
Onroerend goed als belegging



Noordhoff Uitgevers

Peter van Gool, Pieter Jager,
Marcel Theebe en Robert Weisz

Vijfde druk

Onroerend goed als belegging

Redactie:

Prof. dr. P. van Gool FRICS

Drs. P. Jager MRE MRICS

Dr. M.A.J. Theebe

Drs. R.M. Weisz RA FRICS

Vijfde druk

Noordhoff Uitgevers Groningen/Houten

Ontwerp omslag: G2K Groningen/Amsterdam

Omslagillustratie: iStock

Eventuele op- en aanmerkingen over deze of andere uitgaven kunt u richten aan:
Noordhoff Uitgevers bv, Afdeling Hoger Onderwijs, Antwoordnummer 13,
9700 VB Groningen, e-mail: info@noordhoff.nl

Aan de totstandkoming van deze uitgave is de uiterste zorg besteed. Voor informatie die desondanks onvolledig of onjuist is opgenomen, aanvaarden auteur(s), redactie en uitgever geen aansprakelijkheid. Voor eventuele verbeteringen van de opgenomen gegevens houden zij zich aanbevolen.

Deze uitgave is gedrukt op FSC-papier.

Foto p. 372 links: Koffie- en cacaooods Brazilië, fotograaf Han Singels

Foto p. 372 rechts: Winkelcentrum, fotograaf Peter van Gool

0 / 13

© 2013 Noordhoff Uitgevers bv Groningen/Houten, The Netherlands.

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden veeleenvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Voor zover het maken van reprografische veeleenvoudingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor verschuldigde vergoedingen te voldoen aan Stichting Reprorecht (postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.stichting-pro.nl).

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

ISBN (ebook) 978-90-01-84766-1

ISBN 978-90-01-79576-4

NUR 794

Ten geleide

Sinds de eerste druk van *Onroerend goed als belegging* in 1993 is er veel gebeurd in de vastgoedsector. In de afgelopen negentien jaren hebben zich op tal van markten grote veranderingen voorgedaan. Op de woningmarkt was er sprake van een bijzonder sterke prijsstijging in deze periode, maar ook een grote kentering van de huizenprijzen vanaf 2008. Op dit moment is de markt volledig op slot. Ook de kantorenmarkt heeft in die periode meerdere cycli doorgemaakt: een dieptepunt in 1993–1994, omgezet in een hoogtepunt anno 2001 en daarna weer dieptepunten in 2004–2005 met een kort herstel tot 2008 en vanaf dat moment een buitengewoon ernstige daling. In feite kunnen wij stellen dat het speelveld in alle vastgoedmarkten sinds 2008 drastisch is veranderd. Spraken wij in 2007 nog over een ‘wall of money’, sinds de bankcrisis in 2008 en de schulden crisis vanaf 2012 vormt het gebrek aan externe financiering een ernstig probleem.

De Nederlandse economie en levenshouding waren gebaseerd op groei. Elk jaar een beetje meer. Nu wordt Nederland geconfronteerd met een tekortschietende vraag in vele markten, door een onvoldoende hypothecaire financiering in de woningmarkt en door minder vraag naar ruimte op de kantoren- en winkelmarkt.

Daarnaast heeft Nederland te maken met nieuwe sectoren zoals zorgvastgoed en maatschappelijk vastgoed. Van uitbreiden naar inbreiden en van nieuwbouw naar renovatie en herontwikkeling. De problematiek rond leegstand en hergebruik biedt nieuwe kansen aan hierin gespecialiseerde vastgoedprofessionals. Het aantal medewerkers bij projectontwikkelaars, bouwers, cv-aanbieders en toeleveranciers is sterk teruggelopen en faillissementen in de sector zijn aan de orde van de week.

In oktober 2007 werd de sector opgeschrikt door de ‘vastgoedfraude’.

Daarna volgden misstanden bij banken, makelaars en taxateurs, woningcorporaties, private beleggingsfondsen en accountants. Het imago van vele beroepsgroepen is in het geding gekomen. Integriteit, risicomangement en transparantie zijn begrippen die terecht steeds meer aandacht vragen.

Dit alles heeft ertoe geleid dat het toezicht op de sector is versterkt bij De Nederlandsche Bank en de AFM en daarnaast worden steeds hogere eisen gesteld aan commissarissen en toezichthouders van vastgoedorganisaties. In deze compleet veranderde setting van de vastgoedmarkten moeten bedrijven en organisaties nieuwe wegen vinden.

Het beleggen in onroerend goed is hierdoor nog ingewikkelder geworden dan het al was en daardoor zijn de auteurs gedwongen om met een geheel herziene vijfde druk van dit boek te komen. Ik durf te stellen dat *Onroerend goed als belegging* één van de meest gebruikte studieboeken is binnen het vastgoedonderwijs. Verheugend is dat de auteurs de inhoud van het boek telkens hebben verbreed, waarbij rekening is gehouden met nieuwe opleidingen en nieuwe ontwikkelingen binnen de sector. Ik ben ervan overtuigd

dat dit boek weer een belangrijke plaats op de verschillende boekenlijsten zal krijgen en heel vaak als 'verplichte literatuur'. Ook alle professionals die al werken in de sector, hebben baat bij deze voortreffelijke actualisering van het boek. Daarnaast zou het verplichte leesstof moeten zijn voor alle bestuurders, commissarissen, toezichhouders en adviseurs van beleggingsfondsen, pensioenfondsen, woningcorporaties, banken en zorginstellingen die specifieke verantwoordelijkheid dragen voor het onroerend goed in eigendom of gebruik.

Prof. drs. P.P. Kohnstamm
Emeritus hoogleraar Vastgoedkunde Universiteit van Amsterdam

Woord vooraf bij de vijfde druk

Iedere nieuwe druk van een boek reflecteert de tijdgeest. Sinds de eerste druk in 1993 is er veel veranderd bij het beleggen in vastgoed. Perioden van voorspoed en crisis wisselden elkaar af en lieten hun sporen na. Telkens kwamen en komen nieuwe onderwerpen in de belangstelling te staan. Daarom is dit boek ten opzichte van de vierde druk sterk gewijzigd. Nieuw is het volgende:

- De meeste recente ontwikkelingen op de vastgoedmarkten zijn meegenomen.
- Veel recente initiatieven om de vastgoedsector transparanter te maken en te professionaliseren, worden besproken.
- Tal van nieuwe vormen van beleid passeren de revue, bijvoorbeeld op het terrein van verhuurincentives en het tegengaan van ABC-transacties.
- In vrijwel alle hoofdstukken is een aparte paragraaf gewijd aan risicomangement.
- Naar aanleiding van de fraudegevallen is er ook meer aandacht gekomen voor het customer due diligence-beleid.
- Waar dit mogelijk was, zijn rekenvoorbeelden gegeven.
- Bij veel onderwerpen zijn praktijkvoorbeelden gegeven. Het feit dat die tijdgebonden zijn, wordt hierbij voor lief genomen.
- Veel definities zijn expliciet gegeven.
- Om aansluiting te krijgen bij de Angelsaksische literatuur zijn Engelse termen gehanteerd en zijn rekenvoorbeelden in het Engels gegeven.

De belangrijkste wijzigingen zijn hieronder per hoofdstuk weergegeven.

Hoofdstuk 1 Beleggen in onroerend goed

Het eerste hoofdstuk geeft een vollediger beeld van onroerend goed als beleggingscategorie dan de vorige editie, omdat nu ook beursgenoteerd onroerend goed expliciet wordt meegenomen in vergelijkingen. De onderscheidende kenmerken van de soorten onroerendgoedbeleggingen worden in overzichtelijke schema's gepresenteerd. Het hoofdstuk is geïllustreerd met cijfers en voorbeelden uit de Nederlandse praktijk.

Hoofdstuk 2 Theorie in beeld

Financiële markten hebben zich sinds de vorige editie uit 2007 helaas van hun slechtste kant laten zien. Het geven van een geactualiseerd beeld van de rendementen en risico's was dus meer dan ooit noodzakelijk. Het hoofdstuk legt nog meer dan voorheen de nadruk op de praktische toepassing van de besproken theorieën in de vastgoedpraktijk. Door de crisis zijn risico en risicomangement meer centraal komen te staan. Daarom is er ook een gedetailleerde bespreking van het risico van onroerendgoedbeleggingen gekomen. Aandacht is er ook voor het 'alfa genereren' bij het beleggen in vastgoed. Om het hoofdstuk zo toegankelijk mogelijk te houden, worden de meeste technische aspecten nu in aparte kaders besproken.

Hoofdstuk 3 Onroerendgoedmarkten

Dit hoofdstuk kent dezelfde structuur als in de vorige versie van het boek. Maar meer dan voorheen is nu ook een Europees perspectief belicht. Nieuw is de paragraaf over de effecten van het online winkelen en de paragraaf over maatschappelijk onroerend goed.

Hoofdstuk 4 Projectontwikkeling, renovatie en herontwikkeling

De informatie over projectontwikkeling is in essentie dezelfde als in de vierde druk. Wel zijn aanwijzingen van praktijkdeskundigen verwerkt. Wat nieuw is, is dat extra aandacht is besteed aan renovatie en herontwikkeling.

Hoofdstuk 5 Beleggingsproces

In dit hoofdstuk is meer dan voorheen de organisatie van het beleggingsproces uitgewerkt. Daarbij is er aandacht besteed aan veranderingen in de strategie van vastgoedondernemingen na de financiële crises van de afgelopen jaren. Mede door gewijzigde marktomstandigheden is er een zoektocht ontstaan naar nieuwe businessmodellen.

Hoofdstuk 6 Acquisitie en rendementsberekeningen

Nieuw is de uitwerking van het formuleren van rendementseisen, waarbij ook een voorbeeld van een bètaberekening is gegeven. Verder zijn bij alle investeringsanalysemethoden rekenvoorbeelden gegeven. Alternatieve methoden zijn toegevoegd, zoals de modified rate of return-methode, de value at risk-methode en de real options analysis. Verder is meer aandacht gegeven aan de gevolgen van veroudering voor rendementsvoorspellingen. Zo ook zijn de effecten van vreemde financiering en belastingen doorgerekend.

Hoofdstuk 7 Overeenkomsten, due diligence en risicomanagement

Dit is een nieuw hoofdstuk. Veel aandacht is besteed aan de zaken waarop moet worden gelet bij het opstellen van overeenkomsten. Nieuw is de uitwerking van het 'zaagtandeffect' in de huurontwikkeling. Ook is de inhoud van een investeringsvoorstel beschreven. Veel meer dan voorheen is er geschreven over de verschillende vormen van due diligence-onderzoek, waaronder customer due diligence-onderzoek en wat daarbij in de praktijk komt kijken. Risicomanagement en het integriteitsbeleid zijn eveneens veel breder uitgemeten dan in de vorige druk. Daarbij zijn onder andere de consequenties van ABC-transacties belicht.

Hoofdstuk 8 Financieringskader van beleggen in onroerend goed

Dit hoofdstuk is uitgebreid met de ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan na de financiële crisis in 2008 en na de schulden crisis vanaf 2011. Daarbij wordt er veel meer aandacht geschonken aan het kunnen blijven voldoen aan bankconvenanten en aan de mogelijke (negatieve) gevolgen van (te veel) leverage. Verder is ingegaan op de ontwikkelingen op het terrein van securitisatie. Ook wordt stilgestaan bij de gevolgen van de internationale richtlijnen voor banken en verzekeraars, geheten Basel III respectievelijk Solvency II.

Hoofdstuk 9 Exploitatie

Dit is een nieuw hoofdstuk. Aandacht is er voor de organisatie van de exploitatie en voor vraagstukken inzake insourcing en outsourcing. Ook komen automatisering, benchmarking en risicomanagement bij de exploitatie aan bod. Bij dit laatste is speciaal ingegaan op de risico's van verhuurincenives. Verder is er een paragraaf over servicemanagement.

Hoofdstuk 10 Waarderen

Dit hoofdstuk is sterk uitgebreid, waarbij er aansluiting is gezocht met de nieuwe specialistische opleiding Real Estate Valuation bij de Amsterdam School of Real Estate. Nieuw is de realtime valuation-methode. Ook is meer uitgebreid stilgestaan bij de uitdagingen van de discounted cashflow-methode. Verder is toegevoegd de wijze van bepalen van de huurwaarde en is er veel aandacht voor recente vraagstukken en ontwikkelingen. Onderwerpen die hierbij aan bod komen zijn de mogelijkheid van luchtbellens in de taxaties, de taxatienauwkeurigheid en de wijze van taxeren van structureel leegstaande panden. Nieuw zijn ook de vele rekenvoorbeelden. Aansluiting is gezocht bij de laatste RICS-taxatiestandaarden van maart 2012. Op verzoek is ook een paragraaf over erfpacht opgenomen.

Hoofdstuk 11 Renovatie, herontwikkeling en dispositie

De verslechterde omstandigheden op de vastgoedmarkten na de financiële crises van 2008 en 2011 hebben in dit hoofdstuk hun weerslag gekregen. Zo is meer aandacht geschonken aan renovatie en herontwikkeling van verouderd en leegstaand vastgoed. Denk hierbij met name aan de herontwikkeling van desolate kantoren en bedrijventerreinen. Verder is in het hoofdstuk de afweging tussen doorexploiteren (niets doen), renoveren en herontwikkelen uitgewerkt, ook met een voorbeeld. Maar bovenal is risicomanagement op het terrein van dispositie beschreven. Na de fraudegevallen in de vastgoedsector in Nederland is dit een belangrijk onderwerp geworden. Verder is er mede naar aanleiding van te hoge waarderingen, meer aandacht geschonken aan problemen bij het verkopen en renoveren van vastgoed.

Hoofdstuk 12 Beleggen in indirect onroerend goed

In dit hoofdstuk wordt meer dan voorheen aandacht besteed aan het privaats indirect beleggen in vastgoed, waarbij met name wordt ingegaan op de niet-beursgenoteerde vastgoedbranche voor particuliere beleggers. Die branche heeft in de jaren 2000–2008 een enorme groei doorgemaakt. Er wordt met name gekeken naar corporate governance en risicoaspecten van deze vorm van beleggen en in het algemeen naar de eisen die aan deze beleggingsproducten dienen te worden gesteld. Ook wordt ingegaan op recente ontwikkelingen als het streven naar joint ventures bij het indirect beleggen door grote institutionele beleggers.

Website

Bij dit boek hoort een website die te vinden is op www.vastgoedkennis.nl onder 'onroerend goed als belegging'. Op die website staan onder andere nieuwe inzichten van de auteurs en recente ontwikkelingen. Ook is er plaats voor reacties van lezers en voor nieuwe cases en voorbeelden.

Dankbetuiging

Bij het schrijven van dit boek hebben wij van verschillende zijden onmisbare steun gekregen op allerlei terreinen. Het gaat om de volgende personen:

- Roel van de Bilt (FGH Bank) is de schrijver van hoofdstuk 8 over vastgoedfinanciering.
- Herbert Fens (Amsterdam School of Real Estate) heeft niet alleen veel werk verzet bij het leveren van recente literatuur, maar hij heeft ook bijgedragen aan het maken van de literatuurlijsten in het boek; altijd een zeer arbeidsintensieve activiteit.

- Peter de Haas (Cornerstone Real Estate Advisers) heeft voor hoofdstuk 12 de paragraaf over vastgoedderivaten geschreven.
- Jan Fluit (SPF Beheer) heeft nuttige adviezen gegeven over risicomanagement bij vastgoed.
- George van Hooydonk (MN Services) heeft bijgedragen aan de beschrijving van de actuele ontwikkelingen op het terrein van de exploitatie van vastgoed.
- Peter Jager (Jager Vastgoedconsultant) heeft hoofdstuk 10 over waarden kritisch beoordeeld en heeft met name ook gekeken naar de toepassingen van de beschreven theorie. Hierdoor is het hoofdstuk veel praktischer geworden. Ook is hij de initiatiefnemer geweest van de toegevoegde paragraaf over erfpacht.
- Henriëtte Weijdemuller en Tom Jongerius (beiden van SPF Beheer) hebben commentaar op en advies bij de hoofdstukken over acquisitie en exploitatie gegeven.
- Pé Kohnstamm (Kohnstamm Advies) heeft het Ten geleide geschreven. Vanaf de eerste druk in 1993 heeft hij deze taak op zich genomen. Ook heeft hij in al die jaren de auteurs gesteund in hun streven het beleggen in vastgoed te professionaliseren.
- Herman Kok (Multi Development) heeft tijdens een uitgebreid interview zijn visie gegeven over projectontwikkeling vanuit een Europees perspectief.
- John Kuik (directeur STV) heeft in hoofdstuk 12 een groot aandeel gehad in de beschrijving van het prospectus en haar risico's.
- Bert Teuben (IPD Nederland) heeft gezien welke waarderingsmethode in Nederland het meest wordt gebruikt door institutionele beleggers. Ook heeft hij in eerste instantie de tekst over maatschappelijk vastgoed geschreven.
- Rob Veenhoven (Saxion, University of Applied Sciences) heeft het manuscript beoordeeld door de ogen van de studenten en heeft her en der verduidelijkingen voorgesteld.
- Cor Worms (voorheen Syntus Achmea) heeft alle hoofdstukken van zeer waardevol commentaar voorzien en ons op fouten en omissies gewezen. Ook heeft hij bijdragen geleverd over Basel III. Cor's inbreng heeft voor ons grote waarde gehad.

Last but not at least spreken wij graag onze dank uit aan onze partners voor alle hulp die wij het afgelopen anderhalf jaar hebben gekregen bij het vele schrijven in avonden en weekenden. Zo ook willen wij onze collega's en werk- en opdrachtgevers bedanken voor hun ondersteuning op vele fronten.

De auteurs
najaar 2012

Inhoud

Lijst van afkortingen [16](#)

Lijst van symbolen [20](#)

1 Beleggen in onroerend goed [23](#)

1.1 Direct en indirect onroerend goed [24](#)

1.1.1 Soorten direct onroerend goed [24](#)

1.1.2 Soorten indirect onroerend goed [26](#)

1.1.3 Overzicht van de onroerendgoeddefinities [27](#)

1.2 Kenmerken en voor- en nadelen van beleggen in onroerend goed [27](#)

1.2.1 Kenmerken van direct onroerend goed [28](#)

1.2.2 Voor- en nadelen van beleggen in direct onroerend goed [29](#)

1.2.3 Voor- en nadelen van beleggen in indirect onroerend goed [35](#)

1.2.4 Voordelen van de verschillende beleggingsvormen ten opzichte van elkaar [39](#)

1.3 Onroerendgoedbeleggingen in de praktijk [40](#)

1.3.1 Allocatie naar onroerend goed [41](#)

1.3.2 Allocatie naar direct en indirect onroerend goed [42](#)

[Samenvatting 43](#)

[Literatuur 43](#)

2 Theorie in beeld [45](#)

2.1 Werking van onroerendgoedmarkten [46](#)

2.1.1 Relatie tussen economische ontwikkeling en beleggingsrendement [46](#)

2.1.2 Economische grootheden in beeld [47](#)

2.1.3 Vier kwadranten van onroerend goed [51](#)

2.2 Rendement en risico van onroerend goed [60](#)

2.2.1 Prestatiemeting [60](#)

2.2.2 Rendement/risicoprofiel van de soorten onroerend goed [64](#)

2.2.3 Werkelijk risico van privaat onroerend goed [67](#)

2.3 Samenstellen van onroerendgoedportefeuilles [73](#)

2.3.1 Asset-only-benadering [74](#)

2.3.2 Asset-liability management [80](#)

2.3.3 Risicobudgettering [83](#)

2.4 Verstand en gevoel [85](#)

[Samenvatting 86](#)

[Literatuur 87](#)

3 Onroerendgoedmarkten 89

- 3.1 Segmentatie van de onroerendgoedmarkt 90
 - 3.1.1 Grond-, ontwikkelings- en bouwmarkt 90
 - 3.1.2 Ruimtemarkt 91
- 3.2 Segmentatie van de ruimtemarkt 92
 - 3.2.1 Kantoorruimtemarkt 93
 - 3.2.2 Bedrijfsruimtemarkt 96
 - 3.2.3 Winkelruimtemarkt 97
 - 3.2.4 Woonruimtemarkt 101
- 3.3 Segmentatie van de beleggingsmarkt 103
 - 3.3.1 Kantorenmarkt 105
 - 3.3.2 Winkel- en winkelcentramarkt 105
 - 3.3.3 Huurwoningenmarkt 107
 - 3.3.4 Bedrijfspannenmarkt 108
 - 3.3.5 Maatschappelijk vastgoed 109
- 3.4 Duurzaam beleggen 111
- 3.5 Generieke marktfactoren en marktonderzoek 115
 - 3.5.1 Generieke marktfactoren 115
 - 3.5.2 Marktonderzoek 116
- Samenvatting 118
- Literatuur 118

4 Projectontwikkeling, renovatie en herontwikkeling 119

- 4.1 Het vak projectontwikkeling 120
 - 4.1.1 Korte geschiedenis van projectontwikkeling 120
 - 4.1.2 Elementen van projectontwikkeling 121
 - 4.1.3 Ontwikkelingsplan 123
 - 4.1.4 Typen ontwikkelaars 124
 - 4.1.5 Samenwerking tussen projectontwikkelaars en beleggers 125
 - 4.1.6 Vormen van samenwerking 126
 - 4.1.7 Maatschappelijk belang van ruimtelijke ordening 127
- 4.2 Ontwikkelingsplan 128
 - 4.2.1 Positie en product 129
 - 4.2.2 Marketing 129
 - 4.2.3 Organisatie 131
 - 4.2.4 Risicobeheersing 132
 - 4.2.5 Financiën 132
- 4.3 Fasen bij ontwikkeling 133
 - 4.3.1 Ontwikkelmatrix 133
 - 4.3.2 Initiatiefase 134
 - 4.3.3 Contractfase 137
 - 4.3.4 Realisatiefase 140
 - 4.3.5 Afzetsfase 141
- 4.4 Fasen bij herontwikkeling en renovatie 143
 - 4.4.1 Initiatiefase 144
 - 4.4.2 Contractfase 144
 - 4.4.3 Realisatiefase 145
 - 4.4.4 Afzetsfase 145
- Samenvatting 146
- Literatuur 146

5 Beleggingsproces 147

- 5.1 Beleggingsactiviteiten, -middelen, -doelstellingen en -criteria 148
 - 5.1.1 Activiteiten bij beleggen in vastgoed 148
 - 5.1.2 Beschikbaarheid van beleggingsmiddelen 149
 - 5.1.3 Beleggingsdoelstellingen en beleggingscriteria 149
- 5.2 Soorten van beleid in het beleggingsproces 149
- 5.3 Sturing door meting, analyse en rapportage 153
 - 5.3.1 Meten en analyseren 153
 - 5.3.2 Rapportage 154
- 5.4 Organisatie van het beleggingsproces 155
 - 5.4.1 Organisatorische indelingen 155
 - 5.4.2 Soorten management 157
- 5.5 Recente ontwikkelingen 163
 - Samenvatting 166
 - Literatuur 166

6 Acquisitie en rendementsberekeningen 169

- 6.1 Acquisitieproces 170
- 6.2 Plan vormen voor acquisitie 171
 - 6.2.1 Maken van een acquisitieplan 171
 - 6.2.2 Organiseren van het acquisitieproces 172
 - 6.2.3 Managen van risico's 173
- 6.3 Vaststellen van rendementseisen 174
 - 6.3.1 Rendementseis bepaald door het (verwachte) rendement van de bestaande (vastgoed)portefeuille 175
 - 6.3.2 Rendementseis bepaald door de financieringskosten 175
 - 6.3.3 Rendementseis bepaald door vergelijkbare (aanvangs)rendementen in de markt 176
 - 6.3.4 Rendementseis bepaald door het risicovrije rendement te verhogen met een risico-opslag of risico-opslagen 176
- 6.4 Zoeken, vinden en beoordelen van investeringsmogelijkheden 183
 - 6.4.1 Belegger en de aanbieder van vastgoedobjecten 183
 - 6.4.2 Omgaan met makelaars bij acquisitie 184
 - 6.4.3 Eerste beoordeling van de investeringsmogelijkheden 185
- 6.5 Beoordelen van de rentabiliteit van investeringsmogelijkheden 186
 - 6.5.1 Multipliemethoden 187
 - 6.5.2 Eenvoudige rendementsmethoden 191
 - 6.5.3 Payback-methode 195
 - 6.5.4 Discounted cashflow-methoden 196
 - 6.5.5 Andere methoden 205
 - 6.5.6 Verband tussen de BAR, NAR en IRR 207
 - 6.5.7 Veroudering van de investering 208
 - 6.5.8 Gevolgen van veroudering voor DCF-analyses 210
 - 6.5.9 Effecten van financiering met vreemd vermogen en belastingen op het verwacht rendement 210
 - 6.5.10 Onderzoek naar gebruik van investeringsanalysemethoden 216
- 6.6 Recente ontwikkelingen 216
 - Samenvatting 218
 - Literatuur 219

7 Koopovereenkomst, due diligence en risicomanagement 223

- 7.1 Verder onderzoek en onderhandelingen 224
 - 7.1.1 Kenmerken en kwaliteit van het beleggingsobject 225
 - 7.1.2 Bijdrage van de acquisitie aan het beleid en aan de bestaande portefeuille 227
 - 7.1.3 Aanbieder(s) van het beleggingsobject 228
 - 7.1.4 Ontwikkeling van de markt waarin het object is gelegen 228
 - 7.1.5 Financiering en de juridische en fiscale situatie 228
 - 7.1.6 Mogelijke rendementen 229
 - 7.1.7 Identificatie en kwantificering van risico's en mogelijkheden tot risicobeheersing 229
- 7.2 Letter of intent en/of koopovereenkomst 230
 - 7.2.1 Bindendheid van afspraken 230
 - 7.2.2 Afspraken in de koopovereenkomst 231
 - 7.2.3 Afspraken over de koopsom 234
 - 7.2.4 Afspraken over huurgaranties 234
 - 7.2.5 Afspraken over objecten die in aanbouw zijn of nog gebouwd moeten worden 235
- 7.3 Rendementsberekeningen en scenarioanalyses 236
- 7.4 Investeringsvoorstel 238
- 7.5 Due diligence-onderzoek 239
 - 7.5.1 Soorten due diligence-onderzoek 239
 - 7.5.2 Acties naar aanleiding van het due diligence-onderzoek 243
- 7.6 Levering 243
- 7.7 Overdracht en nazorg 245
- 7.8 Risicomanagement 246
 - 7.8.1 Noodzaak van risicomanagement 247
 - 7.8.2 Soorten risico's bij het beleggen in vastgoed 247
 - 7.8.3 Manieren om met risico's om te gaan 249
 - 7.8.4 Risicomanagementproces 250
 - 7.8.5 Beheersing van de risico's 253
- 7.9 Integriteitsbeleid 254
- 7.10 Recente ontwikkelingen 255
 - [Samenvatting 257](#)
 - [Literatuur 258](#)

8 Financieringskader van beleggen in onroerend goed 259

- 8.1 Historisch perspectief 260
- 8.2 Financieringsselectieproces 260
 - 8.2.1 Perspectief van de geldnemer en de geldgever 260
 - 8.2.2 Oordeelsvorming door de geldgever 261
 - 8.2.3 Oordeelsvorming door de geldnemer 264
- 8.3 Financieringsconcepten 268
- 8.4 Securitatie 269
 - 8.4.1 Residential Mortgage Backed Securities 270

- 8.4.2 Commercial Mortgage Backed Securities 271
- 8.4.3 Collateralized Mortgage Obligation 274
- 8.4.4 Pandbrieffinanciering 274
- 8.5 Financiering na de kredietcrisis 275
- 8.5.1 Omwenteling van de fundingmarkt 275
- 8.5.2 Veranderende ratio's in de leningportefeuilles 278
- 8.6 Veranderde marktverdeling bij banken 278
- 8.7 Recente ontwikkelingen 280
- Samenvatting 282
- Literatuur 282

9 Exploitatie 283

- 9.1 Doel van de exploitatie 284
- 9.2 Exploitiemanagementproces 286
- 9.3 Organisatie van de exploitatie 286
- 9.3.1 Beleidsvorming 287
- 9.3.2 Insourcing en outsourcing 287
- 9.3.3 Uitbesteding aan externe exploitatiemanagers 288
- 9.3.4 Organisatiestructuren 289
- 9.3.5 Soorten exploitatiemanagers 289
- 9.3.6 Beleidsstukken en rapportages 289
- 9.3.7 Automatisering 290
- 9.3.8 Omgaan met makelaars bij de exploitatie 290
- 9.3.9 Benchmarking van de exploitatie 291
- 9.3.10 Risicomanagement bij exploitatie 292
- 9.3.11 Incentivebeleid 294
- 9.4 Servicemanagement 297
- 9.5 Recente ontwikkelingen 298
- Samenvatting 300
- Literatuur 301

10 Waarderen 303

- 10.1 Redenen om te waarderen en taxeren 304
- 10.2 Waarde, waarderingmethoden en waardebepalende factoren 305
- 10.2.1 Waarde en prijs 305
- 10.2.2 Waardebegrippen en waarderingmethoden 305
- 10.2.3 Waardebepalende factoren 307
- 10.3 Families van waardebegrippen 307
- 10.3.1 Marktwaarde en gerelateerde waardebegrippen 308
- 10.3.2 Belegingswaarde en aanverwante begrippen 309
- 10.3.3 Boekhoudkundige en fiscale waardebegrippen 310
- 10.3.4 Kostprijsgerelateerde waardebegrippen 310
- 10.3.5 Overige waardebegrippen 311
- 10.4 Waarderingsvoorschriften en gebruik van waardebegrippen 312
- 10.5 Waarderingsmethoden 314
- 10.5.1 Verschillende methoden voor waardebepaling 315

- 10.5.2 Gebruik van waarderingsmethoden [316](#)
- 10.6 Comparatieve benadering [318](#)
- 10.6.1 Direct vergelijkende methode [318](#)
- 10.6.2 Direct vergelijkende methode met modellen [319](#)
- 10.7 Inkomstenbenadering [319](#)
- 10.7.1 Eenvoudige kapitalisatiemethoden [320](#)
- 10.7.2 'Betere' kapitalisatiemethoden [330](#)
- 10.8 Kostenmethode [337](#)
- 10.9 Residuele- of restwaardemethode [338](#)
- 10.10 Bepaling van de huurwaarde [339](#)
- 10.11 Taxatieproces [341](#)
- 10.12 Erfpacht [343](#)
- 10.12.1 Rechten [343](#)
- 10.12.2 Corrigeren voor erfpacht [344](#)
- 10.12.3 Erfpacht, emotie en disputen [346](#)
- 10.13 Vraagstukken en recente ontwikkelingen [348](#)
- 10.13.1 Mogelijkheid van luchtballen in de taxaties [348](#)
- 10.13.2 Taxatienauwkeurigheid [349](#)
- 10.13.3 Wijze van taxeren van structureel leegstaande panden [349](#)
- 10.13.4 Andere recente ontwikkelingen [352](#)
- [Samenvatting 355](#)
- [Literatuur 356](#)

11 Renovatie, herontwikkeling en dispositie [359](#)

- 11.1 Keuze om te renoveren, herontwikkelen of verkopen [360](#)
- 11.2 Overweging van de alternatieven [361](#)
- 11.2.1 Variant met de hoogste netto(beleggings)waarde [361](#)
- 11.2.2 Variant met de hoogste grond- of locatiewaarde [362](#)
- 11.2.3 Variant met het hoogste verwachte looptijdrendement [362](#)
- 11.2.4 Berekening van de alternatieven [363](#)
- 11.3 Renovatie en herontwikkeling [370](#)
- 11.3.1 Beoogd concept [371](#)
- 11.3.2 Marketing [371](#)
- 11.3.3 Organisatie [372](#)
- 11.3.4 Risicobeheersing [376](#)
- 11.3.5 Financiën [379](#)
- 11.3.6 Uitdagingen bij herontwikkeling [380](#)
- 11.3.7 Manieren om herontwikkeling te bevorderen [383](#)
- 11.4 Dispositie [384](#)
- 11.4.1 Doel van de dispositie [385](#)
- 11.4.2 Moment om te verkopen [386](#)
- 11.4.3 Minimumverkoopprijs [393](#)
- 11.4.4 Verkoopprocedure [394](#)
- 11.4.5 Uitdagingen bij verkoop [395](#)
- 11.4.6 Risicomanagement bij dispositie [396](#)
- 11.5 Recente ontwikkelingen [398](#)
- [Samenvatting 398](#)
- [Literatuur 399](#)

12 Beleggen in indirect onroerend goed 401

- 12.1 Voor- en nadelen van beleggen in indirect onroerend goed 402
 - 12.1.1 Voordelen van beleggen in indirect onroerend goed 402
 - 12.1.2 Nadelen van beleggen in indirect onroerend goed 404
 - 12.2 Soorten indirect onroerend goed 405
 - 12.3 Beursgenoteerd indirect onroerend goed 406
 - 12.3.1 Specifieke kenmerken van beursgenoteerd onroerend goed 407
 - 12.3.2 Selectieproces voor beursgenoteerde indirecte beleggingen 413
 - 12.4 Niet-beursgenoteerd indirect onroerend goed voor institutionele beleggers 421
 - 12.4.1 Ontwikkelingen en oorzaken 422
 - 12.4.2 Specifieke kenmerken van institutionele niet-beursgenoteerde fondsen 424
 - 12.5 Niet-beursgenoteerd indirect onroerend goed voor particulieren 429
 - 12.5.1 Specifieke vormen van niet-beursgenoteerde fondsen voor particulieren 430
 - 12.5.2 Wettelijk (toezicht)regime in Nederland 432
 - 12.5.3 Prospectus 434
 - 12.5.4 Bijzondere aandachtspunten voor particuliere beleggers in indirect vastgoed 437
 - 12.6 Dakfondsen 448
 - 12.7 Benchmarking van onroerendgoedbeleggingen 449
 - 12.7.1 Soorten benchmarks 450
 - 12.7.2 Gebruik van benchmarks 453
 - 12.8 Vastgoedderivaten 455
 - 12.9 Recente ontwikkelingen bij indirect onroerend goed 459
 - 12.9.1 Ontwikkelingen bij beleggers in indirect onroerend goed 459
 - 12.9.2 Ontwikkelingen bij beursgenoteerde (publieke) vastgoedfondsen 461
 - 12.9.3 Ontwikkelingen bij niet-beursgenoteerde (private) vastgoedfondsen 462
- [Samenvatting 464](#)
[Literatuur 464](#)

Over de auteurs 467

Trefwoordenregister 470

Lijst van afkortingen

ABP	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
AEX	Amsterdam Exchange Index
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AIBOR	Amsterdam Interbank Offered Rate
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
ALM	asset-liability management
APG	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
APV	adjusted present value
ATCF	after-tax cash flow
ATR	after-tax return
b.v.o.	brutovloeroppervlak
BAB	Beheerders van alternatieve beleggingsfondsen
BAR	bruto-aanvangsrendement
BBP	bruto binnenlands product
BBSH	Besluit beheer sociale huursector
BC	building costs
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BEL 20	leidende index voor Euronext Brussel
BIS	Bank for International Settlements
BTCF	before-tax cash flow
bv	besloten vennootschap
BW	beleggingswaarde
BW	Burgerlijk Wetboek
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CDD	customer due diligence
CF	cashflow
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
COSO-ERM	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – Enterprise
CPB	Centraal Planbureau
CRMT	Stichting Certificatie en Registratie Makelaar-Taxateurs
cv	commanditaire vennootschap
cvr	commanditaire vennootschap met rechtspersoonlijkheid
DBR	direct beleggingsresultaat
DC	demolishment costs
DCF	discounted cashflow
DNB	De Nederlandsche Bank
DO	definitief ontwerp
DS	debt service
DSCR	debt service coverage ratio

DTA	decision tree analysis
DUFAS	Dutch Fund and Asset Management Association
EAD	exposure at default
ECB	Europese Centrale Bank
EDR	equity dividend rate
EI	equity investment
EMGRI	effective market gross rental income
EOE	extra operating expenses
EPA	energie prestatie advies
EPRA	European Public Real Estate Association
ESI	economic sentiment index
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
EVA	economic value added
EVS	European Valuation Standards
FBI	fiscale beleggingsinstelling
FIRM	Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GAV	gross asset value
GDV	grootschalige detailhandelsvestigingen
GIM	gross income multiplier
GIY	gross initial yield
GPR	Global Property Research
HaBu	highest and best use
HW	huidige waarde
I	(total) investment
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
lb	institutionele belegger
IBR	indirect beleggingsresultaat
ICR	interest coverage ratio
IFRS	International Financial Reporting Standards
INREV	European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
ISAE	International Standard on Assurance Engagements
IVBN	Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland
IVS	International Valuation Standards
IVSC	International Valuation Standards Committee
KNB	Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie
kpi	key performance indicator
ksf	kritieke succesfactor
LDI	liability-driven investment
LGD	loss given default
LOI	letter of intent
LTV	loan to value
MBS	Mortgage Backed Securitisation
MIRR	modified internal rate of return
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MVO	maatschappelijk verantwoord ondernemen
NAR	netto-aanvangsrendement
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NAV	net asset value
NBA	Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten

NCREIF	National Committee for Real Estate Fiduciaries
NCW	netto contante waarde
NEPROM	Vereniging van Nederlandse Projectontwikkeling Maatschappijen
NeVaP	Nederlands Vastgoedmanagement Platform
NHW	netto huidige waarde
NIM	net income multiplier
NIVRA	Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants
NMa	Nederlandse Mededingingsautoriteit
NOI	net operating income
NPV	net present value
NRVT	Nederlands Register van Vastgoed Taxateurs
nv	naamloze vennootschap
NVM	Nederlandse Vereniging van Makelaars in onroerende goederen en vastgoedadviseurs
OE	operating expenses
OGE	onroerend goed in exploitatie
OT	onrendabele top
PB	pay back
PD	probability of default
PDV	perifere detailhandelsvestiging
PEG	price/earnings to growth ratio
PGGM	Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke belangen
PGOI	potential gross operating income
PIC	Property Index Certificate
PIGS	Portugal, Italië, Griekenland en Spanje
PLAM	Price Level Adjustment Mortgage
PMI	Purchasing Managers Index
PV	present value
PvE	programma van eisen
REIM	Real Estate Investment Management
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RJ	Raad voor de Jaarverslaggeving
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
ROA	real options analysis
ROIC	return on invested capital
ROZ	Raad voor Onroerende Zaken
RV	rental value
RvC	raad van commissarissen
SAS	Statement on Auditing Standards
SLA	service level agreement
SO	schetsontwerp
SPV	special purpose vehicle
SRT	Stichting Register Taxateurs
StiVAD	Stichting Vastgoeddata
STV	Stichting Transparantie Vastgoedfondsen
SWOT	strengths, weaknesses, opportunities and threats
TaxO	taxes from operations
TBR	totaal beleggingsresultaat
TEGoVA	The European Group of Valuers Associations
TER	total expense ratio
TVC	Taxatierichtlijn commercieel vastgoed
UBO	ultimate beneficial owner

USPAP	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice
VaR	value at risk
VO	voorlopig ontwerp
VVE	Vereniging van Eigenaren
v.v.o.	verhuurbaar vloeroppervlak
WACC	weighted average cost of capital
Wet WOZ	Wet waardering onroerende zaken
Wft	Wet op het financieel toezicht
WOZ	waardering onroerende zaken



Lijst van symbolen

ATCF	after-tax cash flow
ATR	after-tax return
BAR	bruto-aanvangsrendement
BC	building costs
Bèta _i	systematisch risico van investering i
Bèta _p	systematisch van de portefeuille
BH	brutohuurinkomsten
BTCF	before-tax cash flow
BW	beleggingswaarde
CF	cashflow
Cov(r _i ,r _m)	covariantie tussen het rendement van de investering en die van de markt
DC	demolishment costs
DCF	discounted cashflow
DS	debt service
EDR	equity dividend rate
EI	equity investment
EK	exploitatiekosten (als % van de brutohuur)
EMGRI	effective market gross rental income
EOE	extra operating expenses
E(R _i)	vereist rendement op investering i
ER _m	verwacht marktrendement
ER _p	verwacht portefeuillerendement
EVA	economic value added
GIM	gross income multiplier
GIY	gross initial yield
GOI	(effective) gross operating income
GRI	gross rental income
grv	growth of rents and value
HW	huidige waarde
I	(total) investment of geïnvesteerd vermogen
IRR	internal rate of return of looptijddrendement
IV	investment value of beleggingswaarde
LTV	loan to value ratio
MIRR	modified internal rate of return
M _v	market value
n	exploitatie termijn
NAR	netto-aanvangsrendement
NAV	net asset value
NCW	netto contante waarde
NH	nettohuuropbrengsten
NHW	netto huidige waarde
NIM	net income multiplier
NIY	net initial yield

NOI	net operating income
NPV	net present value
NRI	net rental income
NSR	net sales revenue
OE	operating expenses
OEgr	operating expenses as a % of gross rent
OT	onrendabele top
PGOI	potential gross operating income
Pr	required profit
PV	present value
R	gewogen kapitaalkostenvoet
R_1	gemiddeld verwacht rendement van belegging 1
Ra	return on after-tax cash flow
Rb	return on before-tax cash flow
rd	(rente)kosten van het vreemde vermogen
re	Required rate of return on equity
r_{eq}	kosten van het eigen vermogen (na leverage)
REV	rendement op eigen vermogen
rf	risicovrij rendement
Rf	risk free rate of risicovrij rendement
Rg	return on gross operating / rental income
R_i	rendement voor belegging i
R_m	marktconform looptijdrendement
R_n	return on net operating / rental income
R_{object}	rendement op het onroerendgoedobject
R_{OIC}	return on invested capital
R_p	rendement van de portefeuille
RV	rental value
S	sales revenue
T	taxes of marginal belastingtarief
TaxO	taxes from operations
V	vacancy
VaR	value at risk
$Var(r_m)$	variantie van het marktrendement
V_m	market value = marktwaarde
WACC	weighted average cost of capital
w_d	gewicht van het vreemde vermogen (debt)
w_{eq}	gewicht van het eigen vermogen (equity)
x	GIM = huurmultiplier
X_1	gewicht van belegging 1 in de portefeuille als percentage van het geheel
X_2	gewicht van belegging 2 in de portefeuille als percentage van het geheel
β_i	bèta = het systematisch risico van een investering i
$\sigma_{1,2}$	correlatie tussen rendementen van belegging 1 en 2
σ_1	standaarddeviatie van belegging 1
σ_2	standaarddeviatie van belegging 2
σ_p	risico van de totale beleggingsportefeuille p
σ_i	risico voor belegging / investering i gemeten met de standaarddeviatie
ρ_p	verwachte portefeuillerisico uitgedrukt in standaarddeviatie



1

Beleggen in onroerend goed

- 1.1 Direct en indirect onroerend goed
- 1.2 Kenmerken en voor- en nadelen van beleggen in onroerend goed
- 1.3 Onroerendgoedbeleggingen in de praktijk

Dit hoofdstuk dient als eerste kennismaking met onroerend goed als belegging. Net zoals aandelen en obligaties wezenlijk van elkaar verschillen in de manier waarop ze een belegger van nut kunnen zijn, onderscheidt onroerend goed zich weer van aandelen en obligaties. Dit hoofdstuk brengt de onderscheidende kenmerken van onroerend goed in kaart. Daarnaast introduceert het de drie belangrijkste vormen van onroerendgoedbeleggingen die in de rest van het boek in detail worden beschreven, met elk hun eigen voor- en nadelen. Dit is essentiële kennis voor een onroerendgoedbelegger. Tot slot wordt geschetst hoe onroerend goed in de praktijk deel uitmaakt van beleggingsportefeuilles.

1.1 Direct en indirect onroerend goed

Beleggen

Beleggen kan worden omschreven als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/of een waardestijging van het vermogen. Ook is beleggen te omschrijven als het opgeven van bepaalde zekere huidige bedragen in ruil voor onzekere inkomsten in de toekomst. Wanneer het de eigenaar van onroerend goed vooral is te doen om de diensten en producten die het object hem als productiemiddel kunnen leveren, rekent dit boek dit niet tot beleggen maar tot *investeren*. Bij investeren staan immers de diensten van het onroerend goed voorop, zoals huisvesting, en niet zozeer de beleggingsaspecten. Maar ook rekenen wij de activiteiten van de projectontwikkelaar die nieuw ontwikkeld onroerend goed met winst wil verkopen niet tot beleggen, omdat het de ontwikkelaar niet te doen is om de exploitatie ervan. Bij het beleggen in onroerend goed staat dus de functie van vermogensobject voorop, terwijl het bij het investeren en *ontwikkelen* gaat om de functie van productiemiddel respectievelijk de functie van (winstgevende) creatie.

Investeren

Ontwikkelen

In dit boek worden overigens de termen ‘vastgoed’ en ‘onroerend goed’ als synoniemen gebruikt; ‘vastgoed’ is min of meer spreektaal en ‘onroerend goed’ is meer formeel taalgebruik.

Direct onroerend goed

Onroerendgoedbeleggingen kennen verschillende verschijningsvormen. Een belangrijk onderscheid hierbij is dat tussen beleggingen in direct onroerend goed en beleggingen in indirect onroerend goed. Eenvoudig gezegd is een belegging in *direct onroerend goed* (of: een directe belegging in onroerend goed) een belegging in stenen, en is een belegging in *indirect onroerend goed* (of: een indirecte belegging in onroerend goed) een belegging in onroerendgoedaandelen.

Indirect onroerend goed

Overigens betreffen de hiervoor gegeven beschrijvingen de beleggingen in eigen vermogen. Er bestaan ook directe en indirecte posities in vreemd vermogen, dit zijn leningen gerelateerd aan onroerend goed. Deze komen als financieringsvorm aan de orde in hoofdstuk 8, maar worden in dit boek buiten beschouwing gelaten als beleggingsvorm, terwijl ze dit wel degelijk kunnen zijn.

1.1.1 Soorten direct onroerend goed

Men spreekt van een directe belegging in onroerend goed (of belegging in direct onroerend goed) als de belegger rechtstreeks eigenaar is van het onroerend goed of eigenaar is van financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten van dat onroerend goed, waarbij de belegger een meerderheidsbelang heeft én de zeggenschap heeft over het management van dat onroerend goed. Hierover volgt meer in hoofdstuk 3 tot en met 11.

Er zijn verschillende soorten direct onroerend goed. Omdat de definitie van onroerend goed is ‘grond en alles wat daarmee is verbonden en niet makkelijk is te verplaatsen’, gaat het om grond zelf (inclusief water) en alles wat daarop of daarin is gebouwd. Die bebouwing varieert sterk.

Ten eerste zijn er de beleggingen in meer traditioneel onroerend goed, zoals landbouwgronden, (verpachte) boerderijen, woningen, appartementen, win-

kels, winkelcentra, kantoren, (parkeer)garages, loodsen, hallen, opslagruimtes en logistieke ruimtes. Hiernaast is er onroerend goed waarin minder frequent wordt belegd, zoals scholen, kinderdagverblijven, bibliotheken, ateliers, showrooms, hotels, restaurants, tunnels, congrescentra, bioscopen, (lucht- en jacht)havens, antenne-inrichtingen, golfbanen en pret- en recreatieparken.

Tevens wordt er, vooral in andere landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, belegd in gevangenissen, ziekenhuizen, elektriciteitscentrales, (wind)molens, data-hotels, (wijn)kastelen, boomgaarden, kassen, plantages voor tropisch hardhout, bospercelen, crematoria en begraafplaatsen.

En dan blijven er nog vele categorieën onroerend goed over waarin maar sporadisch wordt belegd, zoals fabrieken, werkplaatsen, werven, fokkerijen, slachterijen, musea, theaters, godshuizen (kerken, synagogen en moskeeën), kloosters, (trein- en bus)stations, terminals, stallingen, remises, benzinstations, (brandweer)kazernes, forten en monumenten. Maar ook valt te denken aan infrastructuur, zoals (vaar-, spoor- en auto)wegen, waterwerken (bruggen, sluizen enzovoort), viaducten en zuiveringsinstallaties. Verder is er nog een gehele sport- en recreatieve sector, waarbij kan worden gedacht aan (sport)hallen, (voetbal)stadions, zwembaden, ijs-, ski-, schiet- en autorenbanen, crossterreinen, klimhallen, schietbanen, bowlingcentra, maneges, (tennis)parken en tuinen. Ook in deze sector wordt af en toe belegd.

Ook onder de grond is er een groeiende onroerendgoedwereld; naast het onroerend goed voor de meer traditionele ondergrondse activiteiten, zoals mijnen, bunkers, wijkelders, metro's, parkeergarages, kwekerijen en kabels en (riool)leidingen, komen er ook meer ondergrondse (metro/trein/bus)stations, winkelcentra, bioscopen en sportaccommodaties, zoals fitnessruimten en sportscholen.

Het specifieke directe onroerend goed waarin wordt belegd gaat door het leven onder verschillende benamingen, zoals object, project, complex en pand. Onder een (onroerendgoed)object wordt verstaan een zelfstandig bouwwerk, inclusief de bijbehorende grond, dan wel een zelfstandig afzonderlijk gedeelte dat deel uitmaakt van een groter geheel (Keeris, 2001). Ook kan het object worden omschreven als alle rechten, belangen en voordelen die te maken hebben met het eigendom van onroerend goed, inclusief eventuele negatieve rechten, belangen en voordelen (bijvoorbeeld, obligaties, bezwaren of schulden) die te maken hebben met het object dat getaxeed wordt (RICS, 2012). Hiernaast wordt ook wel de term *project* gebruikt. Hieronder wordt verstaan een nog te realiseren en te bouwen onroerendgoedobject. Dit is het terrein van de projectontwikkeling. Nederlandse woningcorporaties bedienen zich vaak van het begrip *complex*. Dit is de aanduiding voor een afzonderlijk onroerendgoedobject of voor een aantal (min of meer) bij elkaar behorende objecten die qua bestemming, bouwkundige oplevering en/of bouwwijze bij elkaar horen en die administratief zijn samengenomen. Ten slotte wordt ook vaak gesproken van een *pand*. Dit betreft een gebouw als een bouwkundige eenheid.

Object

Project

Complex

Pand

In hoofdstuk 5 tot en met 11 bespreken we de specifieke vereisten en resultaten van direct beleggen in onroerend goed.

1.1.2 Soorten indirect onroerend goed

Er is sprake van een indirecte belegging (of belegging in indirect onroerend goed) als de belegger niet rechtstreeks eigenaar is van het onroerend goed, maar eigenaar is van financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten van dat onroerend goed, waarbij de belegger noch een meerderheidsbelang heeft, noch zeggenschap over het management kan uitoefenen. Dit doet zich voor bij het kopen van aandelen of participatiebewijzen van onroerendgoedfondsen en -ondernemingen. Meer over indirect onroerend goed en een verdere opdeling volgen in hoofdstuk 12.

Er zijn vele vormen van indirect onroerend goed, maar altijd handelt het daarbij om beleggingsvehikels¹ die het gezamenlijke vermogen uitzetten in onroerendgoedmarkten. Deze vehikels kunnen soms ook onroerend goed ontwikkelen. Indirect beleggen in aandelen van een onroerendgoedontwikkelaar kan wel als een belegging worden gezien, maar niet noodzakelijkerwijs als een belegging in onroerend goed, eerder als een belegging in ondernemingskwaliteiten. Ook bestaan er aandelen in dakfondsen (fund-of-funds) die zelf weer participeren in andere onroerendgoedbeleggingen. De institutionele kaders voor alle vormen van indirect onroerend goed verschillen overigens per land. In hoofdstuk 12 zal hierop uitvoerig worden ingegaan.

Een belangrijk onderscheid binnen de categorie 'indirect' wordt gevormd door de markten waarop de stukken worden verhandeld:

- 1 publieke markten; en
- 2 private markten.

Ad 1 Publieke markten: beursgenoteerd onroerend goed

De meest toegankelijke manier van indirect beleggen in onroerend goed is beleggen via de aandelenbeurs. Sinds het eind van de negentiende eeuw bestaan er wereldwijd beursgenoteerde onroerendgoedfondsen. Momenteel heeft de belegger wereldwijd de keuze uit ruim vijfhonderd van deze beursfondsen met zeer uiteenlopende investeringsstrategieën en -filosofieën. Dankzij deze beursnotering kan tegen zeer beperkte bedragen betrekkelijk eenvoudig in- en uitgestapt worden.

Ad 2 Private markten: privaat indirect onroerend goed

Een belegger kan ook indirect in onroerend goed beleggen via onroerendgoedfondsen die niet via de beurs worden verhandeld, maar in de private sfeer. Deze variëren van behoudend tot zeer riskant en van klein tot bijzonder groot in financiële termen. Voorbeelden hiervan zijn de grote onroerendgoedfondsen van Bouwfonds REIM of CBRE Global Investors, die zich met hun aandelenuitgifte voornamelijk richten op pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Maar ook de kleinere onroerendgoed-cv's van bijvoorbeeld Van Boom Slettenhaar en MeesPierson-LaSalle, die zich weer op particuliere beleggers richten, zijn tot de categorie privaat indirect onroerend goed te rekenen.

1 Een beleggingsvehikel kan elke methode zijn waarmee individuen of organisaties kunnen beleggen om bepaalde doelstellingen te bereiken, zoals een fonds of een commanditaire vennootschap.

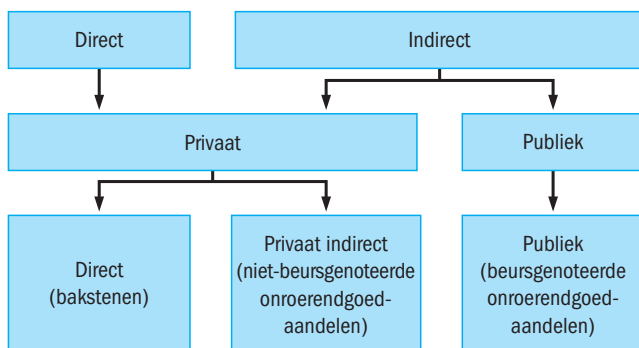
1.1.3 Overzicht van de onroerendgoeddefinities

Na de geschetste eerste tweedeling binnen onroerend goed tussen direct en indirect hebben wij het indirecte onroerend goed dus verder opgedeeld in privaat en publiek. Dit leidt tot de drie belangrijkste beleggingsvormen, zoals weergegeven in de onderste laag van onze 'definitiemuur' in figuur 1.1. De namen van de drie vormen kunnen verwarring veroorzaken, mede doordat definities elkaar deels overlappen, zoals weergegeven in de figuur. De begrippen 'indirect' en 'beursgenoteerd' (of 'publiek') worden soms onterecht als synoniemen gebruikt; onterecht, omdat 'indirect' ook 'privaat indirect' onroerend goed kan zijn. 'Privaat' wordt ook weleens vereenzelvigd met 'direct'. Dat is ook onterecht, want al het directe onroerend goed is wel privaat, maar niet al het private onroerend goed is ook direct. Alsof deze verwarrende overlap van definities nog niet genoeg is, wordt de internationaal gebruikelijke term 'publiek onroerend goed' in de Nederlandstalige praktijk vaak geassocieerd met vormen van onroerend goed met grote overheidsbetrokkenheid.

Om verdere spraakverwarring te voorkomen, hanteren wij daarom de volgende benamingen voor de drie belangrijkste vormen van onroerendgoedbeleggingen: 'direct', 'privaat indirect' (ook wel 'niet-beursgenoteerd') en 'beursgenoteerd' (ook wel 'publiek') onroerend goed.

**Direct, privaat
indirect en
beurs-
genoteerd**

FIGUUR 1.1 Definitiemuur



1.2 Kenmerken en voor- en nadelen van beleggen in onroerend goed

De drie vormen van onroerendgoedbeleggingen (direct, privaat indirect en beursgenoteerd) hebben elk specifieke eigenschappen waarmee ze zichzelf in de kijker spelen. Diezelfde eigenschappen kunnen de belegger juist ook helemaal niet aanspreken. Daarom is het zaak de voor- en nadelen van de belangrijkste beleggingsvormen van onroerend goed te kennen.

De kenmerken van direct onroerend goed zijn deels ook belangrijk voor indirect onroerend goed. Daarom heeft het zin eerst stil te staan bij de kenmerken van direct onroerend goed. Vervolgens wordt het beleggen in indirect onroerend goed vergeleken met beleggen in direct onroerend goed. De bespreking van onroerend goed richt zich vooral op de verschillen ten op-

zichte van beleggingen in effecten, zoals aandelen en obligaties, die samen met onroerend goed en contant geld de vier belangrijkste beleggingscategorieën vormen.

1.2.1 Kenmerken van direct onroerend goed

De kenmerken komen voor direct onroerend goed op de volgende neer:

- 1 *Direct onroerend goed is een vermogensobject én productiemiddel.* Dit maakt dat een belegger niet alleen opereert op de vermogensmarkt zoals het geval is met aandelen en obligaties, maar ook op de verhuurmarkt en markten die een rol spelen bij de ontwikkeling en exploitatie van onroerend goed. Het beleggen in onroerend goed heeft dus een sterk ondernemingskarakter.
- 2 *Direct onroerend goed is kwetsbaar voor de omgeving.* Omdat onroerend goed niet verplaatsbaar is, is het vatbaar voor negatieve invloeden uit de economische en fysieke omgeving, zoals bij winkels een krimp van de bevolking, een daling van de koopkracht, en de komst van concurrerende winkelcentra.
- 3 *Gebouwen zijn heterogeen.* Dit wil zeggen dat elk gebouw uniek is. Dat komt door de geografische locatie, de aard van het gebouw, de staat van onderhoud, de aanwezigheid van huurders enzovoort. Deze heterogeniteit leidt ertoe dat bij het verhandelen van onroerend goed veel komt kijken, meer dan bij homogene goederen of diensten. Zo wordt de (heterogene) markt voor direct onroerend goed gekenmerkt door één-op-één-transacties, dat wil zeggen: één koper tegenover één verkoper. De (homogene) aandelen- en obligatiemarkten worden juist gekenmerkt door vele kopers en verkopers van identieke standaardeenheden.
- 4 *'De' directe onroerendgoedmarkt bestaat niet.* Er is sprake van een groot aantal lokale deelmarkten met eigen karakteristieken, die per soort onroerend goed kunnen verschillen. Dat komt door de geografische gebondenheid en door de heterogeniteit.
- 5 *Er is geen doorlopende prijsvorming voor direct onroerend goed.* Dit draagt bij aan onvolledige informatie en marktimperfecties. Gegevens over transacties worden vaak geheim gehouden. Van een min of meer perfecte markt is absoluut geen sprake. De marktimperfecties komen tot uitdrukking in prijsstarheid, leegstand en de mogelijkheid om soms bijzondere winsten te behalen, vooral door insiders.
- 6 *Direct onroerend goed kent relatief hoge eenheidsprijzen.* Dit geldt zeker in vergelijking met aandelen en obligaties. Dit komt doordat direct onroerend goed slecht splitsbaar is in kleine eenheden; veel onroerend goed kan wel worden gesplitst in aparte rechten, zoals appartementsrechten, maar ook dan gaat het nog om grote bedragen. Dat leidt ertoe dat per object een fors bedrag nodig is. Voor een verantwoorde spreiding bij het beleggen in direct onroerend goed is daarom relatief veel vermogen nodig. Daarom wordt er vaak gewerkt met vreemd vermogen om zo meer te kunnen kopen met het oog op de gewenste spreiding.
- 7 *De transactiekosten van direct onroerend goed zijn hoog.* Dit gaat zeker op in vergelijking met effecten. Bij transactiekosten moet niet alleen worden gedacht aan de kosten van het opstellen van een koopcontract, de notariskosten, de overdrachtsbelastingen en dergelijke, maar ook aan de relatief hoge informatiekosten die aan een transactie voorafgaan. Die worden veroorzaakt door de onvolledige informatie, het grote aantal deelmarkten en de heterogeniteit van direct onroerend goed.

Heterogeniteit

Markt-
imperfecties

Transactie-
kosten

- 8 *Direct onroerend goed is illiquide.* Aan- en verkooptransacties vergen veel tijd. Deze illiquiditeit is vooral toe te schrijven aan de heterogeniteit en de complexiteit van de beleggingsvorm en aan de ondoorzichtigheid van de markt.
- 9 *De levensduur van grond is oneindig en van gebouwen zeer lang.* Land gaat zelden verloren (alleen door overstromingen en extreme erosie) en gebouwen slijten technisch gezien maar langzaam. Onroerend goed kan zodoende lange tijd opbrengsten en diensten leveren. Onroerend goed is dus een langetermijnbelegging. De eerder genoemde hoge transactiekosten worden alleen goedge maakt door onroerend goed lang in de portefeuille te houden.
- 10 *Direct onroerend goed heeft een lange productietijd.* Dit geldt zowel voor land² als voor gebouwen. De voorbereiding en bouw van een groot kantoor of winkelcentrum duurt al gauw vele jaren. Het aanbod van direct onroerend goed reageert vertraagd op veranderingen in de vraag door deze lange productietijd en door het feit dat gebouwen vanwege de kosten niet snel worden gesloopt. Tussen vraag en aanbod ontstaan daardoor van tijd tot tijd discrepanties, die zich uiten in schaarste of overaanbod.
- 11 *Onroerend goed kent veel overheidsregelgeving.* De overheid vaardigt regels uit op het gebied van ruimtelijke ordening, bouwvergunningen, bouwvoorschriften, vaststelling van huurprijzen, huur en pacht, milieu enzovoort. Daarnaast geniet onroerend goed veel aandacht van de fiscus. De resultaten van het beleggen in onroerend goed zijn dus mede afhankelijk van het gevoerde overheidsbeleid.
- 12 *Beleggen in direct onroerend goed is zeer managementintensief.* Dat heeft alles te maken met het sterke ondernemingskarakter van het productiemiddel onroerend goed. Anders dan bij obligaties en aandelen zijn de directe (huur)opbrengsten te beïnvloeden door de belegger. Wil onroerend goed renderen, dan is arbeid nodig en in de regel niet zo weinig ook. Daarbij gaat het om activiteiten als verhuur, huurincasso, energiemanagement, verzekering, onderhoud, renovatie en herontwikkeling. Hierbij spelen ook de overheidsregulering en het complexe karakter van onroerendgoedmarkten een rol. Niet veel beleggers zijn in staat of bereid al deze activiteiten zelf uit te voeren.

Illiquiditeit

Productietijd

Regelgeving

1.2.2 Voor- en nadelen van beleggen in direct onroerend goed

De twaalf kenmerken uit subparagraaf 1.2.1 maken direct onroerend goed tot een nogal afwijkende beleggingsvorm ten opzichte van andere beleggingscategorieën, maar de kenmerken hebben zeer zeker ook invloed op privaat indirect onroerend goed en enigszins op beursgenoteerd onroerend goed. De voor- en nadelen die door deze kenmerken ontstaan, worden nu besproken.

De kenmerken van direct onroerend goed zoals die in de vorige subparagraaf zijn beschreven, zijn voor een deel gunstig. Niettemin zorgt een aantal van die kenmerken er ook voor dat beleggers die zijn geïnteresseerd in

2 Land kan worden geproduceerd, denk aan landwinning via droogmakerijen. Dit zijn gebieden die oorspronkelijk water of drasland waren, maar als landschap in land transformeren, denk bijvoorbeeld aan de gemeente Haarlemmermeer of aan de IJsselmeerpolders.

onroerendgoedbeleggingen, naar indirect onroerend goed uitwijken, in plaats van zelf de panden aan te kopen. Tabel 1.1 geeft een overzicht van de voordelen en de nadelen van direct onroerend goed als belegging. Deze worden daarna besproken.

TABEL 1.1 Voor- en nadelen van direct onroerend goed als belegging

Voordelen direct onroerend goed	Nadelen direct onroerend goed
1 Portefeuillediversificatie	1 Kennis- en managementintensieve beleggingsvorm
2 Stabiele stroom van inkomsten	2 Groot vermogensbeslag
3 Gunstige rendement/risicoverhouding	3 Intransparantie
4 Redelijke bescherming tegen inflatie	4 Illiquiditeit
5 Meer rendement door intensief management	5 Lastige performancemeting
6 Specifieke kansen op onroerendgoedmarkten	
7 Fiscale voordelen	

Voordeel 1 Additionele portefeuillediversificatie

Diversificatie

Misschien wel het belangrijkste voordeel van het beleggen in onroerend goed is het diversifiërende vermogen van onroerend goed in een portefeuille met ook andere vermogenstitels. Dit vermogen is gebaseerd op de geringe en soms zelfs negatieve samenhang (correlatie) van het rendement van direct onroerend goed met het rendement van andere vermogenstitels, zoals aandelen en obligaties. Door direct onroerend goed aan een portefeuille toe te voegen kan dus, gegeven het rendement, het risico worden verlaagd of, gegeven het risico, het rendement worden verhoogd.

Correlatie

Een belangrijke verklaring voor de geringe correlatie is het feit dat de huur- en beleggingsmarkten voor direct onroerend goed geen directe relatie hebben met de effectenmarkten waarop aandelen en obligaties worden verhandeld. De economische ontwikkeling werkt wat vertraagd door op de vraag en het aanbod op de huur- en beleggingsmarkten, mede doordat gebruikers vaak gebonden zijn door langlopende huurcontracten en door de lange bouwtijd van gebouwen. Dit maakt onroerend goed tot een laatcyclische beleggingscategorie. Daarnaast bewegen gerapporteerde onroerendgoedprijzen veel minder grillig en minder snel dan aandelenkoersen, die vaak al stijgen of dalen bij de minste geruchten. Onroerendgoedtransacties nemen veel tijd in beslag en volgen daardoor minder de waan van één dag. Zij worden daarnaast ook in een veel minder hoge frequentie bekendgemaakt. In het Verenigd Koninkrijk maakt de benchmarkorganisatie³ IPD elke maand de gemiddelde waardegroei voor de panden van aangesloten beleggers bekend, maar dit is een luxe situatie vergeleken met andere markten. In Nederland is er inmiddels

Benchmark IPD

3 Een benchmark is een referentiekader om beleggingsprestaties te vergelijken. Dit kader wordt gevormd door de prestaties van andere onroerendgoedbeleggers die deelnemen aan de benchmark. Organisaties als de IPD verzamelen, bewerken en aggregeren de gegevens en leveren de uitkomsten geanonimiseerd aan als vergelijkingsmateriaal.

een kwartaalrapportage van beleggingsresultaten door de IPD/ROZ. In veel landen bestaat de meest frequente weergave van de performance van commercieel onroerend goed uit kwartaalschattingen van makelaars voor de beste panden uit de hele markt, het zogenoemde prime onroerend goed. De lange transactietijd en de lage frequentie zorgen ervoor dat de berekende samenhang tussen onroerend goed en andere beleggingen laag is. Er worden echter vraagtekens gezet bij de lage correlaties. Zo wordt gesteld dat door de zogenoemde vertraagde weergave van marktontwikkelingen (lagging) via waarderingen, de gemeten correlaties lager zouden uitvallen dan ze in werkelijkheid zijn.

Prime
onroerend
goed

Lagging

Voordeel 2 Vrij stabiele stroom van directe inkomsten

De lange levensduur van onroerend goed en de vaak langlopende huurcontracten bieden de belegger in beginsel de mogelijkheid om vele jaren redelijk stabiele huurinkomsten te genieten. De kans daarop is vooral groot wanneer er sprake is van een goede locatie en kwaliteit van een pand. Van groot belang is verder de kwaliteit (vooral de solvabiliteit) van de huurders en de wijze waarop tussentijdse huuraanpassingen zijn gereguleerd (bijvoorbeeld aanpassing aan de inflatie). Een goede locatie behoudt bovendien haar waarde als productie- en beleggingsmilieu en geeft daardoor een kans op waardegroei op de lange termijn. Op grond van deze kenmerken wordt wel gesteld dat onroerend goed het karakter heeft van een zeer langlopende obligatie waaraan een langlopende optie op huur- en waardegroei is verbonden.

Natuurlijk geldt dit sterker voor een grote beleggingsportefeuille met spreiding over veel huurcontracten dan bij een enkel pand met veel specifieke risico's. Sommige vormen van onroerend goed, zoals logistieke gebouwen, bieden een inkomstenrendement dat erg hoog is vergeleken met het dividendrendement van aandelen of de rentebetalingen uit veel obligatieleningen. Dat maakt onroerend goed aantrekkelijk voor beleggers met een grote behoefte aan contanten, denk bijvoorbeeld aan een pensioenfonds dat verwacht veel uit te moeten keren op korte termijn.

Voordeel 3 Gunstige rendement/risicoverhouding

De lange reeksen van rendementen van direct onroerend goed in verschillende landen (zie tabel 2.2) laten zien dat deze beleggingscategorie een aantrekkelijk rendement kent met een relatief beperkt risico. Met andere woorden: het rendement/risicoprofiel is bijzonder gunstig.

Dit roept natuurlijk de vraag op hoe dit kan. Dan valt ten eerste te wijzen op het imperfecte karakter van de onroerendgoedmarkten. Daarop kunnen door insiders bijzondere winsten worden behaald. Verder kan worden gewezen op de illiquiditeit van onroerend goed. Om dit extra risico te compenseren moet onroerend goed een hoger rendement opleveren, zoals ook de minder liquide aandelen van kleine ondernemingen een structureel hoger rendement geven dan de liquide aandelen van grote ondernemingen. In dezelfde lijn kan worden gedacht aan de relatief hoge transactie- en informatiekosten, managementkosten en belastingen op direct onroerend goed, waarvoor het rendement op onroerend goed compensatie moet bieden (Miles & Hartzell, 1988 en Chua, 1999).

Een en ander leidt ertoe dat onroerendgoedbeleggers in het algemeen een looptijdrendement (internal rate of return) eisen dat één tot een paar procentpunten boven dat van langlopende staatsobligaties ligt. Daarbij hebben zij wel de problematiek van het beleggen in onroerend goed waarmee zij

Rendement/
risicoprofiel

Internal rate
of return

dagelijks worstelen voor ogen, maar niet het beperkte risico. Dit zou zich uiteindelijk vertalen in relatief hoge rendementen.

Toch wordt het aantrekkelijke karakter van onroerendgoedbeleggingen vaak betwist. De mooie rendementen en risico's zouden zijn vertekend, vooral door lagging en smoothing (onderschatting van de marktontwikkelingen) bij het waarden van direct onroerend goed, waardoor de gemeten risico's kleiner zouden zijn dan de werkelijke en de resultaten fraaier ogen; in hoofdstuk 2 zal hier uitvoeriger bij stil worden gestaan. Daarnaast worden risico's voor onroerend goed als belegging vaak berekend op basis van benchmarkrendementen zoals door de IPD weergegeven. Deze rendementen worden echter berekend voor het pand en niet voor het feitelijk belegde eigen vermogen, zij negeren dus het vaak risicoverhogende gebruik van vreemd vermogen (leningen). Ook zullen beleggingsportefeuilles in de praktijk minder diversificatievoordelen (zie hoofdstuk 2) vertonen dan een benchmark suggereert. Dit komt simpelweg doordat portefeuilles kleiner en daarmee minder gespreid zijn dan het geheel aan panden dat de benchmark vormt. Daarom ligt het risico dat onroerendgoedbeleggers lopen in de praktijk vaak wat hoger dan in veel studies wordt aangenomen, zeker als ze ook vreemd vermogen gebruiken.

Voordeel 4 Redelijke bescherming tegen inflatie

Een hoog gemiddeld rendement biedt op zich bescherming tegen inflatie, doordat er gecorrigeerd voor inflatie een positief rendement overblijft. Een gemiddeld hoog reëel rendement wil echter nog niet zeggen dat het rendement ook van jaar op jaar de inflatie precies volgt. Daarvoor moet worden gekeken naar de correlatie van het rendement met de inflatie. In de publieke beeldvorming biedt onroerend goed een prima bescherming tegen inflatie, het wordt gezien als een inflatiehedge. Dit zou vooral worden veroorzaakt door de indexatie van de huur van veel huurcontracten, de stijging van de bouwkosten met vaak meer dan de inflatie (vanwege het arbeidsintensieve karakter ervan) en de voortdurende stijging van de waarde van de nu eenmaal schaarse grond. Ook wordt gewezen op ervaringen in perioden van hoge inflatie, waarin de reputatie van inflatiebestendige onroerendgoedprijzen een zelfwaarmakende voorspelling kan worden. In tijden van hoge inflatie zou immers de vraag naar waardevaste objecten als onroerend goed stijgen, wat prijzen ondersteunt.

De werkelijkheid is echter iets anders. Het blijkt dat het rendement van direct onroerend goed meestal maar in beperkte mate correleert met de inflatie. In Nederland doet zich dat vooral voor bij woningbeleggingen. Wel is het zo dat het verband sterker wordt naarmate het rendement over lange perioden wordt gemeten en is het ook zo dat de rendementen van aandelen en obligaties in de regel nog minder correleren met inflatie. In tegenstelling tot de rendementen bewegen de kasstromen uit onroerend goed weer wel sterk met inflatie.

Voordeel 5 Meer rendement door intensief management

Anders dan bij obligaties en aandelen, waarvan de directe opbrengsten vastliggen (coupons) of volledig door anderen worden bepaald (dividenden), zijn de opbrengsten van direct onroerend goed, zoals eerder gezegd, te beïnvloeden door een actief management. Daarbij valt niet alleen te denken aan inspanningen op het terrein van verhuur, huurincasso, energiemanagement enzovoort. De exploitatie-inkomsten en de waarde van het onroerend goed kunnen ook worden vergroot door onderhoud, renovatie en herontwikkeling,

Lagging
Smoothing

Benchmark-
rendementen

Vreemd
vermogen

Inflatiehedge

Actief
management

tot op zekere hoogte zelfs los van de marktontwikkeling. Over deze exploitatieactiviteiten gaan hoofdstuk 5 tot en met 11.

Voordeel 6 Specifieke kansen op onroerendgoedmarkten

Op iedere markt doen zich kansen voor, die benut kunnen worden door daar actief op in te spelen. Op markten waar informatie zich snel verspreidt, blijven die kansen maar kort bestaan. Op inefficiënte markten zoals de onroerendgoedmarkt, die worden gekenmerkt door onvolledige informatie en marktimperfecties, is het echter mogelijk om gedurende langere tijd een kennis- en informatievoorsprong op te bouwen. Daarmee kunnen rendementen worden gerealiseerd die hoger zijn dan op grond van het risico zou mogen worden aangenomen. Vanwege de intransparantie en marktinefficiëntie hanteren veel internationale beleggers het motto 'think global, act local': door lokale aanwezigheid kan een gecreëerde kennisvoorsprong leiden tot een hoger rendement.

Markt-
inefficiëntie

Voordeel 7 Fiscale voordelen

Vooraf omdat onroerend goed ook een productiemiddel is, wordt het in fiscale zin in de meeste landen anders behandeld dan andere beleggingsvormen zoals aandelen en obligaties. Op kapitaalgoederen mag worden afgeschreven, hetgeen een fiscaal voordeel kan opleveren, voor zover de belegger tenminste belastingplichtig is. Afschrijvingen leveren een aftrekpost op, ook in de situatie dat de marktwaarde stijgt. De verkoopwinst (het verschil tussen verkoopprijs en boekwaarde) blijft overigens wel belastbaar, maar die valt door te schuiven via de faciliteit van de herbeleggingsreserve. Dat houdt in dat er geen belasting verschuldigd is over de verkoopwinst indien binnen drie jaar wordt geherinvesteerd in een gelijksoortig onroerend goed. Mede door de forse waardestijgingen in de jaren 2004–2007, vormen afschrijvingen op beleggingsonroerend goed een doorn in het oog van de Nederlandse fiscus. Die wil afschrijvingen pas toestaan bij een duidelijke marktwaardedaling. Deze gedachte stuit op veel verzet vanuit onroerendgoedkringen. Daarbij wordt onder andere gewezen op aantrekkelijke afschrijvingsmogelijkheden in het buitenland, waardoor Nederland een minder aantrekkelijk land zou worden voor bedrijfsvestiging.

Herbeleggings-
reserve

De tekst in het kader geeft een voorbeeld van een organisatie die heeft gekozen voor beleggen in vooral direct onroerend goed, het Spoorwegpensioenfonds.

Een pensioenfonds met hoofdzakelijk direct onroerend goed: het Spoorwegpensioenfonds

De onroerendgoedportefeuille van het Spoorwegpensioenfonds bestaat uit internationaal (indirect) privaat onroerend goed en Nederlandse beleggingen in winkels,

woningen, kantoren en overig onroerend goed. Een klein gedeelte van de Nederlandse portefeuille wordt aangehouden via private onroerendgoedfondsen. Het

Spoorwegpensioenfonds is een van de weinige fondsen die zelf beleggen in direct onroerend goed.

Het afgelopen jaar heeft het bestuur veel energie gestoken in het vertalen van een aantal lessen uit de crisis in concrete aanpassingen van het beleggingsbeleid. Dit heeft geleid tot een herstructurering van de portefeuille. Hieraan lagen drie uitgangspunten ten grondslag: kiezen voor eenvoud en overzichtelijkheid, beleggen waar de meeste groei is en, waar gewenst, dicht bij huis beleggen. In het kader van dit derde uitgangspunt heeft

het bestuur besloten alleen nog in Nederlands onroerend goed te beleggen. Er is afscheid genomen van beursgenoteerd onroerend goed, omdat deze beleggingen te veel het gedrag van aandelen vertonen. Ook de beleggingen in (indirect) privaat onroerend goed worden op termijn afgestoten, dit vanwege het gebleken hoge risico. De (directe) beleggingen in Nederlands onroerend goed worden door het bestuur gezien als een stabiliserende factor in de beleggingsportefeuille.

Spoorweg Pensioen Fonds, jaarverslag 2010

Direct onroerend goed is niet voor alle beleggers even aantrekkelijk. Er zijn ook nadelen aan verbonden, die op het volgende neerkomen.

Nadeel 1 Kennis- en managementintensieve beleggingsvorm

Onroerend goed is vanwege de fysieke verschijningsvorm en zijn functie als productie- en huisvestingsmiddel een zeer kennis- en managementintensieve beleggingsvorm, die een veel groter acquisitie- en managementapparaat vereist dan een qua waarde even grote portefeuille van aandelen of obligaties.

Nadeel 2 Groot vermogensbeslag

Verder is het zo dat door de hoge eenheidsprijzen het niet eenvoudig is met kleine investeringen een verantwoorde risicospreiding te realiseren. Alleen bij een grote onroerendgoedportefeuille wordt een schaalomvang bereikt die de managementkosten bedrijfseconomisch verantwoord maakt en die een goede mate van spreiding bewerkstelligt. De ondergrens wordt gelegd bij ongeveer een half miljard euro (Troostwijk, 2005).

Nadeel 3 Intransparantie

Het attractieve en ondoorzichtige karakter van de onroerendgoedmarkten, waarin grote bedragen omgaan, trekt ook spelers aan die minder eezame en zelfs criminele doelen najagen. Dit vraagt om argwaan, kennis van de persoon met wie wordt onderhandeld, een goed ontwikkeld ethisch besef, zelfbeheersing en toezicht. Een en ander is niet in een paar jaar aangeleerd.

**Intranspa-
rantie**

Nadeel 4 Illiquiditeit

Vanwege het heterogene karakter is onroerend goed illiquide in vergelijking met aandelen en obligaties. Zoals eerder gezegd, zijn de transactiekosten voor onroerend goed relatief hoog en is er met transacties veel tijd gemoeid. Portefeuilles met onroerend goed zijn dan ook weinig flexibel op de korte termijn. Daar komt bij dat vanwege het aansprekende karakter en de status die aan onroerend goed kan worden ontleend, er emotionele en functionele bindingen kunnen ontstaan, die verstoring kunnen werken. Vanwege de functie van onroerend goed en het ruimtegebruik is er ook sprake van een grote overheidsinvloed, die de mogelijkheden en resultaten sterk kunnen beïnvloeden.

Illiquiditeit

Nadeel 5 Lastige performancemeting

Ten slotte zijn de performancemeting en benchmarking van onroerend goed lastige zaken, niet zozeer voor de bepaling van de directe huurinkomsten en directe rendementen, maar voor de indirecte rendementen vanwege de waarderingen. De waarderingen en taxaties zijn namelijk lastig uit te voeren en subjectief. De taxaties betreffen geobjectiverde schattingen van mogelijke (transactie)prijzen. Daarbij kunnen lagging en smoothing (zie subparagraaf 2.2.3) de uitkomsten beïnvloeden. Ongelijke waarderingsbegrippen en -methoden kunnen benchmarking bemoeilijken.

1.2.3 Voor- en nadelen van beleggen in indirect onroerend goed

Veel van de nadelen van het beleggen in direct onroerend goed zijn voor een groot deel te ondervangen door indirect te beleggen in onroerend goed, dus in aandelen van onroerendgoedfondsen. Privaat indirect onroerend goed behoudt daarbij nog veel van de voordelen van het directe onroerend goed. Het beursgenoteerde (publieke) indirecte onroerend goed heeft een heel eigen karakter, met weer andere voordelen.

Het beleggen in indirect onroerend goed heeft een aantal voordelen en nadelen ten opzichte van beleggen in direct onroerend goed (zie tabel 1.2). Eerst worden de voornaamste voordelen besproken, daarna de nadelen.

TABEL 1.2 Voor- en nadelen van indirect onroerend goed als belegging

Voordelen indirect onroerend goed	Nadelen indirect onroerend goed
1 Geen lokale expertise nodig	1 Weinig invloed op beleid
2 Mogelijkheid van kleine investeringen	2 Minder 'feeling' met de markt
3 Geen overdrachtsbelasting	3 Hoger risico door vreemd vermogen
4 Hogere liquiditeit	4 Hoger risico indien beursgenoteerd
5 Schaalvoordelen	
6 Minder emotionele waarde	
7 Mogelijkheid hoger rendement	
8 Hefboomwerking	
9 Makkelijker te benchmarken	

Voordeel 1 Geen lokale expertise benodigd

Bij het indirect beleggen in onroerend goed zijn lokale expertise en een eigen managementorganisatie voor het onroerend goed niet nodig. Deze lokale expertise zit bij het management van het onroerendgoedfonds. De belegger in indirect onroerend goed heeft in feite het werkelijke beleggen en beheren uitbesteed en gaat ervan uit dat het management van het onroerendgoedfonds voor hem binnen de strategische regio- of sectorallocatie de operationele keuzes maakt bij het opbouwen en beheren van een onroerendgoedportefeuille.

Voordeel 2 Mogelijkheid van kleine investeringen

Op indirecte wijze kan vooral bij beursgenoteerde onroerendgoedfondsen al voor relatief geringe bedragen worden belegd in onroerend goed. En ook dan

kan de belegger al profiteren van een grote portefeuillespreiding. Met name voor particuliere beleggers en kleinere institutionele beleggers biedt dit de mogelijkheid om met relatief kleine bedragen een goed gespreide onroerendgoedportefeuille op te bouwen. Voor privaat indirect onroerend goed zijn de eenheden doorgaans groter in omvang, maar nog steeds een stuk kleiner dan in een goed gespreide stenenportefeuille.

Voordeel 3 Geen overdrachtsbelasting

Overdrachtsbelasting

De zichtbare transactiekosten bij het indirect beleggen zijn relatief gering. Een belegger in onroerendgoedaandelen betaalt in beginsel geen overdrachtsbelasting tenzij het gaat om zeer grote belangen, terwijl een belegger in direct onroerend goed meestal wel overdrachtsbelasting moet betalen. Overdrachtsbelastingpercentages kunnen hoog zijn en kunnen bovendien internationaal gezien grote verschillen vertonen. In Nederland gaat het tegenwoordig om 6% van de koopprijs bij commercieel onroerend goed en om 2% voor woningen (voor woningen is het tarief van 6% medio 2011 eerst tijdelijk en medio 2012 uiteindelijk permanent verlaagd). Uiteraard betaalt een beleggingsfonds bij aankoop van direct onroerend goed zelf wel overdrachtsbelasting en zitten deze uitgaven impliciet verwerkt in de intrinsieke waarde en/of in de resultaten van het fonds.

Voordeel 4 Hogere liquiditeit

Free float

De liquiditeit van indirecte beleggingen kan hoger zijn dan die van direct onroerend goed, mits het onroerendgoedfonds beursgenoteerd is en er sprake is van een levendige handel. Als dat zo is, kan de belegger in een kort tijdsbestek relatief grote bedragen investeren of wijzigingen in zijn portefeuille aanbrengen, wat bij direct onroerend goed vaak vele maanden in beslag neemt. Uiteraard is een en ander sterk afhankelijk van de grootte van de diverse beleggingsfondsen, de marktkapitalisatie en de zogenoemde free float van het totaal aan fondsen in een regio of een land. De free float is het percentage aandelen van een fonds of bedrijf dat vrij verhandelbaar is op de beurs; aandelen in vaste handen, bijvoorbeeld van de oprichter, vallen hier dus buiten. Indien een belegger bij beursfondsen grote aandelenpakketten bezit die binnen een bepaalde termijn niet mogen worden verkocht, betekent dat ook illiquiditeit; dit betreft een zogenoemde 'lock-up'-regeling. De liquiditeit van aandelen in niet aan de beurs genoteerde (private) onroerendgoedfondsen is in het algemeen laag.

Voordeel 5 Schaalvoordelen

Schaalvoordelen

De belegger kan profiteren van schaalvoordelen. *Schaalvoordelen* ontstaan doordat expertise en management worden gecentraliseerd in deskundige lokale beheerapparaten. Wanneer het onroerendgoedfonds een bepaalde schaalgrootte bereikt in een bepaalde markt of sector, kan de portefeuille verder worden uitgebreid zonder dat dit tot een evenredige stijging van de kosten leidt. Deze schaalvoordelen leiden ertoe dat het management van de onroerendgoedportefeuille meer kostenefficiënt kan worden uitgevoerd.

Voordeel 6 Minder emotionele waarde

De emotionele waarde van indirect onroerend goed is minder dan bij direct onroerend goed, waardoor het nemen van rationele beslissingen eenvoudiger is. Met aandelen heeft een belegger minder binding dan met een mooi pand op een goede locatie. Hierdoor raakt de belegger minder gehecht aan zijn beleggingen en worden beleggingsbeslissingen relatief eenvoudiger en

vaak rationeler genomen. In de praktijk kan een fondsmanager wel een emotionele binding krijgen met het management van bepaalde onroerend-goedfondsen indien deze langdurig deel van zijn portefeuille blijven uitmaken, hetgeen dit voordeel weer wat afzwakt.

Voordeel 7 *Mogelijkheid van hoger rendement*

Specifiek beursgenoteerd onroerend goed kan extra rendement genereren. Zo kan aankoop van aandelen onder de intrinsieke waarde leiden tot een hoger direct rendement op het onderliggende onroerend goed, dan wanneer tegen de marktwaarde in het achterliggende directe onroerend goed was belegd. Dit uit zich in een rendement (dividend plus koerswinst) op de indirecte belegging dat hoger is dan het rendement dat wordt gerealiseerd op het onderliggende directe onroerend goed.

In feite komt het erop neer dat de belegger goedkoper onroerend goed kan 'verwerven' door indirect te beleggen dan door zelf onroerend goed te kopen wanneer onroerendgoedaandelen een disagio doen. *Disagio* is de situatie dat de beurswaarde lager is dan de nettowaarde van de beleggingen (de intrinsieke waarde, na aftrek van vreemd vermogen). In een periode met grote disagio's kan het lonen om een beursgenoteerd onroerendgoedfonds tegen een disagio van de beurs te halen (over te nemen c.q. te delisten). De overnemende partij betaalt op dat moment minder voor de achterliggende activa dan wanneer het onroerend goed in de markt was aangekocht. Dit geldt niet bij indirect beleggen in privaat, ofwel niet-beursgenoteerd onroerend goed, tenzij een dergelijke belegging onder de intrinsieke waarde wordt verkocht.

Disagio

Intrinsieke
waarde

Voordeel 8 *Hefboomwerking*

Bij onroerendgoedfondsen die zich mede met vreemd vermogen financieren, kan de belegger profiteren van de effecten van leverage (de hefboomwerking). Dit is echter geen specifiek voordeel van indirect beleggen, want dat kan bij direct beleggen in onroerend goed ook plaatsvinden.

Leverage

Voordeel 9 *Makkelijker te benchmarken*

Vooral beursgenoteerd indirect onroerend goed is gemakkelijker met een hoge frequentie te benchmarken, waardoor performancemeting effectiever kan plaatsvinden.

De tekst in het kader geeft een voorbeeld van een organisatie die ervoor heeft gekozen te beleggen in vooral indirect onroerend goed, het ABP.

Een pensioenfonds met hoofdzakelijk indirect onroerend goed: ABP

Patrick Kanters is verantwoordelijk voor onroerendgoedbeleggingen bij ABP Vermogensbeheer. Een van de belangrijkste kenmerken van de moderne onroerend-goedportefeuille van ABP is dat deze alleen uit indirect vastgoed bestaat.

Direct vastgoed vraagt volgens Kanters gespecialiseerd management. In het verleden waren deze, voornamelijk Nederlandse, beleggingen wel degelijk onderdeel van de portefeuille. Maar inmiddels zijn deze investeringen op

afstand geplaatst met derde partijen als aandeelhouders. Momenteel belegt ABP derhalve alleen in indirect vastgoed, wat volgens Kanters de mogelijkheid biedt om mondiaal en in de diepte te investeren. 'Je hebt veel meer vrijheid om het geld te alloceren, om gespecialiseerde fondsen te selecteren en om met de beste fund managers te werken.' Bovendien geeft het volgens Kanters ook de vrijheid om zonder al te veel problemen afscheid te nemen van een fonds of fondsmanager als de performance ondermaats is. Het selecteren van fondsen doet ABP zelf. 'Daar hebben we zowel de omvang als de kennis van zaken voor', geeft Kanters aan.

Binnen de portefeuille van ABP is genoteerd vastgoed goed voor 68%, niet-genoteerd voor 32%. Kanters geeft aan dat deze verhouding onder meer ontstaat door de veel grotere marktkapitalisatie van genoteerd vastgoed in vergelijking met niet-genoteerd. Kanters wijst erop dat er beperkte verschillen zijn tussen de twee categorieën als het gaat om de periode dat de belegging in portefeuille is. Genoteerd vastgoed is weliswaar meer liquide, maar aangezien ABP doorgaans lange termijnposities inneemt, heeft deze grotere liquiditeit weinig impact op het beleggingsbeleid.

Binnen de categorie niet-genoteerd zien we het onderscheid tussen fondsen met extern management en fondsen met intern management. Europese en Amerikaanse genoteerde fondsen hebben meestal hun eigen managers in dienst. Volgens Kanters is er bij onroerendgoedfondsen met extern management meer controle mogelijk dan bij een beursgenoteerd onroerendgoedfonds. 'Met het management kun je overleggen over de beleggingstrategie en uiteindelijk kom je een strategie overeen. Ten aanzien van de investeringen op zich hebben we als ABP tamelijk weinig invloed maar als een investering buiten de afgesproken strategie valt, dan hebben we de mogelijkheid om een stem uit te spreken.' ABP is volgens Kanters bij deze fondsen duidelijk betrokken bij de vorming van het fonds, het vormgeven van de strategie en van de corporate governance.

Naschrift: deze tekst dateert van het jaar 2006. Inmiddels heeft ABP ook weer een aantal panden zelf aangekocht via joint ventures met andere partijen. Dit is vooral om meer zeggenschap te verwerven.

ABP Corporate Communications, 2006

Aan het indirect beleggen in onroerend goed kleven echter ook nadelen, waaronder de volgende.

Nadeel 1 Weinig invloed op het beleggingsbeleid

De belegger kan bij indirect beleggen niet zelf bepalen in welk onroerend goed hij belegt. Behalve via de keuze uit onroerendgoedfondsen met verschillende oriëntaties kan de individuele belegger niet of nauwelijks invloed uitoefenen op de spreiding over landen, markten, soorten, huurders enzovoort. Natuurlijk kan een belegger wel vooraf een keuze maken voor participaties in fondsen met een specifieke beleggingsstrategie. Beleggers die een groot aandeel in niet-beursgenoteerde onroerendgoedfondsen hebben, kunnen soms beschikken over een positie in een raad van advies of een beleggingscommissie, waardoor zij wel invloed op het fondsbeleid hebben.

Nadeel 2 Minder 'feeling' met de markt

De belegger heeft in de regel beperkte of geen invloed op het management en het is moeilijk 'feeling' te houden met de onroerendgoedmarkt. Hij is

Beleggingsbeleid

afhankelijk van posities in adviesraden, en voor informatie over de gang van zaken is hij afhankelijk van de berichtgeving door onroerendgoedfondsen.

Nadeel 3 Hoger risico door vreemd vermogen

Veel onroerendgoedfondsen financieren mede met vreemd vermogen. Dit impliceert een extra risico.

Nadeel 4 Hoger risico indien beursgenoteerd

De beurswaarde van onroerendgoedaandelen fluctueert in het algemeen sterker dan de waarde van het onderliggende onroerend goed. De waarde van de aandelen wordt immers mede bepaald door het sentiment op de beurs en door ontwikkelingen bij het onroerendgoedfonds, waaronder de effecten van leverage. Dat brengt met zich mee dat de koersen van onroerendgoedaandelen soms meer samenhang vertonen met die van andere aandelen dan met de waarde van het onderliggende onroerend goed. Hierdoor gaat voor indirect onroerend goed een deel van het diversificatiepotentieel van direct onroerend goed verloren. Interessant om hierbij te vermelden is dat sommige beleggers beursgenoteerd indirect onroerend goed zien als een vorm van direct beleggen, gezien de grote invloed van het beurs sentiment op de waarderingen van het onroerend goed. Andere beleggers daarentegen zien deze vorm van beleggen als een belegging in aandelen.

De beweeglijkheid van het rendement (volatiliteit) is overigens kleiner bij privaat indirect onroerend goed, zoals beleggingen in niet-beursgenoteerde onroerendgoedfondsen en onroerendgoedmaatschappen. Deze vertonen in de regel risico- en rendementskarakteristieken die meer in lijn zijn met direct onroerend goed, vooral wanneer er weinig vreemd vermogen wordt gebruikt.

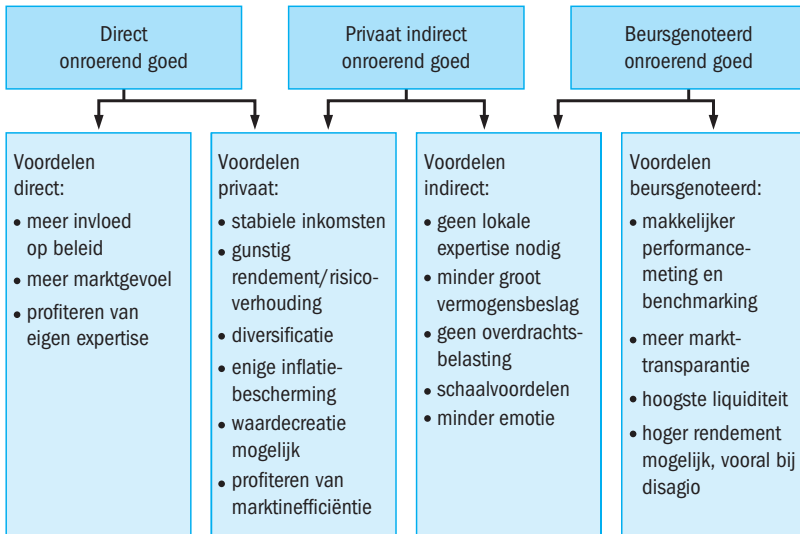
De verschillen met betrekking tot de resultaten/rendementen tussen privaat indirect en beursgenoteerd onroerend goed ontstaan vooral door de effecten van de beursnotering, de mate van het gebruik van vreemd vermogen en de fiscale structurering. Op lange termijn zijn de rendementen wel wat meer vergelijkbaar, met name als bij direct beleggen ook gebruik wordt gemaakt van leverage. Hierop wordt nader ingegaan in hoofdstuk 2.

Volatiliteit

1.2.4 Voordelen van de verschillende beleggingsvormen ten opzichte van elkaar

Na deze lange opsommingen kan het geen kwaad om de meest aantrekkelijke voordelen van de drie belangrijkste beleggingsvormen naast elkaar te zetten. Dit gebeurt in figuur 1.2. In feite is deze figuur een samenvatting van figuur 1.1 en tabel 1.1 en 1.2. Hieruit blijkt dat direct onroerend goed de voordelen van direct en privaat onroerend goed combineert, dat privaat indirect onroerend goed de beste kenmerken van zowel privaat als indirect onroerend goed overneemt, terwijl beursgenoteerd onroerend goed de voordelen van indirect en beursnotering samenvoegt. Deze drie vormen worden nader besproken in hoofdstuk 3 tot en met 11 (direct) en 12 (indirect).

FIGUUR 1.2 Gecombineerde voordelen van direct, privaaf indirect en beursgenoteerd onroerend goed

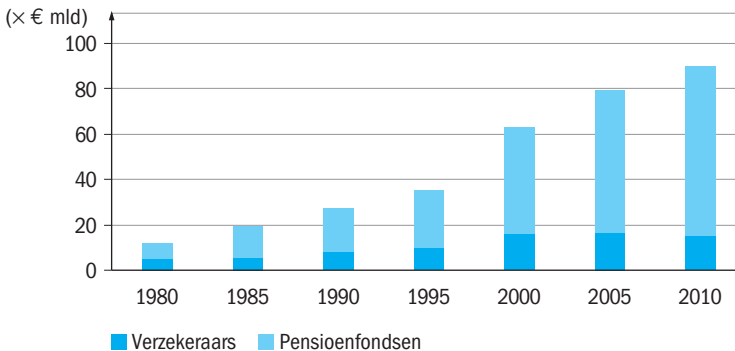


Bron: CBS (statline.cbs.nl)

1.3 Onroerendgoedbeleggingen in de praktijk

Onroerend goed is een volwaardige en professionele beleggingscategorie geworden. Het meeste van het institutioneel belegde vermogen in onroerend goed is afkomstig van pensioenfondsen. Figuur 1.3 laat zien dat Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen eind 2010 maar liefst 90 miljard euro hadden uitstaan in direct, privaaf indirect en beursgenoteerd onroerend goed tezamen. Daarnaast bezitten Nederlandse private beleggers ook een grote hoeveelheid onroerendgoedbeleggingen. Dit alles maakt onroerend goed de derde of vierde beleggingscategorie in omvang, na aandelen, obligaties en eventueel kortlopende liquide beleggingen.

FIGUUR 1.3 Omvang van de totale onroerendgoedbeleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars



Bron: CBS (statline.cbs.nl)

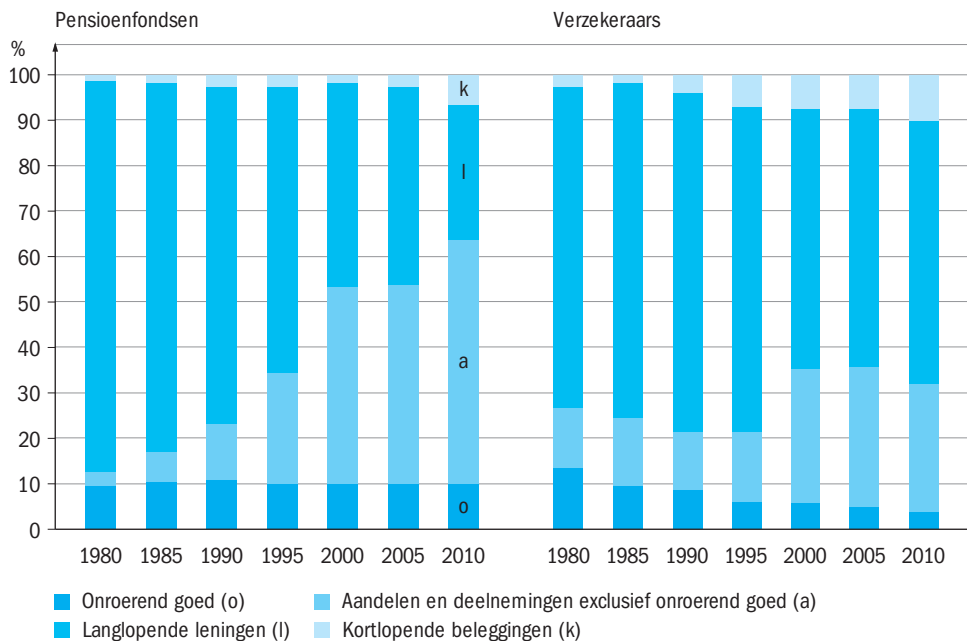
1.3.1 Allocatie naar onroerend goed

Pensioenfondsen zullen onroerend goed vooral toevoegen aan hun beleggingsportefeuille vanwege de diversificatiemogelijkheden. Ook de reputatie van inflatiebeschermer zal een overweging zijn, want veel pensioenfondsen hebben de ambitie om de pensioenuitkeringen te indexeren aan inflatie. Zogenaemde grijze pensioenfondsen, met relatief veel gepensioneerden ten opzichte van het totaal aantal deelnemers, die relatief veel geld moeten uitkeren aan pensioengerechtigden, hebben een grote behoefte aan een hoog inkomstenrendement dat onroerendgoedbeleggingen kunnen bieden. Nederlandse pensioenfondsen zijn de laatste decennia steeds risicovoller gaan beleggen. Vooral aandelen zijn een steeds groter deel gaan uitmaken van hun asset-allocatie, zoals is te zien in figuur 1.4.

Pensioen-
fondsen

1

FIGUUR 1.4 Asset-allocatie van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars



Bron: CBS (statline.cbs.nl)

Eind 2010 bestond meer dan de helft van de beleggingsportefeuille van de pensioenfondsen uit aandelen. Vastrentende waarden zoals langetermijnnobli-gaties en hypotheekleningen besloegen toen ongeveer 30% en direct en indirect onroerend goed ongeveer 10% van de beleggingsportefeuille. Deze procentuele allocatie naar onroerend goed is in de afgelopen decennia nauwelijks veranderd, maar in absolute termen wel zeer sterk, zoals is te zien in figuur 1.5.

Verzekeringsmaatschappijen richten zich nog net als vroeger voornamelijk op vastrentende waarden. De absolute waarde van hun onroerendgoedbeleggingen is gestegen in de tijd, maar doordat de beleggingen in andere categorieën sterker groeiden is het procentuele deel onroerend goed in hun portefeuilles gedaald. Nederlandse verzekeraars beleggen nu ongeveer 4% in direct en indirect onroerend goed tezamen.

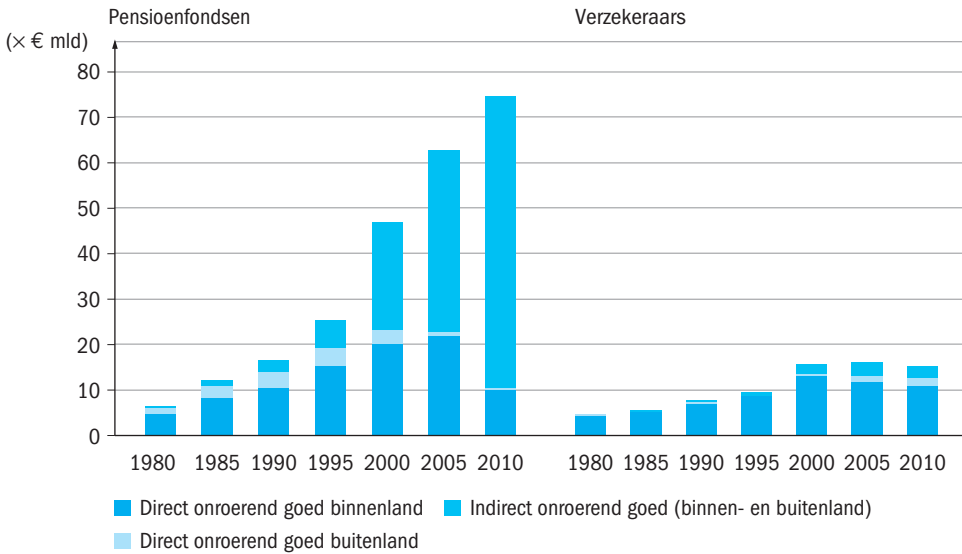
Verzeke-
rings-
maatschap-
pijen

Het aandeel in onroerend goed is bij pensioenfondsen en verzekeraars in veel andere Europese landen overigens vaak iets lager dan bij hun Nederlandse collega's.

1.3.2 Allocatie naar direct en indirect onroerend goed

We hebben laten zien dat Nederlandse pensioenfondsen ongeveer 10% in onroerend goed beleggen en verzekeraars 5%, maar nog niet hoe dit vermogen is verdeeld over direct en indirect onroerend goed. Figuur 1.5 laat deze verdeling zien.

FIGUUR 1.5 Allocatie naar direct en indirect onroerend goed van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars



Bron: CBS (statline.cbs.nl)

Pensioenfondsen zijn na jaren van opbouw van hun directe binnenlandse onroerendgoedportefeuille in 2005 overgegaan op een systematische afbouw daarvan. De afbouw van hun buitenlandse directe portefeuille was al jaren aan de gang. Zij hebben daarbij steeds meer indirect onroerend goed aangekocht. Deze verschuiving van direct naar indirect onroerend goed is gestimuleerd door de behoefte aan relatief snelle groei van de onroerendgoedportefeuille en een groter aanbod van in onroerend goed gespecialiseerde beleggingsinstellingen, die meer indirecte beleggingen mogelijk maakten.

Binnen indirect onroerend goed is er een verschuiving waarneembaar van binnenlands naar buitenlands indirect onroerend goed. Na jaren van gewoning aan de beleggingscategorie onroerend goed zijn vooral de grotere Nederlandse pensioenfondsen weer in voor internationale spreiding, die ze vooral via hun indirecte beleggingen vorm geven.

De verschuiving van direct naar indirect onroerend goed lijkt wel af te remmen. De laatste jaren ontstaat er namelijk een trend onder vooral heel

grote pensioenfondsen om de onroerendgoedbeleggingen meer in eigen hand te nemen. Deze grote pensioenfondsen kopen steeds vaker zelf aandelen aan via een joint venture of een ander samenwerkingsverband met gelijkgestemden. Hun motivatie ligt vooral in de behoefte aan meer zekerheid, vooral ten aanzien van het risicobeheer voor gebruik van vreemd vermogen en het voorkomen van malafide zaken. Ook speelt de hoge volatiliteit van beursgenoteerd onroerend goed hierbij een rol.

Bij Nederlandse verzekeraars is een trend ontstaan om hun directe onroerendgoedportefeuille open te stellen voor derden via de creatie van fondsen. Daarmee daalt hun in direct onroerend goed belegde vermogen. In tegenstelling tot Nederlandse pensioenfondsen hebben zij echter nauwelijks hun indirecte onroerendgoedportefeuille uitgebreid.

De beleggingen in indirect onroerend goed zijn nog niet uitgesplitst in privaats indirect en beursgenoteerd. Schattingen van Teuben en Courtens (2011) laten zien dat het bij pensioenfondsen en verzekeraars vooral om privaats indirect onroerend goed gaat. Het beursgenoteerde onroerend goed bedraagt slechts 15% van het totaal in indirect Nederlands onroerend goed belegde vermogen.

Samenvatting

Onroerend goed is als beleggingscategorie sterk gegroeid tijdens de afgelopen decennia en is verworpen tot de 'derde beleggingscategorie', na aandelen en obligaties. Nederlandse pensioenfondsen, de grootste Nederlandse institutionele beleggers in onroerend goed, hebben hun onroerendgoedvermogen vertienvoudigd in dertig jaar tijd en alloceren nu ongeveer 10% naar onroerend goed. Nederlandse verzekeraars hebben hun onroerendgoedvermogen verdrievoudigd over dezelfde periode en alloceren nu ongeveer 4% naar onroerend goed. De term 'onroerend goed' heeft overigens betrekking op drie verschillende vormen met een eigen karakter: direct onroerend goed, privaats indirect onroerend goed en beursgenoteerd onroerend goed. Deze drie vormen hebben als beleggingscategorie hun eigen voor- en nadelen ten opzichte van andere beleggingen, maar ook ten opzichte van elkaar. Beursgenoteerd onroerend goed lijkt qua eigenschappen in grote mate op gewone beursgenoteerde aandelen. Privaats indirect onroerend goed combineert enkele kenmerken van (direct) privaats onroerend goed met die van indirect onroerend goed. Direct onroerend goed is qua eigenschappen het meest onderscheidend van andere beleggingen. Niettemin hebben vooral pensioenfondsen in toenemende mate hun directe (Nederlandse) onroerendgoedportefeuilles ingewisseld voor of aangevuld met privaats indirect (buitenlands) onroerend goed.

Literatuur

- ABP Corporate Communications (2006). *Hoe ABP Belegt*. Heerlen
- Chua, A. (1999). The Role of International Real Estate in Global Mixed-Asset Investment Portfolios. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 5 (2), p. 129-137

- Keeris, W.G. (2001). *Vastgoedbeheer Lexicon*. Den Haag: Ten Hagen Stam Uitgevers.
- Miles, M.E. & Hartzell, D. (1988). *Real Estate as an Asset Class: A 25-Year Perspective*. New York: Salomon Brothers. [Herdruckt: M.E. Miles et al. (1991). *Real estate development: principles and process*. Washington: ULI.]
- RICS (2012). RICS-taxatiestandaarden, bevattende de International Valuation Standards. Voorburg: RICS Nederland.
- Spoorweg Pensioen Fonds (2011). *Jaarverslag 2010*. Utrecht.
- Teuben, B. & Courtens, R. (2011). *The real size of the Dutch real estate investment market*. Working paper gepresenteerd op ERES congres 2011 in Eindhoven.
- Troostwijk (2005). *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse particuliere beleggers*. Amsterdam.