n 150 miljard aan vastgoedbeleggingen in het buitenland.

Buitenlandse beleggers hebben voor circa € 25 miljard³ in Nederlands vastgoed belegd, met name in kantoren, winkels en (logistieke) bedrijfsruimten. Circa 2,5 miljard³ daarvan verloopt via participaties in beursgenoteerde vastgoedfondsen, de rest is direct geïnvesteerd. Op de Nederlandse (kantoren)-markt zijn veel Duitse beleggers actief, die 43% van

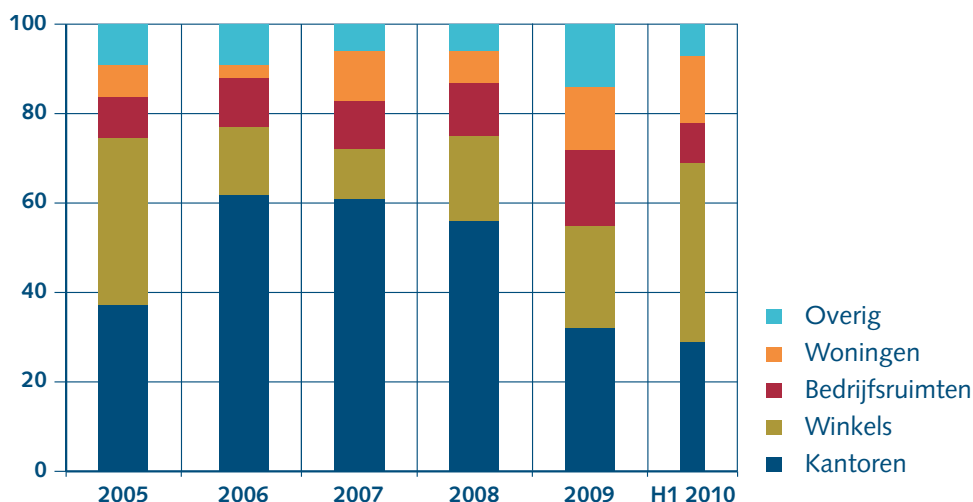
³ Cijfers Vastgoedmarkt (Dirk Rompelman). Het gaat hier overigens om bruto-bedragen van de gebouwenwaarde, bestaande uit eigen vermogen plus vreemd vermogen.

figuur 1.1 **Acquisitievolume naar type belegger Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in miljoen €**
Bron: Jones Lang LaSalle



figuur 1.2 **Acquisitievolume naar marktsegment Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in %**

Bron: Jones Lang LaSalle



het buitenlandse aandeel voor hun rekening nemen. Daarnaast komen veel beleggingen uit Groot-Brittannië en Ierland (21%), Noord Amerika (13%), Australië (6%), Israël (6%) en overige landen (11%).

Particulieren en andere partijen hebben in totaal voor circa € 75 miljard³ aan beleggingen in Nederland. In de Nederlandse markt zijn daarnaast veel aanbieders van vastgoedmaatschappen voor particuliere beleggers. De omvang van het opgehaalde kapitaal in dergelijke maatschappen is tussen 2003 en 2009 meer dan verdrievoudigd: eind 2009 was er tenminste 4,9 miljard eigen vermogen ingelegd, waardoor er tezamen met vreemd vermogen een fondsvermogen was van 13,9 miljard. Van die aanbieders waren de veertig grootste verantwoordelijk voor 85% van het belegd eigen vermogen⁴.

Het acquisitievolume is vanaf 2007 sterk teruggelopen, in het bijzonder bij private beleggers. In het jaar 2008 nam het acquisitievolume van institutionele beleggers sterk toe, om daarna weer op het gebruikelijke aandeel te komen. Vanaf 2007 is de interesse teruggelopen in de conjunctuurgevoelige en met overcapaciteit kampende kantorenmarkt.

1.3 De maatschappelijke betekenis van vastgoed voor pensioenfondsen

Hoewel rendement- en risicoverwachtingen op de

lange termijn uiteraard de primaire besluitvormingsvariabelen voor pensioenfondsen blijven, speelt bij vastgoedbeleggingen voor de door werkgevers en werknemers bestuurde pensioenfondsen ook de maatschappelijke betekenis van vastgoed een rol. Beleggen in vastgoed draagt immers bij aan de nationale economie, aan het wonen, het winkelen en de huisvesting voor bedrijven (kantoren, bedrijfsruimten, winkels). Vastgoed draagt ook positief bij aan mobiliteit; nog in zeer beperkte mate in de financiering van toltunnels, maar al wel door de aanleg en exploitatie van parkeergarages en bijvoorbeeld door nieuwe vastgoedontwikkelingen rondom treinstations, die bijdragen aan het verder opwaarderen van het openbaar vervoer. Een bijzondere maatschappelijke functie van beleggen in vastgoed is verder de kwaliteit van de gebouwde omgeving. Beleggen in vastgoed betekent immers een lange termijnbinding met het vastgoed en dus ook met de kwaliteit en de inrichting van de directe omgeving.

De maatschappelijke functie van vastgoedbeleggingen is ook zichtbaar in de relatie tussen vastgoed en de vergrijzing, vanwege de grote en groeiende vraag naar zorgvastgoed. De vergrijzing vraagt immers om andere woonvormen en voorzieningen. De zorgvraag noopt ook tot andere vastgoedstructuren rond zorgdienstverlening. Met vastgoedbeleggingen kan ingespeeld worden op maatschap-

⁴ Cijfers PropertyNL.

pelijke trends en behoeften. Zo speelt vastgoed een cruciale rol bij het verduurzamen van de samenleving. Duurzaamheidtoepassingen beklijven immers vooral in vastgoed, waar verwarming, koeling en verlichting van gebouwen 35% van de CO₂-uitstoot veroorzaakt. IVBN-leden hebben met elkaar een visie ontwikkeld op de maatschappelijke noodzaak om te investeren in het verduurzamen van de bestaande voorraad.

1.4 Omvang van belegd institutioneel vermogen in vastgoed

Volgens recent gepubliceerd onderzoek⁵, uitgevoerd door de INREV, gaan Nederlandse institutionele partijen de komende jaren weer meer investeren in vastgoed. Pensioenfondsen en verzekeraars hebben ongeveer 10,5% van hun totaal belegd vermogen in vastgoed belegd. Het gaat dan om € 121,7 miljard. De gemiddelde allocatiedoelstelling bedraagt in 2010 10,9%. Bij pensioenfondsen is sprake van circa € 9,5 miljard aan onderbelegging in vastgoed, terwijl verzekeraars voor circa € 6 miljard zijn overbelegd. Vanuit de huidige allocatiedoelstelling zullen vastgoedbeleggingen dus kunnen oplopen tot € 125 miljard.

INREV wijst erop dat het totale volume aan vastgoed door Nederlandse institutionele beleggers twee keer zo groot is als het Duitse institutionele vastgoedvolume. Voorts is het volume vrijwel vergelijkbaar aan het volume van institutionele beleggers uit het Verenigd Koninkrijk.

De allocatiedoelstelling zal volgens het INREV-onderzoek de komende drie jaar stijgen naar gemiddeld 11,2%, hetgeen een totaal volume aan vastgoedbeleggingen zou betekenen van circa € 130 miljard. INREV voorspelt een nog forsere groei naar circa € 142,3 miljard. Van de toename van circa € 20 miljard zal circa € 12,5 miljard naar niet beursgenoteerd vastgoed gaan. In 2010 werd 34% (€ 41,6 miljard) belegd in niet beursgenoteerd vastgoed en dat zal volgens INREV groeien naar 38% (€ 54 miljard). Veel van de kleine en middelgrote pensioenfondsen in Nederland beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen, respectievelijk 75% en 60%. Men kiest voor deze benadering omdat men wil profiteren van de voordelen van vastgoed, maar niet de schaal of de middelen

heeft die nodig zijn voor directe investeringen. Grote verzekeraars beleggen ongeveer 60% in direct Nederlands vastgoed, 20% in niet-beursgenoteerde fondsen (zowel binnen- als buitenlands) en 20% in andere categorieën zoals in hypotheekgerelateerde effecten. Grote pensioenfondsen daarentegen geven de voorkeur aan niet-genoteerde fondsen met 41%, terwijl 33% wordt belegd in genoteerd vastgoed en slechts 21% in direct vastgoed. Nederlandse pensioenfondsen beleggen meer in buitenlands vastgoed dan in eigen land, terwijl verzekeraars de voorkeur hebben voor directe binnenlandse investeringen. Nederlandse institutionele beleggers hebben 57% van hun vastgoedvolume in het buitenland, vergeleken met 35% in Duitsland en slechts 11% in het Verenigd Koninkrijk.

1.5 Duurzaamheid

Vastgoed kan een grote rol spelen bij het streven naar een duurzame leefomgeving, want –om maar één aspect te noemen– de gebouwde omgeving is de bron van circa 35% van de totale CO₂-uitstoot. IVBN lanceerde in juni 2009 een visiedocument op duurzaam vastgoed, waarin IVBN haar visie en aanpak uiteenzette. De leden van IVBN spraken uit de verduurzaming van Nederland te willen versnellen door te investeren in het verduurzamen van hun bestaande bouwvoorraad. Volgens IVBN is de trend naar duurzaam vastgoed immers onmiskenbaar.

Duurzaamheid betekent vanuit de optiek van vastgoedbeleggers het op een verantwoorde manier samenbrengen van de zorg voor het milieu, lange levensduur, huurderstevredenheid en waardeontwikkeling. Duurzaam vastgoed is vastgoed dat zodanig gebouwd of aangepast is dat het een (relatief) minimaal beslag legt op schaarse middelen – materialen, energie, water en locaties – en tegelijkertijd optimaal functioneert – huurderstevredenheid, binnenmilieu en gezondheid.

In de IVBN-visie is cruciaal dat zowel marktpartijen als overheden voorrang geven aan het verduurzamen van de bestaande voorraad; vanuit duurzaamheidsoptiek moet een verder oplopende leegstand in de bestaande voorraad worden voorkomen. Bestaande locaties moeten optimaal benut blijven worden.

⁵ The Investor Universe Netherlands Survey, september 2010.

Duurzaamheid moet vanuit de markt als geheel worden benaderd. Op gebouwniveau is de keuze voor een nieuw, zeer duurzaam gebouw immers snel gemaakt. We moeten op het niveau van de hele markt echter tot een werkelijke verduurzaming komen; tot een blijvend en intensief gebruik van waardevolle locaties en het optimaal benutten van schaarse ruimte. Is het dan niet een veel logischer keuze om bestaande kantoren, winkels en woningen te verduurzamen in plaats van te verduurzamen door nieuwbouw? IVBN pleit uiteraard niet voor een moratorium op nieuwbouw, maar wel voor veel bewustere keuzes van zowel marktpartijen als overheden. IVBN bepleit wel de 'saldobenadering': baseer de keuze voor nieuw vastgoed op het saldo van positieve en negatieve effecten op de duurzaamheid van de gehele bouwvoorraad.

Het verduurzamen van de voorraad moeten samen met de huurders gebeuren. Actieve betrokkenheid van verhuurders én huurders is essentieel. Overheden moeten het beleid inzake verduurzamen effectief maken door de saldobenadering toe te passen: wat draagt per saldo meer bij aan duurzaamheid: is dat nieuwbouw of de bestaande bouw verduurzamen?

IVBN en een groot aantal leden participeren in de Dutch Green Building Council (DGBC). IVBN verwacht dat door die samenwerking er een bruikbare meetlat zal komen om de duurzaamheid van bestaande kantoren, winkels en bedrijfsruimten te meten. Door die meetlat moet verduurzaamd vast-

goed goed kunnen worden vergeleken met nieuwbouw. Voor wat betreft woningen wil IVBN aansluiten bij wat in de Nederlandse markt bij woningcorporaties en ook bij gemeenten als duurzaamheidsmeetlat zal gaan fungeren. Voorlopig wordt de discussie over verduurzamen bij woningen nog gedomineerd door het verhogen van het energielabel. Duurzaamheid is echter veel breder dan alleen energieverbruik.

In mei 2010 werkte IVBN die visie op duurzaam vastgoed verder uit op de kantorenmarkt, met als titel 'Doorgaan of duurzaam?'. Daarin stelde IVBN de oplopende leegstandsproblematiek aan de orde in een kantorenmarkt waar inmiddels vrijwel alleen nog een vervangingsvraag bestaat en nauwelijks meer een uitbreidingsvraag. IVBN signaleerde vijf knelpunten op de kantorenmarkt: hoge structurele leegstand, teveel meters op te veel plekken, onvoldoende beleid en afstemming, inzakkende vraag op de lange termijn en te veel plannen op slechts locaties. Het ministerie van VROM organiseerde samen met IVBN een landelijke kantorentop, waarop zowel overheden als marktpartijen bijeen kwamen om de problemen te adresseren.

1.6 Turbulentie in de sector: fraude, crisis en dekkingsgraadproblemen bij pensioenfondsen

1.6.1 De vastgoedfraude

In november 2007 kwam naar buiten dat de FIOD-ECD een omvangrijk fraude-onderzoek verrichtte



naar bepaalde vastgoedtransacties waar (ex-)medewerkers van een grote ontwikkelaar en van een institutionele belegger in vastgoed bij betrokken zouden zijn. Zij werden verdacht van samenspanning om fraude te plegen. De institutionele vastgoedbeleggingssector was geschokt. Alleen al de verdenkingen raakten het hart van de sector en schokten het vertrouwen van opdrachtgevers en toezichthouders. Deze grootschalige vastgoedfraude is daarna steeds in het nieuws gebleven. Ten tijde van de afsluiting van deze tekst moesten de hoofdverdachten nog voor de rechter verschijnen. Wel is inmiddels bekend dat het Openbaar Ministerie met enkele verdachten schikkingen heeft getroffen.

IVBN publiceerde in 2008 een kader met risicobeheersmaatregelen, die professionele partijen in de institutionele vastgoedbeleggingssector hanteren om de kans op fraude te minimaliseren. Het kader gaat in op kritische processen als aan- en verkoop, de exploitatie van vastgoed en het taxeren, maar ook op persoonlijke integriteit, governance en cultuur en (vooral) op een goed functionerend toezicht daarop. Persoonlijke integriteit van mensen is zowel het begin- als het sluitstuk van beheersmaatregelen tegen fraude.

Geen enkele beheersmaatregel op zich is overigens sluitend; het gaat om het samenstel van beheersmaatregelen, die voor iedere specifieke organisatie en transacties een zo goed mogelijke bescherming moet bieden tegen fraude. Dit zal veelal een combinatie zijn van harde maatregelen (procedures zoals due diligence, externe taxaties) en zachte maatregelen (bijvoorbeeld verhogen bewustwording voor fraude).

In de IVBN-publicatie 'Beheersing van frauderisico's in de institutionele vastgoedsector' zijn de maatregelen gerangschikt naar preventief (het voorkómen), detectief (het ontdekken) en reactief (het reageren). Enkele voorbeelden van de in de sector gehanteerde beheersmaatregelen tegen fraude, die onderdeel zijn van een breder pakket aan beheersmaatregelen:

- Organisatie van voldoende omvang met professionals;
- Vastgelegde strategie, operationeel gemaakt in het beleggingsbeleid;

- Vastgelegd risicomanagement en ingebed in de organisatie als onderdeel van de bedrijfsvoering;
- Incidentenregeling en klokkenluidersregeling voor het melden van incidenten binnen de organisatie;
- Functiescheidingen (dus toepassing van vier ogen principe);
- Besluitvoorbereiding door meerdere disciplines;
- Procesbeschrijvingen van de kritische processen;
- Screening/Customer Due Diligence ('ken de klant');
- Jaarlijkse externe taxatie.

De overzichten van de in de sector gebruikelijke beheersmaatregelen biedt directies, aandeelhouders en (externe) toezichthouders van vastgoedbeleggingsondernemingen de mogelijkheid om hun organisatie aan te spiegelen en waar eventueel nodig aan te passen. De overzichten vormen overigens nadrukkelijk géén checklist om 'overal aan te voldoen'. Iedere institutionele belegger heeft immers zijn eigen afweging te maken welke van de beheersmaatregelen zinvol en toepasbaar zijn ten opzichte van de risico's die er in die specifieke organisatie en context worden gelopen.

Professionele partijen in de institutionele vastgoedbeleggingssector hebben binnen hun organisatie voldoende beheersmaatregelen ingebouwd om het risico van fraude te minimaliseren. De directies van de lidorganisaties van IVBN hebben de verantwoordelijkheid om binnen hun eigen organisatie een gedegen integriteitsbeleid te voeren, waarbij hun medewerkers hun eigen (grote) verantwoordelijkheid daarin goed beseffen. De toezichthouders (waaronder Raden van Commissarissen / aandeelhouders / beleggers) hebben de verantwoordelijkheid de directie over het gevoerde integriteitsbeleid regelmatig te laten rapporteren.

Naar aanleiding van alle discussies rondom integriteit heeft IVBN de IVBN Code of Ethics en het IVBN-Model Interne Gedragscode op enkele onderdelen aangescherpt.

De institutionele vastgoedbeleggingssector in Nederland opereert op een (inter-)nationale markt en maakt tevens onderdeel uit van een keten met andere partijen. Vastgoedbeleggers maken nadrukkelijk onderdeel uit van de hele waardeketen van vastgoed (van initiatief tot bouw en exploitatie en uiteindelijk tot herontwikkeling of sloop). IVBN

heeft met relevante andere partijen, die operationeel betrokken zijn bij het institutionele vastgoed, een dialoog opgestart om frauderisico's verder te minimaliseren en de persoonlijke integriteit te bevorderen. Het gaat dan om de NEPROM, taxateurs, de ROZ/IPD Vastgoedindex, de RICS, (vastgoed-)notarissen, (vastgoed-)financiers en makelaars. Voorts heeft IVBN contact met de accountantsorganisatie NIVRA, met de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB), het Kadaster en de ROZ.

In 2010 is met de brancheverenigingen IVBN, NEPROM, NVM, VGM NL, Bouwend Nederland, Aedes en FGH Bank een branche-overstijgend initiatief gestart voor een Integriteitsoverleg Vastgoedmarkt. Deze vertegenwoordigers van de professionele vastgoedsector willen samen initiatieven nemen, afstemmen en bundelen om op de professionele bouw- en vastgoedmarkt integriteit te bevorderen en te borgen. Tevens willen partijen een aanspreekpunt bieden aan de overheidsinstanties die zich over de vastgoedmarkt buigen.

Dat begint met het identificeren van gewoontes/handelspraktijken, die niet passen bij integer zaken doen of die makkelijk afglijden tot een niet integere invulling. Dergelijke praktijken zullen ofwel moeten verdwijnen ofwel zo gereguleerd moeten worden dat de kansen op misbruik geminimaliseerd worden. De bedoeling is te komen tot gedragsregels die door de leden van de deelnemende organisaties gerespecteerd zullen worden en die kunnen uitgroeien tot algemeen aanvaarde normering op de markt.

1.6.2 Crisis in de financiële sector

Eind 2006 ontstonden de eerste problemen op de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten. Enerzijds was er namelijk sprake van een bubble in de huizenprijzen welke in de jaren daarvoor sterk waren gestegen en anderzijds werden in de voorafgaande jaren veel (te) dure hypotheeklen met aantrekkelijke instapvoorwaarden verstrekt aan personen met lage inkomens en weinig eigen kapitaal. De problemen ontstaan als deze personen de aflossing van hun hypotheeklen niet meer kunnen voldoen.

De risico's van pakketten hypotheeklen werden door de banken gebundeld doorverkocht. De daarvoor door ratingbureaus afgegeven beoordelingen bleken onvoldoende rekening te houden met de aanzienlijke risico's. De ondoorzichtige financiële producten

die aan deze pakketten werden gekoppeld, resulteerden erin dat de problemen oversloegen op de financiële sector. In eerste instantie waren het alleen de banken in de Verenigde Staten die in de problemen kwamen. Echter, doordat de financiële sector een internationale markt is kwamen later ook banken in andere landen onder druk waaronder ook diverse Nederlandse banken. De wereldwijde kredietcrisis was een feit.

Het grootste probleem waar de banken mee te maken kregen was de liquiditeit. Het vertrouwen in de financiële sector zakte volledig weg waardoor ook alle belangrijke aandelenbeurzen hard onderuit gingen. Om te voorkomen dat diverse grote banken om zouden vallen met als gevolg dat ook vele consumenten financieel geraakt zouden worden, besloten veel overheden om enkele in nood verkerende banken te nationaliseren.

Doordat de financiële kredietcrisis veel dieper bleek te zijn dan in eerste instantie werd gedacht, sloeg de crisis over op de reële economie. Dit resulteerde uiteindelijk in een wereldwijde recessie waarin alleen China nog een duidelijke economische groei liet zien en de motor was van de wereldeconomie.

De financiële crisis heeft ook gevolgen gehad voor de vastgoedbeleggingsmarkt. Het verkrijgen van kredieten ten behoeve van vastgoedinvesteringen en projectontwikkeling gebeurde nog slechts in beperkte mate en onder strikte voorwaarden. Hoewel de kredietcrisis zich in de tweede helft van 2007 in verschillende financiële markten reeds manifesteerde, was dit pas in 2008 echt voelbaar geworden in de vastgoedbeleggingsmarkt. De activiteit op de vastgoed(beleggings)markt liep ernstig terug. Daarnaast heeft er een bewustwording van kwaliteitverschillen en de daarbij behorende risico-profielen plaatsgevonden. In het bijzonder voor de minder goede locaties heeft dit tot een waardedaling van vastgoed geleid.

Ook de verhoudingen op de vastgoedbeleggingsmarkt zijn in die periode sterk gewijzigd. De kredietcrisis heeft partijen namelijk voor langere termijn voorzichtiger gemaakt bij financiering met vreemd vermogen. Partijen die daarentegen meer met eigen vermogen financieren, zoals de institutionele beleggers, kregen in 2009/2010 meer ruimte.

Als gevolg van de zwakke economische fundamenteën door de wereldwijde recessie stond op de vastgoedgebruikersmarkt ook de vraagzijde onder druk. Zoals in iedere vastgoedcyclus kenmerkt de vastgoedgebruikersmarkt zich in zulke periodes door oplopende leegstand en druk op het huurprijsniveau. Dit beeld gold in 2009 voor de diverse vastgoedmarkten waarbij verschillen tussen regio's, type locaties en sector zichtbaar waren.

Ondanks dat de fundamenteën op de vastgoedgebruikersmarkt nog steeds onder druk stonden door het zwakke en langzame herstel van de economie en de zorgen over een mogelijke 'dubbele dip', is in 2010 het vertrouwen in de vastgoedbeleggingsmarkt teruggekeerd. Hierdoor werd de negatieve trend van stijgende aanvangsrendementen doorbroken en vond er in 2010 een stabilisatie van de aanvangsrendementen plaats. Met name voor echte toplocaties in de belangrijkste grote steden was er weer grotere interesse. De financiering van vastgoedbeleggingstransacties bleef echter lastig waardoor nog steeds slechts een beperkt aantal en relatief kleine transacties plaatsvond. Overigens nam het onderscheid in prestaties van primaire en secundaire locaties steeds verder toe en was er sprake van een steeds verdergaande tweedeling in de vastgoedmarkten.

Ondanks het feit dat de vastgoedbeleggingsmarkt afgelopen jaren onder druk heeft gestaan, heeft vastgoed zich wel bewezen als relatief stabiele asset class. Dit geldt zeker voor vastgoedbeleggingen die met geen of beperkt vreemd vermogen gefinancierd zijn. De interesse van institutionele beleggers voor vastgoed binnen de beleggingscategorie lijkt zich hierdoor te versterken.

1.6.3 Dekkingsgraadproblemen bij pensioenfondsen

Pensioenverstrekkers moeten op langere termijn voldoen aan een dekkingsgraad van meer dan 105%, opdat ze in de toekomst aan alle verplichtingen kunnen voldoen. Eind november 2008 lag de dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen zo laag dat indexatie voor meerdere jaren onmogelijk zijn geworden. Begin 2009 lag de dekkingsgraad van enkele grote pensioenfondsen in de buurt van 85%. In het voorjaar van 2010 daalden de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfond-

sen, die juist weer enigszins hersteld waren, weer tamelijk sterk, door lagere aandelenkoersen en (vooral) lagere kapitaalmarktrentes: ultimo juni hadden een aantal grote pensioenfondsen een dekkingsgraad van ruim beneden 100%.

Ook buitenlandse pensioenfondsen ondervonden een scherpe daling van hun dekkingsgraad: de dekkingsgraad van de 1500 beursgenoteerde Amerikaanse ondernemingen, opgenomen in de S&P-index, was begin december 2008 teruggelopen tot 80%. De dekkingsgraad van Amerikaanse pensioenfondsen zou eind maart 2009 zelfs al zijn teruggelopen tot 74%.

Kern van de discussie over de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen vormt de rente, waartegen pensioenfondsen hun verplichtingen contant moeten maken. Deze rekenrente was tot voor enkele jaren vastgesteld op 4%. Conform internationale afspraken werd in 2006 echter overgestapt op de waardering van de pensioenverplichtingen tegen de marktwaaarde. Daarvoor werd overgestapt op de rente van een tienjarige Nederlandse staatsobligatie. Maar deze fluctueert en stond in augustus en september historisch bijzonder laag, op 2,3%. Als gevolg van de lage rente is de waarde van de toekomstige pensioenverplichtingen (te) hoog. Deze problematiek verergerde door het bekend worden van een opgelopen levensverwachting.

2 Vastgoed als beleggingscategorie

Dit hoofdstuk stelt vastgoed als beleggingscategorie centraal. De verschillende karakteristieken van vastgoed als beleggingscategorie worden toegelicht. Voorts wordt ingegaan op historische rende-

mentsreeksen, de rol van vastgoed in ALM en LDI en taxaties. Tevens wordt aandacht besteed aan benchmarking, transparantie en Nederlands vastgoed in internationaal perspectief.

2.1 Beleggingscategorieën

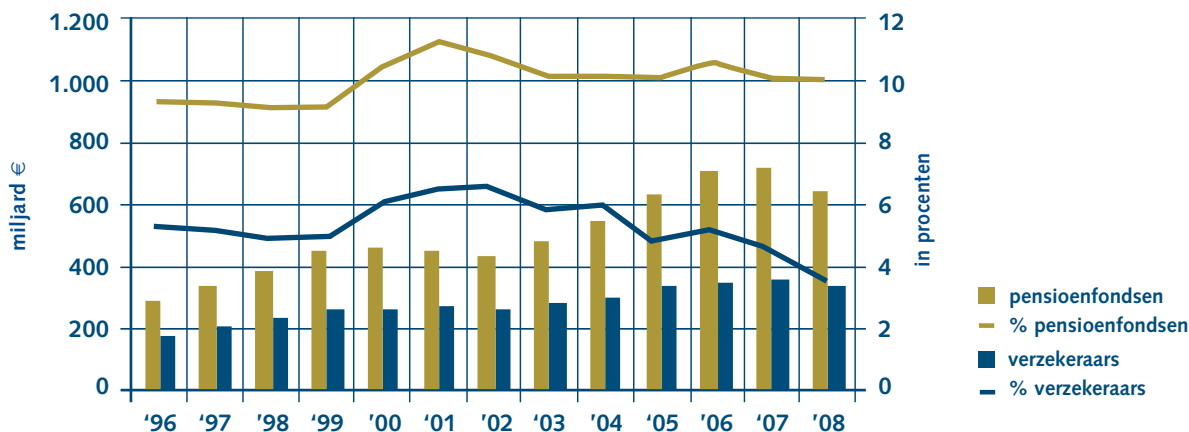
Institutionele beleggers investeren meestal in meerdere categorieën: aandelen, obligaties (of vastrentende waarden), vastgoed of alternatieven (zoals private equity, hedge funds, commodities). Uit verschillende studies, zowel in Europa als in de VS, blijkt dat de verdeling over de verschillende beleggingscategorieën verreweg de meeste invloed heeft op het uiteindelijk te behalen rendement van de totale beleggingsportefeuille en de relatieve performance ten opzichte van de benchmark of normportefeuille. De afgelopen 15 jaar is het percentage vastgoed binnen de totale portefeuille van Nederlandse pensioen-

fondsen min of meer stabiel rond de 10% en bij verzekeraars is dit aandeel ongeveer de helft, rond de 5%.

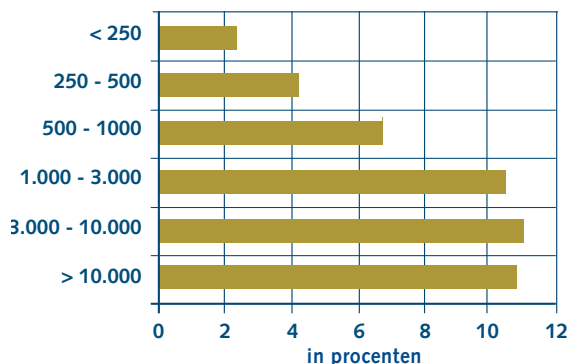
Bij de grotere pensioenfondsen is het aandeel vastgoed gemiddeld hoger dan bij kleinere fondsen. De spreiding is enorm, bij de 10 grootste pensioenfondsen loopt het aandeel vastgoed uiteen van 0% tot 25%.

In absolute omvang zijn de vastgoedbeleggingen in de afgelopen 12 jaar verdubbeld, vooral bij de pensioenfondsen.

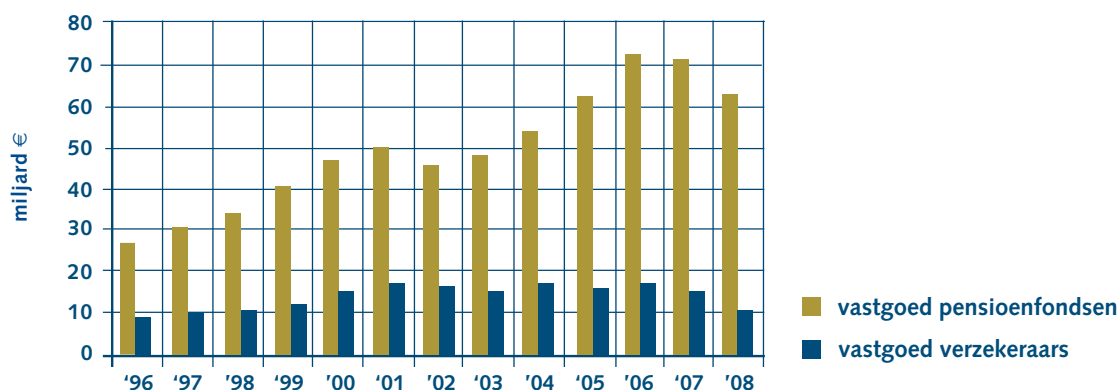
figuur 2.1 **Beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars en het aandeel in vastgoed** Bron: CBS



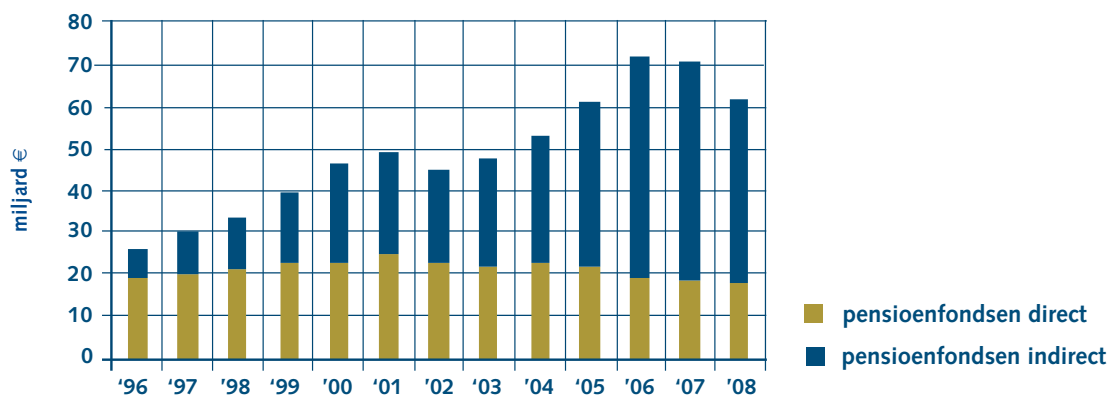
figuur 2.2 **Aandeel vastgoed van pensioenfondsen met een verschillende vermogensomvang** Bron: Altera Vastgoed NV



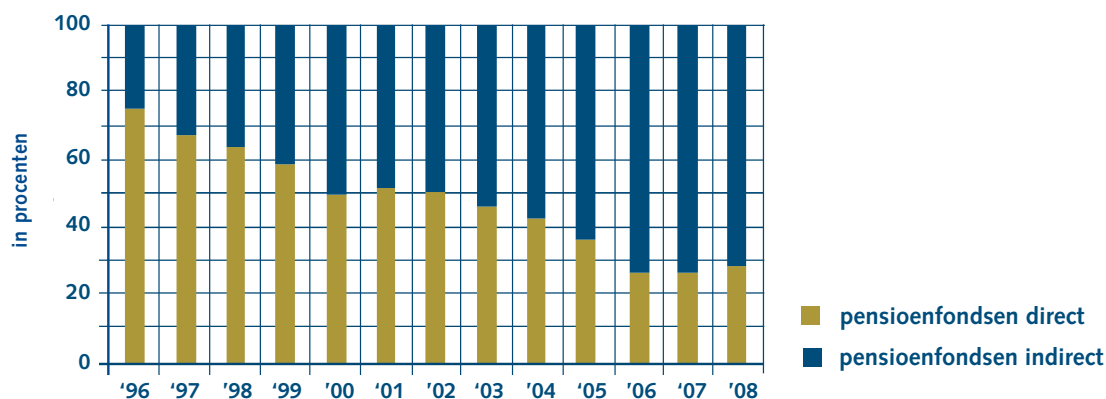
figuur 2.3 **Omvang van de vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers** Bron: CBS



figuur 2.4a **Directe en indirecte vastgoedbeleggingen van Nederlandse pensioenfondsen** Bron: CBS



figuur 2.4b

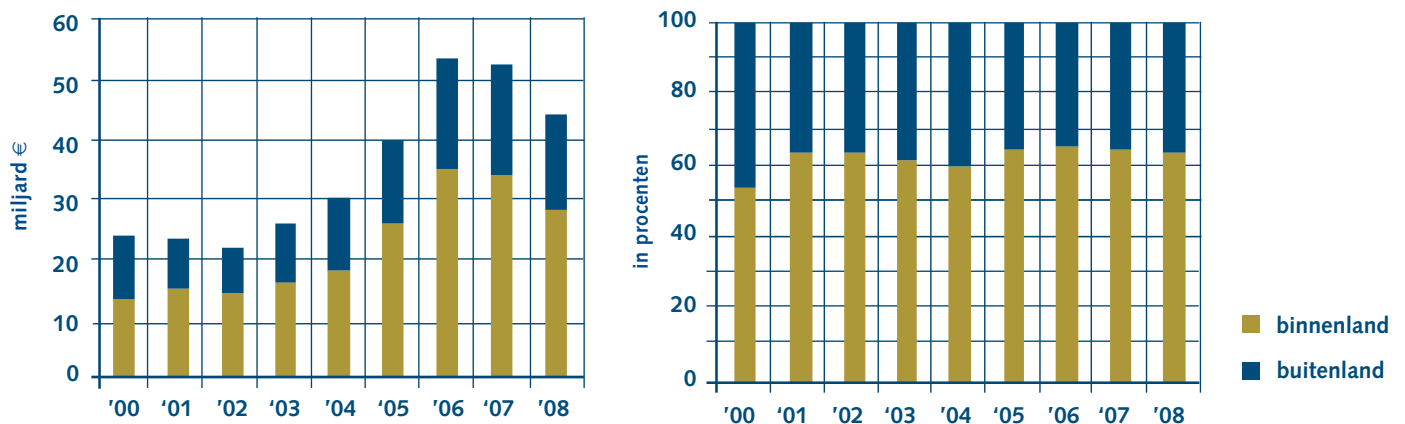


De groei van het vastgoedvermogen heeft vooral plaatsgevonden door beleggingen in vastgoedfondsen. Bovendien is een groot deel van het eigen vastgoed verkocht, of in zelfstandige vastgoedfondsen ondergebracht. Zo is een grote verschuiving opgetreden van eigen vastgoed (75% in 1996), naar indirecte beleggingen in vastgoedfondsen (70% in

2008). Daarmee is ook de diversiteit aan vastgoedbeleggingen toegenomen. Met name buitenlandse beleggingen zijn, door de indirecte beleggingswijze, meer in beeld gekomen.

De indirecte beleggingen vinden nog hoofdzakelijk plaats in de traditionele sectoren van woningen, winkels, kantoren, en in beperkte mate bedrijfsruimten,

figuur 2.5a - b **Investerings in indirect vastgoed door Nederlandse pensioenfondsen** Bron: CBS



maar daarnaast komen er ook andere segmenten in beeld, zoals parkeergarages, zorgvastgoed of peuterspeelzalen. In sommige landen zijn hiervoor al volwassen beleggingsmarkten ontstaan (zoals de health care REIT's in de VS), maar in de meeste landen is er nog sprake van beleggingsmarkten met een korte historie en beperkte omvang.

2.2 Karakteristieken van vastgoedbeleggingen

Vastgoedbeleggingen kennen bepaalde karakteristieken waarmee zij zich onderscheiden van andere beleggingscategorieën. De belangrijkste karakteristieken zullen hierna toegelicht worden. Het betreft het rendement-risicoprofiel, het hoge en stabiele cash-rendement, het diversificatiepotentieel, de hedge tegen inflatie en het aspect duurzaamheid.

2.2.1 Rendement- en risicoprofiel

Rendement

Het lange termijn rendementsprofiel van direct vastgoed laat een gunstig beeld zien indien dit vergeleken wordt met andere beleggingscategorieën zoals aandelen en obligaties. Het gemiddeld rendement op direct vastgoed behaalt in de afgelopen 5 en 15 jaar ligt beduidend hoger dan het behaalde gemiddelde rendement gerealiseerd op Nederlandse aandelen en obligaties over dezelfde periode. Ondanks de sterke terugval van het totaal rendement van direct vastgoed in 2008 en 2009, heeft het totaal rendement zich op de middellange termijn (3 jaar) redelijk op peil weten te houden en presteerde het slechts net onder obligaties. Dit in tegenstelling tot aandelen welke over de afgelopen drie jaar een aanzienlijk negatief rendement lieten zien.

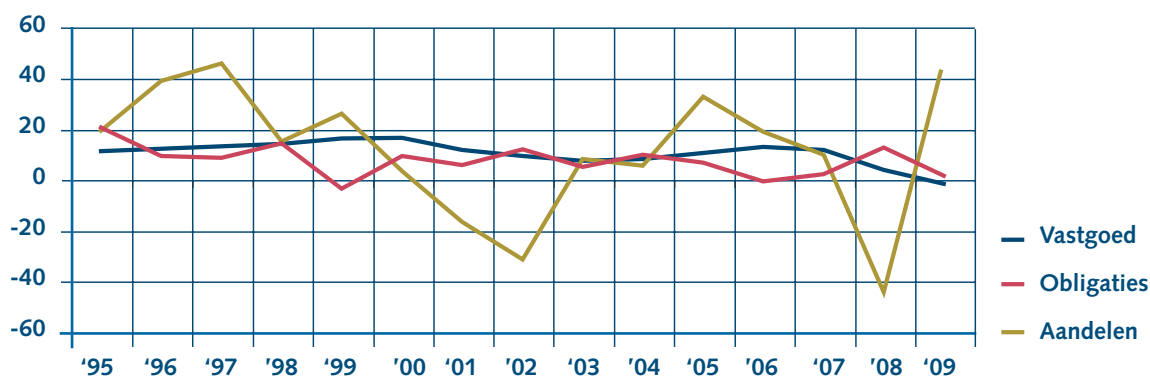
De ontwikkeling van het totaal rendement van vastgoed laat een lange termijn cyclus zien. Deze beweging wordt onder andere beïnvloed door de economische cyclus, de volwassenheid van de specifieke vastgoedsector en de specifieke karakteristieken van de verschillende vastgoedsectoren. Zo is duidelijk te zien dat de afgelopen twee jaar het sentiment op de vastgoedmarkten negatief was als gevolg van de wereldwijde economische crisis met een stilgevalen vraag naar vastgoed als gevolg. Ook is duidelijk te zien dat de ontwikkeling van het totaal rendement van de sector winkels minder uitschieters laat zien dan bijvoorbeeld de kantorensector.

De ontwikkeling van het totaal rendement kent dus per sector verschil in de hoogte van de pieken en dalen. Gemiddeld genomen ligt het totaal rendementen van de meeste vastgoedsectoren rond de 10% in de periode 1995 - 2009. Er is echter wel een duidelijk verschil per sector in de opbouw van het totaal rendement. De ene sector (bijvoorbeeld kantoren) wordt voornamelijk gedreven door het direct rendement terwijl de andere sector (bijvoorbeeld woningen) ook zeer afhankelijk is van de waardegroei.

Risico

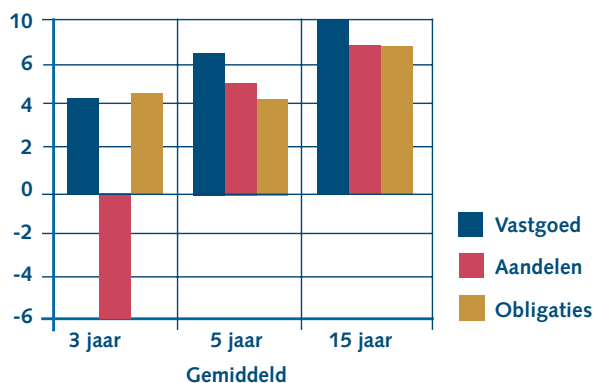
Het risicoprofiel wordt veelal uitgedrukt in de standaarddeviatie van het totaal rendement. Bij een hoge standaarddeviatie is sprake van een grote spreiding van rendementen rond het gemiddelde en is er dus een groter risico dat een gerealiseerd rendement afwijkt van het historisch gemiddelde. Echter, er kleven ook nadelen aan deze wijze van risicomaatstaf. Met deze methode worden namelijk zowel

figuur 2.6 **Vergelijk totaal rendement 1995-2009** Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



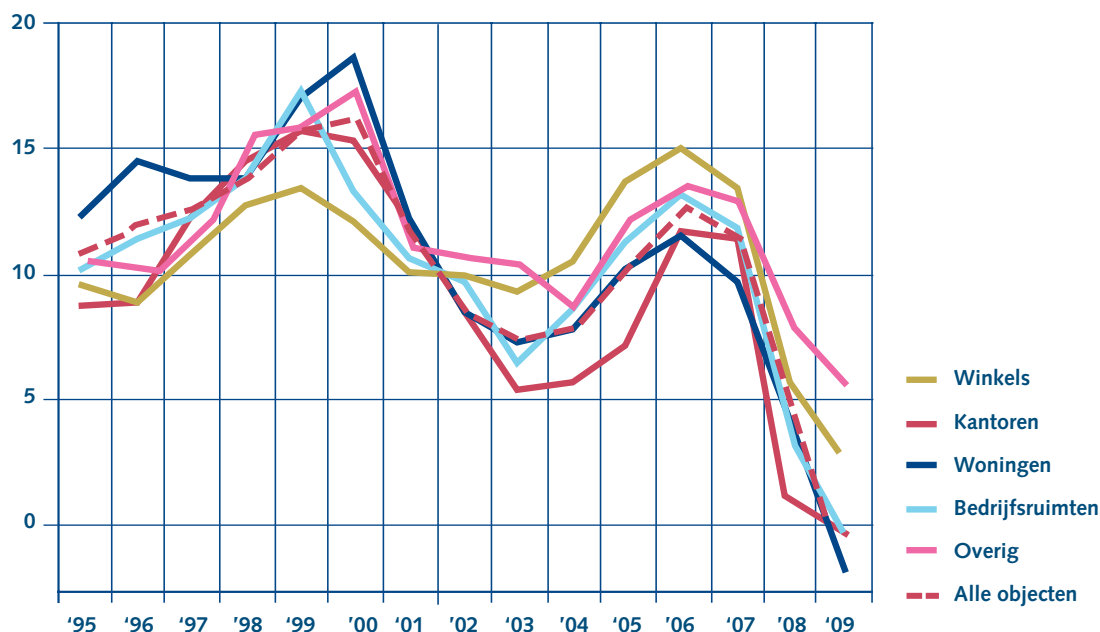
opwaartse als neerwaartse bewegingen gemeten. Vastgoed met een goede performance met af en toe uitschieters naar boven worden met deze methodiek toch als risicovol gezien. Om deze reden worden steeds vaker andere methodieken zoals bijvoorbeeld de 'Sortino-ratio' of het 'downside-risk'¹ gebruikt om de risicomaatstaf te berekenen.

De keuze voor een bepaalde methodiek zal niet altijd hoeven te leiden tot een andere risicoboordeeling. Het risicoprofiel van directe vastgoedbeleggingen op basis van de standaarddeviatie is gunstig. Ten opzichte van andere beleggingscategorieën kent direct vastgoed een risicoprofiel dat veel lager ligt dan dat van aandelen en net onder dat van obligaties in Nederland. Direct vastgoed is daardoor een interessante beleggingscategorie.



¹ De Sortino-ratio geeft het gemiddeld behaalde rendement minus het gewenste rendement, gedeeld door de kans dat het rendement in een gegeven jaar onder dit gewenste rendement komt. Hoe hoger de Sortino-ratio, hoe beter de belegger gecompenseerd wordt voor het lopen van risico. Het 'downside-risk' geeft de kans dat het rendement onder een bepaalde (zelf gekozen) rendementseis duikt.

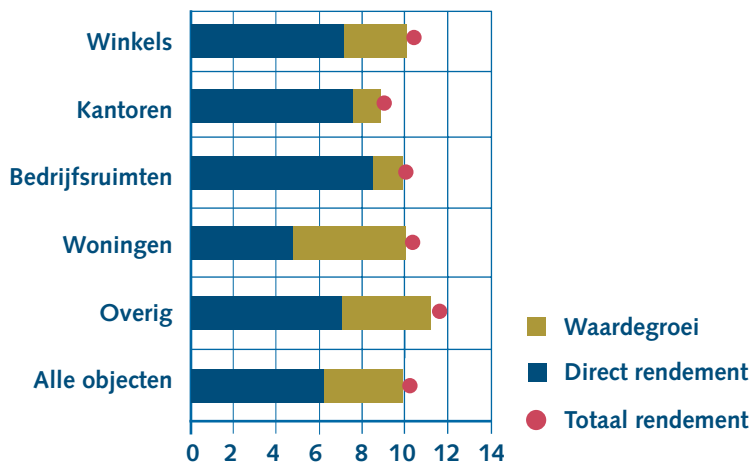
figuur 2.7 **Totaal rendement naar sector 1995-2009** Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



figuur 2.8

Gemiddeld totaal rendement naar sector 1995-2009

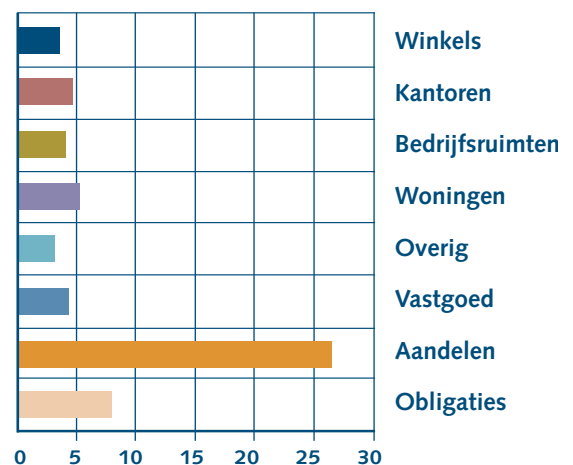
Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



figuur 2.9

Risico (standaarddeviatie) op jaarbasis 1995-2009

Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



Rendement - Risico

Het historische rendement – risicoprofiel van directe vastgoedbeleggingen is zeer gunstig. Zoals gezegd ligt het gemiddeld rendement van direct vastgoed boven de andere beleggingscategorieën in de periode 1995-2009, terwijl het risicoprofiel van directe vastgoed juist lager is dan beide andere beleggingscategorieën. Dit gunstige rendement – risicoprofiel geldt voor alle vastgoedsectoren.

De verhouding tussen het behaalde rendement en het risicoprofiel kan worden uitgedrukt in de Sharpe ratio. Deze ratio is een maatstaf voor het rendement boven het risicovrije rendement per 'eenheid' risico. Hoe hoger de Sharpe ratio, hoe beter de compensatie voor risico is. De ratio is voor directe vastgoedbeleggingen uitermate gunstig in vergelijking met de andere beleggingscategorieën. Wel is een duidelijk onderscheid te zien tussen de verschillende sectoren binnen de vastgoedmarkt waarbij met name winkels een erg positief performance behalen ten opzichte van het risico.

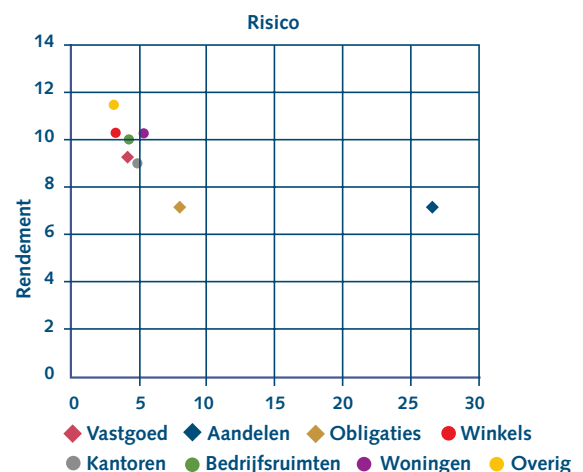
2.2.2 Hoog en stabiel cashrendement

Het totaal rendement is opgebouwd uit twee componenten; het direct rendement en het indirecte rendement. Het direct rendement wordt gekenmerkt door stabiliteit, terwijl het indirecte rendement door gaans zorgt voor de fluctuaties in het totaal rendement. Het stabiele karakter van het direct rendement wordt onder andere veroorzaakt door de over

figuur 2.10

Rendement - Risicoprofiel 1995-2009

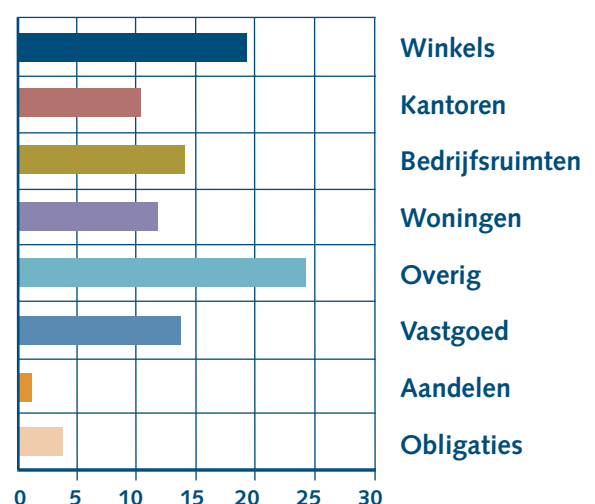
Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex, bewerking Bouwinvest



figuur 2.11

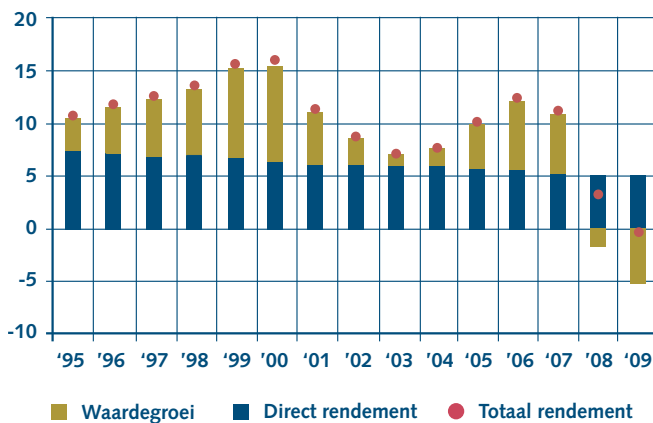
Sharpe ratio 1995-2009

Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex, bewerking Bouwinvest



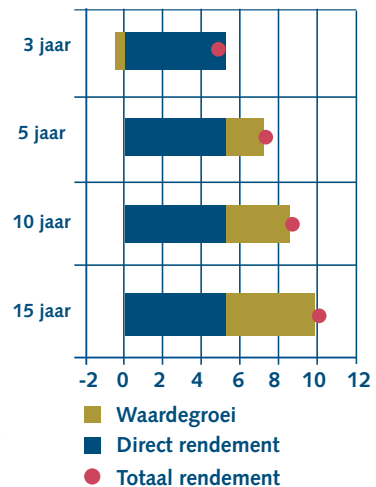
figuur 2.12 **Direct rendement en waardegroei 1995-2009**

Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex

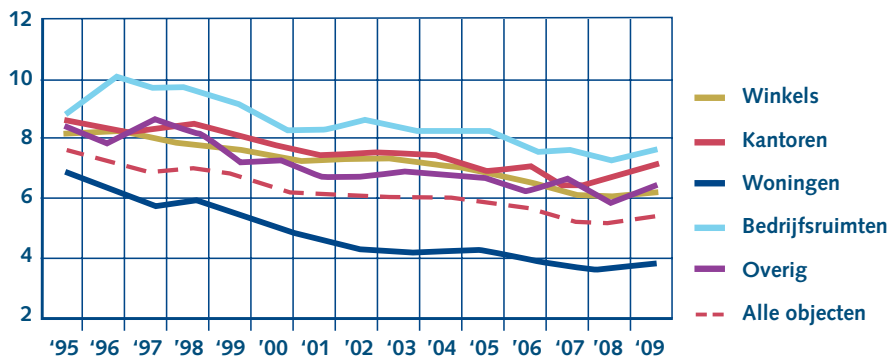


figuur 2.13 **Gemiddeld direct rendement en waardegroei 1995-2009**

Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



figuur 2.14 **Direct rendement per sector 1995-2009** Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



het algemeen langlopende huurcontracten die afgesloten zijn en de jaarlijkse indexatie hiervan. De volatiliteit in het indirecte rendement wordt onder andere veroorzaakt doordat het indirect rendement voor een belangrijk deel wordt bepaald door de waardeontwikkeling. Deze waardeontwikkeling is afhankelijk van enerzijds het vertrouwen van investeerders in het vastgoed en anderzijds de marktsituatie (vraag/aanbod) in de onderliggende vastgoedmarkt.

Een belangrijke karakteristiek van een direct vastgoedbelegging is dat zij een relatief hoog cashrendement genereert. Dit geldt met name voor de commerciële sectoren kantoren, winkels en bedrijfsruimten. Met een gemiddeld direct rendement van 6,2% over de afgelopen 15 jaar is het beleggen in direct vastgoed daarmee aantrekkelijk voor investeerders die gericht zijn op het genereren van inkomsten om zo aan de eigen verplichtingen te kunnen voldoen. Het gemiddelde behaalde direct rendement op direct vastgoed is namelijk veelal hoger dan de dividenduitkeringen verkregen uit investeringen

op de aandelenmarkt.

In de meeste sectoren is echter wel een iets dalende trend waar te nemen in het direct rendement. Dit is het gevolg van het feit dat het directe rendement wordt uitgedrukt als percentage van de waarde welke een enorme ontwikkeling heeft doorgemaakt. In de afgelopen twee jaar is een kentering van deze dalende trend van het cashrendement zichtbaar doordat door de economische crisis het direct vastgoed een grote afwaardering heeft gekend.

2.2.3 Diversificatiepotentieel

Een belangrijk aspect bij de opbouw van een beleggingsportefeuille (ALM) is de diversificatie van de totale portefeuille. Vaak wordt gestreefd naar een zekere spreiding van de portefeuille om daarmee het risicoprofiel van de totale beleggingsportefeuille te verminderen. Hierbij geldt de aanname dat verschillende beleggingscategorieën gedreven worden door verschillende fundamentele factoren waardoor de timing en fluctuaties van de rendementen variëren. Voor het bepalen van de ALM wordt daarom onder andere gekeken naar de correlatie tussen de verschillende

Tabel Correlatie behaalde rendementen 1995-2009

	Totaal vastgoed	Winkels	Kantoren	Bedrijfsruimten	Woningen	Aandelen	Obligaties	Inflatie
Totaal vastgoed	1	0,83	0,96	0,97	0,98	0,25	-0,11	0,19
Winkels	0,83	1	0,79	0,88	0,72	0,17	-0,21	-0,07
Kantoren	0,96	0,79	1	0,93	0,91	0,22	-0,18	0,24
Bedrijfsruimten	0,97	0,88	0,93	1	0,92	0,24	-0,18	0,14
Woningen	0,98	0,72	0,91	0,92	1	0,25	-0,04	0,25
Aandelen	0,25	0,17	0,22	0,24	0,25	1	-0,24	-0,56
Obligaties	-0,11	-0,21	-0,18	-0,18	-0,04	-0,24	1	0,15
Inflatie	0,19	-0,07	0,24	0,14	0,25	-0,56	0,15	1

beleggingscategorieën. Doordat de correlatie van de totaalrendementen van vastgoed laag/negatief is met de rendementen uit aandelen en obligaties, is het diversificatiepotentieel van vastgoedbeleggingen gunstig. Dit geldt trouwens in mindere mate voor beursgenoteerde vastgoedaandelen waar beurs sentimenten en de rentestand op de kapitaalmarkt van invloed zijn. De correlatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met aandelen en obligaties is hierdoor hoger dan die van direct vastgoed.

Ook binnen de beleggingscategorie vastgoed zelf kan geprofiteerd worden van het diversificatiepotentieel van de verschillende sectoren. Met name de correlatie van winkels met de andere vastgoedsectoren is relatief beperkt.

2.2.4 Hedge tegen inflatie

Een aantrekkelijke karakteristiek van direct vastgoed is dat het een zekere mate van bescherming geeft tegen inflatie. Dit komt voort uit de indexatieclausules op huurcontracten welke gehanteerd worden waarbij de indexatie gekoppeld is aan de hoogte van de inflatie in het afgelopen jaar. De mate waarin de verschillende sectoren een bescherming geven

tegen inflatie wisselt per sector. In de woningsector zijn de huurinkomsten doorgaans contractueel geïndexeerd. Een mogelijke terugval van de contractuur aan de markthuur bij wisseling van huurder vindt in deze sector nauwelijks plaats gezien de schaarste op de woningmarkt. Echter de mate van indexering van lopende huurcontracten is voor een groot deel van de woningmarkt voorgeschreven door de overheid met als gevolg dat de indexering veelal niet hoger zal zijn dan het inflatiepercentage. Slechts voor een beperkt deel van de woningmarkt, het geliberaliseerde deel met huurniveaus boven een jaarlijks door de overheid vastgestelde prijs, geldt dat de jaarlijkse indexering naar eigen inzicht vastgesteld mag worden. Dit segment van de woningmarkt is daardoor het aantrekkelijkst als beleggingscategorie.

Bij de commerciële sectoren, en met name de kantoren- en bedrijfsruimtensector, geldt dat de bescherming tegen inflatie mede afhankelijk is van de economische situatie. Ten tijde van hoogconjunctuur ontwikkelt de markthuur zich positief waardoor bij vernieuwing van huurcontracten tenminste een gelijkblijvend huurniveau gerealiseerd kan worden.



Echter, in het geval van een laagconjunctuur is het mogelijk dat de markthuurgedaald is met als gevolg een negatief effect op het huurniveau bij nieuw af te sluiten huurcontracten. Gezien het feit dat de kantorensector meer gecorreleerd is met de economische cyclus dan de winkelsector zullen de effecten in deze sector het meest voelbaar zijn. Echter, opgemerkt dient te worden dat bij lopende huurcontracten tijdens een laagconjunctuur wel gewoon indexatie met het inflatiepercentage plaatsvindt waardoor deze huurcontracten wel degelijk een bescherming vormen tegen inflatie.

Over het algemeen kan gesteld worden dat de inflatie hedging kwaliteiten van de woningsector en winkelsector op lange termijn beter zijn dan die van de kantorensector en bedrijfsruimten.

2.3 Historische rendementsreeksen

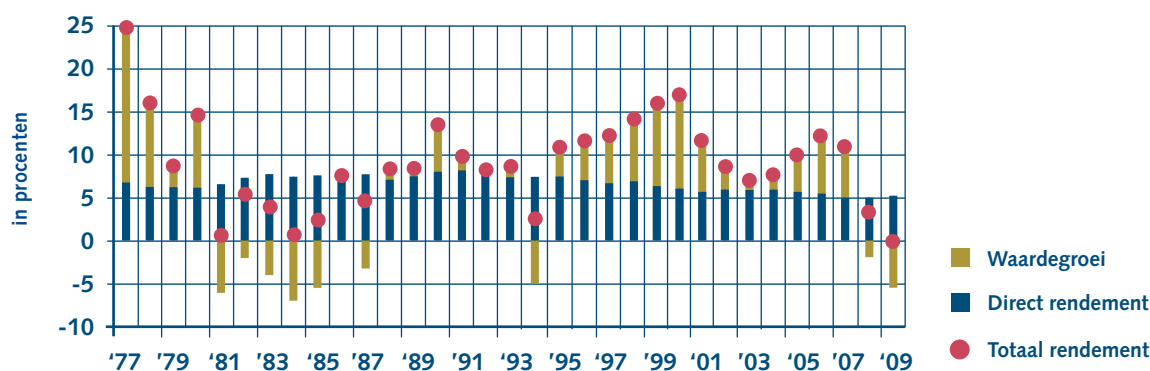
Al vanaf het begin van de ROZ/IPD Vastgoedindex (1995) was er vraag naar rendementsreeksen over langere termijn. Maar dit werd vooral urgent doordat de toenmalige Pensioen- & Verzekeringkamer (PVK), nu onderdeel van DNB, hoge buffereisen vaststelde voor pensioenfondsen en verzekeraars.

Dit was een belangrijke aanleiding voor de totstandkoming van de historische rendementsreeksen (voor Nederlands vastgoed).

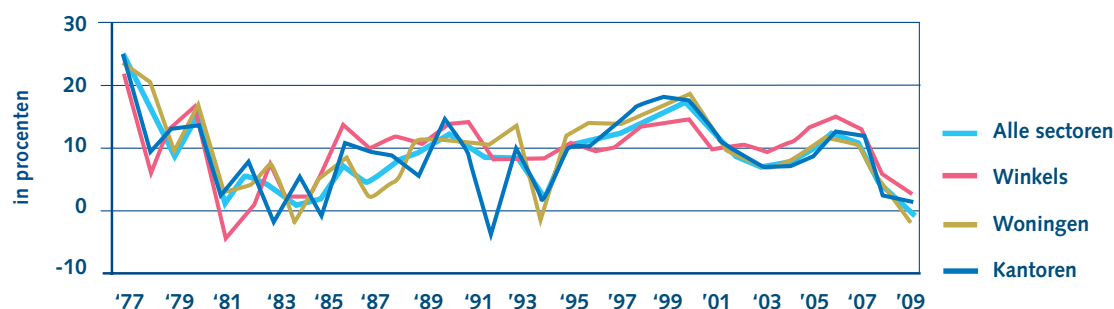
Met gebruik van de zogenaamde Repeated Measures Regression-techniek, ontwikkeld door de Amerikaanse hoogleraar David Geltner (MIT), is de waardeontwikkeling afgeleid aan de hand van historische (markt)transacties (vanaf 1977).

Hierbij moest rekening worden gehouden met het smoothing-effect – door een onderschatting van de volatiliteit zoals bij indices die in belangrijke mate gebruik maken van taxaties (en dus niet uitsluitend zijn gebaseerd op transactiepreizen) het geval is. Taxateurs grijpen bij het maken van een (nieuwe) taxatie meestal terug op de taxatie van het jaar daarvoor. Bij de vaststelling van de nieuwe taxatiewaarde wordt dan vaak een verband gelegd met de vorige waarde en laat de taxateur de waarde geleidelijk veranderen. Dit verklaart het ‘dempende’ effect ofwel smoothing. Om aan dit bezwaar – de veronderstelde onderschatting van de volatiliteit – tegemoet te komen zijn door het MIT ontwikkelde unsmoothing technieken gebruikt.

figuur 2.15 **Rendementen 1977-2009** Bron: ROZ Historische Cijferreeksen



figuur 2.16 **Rendementen 1977-2007** Bron: ROZ Historische Cijferreeksen



Hierbij wordt de geleidelijkheid enigszins doorbroken door niet naar de jaarlijkse waardegroei te kijken, maar naar de waardegroei die zich in twee of soms drie jaar heeft voorgedaan. Zo wordt een hogere volatiliteit in de waardeontwikkeling gecreëerd die meer recht doet aan werkelijke marktbewegingen. In de historische rendementsreeksen is dat ook te zien; aangezien de historie (voor 1995) voor 90% gebaseerd is op transacties en voor 10% op incidentele taxaties is de volatiliteit veel groter (dan na 1995).

2.4 De rol van vastgoed in ALM en LDI

2.4.1 Vastgoed en financieel toezicht op pensioenfondsen

Het Financieel Toetsingskader (FTK) is het onderdeel van de Pensioenwet waarin de wettelijke financiële eisen aan pensioenfondsen zijn vastgelegd. Het FTK is opgebouwd rond de principes van marktconforme waardering, van zowel activa als passiva, en op risicogebaseerde financiële eisen en transparantie.

Een Nederlands pensioenfonds dient te beschikken over een vermogensbuffer van zodanige omvang dat de theoretische kans op onderdekking (een situatie waarin de waarde van de beleggingen onder die van de verplichten daalt) slechts eens in de 40 jaar voorkomt.

Voor een gemiddeld pensioenfonds bedraagt deze buffer, ofwel het vereist eigen vermogen, circa 30% van de waarde van de verplichtingen, overeenkomend met een dekkinggraad van 130%. Veel pensioenfondsen mogen de pensioenaanspraken en -uitkeringen pas volledig indexeren indien de dek-

kinggraad boven de 130% ligt. Hierbij wordt uitgegaan van een strategische beleggingsmix bestaande uit 25% staatsobligaties, 25% bedrijfsobligaties en 50% aandelen. Daarnaast bestaat er het wettelijk minimaal vereist eigen vermogen van 5% (een dekkinggraad van 105%). Dit is de ondergrens van het vereist eigen vermogen en vloeit voort uit een Europese pensioenrichtlijn.

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

Bij vastgoed wordt een onderscheid gemaakt tussen direct vastgoed en indirect vastgoed (vastgoedfondsen met leverage). De risicobuffer op indirect vastgoed ligt met 25% hoger dan die op direct vastgoed van 15% vanwege het hogere risico, voornamelijk voortkomend uit financiering met vreemd vermogen. Daar staat tegenover dat voor direct vastgoed met 6,5% een iets lager verwacht rendement wordt ingecalculeerd dan voor indirect vastgoed (7,5%). Voor beleggingen in vastgoedfondsen met een risicoprofiel dat gelijkwaardig is aan dat van direct vastgoed, dus met een beperkte hoeveelheid financiering met vreemd vermogen, mag doorgaans met de lagere risicobuffer van 15% worden gerekend.

Voorgeschreven rendementen en risico's van zakelijke waarden volgens het FTK in %

Bron: DNB, Aberdeen Asset Management

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

In juli 2010 zijn de rendement- en risicoparameters vastgesteld, die door pensioenfondsen in het kader van het FTK vanaf het jaar 2012 moeten worden gehanteerd (2011 voor pensioenfondsen die in de loop van 2011 een nieuw herstelplan moeten indienen). Voor het te verwachten rendement op direct vastgoed moeten pensioenfondsen volgens het conceptbesluit uitgaan van een rekenkundig gemiddelde van maximaal 7,5% en een meetkundig gemiddelde van maximaal 6%. Voor het te verwachten rendement op indirect vastgoed moeten pensioenfondsen uitgaan van 1% hogere maxima op beide gemiddelden.

Helaas wordt er bij de (nieuwe) parameters voor zowel direct vastgoed als indirect vastgoed geen onderscheid gemaakt wordt tussen landen, zeker gezien de nog steeds uitstekende prestaties van Nederlands vastgoed. In de 10-jaarsperiode 2000-2009 bedroeg het gemiddeld totaal rendement (meetkundig) op direct Nederlands vastgoed 8,7%, ruim hoger dan de overeenkomstige parameter van 6% die gaat gelden vanaf 2012. In deze periode zijn ook de relatief zwakke jaren 2008 en 2009 inbegrepen, waarbij het totaal rendement uitkwam op respectievelijk 3,3% en -0,2%. Voor pensioenfondsen die in Nederlands vastgoed beleggen zijn op (middel-) lange termijn aanzienlijk hogere rendementen mogelijk dan de nu in het ontwerpbesluit opgenomen maximale waarden.

2.5 Liability Driven Investing en vastgoed

2.5.1 Introductie LDI

LDI is een afkorting van Liability Driven Investing en staat voor een beleggingsstrategie die afgestemd is op de verplichtingenstructuur van een (institutionele) belegger. Dit, in tegenstelling tot meer traditionele beleggingstrategieën, die meer gericht zijn op het optimaliseren van het rendement op alleen de beleggingsportefeuille.

De opkomst van LDI onder Nederlandse institutionele beleggers is mede ingegeven door veranderen de regelgeving voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Sinds 1 januari 2007 schrijft het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) voor dat de waarde van verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen niet langer met een

vaste rekenrente kan worden bepaald. In plaats daarvan wordt de waarde van de verplichtingen vastgesteld met behulp van marktrentevoeten, i.c. de 'renteswapcurve'.

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

Voor pensioenfondsen is het van groter belang geworden de beleggingsportefeuille zodanig samen te stellen dat het effect van renteveranderingen op de dekkingsgraad zo veel mogelijk en bij voorkeur geheel geneutraliseerd wordt. Tegelijkertijd dient de beleggingsportefeuille een goede bescherming te bieden tegen onverwachte inflatieontwikkelingen en afdoende rendement af te geven. Dit pakket aan doelstellingen past goed in de context van een LDI gedreven management- en beleggingsomgeving.

2.5.2 Gevolgen van LDI voor het algemeen beleggingsbeleid

Bij LDI gaat het niet meer om het verslaan van een bepaalde activa benchmark, maar veel meer om het verslaan van een op de verplichtingen afgestelde benchmark. En omdat de waarde van de pensioen- en verzekeringsverplichtingen sterk afhankelijk is van de rente, doorgaans een zeer lange looptijd heeft en prijsindexatie zoveel mogelijk wordt nagestreefd, betreft dit in feite een benchmark die veel weg heeft van een zeer langlopende prijsgeïndexeerde obligatielening.

Voor de beleggingen leidt dit tot een andere strategie dan een ALM-, 'Asset Only'-, *Absolute of Relative Return* strategie. Centraal in de benadering komt te

staan het matchen van de looptijd, en daarmee van de rentegevoeligheid (duration) van beleggingen en verplichtingen. De gedachte hierachter is dat wanneer de gemiddelde looptijd aan de actiefzijde en die aan de passiefzijde van de balans van een pensioenfonds in evenwicht zijn, fluctuaties in de rente geen of een beperkt effect hebben op de dekkingsgraad (de zogenaamde rente-immunisatie). Immers, bij een dalende rente wordt de stijging van de waarde van de verplichtingen gecompenseerd door een stijging van de waarde van de beleggingen en vice versa.

Een sterk op 'duration matching' gericht beleid leidt ertoe dat de beleggingsportefeuille qua samenstelling steeds meer opschuift richting vastrentende waarden. Immers, van vastrentende waarden kan – in theorie – het beste de duration worden bepaald omdat er grote mate van zekerheid bestaat ten aanzien van de timing en omvang van de kasstromen.

Van andere vermogenscategorieën zoals aandelen en vastgoed wordt vaak verondersteld dat de duration veel minder zuiver kan worden vastgesteld, aangezien de tussentijdse kasstromen (dividenden, huurinkomsten e.d.) kunnen en zullen fluctueren op een vooraf niet altijd voorziene wijze, en omdat er geen sprake is van eindaflossing. Er is op dit punt overigens wel een substantieel verschil tussen aandelen en vastgoed. Kasstromen van vastgoed, in de vorm van vooral huurstromen, exploitatielasten en onderhoudsprogramma's, zijn veel meer dan bij gewone aandelen voorspelbaar, stabiel en zekerder en, middels huurindexatie, aanzienlijk beter gehedged tegen inflatie.

2.5.3 Splitsing van de beleggingsportefeuille

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

- een 'duration matching' portefeuille (matchingportefeuille) en
- een portefeuille waarin extra, absoluut rendement voorop staat (returnportefeuille).

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

dient voor extra rendement te zorgen. Met dit extra rendement, boven het rendement dat noodzakelijk is om op lange termijn een voldoende dekking van de verplichtingen door de beleggingen te bewerkstelligen, wordt een aantal extra mogelijkheden gefinancierd. Zoals premieverlaging, kwalitatieve verbetering van de pensioenregeling en extra indexaties in geval van onverwacht hoge inflatie. In de praktijk tot nu toe is de matchingportefeuille meestal het exclusieve domein van vastrentende waarden en renteswaps, en bestaat de returnportefeuille meestal uit zakelijke waarden, onder meer vastgoed.

2.5.4 Gevolgen voor de positie van vastgoed als vermogenscategorie

Ook voor de beleggingscategorie vastgoed heeft LDI ingrijpende gevolgen. Verwacht wordt dat veel institutionele beleggers geneigd zullen zijn hun vastgoedportefeuilles te positioneren in de returnportefeuille, en niet in de matchingportefeuille. Dit, vanwege de (veronderstelde) gebrekkige duration matching-kwaliteiten van vastgoed. De omvang van de vastgoedportefeuille wordt dan met name bepaald door de omvang en samenstelling van de returnportefeuille. Een dergelijke positionering van vastgoed gaat voorbij aan de matchende kwaliteiten van vastgoedbeleggingen en leidt tot onevenwichtige afwegingen bij het kiezen van de structurele, waarschijnlijk te lage, exposure van vastgoed binnen de pensioenfondsbalans.

2.5.5 Gevolgen voor de structuur van de vastgoedportefeuille

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

- Minder leverage, ergo schuldfinanciering, in vastgoed(fondsen). Onder bepaalde condities draagt leverage bij aan het rendementsprofiel van vastgoed. Maar in het kader van duration mismatch heeft zij juist een tegenovergesteld, ongewenst effect. Immers, vanuit het gezichtspunt van een pensioenfonds leidt leverage tot een toename van de liability zijde van haar balans. Dit kan het best worden geïllustreerd indien een pensioenfonds

een geleverde vastgoedbelegging volledig zou moeten consolideren. Het vastgoed zou dan aan de activa zijde van de balans worden gezet, terwijl de schulden aan de passiva zijde gaan bijdragen. Leverage kan juist de duration van de vastgoedbelegging verzwakken. De grootte van dit verzakkende effect is overigens wel afhankelijk van de looptijdstructuur van de betrokken vastgoedfinanciering.

- Het nut van leverage zal zich wel blijven bewijzen als gedoseerde hefboom en bijvoorbeeld als overbruggingsfinanciering van vastgoedacquisities of voor tijdelijke financiering van fondsuitredingen.
- Meer beleggingsvraag naar vastgoed met lange huurcontracten. Teneinde de duration van vastgoed te verlengen, om zo de duration mismatch verder te optimaliseren, zijn langere huurcontracten wenselijk. Deze verlengen immers de gemiddelde looptijd, i.c. duration, van de vastgoedbelegging. Het vergroten van zekerheden in de vastgoedportefeuille in het algemeen dragen bij aan de hoogte van de duration. Mogelijk krijgen niet-klasseke vastgoedsectoren als zorg- en onderwijsvastgoed en infrastructuur hierdoor meer kans om in portefeuilles geïntroduceerd te worden en uit te groeien tot volwassen vastgoedbeleggingen.
- Meer vraag naar vastgoed 'dichter bij huis'. De solvabiliteit van pensioenfondsen wordt getoetst met behulp van Nederlandse rentevoeten en op basis van Nederlandse inflatieverwachtingen. Vastgoed in Nederland en in landen in de Eurozone met een vergelijkbaar rente- en inflatiescenario als die in Nederland worden hierdoor interessanter als beleggingscategorie. Dit staat mogelijk haaks op de algemeen beleefde wenselijkheid van internationale diversificatie.
- Minder beursgenoteerd vastgoed. Algemeen bekend is dat beursgenoteerd vastgoed zich (op korte termijn) meer gedraagt als een aandelensector en een lage correlatie heeft met het rendementprofiel van direct vastgoed. Dit betekent dus mogelijk verder terreinverlies van beursgenoteerd vastgoed als volwaardig onderdeel van de vastgoedportefeuille. Wel behoudt beursgenoteerd vastgoed haar rol als liquiditeitsverschaffer, als toegang tot professionele, brede en diepe, inter-

nationale beleggingmarkten, en als tactische instrument om korte termijn rebalancing bewegingen uit te voeren.

- Meer beleggingvraag naar woningen en winkels. Dankzij de structureel hogere waardering van woning- en winkelvastgoed, in combinatie met een betere trackrecord ten aanzien van reële huurgroei, is de duration van deze vastgoedcategorieën hoger dan die van kantoren en bedrijfsruimten. Daarnaast zijn de inflatie hedging kwaliteiten van woningen en winkels op lange termijn beter dan die van kantoren en bedrijfsruimten.
- Meer productafstemming op de doelgroep. Duration en inflatie bescherming worden in toenemende mate en in het bijzonder gevraagd door pensioenfondsen. Verwacht kan worden dat pensioenfondsen meer met elkaar zullen optrekken om deze behoefte permanent te zien weerspiegeld in de structuur en strategie van vastgoedfondsen. Clubdeal structuren zijn in dit verband ook een logische keuze gezien het optimaliseren van control en invloed.

2.6 Waardering van de beleggingen (taxaties)

2.6.1 Taxatierichtlijnen en -methoden

Het totale beleggingsrendement van elke belegging wordt gevormd door het directe rendement en het indirecte rendement. Dit laatste wordt gevormd door de verandering in waarde (al dan niet gerealiseerd) van de belegging. Het vaststellen van de waarde van een belegging is dan ook een belangrijk aspect; het heeft een nauwe samenhang met het beleggingsresultaat. In de financiële markten kan de waarde van een belegging eenvoudig bepaald worden op basis van de geldende beurskoers. Bij vastgoed is deze situatie anders: voor individuele gebouwen zijn geen publieke prijsgegevens permanent beschikbaar. Het is om deze reden dat de waardering van vastgoed een apart onderdeel is van het beleggingsproces.

Teneinde het waarderingsproces van direct vastgoed in Nederland uniform en transparant te maken, zijn in het kader van de ROZ/IPD Vastgoedindex speciale taxatierichtlijnen opgesteld. Deelnemers aan de index conformeren zich aan deze richtlijnen, waardoor deze als een standaard geldt voor de sector.

De taxatierichtlijnen van de ROZ/IPD Vastgoedindex zijn gebaseerd op zowel de inkomstenbenadering als de marktbenadering van de waarde. Voor de eerste benadering wordt uitgegaan van de verwachte huur- en verkoopopbrengsten alsmede de exploitatiekosten over meerdere jaren van het individuele object, die vervolgens contant gemaakt worden. Deze benaderingswijze krijgt doorgaans de vorm van een Discounted Cash Flow (DCF) berekening. Bij de marktbenadering wordt het Bruto Aanvangsrendement van het te taxeren object mede afgeleid uit de Bruto Aanvangsrendementen (BAR) van kooptransacties van recent verhandelde objecten. In de taxatierichtlijnen wordt nauwkeurig aangegeven aan welke specifieke vereisten de taxaties moeten voldoen. Zo dient bijvoorbeeld uitgegaan te worden van het waardebegrip 'waarde in verhuurde staat', en dient bij de prognose van toekomstige cash flows gebruik te worden gemaakt van een voorgeschreven inflatiescenario. De ROZ/IPD Vastgoedindex houdt steekproefsgewijs toezicht op de naleving van de taxatierichtlijnen.

2.6.2 Taxaties en marktturbulentie

De taxaties zijn de laatste jaren steeds meer in de schijnwerpers komen te staan. Niet zo verwonderlijk want de afgelopen jaren kenmerkten zich door een sterk veranderende markt. Rond 2005 was de vraag naar vastgoed zo groot dat daardoor in toenemende mate door verkopende partijen gebruik werd gemaakt van tenders. Door de lage rente in combinatie met een hoge financierbaarheid kwamen zeer hoge prijzen tot stand. Het instrument tender werd dermate interessant dat op een bepaald moment tot wel 75% van de verkooptransacties op die wijze tot stand kwam. Voor de taxateurs speelde toen de vraag in hoeverre de uitkomsten van tenders maatgevend waren voor de markt als geheel en daarmee als marktreferentie voor taxaties konden dienen. Met andere woorden is de tender een hype die overwaait of betreft het een wezenlijke verandering van de markt. Aangezien dit moeilijk te beoordelen was namen taxateurs voorzichtigheidshalve de effecten van zo'n nieuw instrument (tender) 'gedempt' mee.

Diezelfde benadering is in Nederland ook gevolgd, alhoewel sommige taxateurs die dempende werking van de eigen kritisch analyse niet altijd hebben toegepast. Duidelijk werd wel dat de voortdurende

Taxatiemethoden: BAR/NAR en DCF

In het kader van de ROZ/IPD Vastgoedindex zijn twee waarderingmethoden toegestaan: de zogenaamde 'conventionele methode' (BAR/NAR) en de 'contante waarde methode' (DCF).

BAR/NAR

De conventionele methode (BAR/NAR) is gebaseerd op:

- de cashflow geschat op basis van markthuur;
- aftrekposten voor marktconforme eigenaarlasten;
- waardebepaling, via kapitalisatie van de netto aanvangsrendementen van vergelijkbare transacties;
- eventuele correctieposten voor onder meer aanloopleeftijd en voor de contante waarde van het verschil tussen de feitelijke huur en markthuur, achterstallig onderhoud, mogelijke toekomstige renovaties, et cetera.

Voordelen van deze methode zijn: simpel te bepalen, markttechnisch goede vergelijkingsmaatstaf, goed communiceerbaar. Nadelen zijn onder andere: discrepantie tussen de NAR bij taxaties en de BAR bij nieuwe investeringen, minder betrouwbare NAR bij weinig markttransacties, verborgen aannames in de NAR zoals de 'oneindige' huurstream ten tijde van taxatie, vrijheid om al dan niet correctieposten op te voeren (voor bijvoorbeeld een groot verschil tussen markthuur en contracthuur).

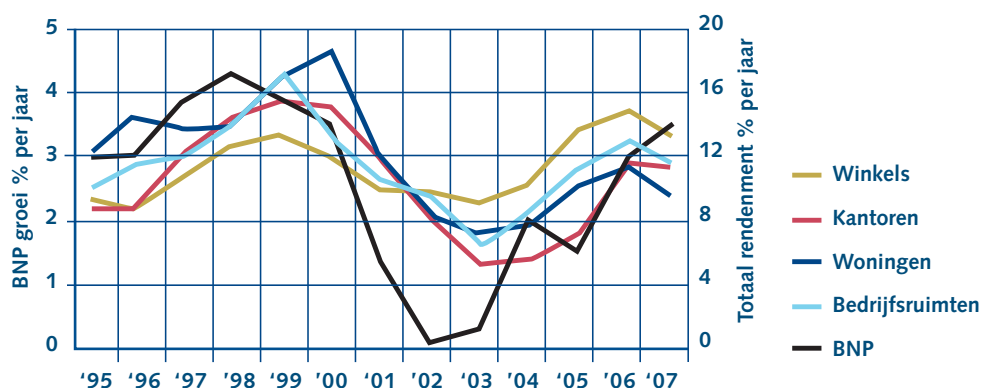
DCF

De contante waardemethode (CW), ofwel discounted cashflow methode (DCF) is gebaseerd op:

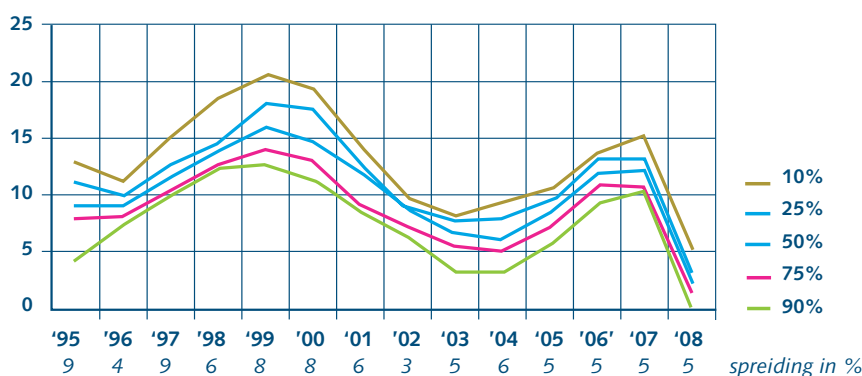
- spreadsheet met cashflows voor tenminste de komende 10 jaar;
- aannames voor de restwaarde in het laatste jaar;
- als discontovoet te hanteren gewenste internal rate of return (IRR) percentage.

De voordelen van deze methode zijn: goed inzicht in het verloop van kosten en opbrengsten in de tijd gezien, toetsbare resultaten door inzichtelijkheid van de methode, geen 'verborgen' aannames mogelijk. Nadelen van deze methode zijn: er moeten aannames worden gemaakt van de eind-/restwaarde welke te optimistisch kunnen zijn, (hetgeen nauw samenhangt met de verhoudingen tussen de bijbehorende caprate en de caprate in het eerste jaar), en er moeten aannames worden gemaakt met betrekking tot het IRR percentage.

figuur 2.17 **BNP % groei per jaar en sector resultaten per jaar** Bron ROZ/IPD Vastgoedindex, OECD



figuur 2.18 **Spreading totaal rendement per jaar voor kantoren** Bron: ROZ/IPD Vastgoedindex



opwaardering van vastgoed ruim boven de inflatie niet eeuwig kon doorgaan. Afgezien van kortstondige dips was de waardegroei al zo'n 25 jaar aan de gang. Eind 2007 werd al duidelijk dat de koopwoningenmarkt niet meer die aantallen transacties liet zien van de jaren daarvoor. Over heel 2007 werd ook al duidelijk dat de waardegroei afzwakte. Vervolgens kwam de kredietcrisis in 2008 en draaide de markt 180 graden. In de ROZ/IPD vastgoedindex werd duidelijk dat de taxateurs somber waren over de markt: alle vastgoedsectoren lieten een scherpe daling van de indirecte rendementen zien. Dat was een duidelijke trendbreuk met het verleden; meestal was de ontwikkeling van de economische groei de indicator waarop de performance van vastgoed met 1 tot 2 jaar vertraging reageerde.

Eind 2008 anticipeerden de vastgoedsectoren juist. Een belangrijke oorzaak lag in het gebrek aan markt-referenties. De beleggers hielden de hand op de knip en de financiers waren niet meer bereid om tot 80% te financieren tegen vaak variabele rente – als zij al bereid waren om überhaupt te financieren.

Taxatiestandaarden RICS ('Red Book'⁶)

Het 'Red Book' van de RICS bevat een aantal algemene standaarden voor alle RICS-leden wereldwijd. Zo heeft RICS als doel om een open, integere en transparante relatie tussen taxateur en cliënt veilig te stellen. Cliënten moeten verzekerd zijn van onafhankelijke taxaties van een goede kwaliteit door RICS-leden. Het moet voor de cliënt helder zijn wat de taxateur precies gaat doen. Hiervoor behandelt het RICS Red Book kwesties zoals:

- kwalificaties van de taxateur en omgaan met potentiële belangenverstrengelingen;
- duidelijke en gedetailleerde voorwaarden voor offertes en opdrachten die aan een cliënt verstrekt moeten worden;
- uitleg van de algemene en bijzondere uitgangspunten die in een taxatierapport opgenomen moeten worden;
- minimuminhoud van een taxatierapport;
- kwesties die openbaar moeten zijn als een derde partij vertrouwt op de informatie in een taxatierapport, bijvoorbeeld een bank.

⁶ Zie meer over RICS in paragraaf 5.1.

Door een gebrek aan marktreferenties ontstond bij institutionele beleggers onzekerheid over de uitkomsten van de taxaties. Veel analyses werden onder de vlag van de ROZ/IPD Vastgoedindex uitgevoerd en daaruit bleek dat de geconstateerde variatie niet werd ondersteund door de analyses: de verschillen tussen de taxateurs onderling waren eigenlijk niet groot en varieerden in de stijgende markt van 1999 en 2000 juist veel meer.

Inmiddels zijn mede op initiatief van de IVBN initiatieven genomen om het vak van taxateur te versterken door opleidingen voor taxateurs te bevorderen – zoals de recent gelanceerde ASRE-opleiding Real Estate Valuation. Meer uniformiteit ontstaat ook door verfijning en aanscherping van de taxatierichtlijnen.

Toch zal het element van de persoonlijke visie van de taxateur al dan niet in samenwerking met collega's een rol blijven spelen.

2.7 Benchmarking, indices en transparantie

2.7.1 Benchmarking en indices

Benchmarks en indices zijn er in soorten en maten. Vooral voor de internationale vastgoedbelegger staan verschillende indices ter beschikking. Hieronder volgt een uiteenzetting van de belangrijkste indices, uitgesplitst naar directe en indirecte vastgoedindices. Opgemerkt wordt dat indices voor direct vastgoed over het algemeen een betere reflectie geven van het rendementrisicoprofiel van vastgoedbeleggingen dan indirecte vastgoedindices. Indices voor indirect vastgoed hebben doorgaans veel last van rente-effecten, omdat de onderliggende waarden, vastgoedfondsen, doorgaans in meer of mindere mate met vreemd vermogen zijn gefinancierd. Mede hierdoor zijn rendementen van indirecte vastgoedindices (vooral indices met beursgenoteerde vastgoedfondsen als onderliggende waarden) minder stabiel dan die van directe vastgoedindices.

Voor **Nederlands direct vastgoed** is de ROZ/IPD Vastgoedindex de leidende index voor beleggers in direct vastgoed. Deze index dekt met een universum van bijna € 40 miljard een groot deel van de vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers en van de vastgoedfondsen die hun cijfers publiceren. De index kent jaarlijkse rendementen (met als startjaar 1995) voor vastgoed in totaliteit en separaat

voor de belangrijkste sectoren (woningen, winkels, kantoren, bedrijfsruimten en overig). In een groot aantal andere Europese landen wordt ook door het Engelse bedrijf IPD voor direct vastgoed een nationale benchmark gepubliceerd.

Voor **Europees privaat (niet-beursgenoteerd) vastgoed** wordt door de INREV (de Europese associatie van beleggers in private vastgoedfondsen) een index beschikbaar gesteld. Het aantal op Europa gerichte vastgoedfondsen is sinds de jaren negentig gegroeid van zo'n 50 fondsen naar enkele honderden fondsen. De marktwaarde van deze fondsen is gestegen van circa € 30 miljard tot zo'n € 500 miljard. De INREV Index vertegenwoordigde in 2009 met zo'n 250 fondsen een marktwaarde van ruim € 130 miljard.

Voor **Europees beursgenoteerd vastgoed** bestaan meerdere benchmarks. Leidende indices zijn – wereldwijd, met een subindex voor respectievelijk Europa en Nederland, de GPR General Index en de TSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index. De GPR Index kent met bijna 500 fondsen een marktwaarde van ruim € 700 miljard en de FTSE EPRA/NAREIT Index met zo'n 350 fondsen een marktwaarde van meer dan € 600 miljard.

2.7.2 Transparantie

Ook in een goed functionerende en professionele vastgoedsector neemt het belang van verdergaande transparantie toe. Naast duidelijke taxatierichtlijnen gaat het hierbij bijvoorbeeld om heldere definities en afspraken die breed door de markt worden gedragen, zoals over jaarverslaglegging en over managementkosten.

De **IVBN-aanbevelingen voor de jaarverslaglegging** (januari 2005, herziene druk 2008) zijn gericht op de exploitatie en de (des)-investeringen van de vastgoedportefeuille. De informatie hierover moet zodanig zijn dat goed inzicht verkregen wordt in de fysieke en financiële opbouw van de onderliggende vastgoedportefeuille(s), de inkomsten, rendementen en risico's uit de vastgoedportefeuille(s) en de prestaties van deze portefeuille(s) ten opzichte van de relevante benchmark. Doel is om de (vastgoed)-fondsen en portefeuilles beter onderling te kunnen vergelijken. In de aanbevelingen wordt ook aandacht besteed aan gegevens over de exploitatie- en

de pijplijnportefeuille. Daarnaast wordt aanbevolen gegevens op te nemen over de deelpartefeuille (land, sector, segment) en individuele objecten. Hierbij gaat het om informatie betreffende de verhuursituatie (onder meer aantal huurders en expiratie huurcontracten, mutatiegraad (woningen), huurontwikkeling en markthuur). Op portefeuille- en deelpartefeuilleniveau zullen gegevens verstrekt moeten worden over de exploitatie (bruto en netto huuropbrengsten), over de vastgoedbeleggingen (boekwaarde begin en eind van de periode, des-investeringen en waardeontwikkeling in de tussenliggende periode) en de rendementen.

Meer inzicht in managementkosten

Naast de ROZ/IPD Vastgoedindex voor de jaarlijkse rendementen van direct vastgoed heeft IVBN in samenwerking met ROZ/IPD ook gewerkt aan een benchmark voor managementkosten. In het kader van verbetering van de transparantie en de vergelijkbaarheid van vastgoedfondsen is een benchmark voor managementkosten ontwikkeld. De doelstellingen van deze benchmark zijn het vergroten van inzicht in zowel de managementkosten in de vastgoedbeleggingssector, de verhouding tussen managementkosten bij vastgoedbeleggingen en andere beleggingscategorieën, de verhouding

tussen de managementkosten van afzonderlijke vastgoedfondsen (benchmarking) en de opbouw van managementkosten in de bedrijfstak en bij afzonderlijke fondsen.

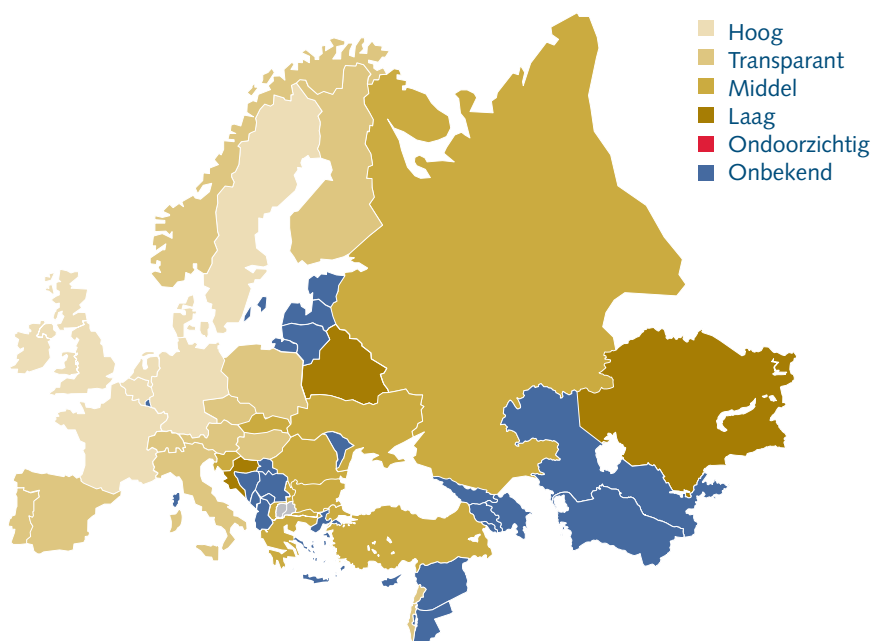
2.8 Nederlands vastgoed in internationaal perspectief

Als wordt gekeken naar Nederlands vastgoed in internationaal perspectief – op basis van rendement en risico – kan een aantal conclusies worden getrokken:

- de rendementen van Nederlandse kantoor- en winkelbeleggingen vertonen over de periode 2000-2009 grote samenhang met de totaal rendementen van andere continentaal Europese landen. De totaal rendementen van Nederlands vastgoed zijn minder volatiel dan in de andere landen;
- er is sprake van een hoge correlatie tussen de verschillende landen waardoor het diversificatiepotentieel en de risicoreductie middels landen-spreiding beperkt wordt;
- de Europese Angelsaksische markten kennen een afwijkend verloop met een hogere standaarddeviatie en een lager gemiddeld totaal rendement;
- landen buiten Europa kennen een hoger totaal rendement maar ook een grotere volatiliteit. De

figuur 2.19 **Mate van (markt)transparantie vastgoedmarkt in Europa** Bron: Jones Lang Lasalle

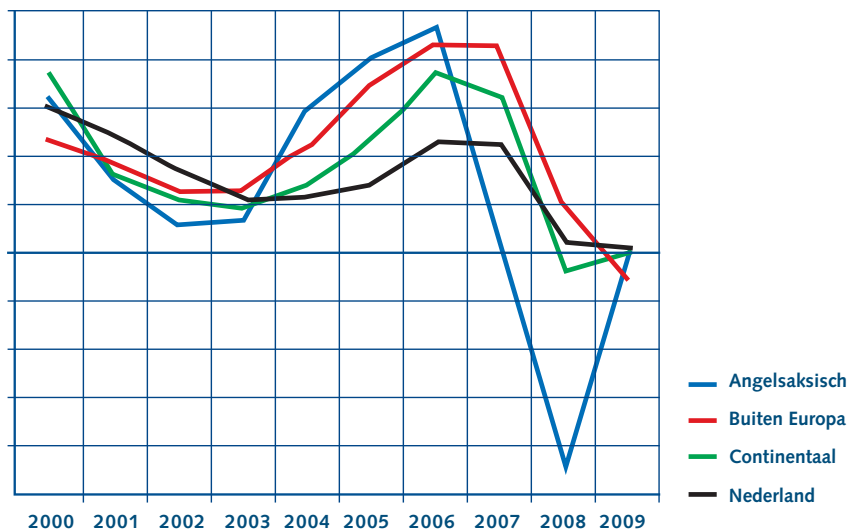
Op basis van aspecten waaronder beschikbaarheid tijdreeksen, trends verhuurmarkt, volwassenheid in termen van omvang (voorraad) en ruimtelijke, juridische en fiscale wet- en regelgeving. Buiten verschillende Europese landen kunnen ook Canada, de Verenigde Staten, Australië en Nieuw-Zeeland als zeer transparant worden beschouwd.



correlatie met de Nederlandse vastgoedmarkt is minder groot dan met de meeste andere Europese landen;

- de risico-rendementverhoudingen van de Nederlandse kantorenmarkt liggen rond het Europees gemiddelde terwijl de risico-rendementverhoudingen van de Nederlandse winkelmarkt tot beste van de onderzochte regio's behoren;

figuur 2.20 **Vergelijking totaalrendement kantorenmarkt** Bron: IPD



3 Beleggingsstrategie bij vastgoedbeleggen

De afweging tussen rendement en risico is bij beleggen het centrale thema. Dit geldt zowel voor beleggen in vastgoed als voor beleggen in andere beleggingscategorieën. Bij de focus op een hoog rendement zal doorgaans ook een hoog risico moeten worden geaccepteerd. In dit hoofdstuk wordt toegelicht dat de beleggingsdoelstelling van de (fonds)manager bepalend is voor de

te kiezen beleggingsstijl en -strategie. Ongeacht de beleggingsstijl kan de (fonds)manager kiezen hoe hij daaraan invulling geeft. Hij zal een beleggingsplan maken en daarbij kiezen uit een aantal verschillende mogelijkheden om zijn doel te realiseren. Die 'bouwstenen van rendement en risico' worden ook in dit hoofdstuk besproken.

3.1 Beleggingsdoelstellingen

De doelstellingen van pensioenfondsen en verzekeraars wijken veelal af van die van particuliere beleggers. Institutionele beleggers hebben bepaalde, veelal redelijke voorspelbare verplichtingen, met name op lange termijn. Voor alles gaat het er om, dat er voldoende rendement wordt behaald om de pensioen- en verzekeringsverplichtingen na te kunnen komen. Extra rendement kan daarenboven leiden tot hogere dekkingsgraden en lagere premies. Om deze reden is de hoogte van het rendement van zeer groot belang voor deze institutionele beleggers. Voor pensioenfondsen is het ook van groot belang, dat de beleggingen inflatiebestendig zijn. Het risico dat genomen moet worden om het beoogde rendement te behalen, is een hot issue. Enerzijds gaat het om de stabiliteit en continuïteit van het rendement op de beleggingen. Anderzijds is het belangrijk de timing van de opbrengsten af te stemmen op de verplichtingen.

Beursgenoteerde vastgoedfondsen streven meestal naar groei van hun marktpositie. Aandeelhouders/beleggers moeten min of meer 'dagelijks' tevreden gesteld worden in dit opzicht. De focus van de managers zal daardoor meer gericht zijn op het verslaan van concurrenten op rendement. Naast koersrendement, dat ook onder invloed staat van het algemene beursklimaat, is vooral de hoogte van het dividendrendement vaak een reden om in een beursfonds te beleggen. De kwaliteit van het management en – in steeds grotere mate ook de transparantie van het fonds – spelen eveneens een belangrijke rol.

Niet beursgenoteerde vastgoedfondsen stemmen hun beleggingsbeleid vaak sterker en directer af op de specifieke beleggingsdoelstellingen van hun kapitaalverstrekkers, zoals institutionele of particuliere

beleggers. Hiervoor kan zo'n fonds in zijn beleggingsbeleid accenten leggen die voor deze beleggers aantrekkelijk zijn en daarom een motief vormen om juist in dat fonds te willen beleggen. Deze accenten kunnen zich bijvoorbeeld betrekking hebben op de hoogte van het totale rendement, ofwel de internal rate of return (IRR). 'Leverage' kan daarbij een belangrijke factor zijn. Daarnaast kan de hoogte van het directe rendement worden beïnvloed door de keuze voor een bepaald marktsegment of type vastgoed. Het accent kan ook liggen op bijvoorbeeld inflatiebestendigheid, risicospreiding of belastingbesparing.

Kortom, iedere belegger heeft zijn eigen doelstellingen die bepalend zijn voor het te voeren beleggingsbeleid. Indien de belegger de uitvoering van dit beleid uitbesteedt, zal hij fondsen zoeken die zo goed mogelijk bij dit beleggingsbeleid aansluiten.

3.2 Beleggingsstijlen en -strategieën

Vastgoedfondsen zijn continu op zoek naar methodes, tactieken en beleggingsstijlen om rendementen te genereren die zich positief onderscheiden ten opzichte van die van concurrenten. In deze paragraaf zal een aantal tactieken en beleggingsstijlen worden belicht die bij kunnen dragen aan het realiseren van die 'outperformance'. In de praktijk worden vaak verschillende beleggingsstijlen naast elkaar gebruikt.

3.2.1 Core – Value Added – Opportunistic

Vastgoedfondsen kunnen verschillende profielen hebben. Dit is in te delen in drie hoofdgroepen, te weten Core, Value Added en Opportunistic. Door het beperkte aantal stijlen worden ook wel tussenvormen onderscheiden als Core Plus en Semi Opportunistic. Een fonds kan ook een combinatie van deze verschillende stijlen hanteren.

Fondsen met een Core profiel beleggen in ontwikkelde sectoren en landen. Het fonds houdt een lage leverage aan en heeft geen of een heel beperkte exposure naar ontwikkelingen en renovaties in de portefeuille. Een groot deel van het rendement wordt gegenereerd door het directe rendement. Core vastgoedobjecten zijn te typeren als relatief lang verhuurde, goed onderhouden objecten met stabiele, kredietwaardige huurders. Core beleggingen zijn doorgaans lange termijn beleggingen met een 'holding period' van 8 tot 12 jaar. Het belangrijkste doel is het generen van inkomen en waardebehoud. Zoals duidelijk mag zijn, is dit een strategie gericht op een laag risicoprofiel, met doorgaans ook een beperkt rendement.

Bij een Value Added fonds is het ook toegestaan in andere landen en vastgoedsectoren te beleggen. Zowel het directe als indirecte rendement speelt een belangrijke rol. Het fonds kan er zelfs voor kiezen al haar beleggingen in ontwikkelende landen of alternatieve vastgoedsectoren te alloceren. Daarnaast kan ook belegd worden in ontwikkelingen of andere vormen van actief management, zoals portefeuilles met aanzienlijke leegstand(-skansen) en een hoger geleveraged fonds. Rendement zal enerzijds afkomstig zijn uit waardetoevoegingen (Value Adds) door middel van renovaties en herontwikkelingen. Value Added beleggingen hebben doorgaans een kortere holding periode van 3 tot 6 jaar. Het risico is hier duidelijk hoger dan bij Core fondsen en waardestijging is een belangrijk doel.

Een fonds kan worden gekarakteriseerd als Opportunistic als er sprake is van een hoge leverage, een grote exposure naar ontwikkeling en andere vormen van actief management, die leiden tot een hoge waardecreatie. Herbestemming en herpositionering zijn hierbij een mogelijkheid. Een dergelijk fonds mag beleggen in vrijwel elk land en elke vastgoedsector en mag zich in hoge mate specialiseren in een van die markten. Opportunistische beleggingen worden doorgaans voor een korte periode aangehouden van 3 tot 6 jaar. Het risico is bij dit profiel het grootst, wat ook zou moeten leiden tot een hoog rendement.

Een Core-portefeuille vormt veelal de basisportefeuille die vaak voor langere termijn aangehouden wordt en die primair gestuurd wordt op optimalisatie van het exploitatieresultaat. De Value Added en de

Opportunistic-portefeuilles worden dan gebruikt om (tegen hogere risico's) hogere rendementen te genereren. Dit kan bijvoorbeeld door:

- het deels beleggen in een andere vastgoedcategorie, die hoger rendeert (bijvoorbeeld bedrijfsruimten in een fonds met overwegend kantoren);
- het aanhouden van opportunity-objecten die door in de toekomst verwachte wijzigingen in wet- en regelgeving (bijvoorbeeld bestemmingsplannen) of marktomstandigheden (bijvoorbeeld leegstand) naar verwachting extra rendement kunnen bieden door middel van verhuuroptimalisatie, herontwikkeling, verkoop, e.d.;
- het (tijdelijk) aanhouden van vastgoed in zogenaamde 'nichemarkten';
- het beleggen in woningen met het doel extra opbrengsten te genereren door middel van uitpolding;
- het door private fondsen aanhouden van beleggingen in beursfondsen. (Het aanhouden van dit soort belangen wordt overigens ook vaak gedaan vanwege het liquide karakter van dit soort beleggingen.)

3.2.2 Specialisatie

Specialisatie kan reeds vooraf strategisch bepaald zijn doordat een fonds zich richt op een bepaalde vastgoedsector, bijvoorbeeld winkels. De verschillende vastgoedsectoren hebben verschillende karakteristieken en daarmee een verschillend rendement-risicoprofiel. Bij bedrijfsgebouwen bijvoorbeeld wordt het verwachte directe rendement doorgaans belangrijker geacht, terwijl bij woningen of winkels het verwachte indirecte rendement vaak de belangrijkste component wordt geacht van het verwachte totaalrendement. Naast verschillen in rendement spelen uiteraard ook de verschillen met betrekking tot het verwachte risico een belangrijke rol.

Vervolgens kan getracht worden de voor de sector geldende benchmark te verslaan door middel van nadere specialisatie binnen de gekozen vastgoedsector. Deze specialisatie op submarkten kan gericht zijn op bepaalde geografische gebieden, bepaalde typen locaties, een specifieke gebruiksvorm, bepaalde huurniveaus, e.d.

3.2.3 Optimalisatie

Iedere fondsmanager licht aan de hand van hold-sell analyses met enige regelmaat de beheerde porte-

feuille door. Objecten die (in de toekomst) onvoldoende bijdragen aan het gekozen rendement-risicoprofiel van de totale portefeuille komen dan in aanmerking voor verkoop of renovatie. Opbrengsten uit verkopen kunnen daarbij eventueel worden gebruikt voor het verwerven van objecten die een betere bijdrage leveren aan het gekozen rendement-risicoprofiel van de portefeuille. Aan de hand van de jaarlijkse budgettering van het aan- en verkoopvolume, ten opzichte van het portefeuillevolume, kan meer of minder druk gezet worden op deze vorm van optimalisatie – in vergelijking met een soort van natuurlijke doorstroming. Hierbij dient opgemerkt te worden dat geplande verwervingen en vervreemdingen van vastgoed vaak behoorlijk beperkt worden door marktomstandigheden. Om deze reden richt het optimaliseren zich in de praktijk vaak op het maximaliseren van huuropbrengsten, het minimaliseren van kosten en derhalve het maximaliseren van de netto toekomstige cashflow. Afhankelijk van de ontwikkeling van de vastgoedmarkt kan een meer of minder grote behoefte bestaan deze toekomstige cashflow korter of langer in huurcontracten vast te leggen.

3.2.4 'Scheefheid' (tracking error) versus benchmark

Bij deze benadering wordt gekozen voor een (relatieve) overweging van de portefeuille in, naar ver-

wachting, beter renderende marktsegmenten en een onderweging in minder renderende marktsegmenten die binnen de benchmark onderscheiden kunnen worden. Door deze scheefheid wordt getracht een beter dan gemiddeld rendement te scoren. De veronderstelling die hieraan ten grondslag ligt, is dat de markt in meer of mindere mate voorspelbaar en te 'timen' is. Bovendien vergt deze aanpak dat de portefeuillesamenstelling kan worden aangepast door aan- en verkopen. Omdat het voor grote fondsen vaak niet eenvoudig is om de focus op korte termijn aanzienlijk te verleggen, is dit een beleggingsstrategie die meer voorkomt bij middelgrote en kleinere fondsen. In principe geldt dat een hogere tracking error een hoger risicoprofiel met zich meebrengt.

3.2.5 Groei versus waardebeleggen

De zogenaamde waardebeleggingen (in de aandelenwereld bekend als value stocks) zijn beleggingen, die een laag waarderingsniveau (lage koers-winstverhouding), combineren met een hoog dividendrendement en relatief lage winstgroeivooruitzichten. Hiertegenover staan de groeibeleggingen (in de aandelenwereld bekend als growth stocks) die een hoog waarderingsniveau (hoge koers-winstverhouding) hebben en een laag dividendrendement gecombineerd met hoge winstgroeivooruitzichten. Vertaald naar vastgoedbeleggingen zouden in de huidige



markt de sectoren kantoren en bedrijfsruimten als waardebeleggingen kunnen worden getypeerd dankzij de relatief hoge aanvangsrendementen en relatief lage huurgroeimogelijkheden. Winkels en woningen kwalificeren zich dan eerder als groei-beleggingen gezien de lagere aanvangsrendementen en betere huurgroeimogelijkheden, voornamelijk als gevolg van meer aanbodschaarste dan bij kantoren en bedrijfsruimten. Hierbij dient opgemerkt te worden dat afhankelijk van de stand van de economische cyclus en de marktomstandigheden (meer of minder leegstand) groei en waarde gemakkelijk van positie kunnen wisselen. Per saldo is het beleggingsconcept van groei versus waarde eenvoudiger dan de toepassing ervan. Dit geldt, gezien hun unieke karakteristieken, zeker voor vastgoedobjecten. Groei-versus waardebeleggen, als beleggingsstijl, beperkt zich binnen vastgoed dan ook feitelijk tot beursgenoteerd vastgoed.

3.2.6 Indexbeleggen

Indexbeleggen is in de aandelenwereld populair vanwege het feit dat tegen lage managementkosten een marktconform rendement gerealiseerd kan worden. Met betrekking tot beursgenoteerd vastgoed behoort indexbeleggen tot de mogelijkheden. Dit zou kunnen door bijvoorbeeld een belang te nemen in een dakfonds dat een bepaalde vastgoedindex volgt of door te beleggen in 'exchange traded funds' (ETF's). Een ETF wordt aan de beurs verhandeld en belegt in een mandje aandelen of obligaties dat nagenoeg exact een bepaalde index volgt. Voor directe en private (niet beursgenoteerde) vastgoedbeleggingen bestaat deze mogelijkheid sinds enige jaren ook. Door te beleggen in derivaten op basis van de benchmark (IPD) kan men in de index beleggen.

Echter, doordat er vaak een groot verschil bestaat tussen de onderliggende portefeuille van de index en die van de belegger is deze markt nog niet erg ont-



wikkeld. Het Verenigd Koninkrijk is het enige land in Europa waar wel veel belegd wordt in derivaten van de vastgoedbenchmark. Door het unieke karakter van iedere vastgoedbelegging zal dit probleem ook in de toekomst een issue blijven. Een andere optie is, dat de manager de samenstelling van de benchmark over sectoren tracht te volgen. Vanwege het pas achteraf bekend worden van de samenstelling van de benchmark zullen aanpassingen echter pas vertraagd kunnen worden uitgevoerd.

3.2.7 Fund of Fund beleggen

Fund of fund beleggen is bij vastgoedfondsen een relatief nieuw fenomeen, maar sinds de introductie van het eerste fonds in 2000 is de populariteit sterk gegroeid. Onder een fund of fund wordt verstaan een beleggingsvehikel, dat als strategie heeft het houden van een portefeuille met beleggingen in andere vastgoedfondsen, in plaats van zelf direct te beleggen in vastgoed.

Via een fund of fund wordt getracht een of meer van de volgende voordelen te bereiken:

- diversificatie door toegang tot een grote range aan beleggingen (en een grote pool van objecten) via één allocatie;
- bereiken van diversificatie door een lagere allocatie dan bij individuele indirecte fondsen;
- toegang tot vastgoedmarkten zonder de noodzaak van lokale kennis en aanwezigheid;
- uitbesteding van het management en de fondsselectie.

Fund of funds zijn in het algemeen vooral aantrekkelijk voor beleggers met een beperkte allocatie naar vastgoed. Belangrijk nadeel is dat voor dit soort fondsen veelal dubbele fees worden berekend, hetgeen ten koste gaat van het rendement.

3.3 Bouwstenen van rendement en risico

Ongeacht de beleggingsstijl zal iedere fondsmanager voortdurend een veelheid aan complexe keuzes moeten maken om zijn beleggingsdoelstelling te realiseren. Om zijn beleid te verantwoorden, zal hij gebruik maken van een beleggingsplan. Dergelijke plannen bekijken vooraf belangrijke keuzes, inclusief hun effecten op risico en rendement, en vertalen deze in bepaalde streefwaarden. Deze streefwaarden dienen als gids bij de latere daadwerkelijke keuzes en kunnen ook gebruikt worden in rapportages voor het

volgen van de gang van zaken waarop zo nodig door het management gestuurd kan worden. Bij vastgoedbeleggingen kan de fondsmanager op een groot aantal aspecten sturen en ingrijpen.

3.3.1 Portefeuillefinanciering

Vastgoedportefeuilles kunnen geheel of slechts gedeeltelijk gefinancierd worden met eigen middelen van de beleggers. Het financieren met vreemd vermogen (leverage) introduceert doorgaans een hefboom op het rendement op het eigen vermogen van het fonds. Financieringsrentes beneden het niveau van het portefeuillerendement zullen het rendement op het eigen vermogen verhogen. Afhankelijk van de mate van deze vreemde financiering kan dit meer of minder grote impact hebben op het rendement en risico van het fonds. Een tweede belangrijk kenmerk van leverage is dat met hetzelfde ingelegde eigen vermogen een grotere portefeuille kan worden aangekocht. Dit kan er bijvoorbeeld toe leiden dat de spreiding van de portefeuille verbeterd.

Met het oog op het beheersen van de risico's van leverage kunnen er grenzen worden gesteld aan eventuele vreemde financiering. Bij vastgoedfondsen in de vorm van een fiscale beleggingsinstelling (FBI) mag niet meer dan 60% vreemd worden gefinancierd. Omdat de banken door de recente kredietcrisis minder bereid zijn hoge percentages te financieren, is er sprake van een 'deleveraging'-trend, met andere woorden neemt het percentage aan vreemd vermogen af.

3.3.2 Portefeuillestructuur

Portefeuilles van vastgoedfondsen kunnen bestaan uit een exploitatieportefeuille en een pijplijnportefeuille. De exploitatieportefeuille heeft betrekking op objecten die beschikbaar zijn voor de verhuur. Derhalve genereert de exploitatieportefeuille, afgezien van eventuele leegstand, een bepaalde huuropbrengst. De pijplijnportefeuille betreft veelal objecten in (her)ontwikkeling waarvoor afnameverplichtingen aangegaan zijn. Uit de pijplijnportefeuille komt veelal geen (huur)opbrengst, terwijl er wel bouwrente en dergelijke moet worden betaald. Afhankelijk van de onderliggende contracten kunnen eventuele waardewijzigingen van de pijplijnportefeuille – vanwege verandering van markthuren en/of marktyields – positief of negatief bijdragen aan het rendement van het fonds, juist vanwege het ontbreken van directe huur-



opbrengsten. Vanuit dit perspectief kunnen grenzen gesteld worden aan het volume van de pijplijnportefeuille ten opzichte van de exploitatieportefeuille en aan de bezitsduur van objecten in de pijplijnportefeuille.

3.3.3 Schaalgrootte objecten

In de theorie worden twee soorten risico onderscheiden, te weten systematisch risico en specifiek risico. Het systematische risico wordt bepaald door de gekozen markt en zijn moeilijk weg te diversificeren. Het specifieke risico in een vastgoedportefeuille kan worden beperkt door de portefeuille te spreiden. Een optimale spreiding wordt, volgens de theorie, pas bereikt als de portefeuille bestaat uit ten minste 15-20 objecten van vergelijkbare grootte. Dit betekent dat de objecten met een omvang van maximaal 5-7% van het totaal portefeuillevolume als 'passend'

binnen een portefeuille zijn aan te merken. De courantheid van de vastgoedobjecten zelf wordt uiteraard door de markt bepaald.

Naast een ideale maximum-grootte kan op grond van (beheer)efficiencyoverwegingen eventueel ook een minimum-grootte worden aangehouden. Grotere objecten van 10 à 15% van de portefeuille brengen een te dominant specifiek risico in de portefeuille met zich mee. Te grote objecten kunnen daarnaast ook nadelen hebben qua verhandelbaarheid. Naarmate individuele objecten groter worden, vermindert het aantal partijen dat een dergelijk object kan kopen of in de portefeuille kan inpassen.

3.3.4 Marktspreiding

Marktsegmenten als woningen, winkels, kantoren kennen allemaal een eigen rendement-risicoprofiel. Vanuit minimalisering van marktrisico's c.q. optimali-

sering van rendement en risico, wordt binnen een gemengde portefeuille veelal gespreid belegd over de verschillende marktsectoren. Binnen gespecialiseerde portefeuilles kan uit dezelfde overwegingen verder worden gespreid over submarkten.

3.3.5 Geografische spreiding

Vastgoedbeleggingen zijn met betrekking tot hun risico en rendement uiteraard onderhevig aan lokale en regionale vastgoedmarktontwikkelingen. Deze lokale/regionale markten kunnen meer of minder omvangrijk zijn, in meer of minder economisch vitale gebieden of in meer of minder ontwikkelde markten liggen. Daardoor treden er verschillen in rendement en risico op. Vanuit dit perspectief wordt het te beleggen vermogen, al dan niet met bandbreedtes, vaak gespreid over verschillende geografische gebieden. Dat kan variëren van wereldwijd (valutarisico's) en Europees (of alleen de Eurozone) tot Nederland en daar binnen (Randstad of bepaalde steden). Als gevolg van de toenemende internationalisatie van economieën zijn de economieën van landen echter steeds meer onderling gecorreleerd. Het effect van internationale diversificatie neemt daardoor af. Hierdoor komt diversificatie naar regio's met een verschillende economische structuur steeds meer in zwang. De gedachte hierbij is dat het spreiding van beleggingen over Rotterdam, Antwerpen en Hamburg minder zinvol is door de gezamenlijke focus op internationale distributie en havenactiviteiten. Volgens deze theorie zal de correlatie tussen Bremen (haven), Berlijn (overheid) en Frankfurt (financiële dienstverlening) lager zijn en daarmee zorgen voor een betere spreiding.

3.3.6 Marktaandeel

Vastgoedbeleggingen zijn, zoals al eerder opgemerkt, met betrekking tot hun risico en rendement onderhevig aan lokale en regionale vastgoedmarktontwikkelingen. Deze gevoeligheid kan meer of minder groot zijn en wordt vooral bepaald door het relatieve aandeel van de objecten/deelportefeuille in de desbetreffende markten. Er kan worden gestuurd op risico en rendement door het aandeel van de portefeuille in een bepaalde lokale/regionale vastgoedmarkt (bijvoorbeeld kantoren) te beperken tot een bepaald percentage van de totale markt.

3.3.7 Huurduratie

De waarde van vastgoed wordt bepaald door de toekomstige verwachte cashflow en de perceptie van het risico van die toekomstige cashflow. Afhankelijk van de marktomstandigheden wordt dit risico als groter of minder groot verondersteld. In dit verband kunnen voor het volume van de gecontracteerde huursom, vooral bij commercieel vastgoed, streefwaarden op (deel)portefeuilleniveau bepaald en gevolgd worden. Dit kan uitgedrukt worden in een staffel van in de komende jaren aflopende huurcontracten. Kernachtiger kan dat in de zogenaamde 'huurduratie in maanden' waarbij de totale naar de toekomst gecontracteerde huursom gedeeld wordt door de theoretische maandhuur (leegstand tegen markthuur gewaardeerd). Zonder wederverhuur en voorbijgaand aan faillissementen van huurders zal deze huurduratie elke maand dus met 1 teruglopen. Naarmate de huurduratie korter wordt, zal, zeker in een markt met veel leegstand, de waarde van het object/deelportefeuille duidelijk gaan teruglopen c.q. een oplopende risicopremie gaan kennen.

3.3.8 Bedrijfstakrisico's

Huren van commercieel vastgoed kunnen via de huurder verbonden worden met verschillende economische sectoren c.q. bedrijfstakken met eigen kwaliteiten ten aanzien van groei, continuïteit, solvabiliteit e.d. Derhalve kunnen vanuit rendement-risicobeheersing richtwaarden worden bepaald omtrent de herkomst van huursommen. Bij winkels valt te denken aan het onderscheid food non food. Bij kantoren valt te denken aan bedrijfssectoren zoals overheid, financiële of zakelijke dienstverlening en ICT diensten.

4 Vastgoedbeleggingsvormen

De institutionele vastgoedbeleggingsmarkt onderscheidt drie hoofdvormen van beleggen in vastgoed: direct vastgoed, indirect privaat (niet beursgenoteerd) vastgoed en indirect beursgenoteerd vastgoed. Om een beeld te geven van de partijen waar het daarbij om gaat, is de ledenlijst van IVBN

(pagina 51) verdeeld over deze drie hoofdvormen. In dit hoofdstuk wordt dieper op de beleggingsvormen ingegaan aan de hand van de aspecten risico/rendementsprofiel, flexibiliteit/liquiditeit, zeggenschap en managementbeslag.

figuur 4.1 Bron: ING Real Estate Investment Management



Bron: ING Reim

4.1 Direct vastgoed

Beleggen in direct vastgoed betekent het rechtstreeks investeren in vastgoedobjecten, met alle lusten en lasten die daarbij horen. Deze eigendomssituatie dwingt de belegger tot bedrijfsmatige en ondernemersgerichte activiteiten. Het betreft dan voornamelijk zaken als de aan- en verkoop, verhuur en het onderhoud van objecten. Om een adequate risicospreiding te kunnen realiseren en als gevolg van de relatief intensieve managementvereisten, vergt beleggen in direct vastgoed bij voorkeur een omvangrijke portefeuille.

4.1.1 Risico/rendementsprofiel van direct vastgoed

Het rendement van een investering in direct vastgoed wordt enerzijds bepaald door de opbrengsten van de exploitatie na aftrek van kostenposten en anderzijds uit opbrengsten van toekomstige verkoop van het vastgoed. De IRR-methodiek is een veelgebruikt instrument om het rendement van vastgoedinvesteringen te bepalen. Volgens deze methodiek wordt het rendement berekend als de disconterings-

voet waarbij de netto contante waarde van alle toekomstige kasstromen (kosten en baten) nul bedraagt. Naarmate de looptijd van een vastgoedbelegging langer is, wordt het rendement in toenemende mate bepaald door het resultaat uit exploitatie ten opzichte van het toekomstig verkoopresultaat.

Om de ontwikkeling van het rendement te kunnen monitoren wordt over het algemeen minimaal eens per jaar de marktwaarde van een vastgoedbelegging door middel van taxatie bepaald. Deze marktwaarde dient als basis voor de bepaling van het jaarlijkse directe rendement uit de exploitatieopbrengst en het indirecte rendement (waardestijging) gedurende het jaar. Zolang het object niet feitelijk verkocht wordt, blijven de gedurende de looptijd gerealiseerde indirecte rendementen min of meer papieren rendementen. Dit papieren rendement wordt pas gerealiseerd in het geval daadwerkelijk sprake is van verkoop.

Risico kan worden gedefinieerd als de onzekerheid om verwachte opbrengsten te kunnen realiseren.

Vastgoedrisico heeft onder andere betrekking op ontwikkelingen op de financiële markt (rente en inflatie), grondmarkt (vraag en aanbod van bouwlocaties), bouwmarkt (vraag en aanbod van productiecapaciteit voor nieuwbouw en onderhoud), verhuurmarkt (vraag en aanbod van ruimte) en beleggingsmarkt (vraag en aanbod van beleggingsobjecten). Ook de fiscale en juridische wet- en regelgeving kunnen afhankelijk van de deelmarkt en politiek maatschappelijke context een verscheidenheid aan risico's met zich meebrengen.

Risico/rendementsprofielen verschillen naar gelang het type vastgoed, als gevolg van verschillen in de samenstelling en grootte van risico's tussen verschillende type vastgoedbeleggingscategorieën en de eis van beleggers om hiervoor gecompenseerd te worden. Woningen worden in dit verband over het algemeen beschouwd als minst risicovolle vastgoedbeleggingscategorie. Verder wordt binnen commercieel vastgoed (winkels, kantoren en bedrijfsruimte) het beleggen in bedrijfsruimte en kantoren als risicovoller gezien in vergelijking met winkels.

Woningbeleggingen kennen een relatief laag risiconiveau als gevolg van de omvang en diversiteit van de woningmarkt, solide vraag, lange economische levensduur en een relatief inelastisch en schaars aanbod als gevolg van stringent overheidsbeleid. Daarnaast kennen woningbeleggingen, in tegenstelling tot commercieel vastgoed, een additionele exit strategie. Naast de verkoop van een woningcomplex aan een investeerder is het mogelijk de woningen binnen het complex individueel te verkopen aan particuliere consumenten (uitponden). In de Nederlandse situatie zijn leegwaardes over het algemeen hoger dan beleggingswaardes, waardoor bij uitponding een additionele winst kan worden gerealiseerd. Mogelijkheid tot individuele verkoop genereert tevens extra liquiditeit. De grootste risico's in de woningmarkt zijn de (hypotheek)renteontwikkeling en strikte wet- en regelgeving vanuit de overheid.

Het hogere risiconiveau van commercieel vastgoed hangt enerzijds samen met de relatief korte economisch levensduur. De looptijd waarin een belegging terugverdiend moet worden is hierdoor korter. Anderzijds zijn in het bijzonder de vraag naar bedrijfs- en kantoorruimte gevoelig voor conjuncturele schommelingen, wat vervolgens kan resulteren in (lang-

durige) leegstand. Winkelbeleggingen zijn over het algemeen minder gevoelig voor economische cycli en meer afhankelijk van de inkomensontwikkeling en de dagelijkse behoeftes van consumenten.

4.1.2 Flexibiliteit/liquiditeit van direct vastgoed

Beleggen in direct vastgoed wordt als weinig flexibel en weinig liquide gezien. Dit wordt vooral bepaald door de tijd en kosten (bijv. overdrachtsbelasting) van aan- en verkoop van individuele objecten. Voornamelijk de verkoop van niet, slecht verhuurd of nog kortlopend verhuurde objecten, kan in markten met weinig vraag lang duren en extra kosten met zich meebrengen. In markten met veel vraag kan het evenzo ook zeer lastig zijn om goed verhuurde objecten tegen goede aanvangsrendementen te verwerven. Een goed beheer van een portefeuille vereist dan ook dat regelmatig minder courante of oude(re) objecten worden vervangen door meer courante of nieuwe(re) objecten. Uitgaande van een gemiddelde houdperiode van vastgoedobjecten van 15 tot 20 jaar betekent dit een jaarlijkse doorstroming in de portefeuille van 5 tot 7 procent.

Bepalend bij de besluitvorming objecten te vervangen is de rendement- alsook risicoverwachting. Voorbijgaand aan bijzondere omstandigheden, zoals het willen inkrimpen of uitbreiden van een portefeuille, genereert een min of meer normaal beheer een flexibiliteit c.q. liquiditeit van rond de 5% van het portefeuillevolume op jaarbasis. Een hogere behoefte aan liquiditeit zet het dagelijks beheer onder druk en kan de optimalisatie van de beleggingsopbrengst en herbelegging verminderen. Woningbeleggingen kunnen bij lage rentes en gunstige economische omstandigheden, extra flexibiliteit/liquiditeit bieden boven de andere vastgoedsectoren. Deze extra liquiditeit komt voort uit de mogelijkheid om op individueel woningniveau de woningbelegging uit te ponden c.q. te verkopen aan zittende huurders of bij vertrek van de zittende huurder aan een gegadigde uit de koopmarkt. Het verkoopproces van direct vastgoed omvat gemiddeld een periode van circa vijf tot zes maanden afhankelijk van het type vastgoed en de liquiditeit in de markt. Kantoren en winkelcentra kennen door hun grootte een gemiddeld verkoopproces van gemiddeld zes maanden terwijl bij solitaire winkelpanden en woningen het verkoopproces korter is met een gemiddelde verkoopperiode van circa vijf maanden.

Het verkoopproces bestaat uit de volgende onderdelen: de voorbereidingen voor het in de markt zetten van het vastgoed, het in de markt zetten van de objecten, het due diligence onderzoek en de periode van de verkoopovereenkomst tot het transport. Het verkoopproces leidt tot een toename van het liquiditeitsrisico welke uit een drietal te onderscheiden deelrisico's bestaat. Als eerste is de waarde van het vastgoed gedurende het verkoopproces onderhevig aan marktontwikkelingen. De invloed van deze marktontwikkelingen op de waarde van (directe) vastgoedbeleggingen is in vergelijking tot andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties, relatief minder volatiel. Een tweede punt is dat gedurende het verkoopproces niet geïnvesteerd kan worden in andere beleggingen. Het aanwenden van middelen voor alternatieve investeringen wordt gedeeltelijk gecompenseerd door het relatief hoge directe rendement van vastgoed. Als derde bestaat het risico dat de verkoopopbrengst afwijkt van de boekwaarde van het betreffende object. Dit laatste risico kan worden uitgedrukt in een gemiddelde afwijking van circa 4% ten opzichte van de boekwaarde, gecorrigeerd voor systematische oorzaken. Opgemerkt dient te worden dat het verkoopproces en verkoopresultaat per object kunnen verschillen, waardoor extra risico kan ontstaan. Door de lange periode dat de objecten in portefeuille zijn bij beleggers, leidt een gemiddeld verkoopproces van circa een half jaar slechts tot een geringe aanpassing van het totale te lopen beleggingsrisico.

4.1.3 Zeggenschap beleggingsbeleid bij direct vastgoed

Wanneer het objecteigendom direct bij de belegger berust, heeft de belegger zelf, binnen de wettelijke kaders, de volle beslissingsbevoegdheid over het te voeren exploitatie- en beleggingsbeleid. Hij kan steeds naar eigen inzicht de omvang, de sectorale samenstelling, de geografische spreiding, de samenstelling naar bedrijfssectoren, e.d. van zijn vastgoedportefeuille aanpassen aan de veranderende marktomstandigheden c.q. aan veranderde interne beleggingskaders (bijvoorbeeld geactualiseerde ALM-studies).

4.1.4 Managementbeslag bij direct vastgoed

Beleggen in direct vastgoed betekent als belegger ook betrokken zijn bij activiteiten als de verwerving, vervreemding en exploitatie van vastgoed. Voor een

belegger c.q. vermogensbeheerder, gericht op de allocatie van vermogen over verschillende beleggingscategorieën, kunnen dit bedrijfsvreemde activiteiten zijn, die specifieke deskundigheid en veel tijd vragen. Dit kan reden zijn voor het uitbesteden van al deze activiteiten aan een gespecialiseerde (vastgoed)vermogensbeheerder. Deze organisatie kan wel of niet exclusief werken voor de betreffende belegger. Werkt de organisatie voor meerdere partijen, dan bestaat het risico van belangenverstrengeling. Dit kan het geval zijn bij de toedeling van nieuw verworven objecten (steeds met een uniek eigen risicorendementsprofiel) aan de verschillende beleggers waarvoor het assetmanagement gevoerd wordt. Vastgoedvermogensbeheerders geven veelal binnen bepaalde mandaten vorm en uitvoering aan het vastgoedbeleggingsbeleid (discretionair beheer). Primair betreft dit de vormgeving van het portefeuillebeleid waarop de verwerving, vervreemding en exploitatie van objecten wordt gestoeld. Secundair betreft dit het uitvoeren van dit beleid door objecten aan te kopen, te verkopen en te exploiteren. Bij de uitvoering hiervan kunnen externe partijen ingeschakeld worden.

De dagelijkse exploitatie wordt binnen bepaalde mandaten door de vastgoedvermogensbeheerder in meer of mindere mate uitbesteed aan zogenaamde vastgoedmanagers. Deze kunnen zorg dragen voor de verhuur, onderhoud, huurincasso, service aan huurders, afhandeling van juridische kwesties samenhangend met de veelheid van regelgeving rond de verhuur en het onderhoud van vastgoed. Vastgoedbeheer- of managementorganisaties werken vrijwel altijd voor meerdere beleggers. Belangenverstrengeling kan ook hier een rol spelen, hoewel het risico hierop lager is dan die van de vastgoedvermogensbeheerder die voor meerdere partijen werkt. Hoewel rendementen op langere termijn méér worden beïnvloed door de juiste asset mix, is een optimale dagelijkse exploitatie, vooral de verhuur, voorwaarde voor een optimaal (object)rendement op de kortere termijn. Deze exploitatieactiviteiten brengen ook kosten met zich mee. De hoogte van deze beheerkosten (exclusief exploitatie- en financieringskosten) wordt bepaald door het soort vastgoed (commercieel vastgoed gemiddeld hogere kosten), de omvang van de vastgoedportefeuille (lagere kosten naarmate de portefeuille groter is), de beheerorganisatie (zelf doen versus uitbesteding), de geografische



oriëntatie van de portefeuille (bij internationale oriëntatie gemiddeld hogere kosten) en de winstdoelstelling van de vastgoedvermogensbeheerder. Gemiddeld liggen de totale managementkosten in een bandbreedte van 30-100 basispunten van de kapitaalswaarde op jaarbasis. Grofweg zijn deze kosten 50/50 te verdelen tussen asset- en property management. Verder hangen deze kosten direct samen met het waarderingsniveau van vastgoed in de markt. Een sterke waardestijging zal de kosten in relatieve zin doen dalen en omgekeerd.

4.2 Indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

Beleggen in indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

betekent aandeelhouder worden in een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds. Het fonds en niet de belegger is eigenaar van het vastgoed. In de institutionele sfeer kan met relatief geringe bedragen (in de orde van grootte van enkele miljoenen euro's) al deelgenomen worden in private fondsen. Sommige private fondsen hanteren beperkingen met betrekking tot het aantal deelnemers en stellen derhalve ondergrenzen aan de in te brengen vermogens. Met enkele honderden miljoenen euro's kan een aanzienlijk belang in indirecte private fondsen verworven worden. (In het kader van deze publicatie gaan we niet in op beleggingen in de particuliere sfeer in private fondsen, maatschappen of CV's.)

Veel (institutionele) private fondsen zijn ontstaan door het verzelfstandigen van de vastgoedbeleggingsafdelingen van pensioenfondsen of verzekeraars. Toetreding tot deze fondsen, voor zover het fonds openstaat voor nieuwe aandeelhouders, heeft meestal de goedkeuring van de andere aandeelhouders (het private karakter). Toetreding is mogelijk via de inbreng van vastgoed (swap met aandelen) of liquiditeiten. Bij private vastgoedfondsen staat de belegger op afstand van de bedrijfsmatige activiteiten verbonden aan het bezit en de exploitatie van vastgoed. Verder kunnen indirecte private vastgoedfondsen een sterk gespecialiseerd karakter hebben. Dat wil zeggen dat ze gericht zijn op beleggen in een specifieke sector, zoals kantoren of winkels. Via deelname in deze gespecialiseerde sectorfondsen is het voor beleggers mogelijk hun eigen vastgoedbeleggingsmix te bepalen.

Op de markt zijn meerdere partijen actief die verschillende gespecialiseerde c.q. sectorfondsen aanbieden, naast marktpartijen die enkel actief zijn in

één (specifieke) sector. Aanbieders van verschillende sectorfondsen kunnen deze fondsen als juridisch/fiscaal zelfstandige entiteiten gestructureerd hebben. Ook kunnen verschillende sectorfondsen onder één juridisch-fiscale paraplu gestructureerd zijn. Dit laatste kan switchen tussen sectorfondsen voor beleggers eenvoudiger maken.

4.2.1 Risico-rendementsprofiel van indirect privaat vastgoed

Het risico-rendementsprofiel van indirect privaat vastgoed is in de basis geheel conform het risico-rendementsprofiel van een identieke directe vastgoedportefeuille. Exploitatieresultaten c.q. directe rendementen en waarderesultaten c.q. indirecte rendementen worden geheel bepaald door de onderliggende vastgoedmarkten en de ontwikkeling van rente en inflatie.

Omdat toe- en uittreding bij een privaat fonds aan voorwaarden gebonden is en het fonds- en beleggingsbeleid bij de aandeelhouders gezamenlijk be-



rust, kunnen wel extra risico's ontstaan die niet bestaan bij een direct vastgoedportefeuille in eigen beheer. Deze risico's lopen op naarmate de zeggenschap over het beleggingsbeleid afneemt, regels voor toe- en uittreding beperkt worden, statuten van het fonds gemakkelijker (meerderheidsaandeelhouders) gewijzigd kunnen worden, e.d. Als aandeelhouder dient men er in principe van uit te gaan dat men een minderheidsbelang heeft, zeker bij een fonds met een duidelijke groeidoelstelling. Het toe- en uittreden van beleggers c.q. het door deelnemers in het fonds vergroten of verkleinen van belangen hoeft geen extra risico's op te leveren zolang dit gebeurt op basis van de intrinsieke waarde. Tegenover deze nadelen staat dat de belegger niet meer als partij betrokken is bij mogelijke geschillen met marktpartijen, huurders en overheden. Deze kunnen immers behalve ongemak ook imagoschade voor een belegger opleveren. Van groter belang is echter de mogelijkheid voor de belegger op een grotere schaal en meer gediversifieerd te kunnen beleggen dan bij een portefeuille in eigen beheer het geval is. Naast een reductie van kosten betekent het ook meer mogelijkheden tot spreiding. Bovendien geeft het toegang tot objecten waarvoor minder beleggers in de markt zijn met aldus ook kansen op hogere rendementen.

Het resultaat op een indirect vastgoedbelegging ontvangt de belegger jaarlijkse via periodieke dividenduitkeringen met een slotdividend na afloop van het jaar. Het resultaat van de waardeontwikkeling ontvangt de belegger in de regel na vervreemding van zijn aandelenbelang. Op dat moment is, na aftrek van alle gemaakte kosten, ook het effectieve rendement (van de belegging) over de houdperiode te bepalen.

4.2.2 Flexibiliteit/liquiditeit van indirect privaat vastgoed

In de kern zal de flexibiliteit en liquiditeit van een belegging c.q. aandeel in een privaat vastgoedfonds sterke gelijkenis vertonen met die van een belegging in direct vastgoed. Zeker indien uitbreiding of inkrimping van het aandeel van een aandeelhouder gepaard gaat met verwerving of vervreemding van vastgoed door het fonds. Dit laatste zal het geval zijn indien de aandeelhouders collectief hun belangen willen laten groeien of krimpen en het fonds weinig tot geen leverage toepast. Daarbij kunnen toe- en

uittredingsregels gaan werken indien er volumebeperkingen in deze regels zijn opgenomen. Toe- en uittreding kan vaak alleen op bepaalde momenten, bijvoorbeeld aan het eind van een kwartaal.

In dit verband is ook de structuur van het fonds van belang. Een zogenaamd 'open-end' fonds is bijvoorbeeld verplicht aandelen tegen intrinsieke waarde in te kopen op het moment dat een aandeelhouder haar belang wenst te vervreemden. Dit impliceert dat op dat moment het onderliggende vastgoed, ongeacht de marktomstandigheden, verkocht moet worden. In feite financieren dit soort fondsen lange termijn beleggingen met dagelijks opvraagbare middelen. Open-end fondsen komen in Nederland niet meer voor. Private fondsen kennen meestal een 'semi open-end' structuur waarbij het al dan niet moeten inkopen van aandelen onderwerp van overleg is in de aandeelhoudersvergadering. Bij closed-end fondsen is het veelal aan de aandeelhouder zelf om een koper te zoeken in geval ze haar belangen wenst te vervreemden, tenzij het fonds ruimte heeft voor leverage en dus zelf kan inkopen.

Tegenover de potentiële beperkingen rond uittreden staat dat mutaties in belangen sneller doorgevoerd kunnen worden dan bij een directe belegging, indien tegenover een verkopende aandeelhouder ook een kopende aandeelhouder staat. In dat geval hoeven slechts aandelenbelangen, waarvan de prijs bekend is (intrinsieke waarde), verhandeld te worden en niet het onderliggende vastgoed. Uitwisseling van aandelenbelangen, indien dit geen aanmerkelijk belang betreft, is dan niet belast met overdrachtsbelasting.

4.2.3 Zeggenschap beleggingsbeleid bij indirect privaat vastgoed

Beleggen in een privaat vastgoedfonds betekent het conformeren aan het door het desbetreffende fonds gevoerde beleggingsbeleid. Daarmee maakt de belegger zich afhankelijk van de kwaliteit van het management en het bestuur van het desbetreffende fonds. Dit zogenaamde managementrisico kan gespreid worden door het te beleggen vermogen in vastgoed te spreiden over meerdere vastgoedfondsen.

Samen met de andere aandeelhouders kan de belegger, via de aandeelhoudersvergadering, wel invloed uitoefenen op het beleid van het vastgoedfonds. Bij private fondsen bestaan, vanwege een beperkt aan-

tal aandeelhouders, ook allerlei vormen van informeel overleg tussen de fondsdirectie en de aandeelhouders over het te voeren beleggings- en fondsbeleid. Formeel stelt de Raad van Commissarissen (RvC) het beleggingsbeleid vast. De RvC is in het algemeen een college van onafhankelijke personen die hun sporen in de vastgoedmarkt verdiend hebben. Ook kan het zijn dat de bezetting van de RvC bestaat uit vertegenwoordigers van de grotere aandeelhouders. In dat geval kan het risico van belangenverstrengeling ontstaan.

4.2.4 Managementbeslag bij indirect privaat vastgoed

Een belegger in indirect vastgoed staat nadrukkelijk op afstand van de dagelijkse bedrijfsvoering binnen een vastgoedfonds. Dit betekent dat kennis van de dagelijkse operatie niet per se noodzakelijk is. Wel zal voor het maken van afwegingen omtrent het wel of niet aanhouden of veranderen van belangen in vastgoedfondsen kennis en werking van de vastgoedmarkten, zowel de verhuur- als de beleggingsmarkt, in relatie tot de algemene economische ontwikkelingen en ontwikkeling van overheidsregulering noodzakelijk zijn. Beleggers die belangen hebben in vastgoedfondsen doen deze asset allocatie in het algemeen zelf vanuit een interne afdeling aandelenbeleggingen of vermogensbeheer of via een directiebureau bij uitbestede vermogensbeheer. De interne kosten en tijdsbesteding van de aansturing van een belegging in een privaat fonds zijn daarmee relatief beperkt en vergelijkbaar met een belegging in beursgenoteerd vastgoed. Afhankelijk van het soort fonds kunnen bij transacties zowel ten aanzien van de verwerving als vervreemding van vastgoed en/of bij aandelentransacties kosten in rekening worden gebracht. Dit is afhankelijk van de wijze waarop de managementkosten, inclusief een eventuele winst-opslag, van het fonds aan de aandeelhouders worden doorbelast. In het algemeen zullen fondsen bepaalde entreekosten bij toetreders in rekening brengen. Dit hangt samen met de kosten verbonden aan verwerving van vastgoed (overdrachtsbelasting) en kosten verbonden aan de uitgifte van aandelen (kapitaalsbelasting). Daarnaast kan ook sprake zijn van specifieke kosten bij uittreden.

4.3 Indirect beursgenoteerd vastgoed

Beleggen in indirect beursgenoteerd vastgoed betekent het aandeelhouder worden in een beursgeno-

teerd vastgoedfonds. Deelnemen kan al met een enkel aandeel, maar ook met bedragen van tientallen miljoenen euro's of meer. Dagelijks is aan de hand van beurskoersen de waardeontwikkeling van de beleggingen te volgen. Dagelijks kan ook het belang van de belegger in het fonds via de beurs gemuteerd worden. Het aantal aandeelhouders is naast enkele grootaandeelhouders vaak aanzienlijk vanwege de toegang van particulieren tot deze fondsen. De rol van de belegger is ook hier beperkt tot vermogensverschaffer. Beursgenoteerde fondsen hebben vanwege dezelfde motieven als genoemd bij de private fondsen vaak een sterk gespecialiseerd karakter c.q. een sterke gerichtheid op bepaalde vastgoedsectoren. Beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben, meer dan private fondsen, een focus op zowel de Nederlandse als de internationale vastgoedmarkt.

Beursgenoteerde fondsen spelen ook een belangrijke rol bij de zogenaamde dakfondsen of fund-of-funds. Dit zijn vastgoedfondsen, veelal in beheer bij banken en verzekeraars, die primair gericht zijn op de particuliere markt en een beleggingsmogelijkheid in vastgoed bieden. Het betreffende vastgoedfonds belegt op haar beurt in beursgenoteerde vastgoedfondsen. Dakfondsen zijn op basis van deze werkwijze sterk gespreid zowel ten aanzien van de specifieke vastgoedportefeuillerisico's als de managementrisico's verbonden aan een specifiek beursgenoteerd fonds. Daartegenover staan wel de extra managementkosten van het dakfonds zelf.

4.3.1 Risico-rendementsprofiel van indirect beursgenoteerd vastgoed

Het risico-rendementsprofiel van beursgenoteerd vastgoed kent een aantal componenten. Allereerst is er het risico-rendementsprofiel van het vastgoed zelf. Daarop komen de (hefboom) effecten van de leverage (tot maximaal 60% bij een fbi-status). Afhankelijk van de rentegevoeligheid van het vastgoedfonds (duratie van de leningenportefeuille) kan deze hefboom grote wijzigingen opleveren van het risico-rendementsprofiel van het vastgoed. Vervolgens komen daar nog de bewegingen van de effectenbeurzen overheen in reactie op economische ontwikkelingen. Verschillen tussen de kwaliteit van de vastgoedportefeuille en de positionering van een fonds op de beurs komen tot uitdrukking in een eventuele discount of premie op de beurskoers ten

opzichte van de onderliggende waarde (vastgesteld op basis van taxaties) van het vastgoed. Bij een discount is de beurskoers lager dan de intrinsieke waarde per aandeel, bij een premie hoger. Door de tijd gezien worden de beursgenoteerde vastgoedfondsen vaker met een discount dan met een premie verhandeld.

Een andere component van het risico is de wijze waarop het fonds, in combinatie met de benutting van de ruimte voor leverage, haar aandelenbeheer vorm geeft. Elke uitgifte of inname van aandelen leidt tot een neerwaartse of opwaartse druk op de koers. Daarbij speelt ook het moment van emissie een rol. In tijden van een discount op de koers impliceert een emissie voor de zittende aandeelhouders feitelijk het aankopen van vastgoed tegen een te hoge prijs. Een emissie is in die situatie dan ook vaak niet haalbaar. In tijden van een premie op de koers geldt het omgekeerde en is het voor het fonds aantrekkelijk een emissie te doen. Door al deze aspecten is van het oorspronkelijke risico-rendementsprofiel van direct vastgoed per saldo weinig meer terug te vinden. Beursgenoteerd vastgoed heeft, volgens sommige onderzoeken, een beperkte tot geen diversifiërende werking in een multi-assetportefeuille met aandelen en obligaties. Institutionele beleggers die beleggen in beursgenoteerde vastgoedfondsen doen dit dan ook dikwijls vanwege het rendement of vanwege het oogmerk van risicospreiding over economische sectoren (waarvan vastgoed er dan één is) en/of geografische gebieden of vanwege een tijdelijke belegging, e.d. Er zijn echter ook institutionele beleggers die belangen in beursgenoteerd vastgoed als strategische investering beschouwen. Het resultaat op een beursgenoteerde vastgoedbelegging ontvangt de belegger via de jaarlijkse dividenduitkering en/of (veelal naar keuze) toewijzing van nieuwe aandelen. Het resultaat op waardeontwikkeling, zijnde het verschil tussen aankoop- en verkoopkoers, ontvangt de belegger bij verkoop van zijn aandelenbelang. Op dat moment valt, onder aftrek van alle gemaakte kosten, dividendbelasting, e.d. ook het feitelijke rendement op 'cashbasis' gedurende de houdperiode te bepalen.

4.3.2 Flexibiliteit/liquiditeit van indirect beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerde vastgoedfondsen in Nederland zijn zogenaamde closed-end fondsen. Tegenover iedere

verkoper moet op de beurs een koper staan. Deze fondsen zijn, in tegenstelling tot open-end fondsen zoals die in Duitsland nog bestaan, niet verplicht tot inkoop van aandelen op het moment dat een aandeelhouder haar belang wil vervreemden. Daarmee wordt de liquiditeit van een beursgenoteerd vastgoedfonds primair bepaald door de handelsomzetten op de beurs.

Inbreng of vervreemding van grote belangen ineens kunnen koersbeïnvloedend werken. Vanwege behoud van prijsniveau (direct rakend aan het rendement) zullen inbreng en vervreemding van grote belangen over de tijd uitgesmeerd moeten worden of zeer zorgvuldig moeten worden begeleid. Als zodanig is de liquiditeit beperkt. Daar speelt uiteraard ook de omvang van het fonds en het totaal van vrij verhandelbare aandelen (free float) een rol in. Grote fondsen met een grote free float zijn dan meer liquide dan kleinere fondsen. Om, bijvoorbeeld in het kader van een tijdelijke belegging van middelen, toch gebruik te kunnen maken van de potentieel grotere liquiditeit, vanwege de dagelijkse verhandelbaarheid, worden belangen in beursfondsen beperkt c.q. gespreid over meerdere fondsen.

4.3.3 Zeggenschap beleggingsbeleid bij indirect beursgenoteerd vastgoed

Deelnemen in beursgenoteerde vastgoedfondsen betekent, vergelijkbaar met de situatie bij private fondsen, conformeren aan het beleggingsbeleid van het fonds. Grote aandeelhouders en beleggers kunnen alleen via de aandeelhoudersvergadering invloed uitoefenen op het beleggingsbeleid. In geval de belegger het niet eens is met het voorgestane beleggingsbeleid dan rest weinig anders dan de aandelen van het fonds te verkopen.

4.3.4 Managementbeslag bij indirect beursgenoteerd vastgoed

Het aansturen van beursgenoteerde beleggingen is primair gestoeld op kennis van de financiële markten in relatie tot economische ontwikkelingen. Specifieke kennis van vastgoedmarkten is hieraan duidelijk ondergeschikt, doch kan voor het betere begrip wel een bijdrage leveren. Bij enkele professionele vermogensbeheerders is beleggen in beursgenoteerd vastgoed ondergebracht bij de afdeling aandelenbeleggingen of bij een specifiek op vastgoedaandelen gericht organisatieonderdeel.

5 Organisatie, omgeving en trends

Dit hoofdstuk gaat tenslotte in op de omgeving en de organisatie van de vastgoedbeleggingsmarkt. Ook wordt een aantal trends en ontwikkelingen besproken die van belang zijn voor de vastgoedbeleggingssector.

5.1 Actoren in de sector

De vastgoedbeleggingsmarkt kent een behoorlijke organisatiegraad van verschillende typen beleggers. Deze paragraaf gaat in op de rol van een aantal organisaties in zowel Nederlands als Europees verband.

ROZ (sinds 1934)

De Raad voor Onroerende Zaken (ROZ) richt zich op het eigenaarsbelang van het onroerend goed. De ROZ heeft vooral een platformfunctie. Lidorganisaties zijn Aedes vereniging van woningcorporaties, IVBN, Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB), NEPROM (Vereniging van Nederlandse Projectontwikkeling Maatschappijen), NVB (vereniging voor ontwikkelaars en bouwondernemers, Nederlandse Vereniging van Makelaars o.g. en vastgoeddeskundigen (NVM), VastgoedPRO (beroepsvereniging voor makelaars en taxateurs), Vastgoed Belang, VBO (Vereniging voor makelaars en taxateurs), Vereniging Eigen Huis en VvE Belang. De belangenbehartiging gebeurt door de lidorganisaties zelf, indien nodig kan de ROZ op verzoek van en namens de lidorganisaties een gezamenlijk belang behartigen (de zogenaamde 'brandweerfunctie').

ROZ IPD Vastgoedindex (sinds 1995)

De Stichting ROZ Vastgoedindex Nederland is in 1995 opgericht en heeft toen samen met IPD de ROZ/IPD Vastgoedindex Nederland ontwikkeld. Eind 2007 heeft de Stichting haar activiteiten en management ondergebracht in de ROZ Performancemeting B.V. Begin 2010 heeft de Stichting haar aandelen in de ROZ Performancemeting B.V. vervolgens verkocht aan IPD en toen is IPD Nederland opgericht. De naam van de index is dit jaar gewijzigd in IPD/ROZ Vastgoedindex Nederland. De Stichting ROZ Vastgoedindex Nederland bestaat nog wel maar functioneert o.a. als platform voor de deelnemers aan de index inzake waarborging gebruik van informatie, goedkeuring tarieven en ontwikkeling index.

IVBN (sinds 1995)

De IVBN – Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland – is opgericht om de gemeenschappelijke belangen van haar leden te behartigen, de bedrijfstak verder te professionaliseren en de leden een platform te bieden. IVBN richt zich hierbij op zowel het direct als indirect beleggen in vastgoed. (Zie ook het IVBN profiel op pagina 2.)

IVBN draagt standpunten uit die van belang zijn voor de vastgoed(beleggings)sector. Ze formuleert gezamenlijke visies en standpunten voor/van haar leden over actuele onderwerpen. Deze onderwerpen spelen zich onder andere af op het gebied van ruimtelijke ordening, het huurbeleid en -wetgeving en fiscaliteiten. Ook vergaart IVBN informatie en stelt deze beschikbaar aan leden en derden. Tevens stimuleert IVBN de ontwikkeling van het beleggen in vastgoed, onder andere door het bevorderen van opleidingsmogelijkheden. IVBN vindt het ook belangrijk om een ontmoetingsplaats voor vakgenoten te creëren. Zo organiseert zij activiteiten zoals de jaarlijkse studiereis en de diverse ledenvergaderingen. Kennisuitwisseling staat hierbij centraal. Tevens neemt IVBN deel aan maatschappelijke discussies die het vastgoed raken. Tot slot onderhoudt IVBN contacten met de verschillende vastgoedgerelateerde opleidingen en onderzoeksinstituten. Met de jaarlijkse scriptieprijs stimuleert IVBN studenten om een vastgoedgerelateerd onderwerp uit te werken.

De IVBN-Scriptieprijs is een jaarlijkse stimuleringsprijs voor de beste afstudeerscriptie op het gebied van vastgoedbeleggen. Doelstellingen van deze scriptieprijs zijn:

- studenten stimuleren om marktrelevante thema's als onderwerp te nemen, mede van belang voor Nederlandse vastgoedbeleggers;
- studenten stimuleren zich bewust te zijn van de impact van de resultaten van hun studie op de



verdere professionalisering en ontwikkeling van het vakgebied;

- het stimuleren van het in brede(re) kring bekend maken van de bereikte studieresultaten;
- het bevorderen van de bekendheid met de Nederlandse institutionele vastgoedbeleggingssector.

EPRA (sinds 1999)

EPRA – European Public Real Estate Association – is een belangenvereniging op Europees niveau, gevormd door Europese vastgoedorganisaties. Leden zijn beursgenoteerde ondernemingen in onroerend goed: institutionele beleggers; vermogensbeheerders; investeringsbanken en effectenmakelaars. EPRA heeft als missie het promoten, ontwikkelen en vertegenwoordigen van de Europese beursgenoteerde vastgoedsector, onder meer door het instellen van diverse inhoudelijke gespreksplatforms, de promotie van gemeenschappelijke richtlijnen voor best practices; het onderhouden van contacten met overheden en toezichthoudende organen en het vervullen van informatietaken. De werkzaamheden van EPRA zijn gebaseerd op enkele werkgroepen die zich bezighouden met zaken als het harmoniseren van diverse standaarden, het integreren van verschillende werkzaamheden en het samenbrengen van de partijen tot één Europese genoteerde vastgoedsector. Met ruim 200 leden vertegenwoordigt EPRA meer dan € 250 miljard aan beleggingsvastgoed in Europa.

INREV (sinds 2002)

INREV is de European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles. INREV heeft als doel de toegankelijkheid van niet-genoteerde vastgoedfondsen te verbeteren door het stimuleren van transparantie, toegankelijkheid, professionaliteit en best practice standaarden. INREV werkt via verschillende werkgroepen, die zich onder meer richten op benchmarking en performancemeting, corporate governance, (fiscale) wet- en regelgeving en training en onderwijs. INREV telt meer dan 320 leden met gezamenlijk circa € 140 miljard assets under management.

RICS (sinds 1868)

RICS (Royal Institute of Chartered Surveyors) is een internationaal in het vastgoed zeer bekende organisatie van meer dan 140.000 leden. De leden zijn werkzaam volgens dezelfde waarden en normen, met een sterk ontwikkeld netwerk. Zeker in het Verenigd Koninkrijk geldt de RICS als een vooraanstaande vastgoedautoriteit, die op onafhankelijke wijze en in het algemeen belang van de gehele vastgoedsector en bovendien vanuit een internationaal perspectief haar opinie uitdraagt. Inmiddels zijn er in 33 landen over de wereld RICS-organisaties opgezet, onder meer in Nederland. De RICS is nauw betrokken bij het werk van International Valuation Standards Committee (IVSC). Vanuit de leden van de Nederlandse RICS-organisatie zijn de internationale RICS taxatie-

standaarden vertaald in het RICS 'red book' Taxatie-standaarden Nederlandse Editie, geactualiseerd in 2010 (zie ook paragraaf 2.5.2). Dit is ook internationaal een steeds meer gebruikte standaard. Was de RICS oorspronkelijk vooral een organisatie van gecertificeerde taxateurs, inmiddels kunnen ook leden op basis van andere kwalificaties lid worden. RICS kent ook de mogelijkheid om als bedrijf door de RICS gecertificeerd te worden. RICS Nederland is de laatste jaren sterk in aantal leden gegroeid. Eén van de doelstellingen van de RICS in Nederland is om de persoonlijke integriteit van vastgoedprofessionals in Nederland te bevorderen.

Om toegelaten te worden als lid moeten aspirant-leden een 'assessment of personal competence' afleggen. De RICS hanteert naast kwaliteitseisen, ook een set van principes voor persoonlijke integriteit, waaraan de leden moeten voldoen. De RICS kent tevens een stelsel van disciplinaire regels, waarbij klachten over RICS-leden voor een eigen tuchtcollege kunnen worden gebracht. Uitspraken in klachtprocedures worden gepubliceerd.

VGM NL (sinds 2009)

Vastgoedmanagement Nederland (VGM NL) is de branchevereniging die zich richt op vastgoedmanagement-organisaties die op professionele wijze vastgoedmanagementdiensten verlenen. Sinds de oprichting op 20 januari 2009 hebben 65 vastgoedmanagement-organisaties, ruim 2000 medewerkers, zich in VGM NL verenigd. Tot de leden van VGM NL behoren zowel grote (internationale) vastgoedmanagement-organisaties als middelgrote en kleine. Deze leden managen, in opdracht van eigenaren, zowel commercieel onroerend goed als woningen en VvE's. VGM NL is gesprekspartner voor markt en overheid en faciliteert de verdere professionalisering van de branche. VGM NL draagt zorg voor een integrale kwaliteitsverbetering van het vak, voor vergroting van de markt en voor dienstverlening aan haar leden.

5.2 Gedragscodes

De vastgoedmarkt heeft een belangrijke maatschappelijke functie. Deze functie is tweeledig. Enerzijds is het belangrijk dat institutionele beleggers in de toekomst pensioen- en verzekeringsgelden kunnen uitkeren. Zij beleggen in vastgoed om een goed rendement te behalen, zodat zij aan deze verplichtingen

kunnen voldoen. Anderzijds draagt beleggen in vastgoed op een positieve manier bij aan de nationale economie, het wonen, de huisvesting voor bedrijven en de kwaliteit van de gebouwde omgeving. Het betekent een lange termijnbinding met het vastgoed, die zorgt voor een hoge mate van betrokkenheid bij de kwaliteit en inrichting van de omgeving (zie ook hoofdstuk 1).

In het kader van (corporate) governance beschrijft de IVBN Code of Ethics de houding die de leden dienen aan te nemen tegenover klanten, derden (zoals beheerders, (onder)aannemers en leveranciers) en andere leden. Door haar leden aan deze Code of Ethics te binden streeft IVBN naar een verdere verbetering van het imago van de vastgoedsector. De leden worden geacht zorgvuldig, ethisch en integer te handelen, zoals van een professionele beroepsgroep mag worden verwacht. Verwant aan de Code of Ethics is de 'Gedragscode verkoop huurwoningen' die IVBN-leden hanteren. Deze code ziet toe op voortzetting van goed verhuurderschap bij verkoop van zowel complexen huurwoningen als individuele woningen. Deze code laat zien dat verhuurders het belangrijk vinden dat met de belangen van zowel zittende huurders als van kopende huurders zorgvuldig wordt omgesprongen.

5.3 Governance, compliance en toezichthouders

(Corporate) governance, compliance en risicomanagement spelen in toenemende mate een rol in de vastgoedsector. Zo is voor beursgenoteerde vastgoedondernemingen de Code Tabaksblat – de Nederlandse Corporate Governance code met beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen – van kracht, met het principe 'comply or explain'. Wat betreft compliance is onder andere de Wet op het financieel toezicht (Wft) van toepassing die beoogt een helder inzicht te geven in de samenhang en de verschillen tussen de normen die gelden voor de financiële sector.

Naar verwachting zal zullen governance, compliance en risicomanagement een blijvende belangrijke rol spelen in de vastgoed(beleggings)sector; ook doordat de vastgoed- en kapitaalmarkt steeds verder in elkaar grijpen. Hierbij komt ook het toezicht op de (vastgoedbeleggings)sector om de hoek kijken. Het toezicht op de vastgoedsector wordt onder andere

vormgegeven door De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

De rol van DNB heeft betrekking op de stabiliteit van de financiële sector en het toezicht op financiële instellingen. Sinds de fusie in 2004 met de Pensioen- & Verzekeringkamer (PVK) betreft dit ook het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars. In dit verband is vooral het FTK – Financieel Toetsingskader – van belang (zie ook paragraaf 2.4).

Waar het prudentiële toezicht op grond van de Wft een taak is van DNB, is het gedragstoezicht - dat is gericht op ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten een taak van AFM. AFM heeft de afgelopen jaren onder meer gekeken naar de vastgoedsector, in het bijzonder naar de vastgoedmaatschappen en CV's.

5.4 Kennisontwikkeling

Het onderwijs met betrekking tot vastgoed is steeds verder geprofessionaliseerd. Zo kent een aantal universiteiten (Amsterdam, Delft en Eindhoven) opleidingen vastgoedkunde waarbij kennis en vaardigheden uit verschillende disciplines (onder andere geografie, bouwkunde en rechten) worden geïntegreerd. Andere universiteiten bieden diverse vastgoedgerelateerde modules of bijvakken aan. Het (universitaire) kenniscentrum voor vastgoedkunde in Nederland is de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Dit is een begin jaren negentig gestart gezamenlijk initiatief van de Universiteit van Amsterdam en de vastgoedsector en heeft als doel alle kennis op vastgoedgebied te bundelen en beschikbaar te stellen. De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate bestrijken zowel onderwijs, onderzoek als informatie(voorzie-

ning). De ASRE heeft onder andere een uitgebreide bibliotheek en geeft voorts via de website een goed overzicht van artikelen en (afstudeer)scripties. Ook biedt de ASRE de mogelijkheid tot het volgen van postdoctorale opleidingen zoals MRE (Master of Real Estate) en MSRE (Master of Science in Real Estate).

5.5 Certificering en rating in de vastgoedsector

Steeds vaker wordt rating gebruikt om de kwaliteit (op onderdelen) van zowel de vastgoedportefeuille als het management van de vastgoedportefeuille weer te geven. Hiervoor wordt onder meer gekeken naar macro- en micro-economische analyse, kwaliteit van het vastgoed, kwaliteit van de vastgoedportefeuille, liquiditeitsmanagement en performance en beloningsstructuur. Voorbeelden van dergelijke rating agencies zijn Moody's en Standard & Poor's.

SAS 70 – Statement on Auditing Standards – is een Amerikaanse controlestandaard die richtlijnen beschrijft inzake de procesbeheersing bij zogeheten service organisations zoals onder meer (vastgoed)-vermogensbeheerders.

De Stichting VastgoedCert is een branchebreed platform – tot stand gekomen uit verschillende bestaande registers – voor de registratie en certificering van makelaars en taxateurs in onroerende zaken verdeeld over een viertal Kamers: Wonen/MKB, Bedrijfsmatig Vastgoed, Landelijk Vastgoed en WOZ. Gecertificeerden moeten voldoen aan hoge opleidingseisen en worden periodiek onafhankelijk getoetst, waarbij ze aantonen blijvend over de benodigde vaktechnische bekwaamheden te beschikken.

Bronnen en verdere informatie

■ **Onroerend goed als belegging** Onder redactie van Van Gool, Jager en Weisz.

Stenfert Kroese

ISBN 9020731688 – Vierde druk; 2007

■ **Valuation and construction issues in real estate indices**

dr. A.C. Hordijk MRICS – Europe Real Estate Publishers

ISBN 9077997016 – 2005

■ **Vastgoedbeheer Lexicon; begrippen, omschrijving en toelichting**

prof. ir. W.G. Keeris – Wolters Noordhoff

ISBN 9001467199 – 2001

■ **Vastgoedbeleggingen**

Onder redactie van C.J.G.M. Hendriks – Kluwer

ISBN 9013008429 – 2003

■ **Vastgoedbeleggingen deel B**

Onder redactie van C.J.G.M. Hendriks en F.L..P. Muller – Kluwer

ISBN 9013018114 – 2004

Publicaties IVBN

- Aanbevelingen voor de jaarverslaggeving (herziene tweede druk), april 2008
- Beheersing van frauderisico's in de institutionele vastgoedsector, september 2008
- Doorgaan of duurzaam, IVBN visie op een duurzaam kantorenbeleid, mei 2010
- IVBN visie op duurzaam vastgoed, juni 2009
- Liability Driven Investing en de bijdrage daaraan van vastgoed, januari 2010
- Rendement en risico van Nederlands vastgoed in internationaal perspectief, september 2009 (en Annex 2010, september 2010)

Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland www.ivbn.nl

Raad voor Onroerende Zaken www.roz.nl

European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles www.inrev.org

European Public Real Estate Association www.epra.com

ROZ/IPD Vastgoedindex www.rozindex.nl / www.ipd.com

Amsterdam School of Real Estate www.asre.nl

RICS Nederland www.joinricsineurope.eu/nl

Stichting VastgoedCert www.vastgoedcert.nl

Ledenlijst per 1 oktober 2010

Pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders (of assetmanagers) met een direct vastgoedportefeuille

Aberdeen Property Investors
ASR Vastgoed Vermogensbeheer BV
Bouwinvest
DELA Vastgoed BV
Delta Lloyd Vastgoed
Generali Vastgoed BV
Mn Services NV
SPF Beheer BV
Syntrus Achmea Vastgoed

Private vastgoedfondsen met een direct vastgoedportefeuille

Altera Vastgoed NV
Amvest
Bouwfonds Real Estate Investment Management
ING Real Estate Investment Management
NEWOMIJ
Q-Park
REDEVCO Nederland BV
Schiphol Real Estate BV
Stienstra Beleggingen BV
NS Poort Vastgoed Vermogensbeheer
Valad Property Group
Vesteda Groep BV

Beursgenoteerde vastgoedfondsen met een direct vastgoedportefeuille

Corio NV
Nieuwe Steen Investments NV
Unibail-Rodamco
VastNed Groep BV
Wereldhave NV

Pensioenfondsen of fiduciair vermogensbeheerders met een indirect vastgoedportefeuille (geassocieerd leden)

APG Investments
Blue Sky Group
Cordares Vastgoed
Grafische Bedrijfsfondsen
PGGM



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