

DIRECTE BELEGGINGEN IN ONROEREND GOED GECOMBINEERD MET BEURSGENOTEERD VASTGOED, EEN GOED HUWELIJK?

Observaties vanuit de praktijk van een family office



MRE / TIAS – School for Business and Society | mei 2020

Mr J.H. Wilton

De Roy van Zuidewijnlaan 41
4818 GA Breda

Eerste beoordelaar:

Prof.dr. Dirk Brounen
*Professor of Real Estate Economics Tilburg
University/TIAS Business School*

Tweede beoordelaar:

Mw.dr.ir. Ingrid Janssen
*Associate Professor of Real Estate Manage-
ment TIAS Business School*

Voorwoord

“Success is not final, failure is not fatal: it is the courage to continue that counts.”

— Winston S. Churchill (1874 – 1965), Brits politicus

Voor u ligt mijn masterthesis, die ik heb geschreven ter afronding van mijn MRE-opleiding. Het is een onderzoek geworden waarbij ik niet alleen gebruik heb kunnen maken van alle gedoceerde theorieën, concepten en inzichten, die ik de afgelopen twee jaar aan de TIAS mocht opdoen, maar tevens een vertaalslag naar mijn eigen werkgebied.

Onroerend goed vormt immers een steeds belangrijker onderdeel binnen de verschillende familievermogens. Het is een relatief jonge beleggingscategorie, die onderhevig is aan veel verschillende ontwikkelingen. Hiermee is het beleggen in onroerend goed niet alleen ingewikkelder geworden dan het al was, maar biedt het beleggers ook nieuwe kansen. De vraag die zich voordeed was of onze cliënten, die van oudsher vaak bezitter waren van een directe vastgoedportefeuille, gebruik kunnen maken van beursgenoteerde vastgoedaandelen om zodoende het risico/rendementsprofiel van hun vastgoedallocatie te verbeteren.

Een masterthesis schrijven ten tijde van het Corona virus, waar onze wereld aan het begin van dit jaar mee werd geconfronteerd is een bijzondere ervaring. Financiële markten ondervonden heel snel de negatieve economische gevolgen van deze wereldwijde pandemie. Hierdoor werden ook direct de verschillen tussen publiek en privaat vastgoed duidelijk. Waar beurskoersen van vastgoedondernemingen de afgelopen maanden keldere, leken de directe beleggingen in eerste instantie ongedeerd te blijven. De gevolgen zullen ook voor deze beleggingen op termijn duidelijk worden.

Het nadenken over en bezig zijn met een afstudeeronderzoek heb ik als intensief maar zeker ook als zeer interessant ervaren. Met veel plezier kijk ik terug op de gesprekken met diverse deskundigen op dit gebied en de inzichten die zij mij geboden hebben. Een speciaal woord van dank gaat uit naar mijn begeleiders Dirk Brounen en Ingrid Janssen voor de inhoudelijke bijdragen en support die zij hebben gegeven. Ook wil ik in het bijzonder Max Berkelder, Roland Bezemer en Jorrit Arissen bedanken voor de tijd en energie, die zij hebben gestoken in het van gedachten wisselen over diverse onderdelen van mijn thesis. Tenslotte gaat mijn grote dank en respect uit naar mijn lieve Jacqueline, Robin, Wouter, Daan en Derk. Jullie maakten het mogelijk dat ik dit onderzoek heb kunnen volbrengen in deze bijzondere tijd.

Hans Wilton

Breda, 4 mei 2020

Inhoudsopgave

Lijst van afkortingen	5
1. In- en aanleiding van het onderzoek	6
1.1 De groeiende belangstelling voor onroerend goed als belegging	6
1.2 De markt voor onroerend goed beleggingen	8
1.3 Direct en indirect onroerend goed	9
1.4 Indirect onroerend goed: twee zielen één gedachte?	11
1.5 Waarom dit onderzoek?	12
2. Beleggen in Vastgoed, een schets van het landschap	15
2.1 Waarom vastgoed?	15
2.2 Beleggen in direct en indirect onroerend goed	18
2.2.1 Voor- en nadelen nader bekeken	18
2.3 Hoe geven we invulling aan een optimale vastgoedallocatie?	22
2.4 Beursgenoteerd versus niet beursgenoteerde nader bekeken	24
2.4.1 Correlatie	25
2.4.2 Prijsvorming bij beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen	27
2.4.3 Leverage ratio's bij beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen	30
2.4.4 Kostenstructuur	30
2.5 Enkele observaties uit de praktijk	31
3. Uitgangspunten voor het onderzoek	33
3.1 Probleemstelling	33
3.2 Onderzoeksvragen	33
3.3 Beschrijving van de gebruikte data	33
3.4 Opzet onderzoek	37

4.	Directe beleggingen gecombineerd met beursgenoteerd vastgoed, een goed huwelijk?	39
4.1	Een overzicht van de gecombineerde vastgoedoplossingen door de verschillende cycli heen.	39
4.1.1	Rendementsontwikkeling	39
4.1.2	Risico	40
4.1.3	Crisisbestendigheid	43
4.1.4	Inflatie	45
4.2	De gecombineerde vastgoedoplossing binnen de multi-asset portefeuille	46
4.2.1	Rendement	46
4.2.2	Rendement en Risico	47
4.3	Conclusie	49
5.	De overige risico's in beeld	51
5.1	Specifieke risicofactoren	52
6.	Reflectie, implicaties en conclusies	57
6.1	De invloed van de dalende rente in Nederland	57
6.2	De kracht van de Nederlandse woningsbeleggingsmarkt	58
6.3	Volatiliteit als risicofactor	60
6.4	Het gebrek aan data	61
6.5	Conclusies	62
6.6	Implicaties	64
	Samenvatting	66
	Literatuurlijst	70
	Bijlagen	72

Lijst van afkortingen

AMX	Amsterdamse Midkap Index
BAR	bruto-aanvangsrendement
DAX	Deutscher Aktienindex
DNB	De Nederlandsche Bank
EPRA	European Public Real Estate Association
FBI	fiscale beleggingsinstelling
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GPR	Global Property Research
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
NVM	Nederlandse Vereniging van Makelaars in onroerende goederen en vastgoedadviseurs
REIT	Real Estate Investment Trust
ROZ	Raad voor Onroerende Zaken
S&P 500	Standard & Poor's 500

1. In- en aanleiding van het onderzoek

Inleiding

Wilton Family Office (hierna: “Wilton”) is een Nederlandse Multi Family Office, die vermogende families, instituten en verenigingen adviseert en begeleidt. Concreet assisteert en adviseert Wilton hen bij de structurering, aansturing en invulling van de verschillende vermogensbestanddelen. Aan de hand van een gedisciplineerd en integraal proces draagt Wilton bij in het nemen van de juiste beslissingen om zodoende de continuïteit van het (familie)vermogen te borgen.

Bij het adviseringsproces naar onze cliënten is het onder andere van groot belang om inzicht te hebben in de risico- en rendementskarakteristieken van de verschillende beleggingscategorieën. Onroerend goed als beleggingscategorie is voor veel mensen een belangrijke rol gaan spelen binnen hun vermogen. Er zijn echter verschillende manieren om hieraan invulling te geven. Veel vermogende particulieren hebben een voorliefde voor het bezitten van ‘een eigen beleggingspandje’ of zelfs het op- en uitbouwen van een grotere vastgoedbeleggingsportefeuille, die bestaat uit directe beleggingen in bijvoorbeeld woningen of appartementen. Hier wordt veel tijd, geld en aandacht aan besteed en veel beleggers voelen zich comfortabel met deze vorm van bezit. De vraag doet zich echter voor of dit de optimale keuze is voor deze doelgroep. Zijn er niet meerdere wegen die naar Rome leiden? Kan de vermogende particuliere belegger¹ niet slimmer gebruik maken van de verschillende beleggingsoplossingen? Gedurende mijn MRE opleiding heb ik mij diverse keren verdiept in onderdelen van dit vraagstuk. In dit onderzoek wil ik bovenstaand vraagstuk graag nader uitwerken.

1.1 De groeiende belangstelling voor onroerend goed als belegging

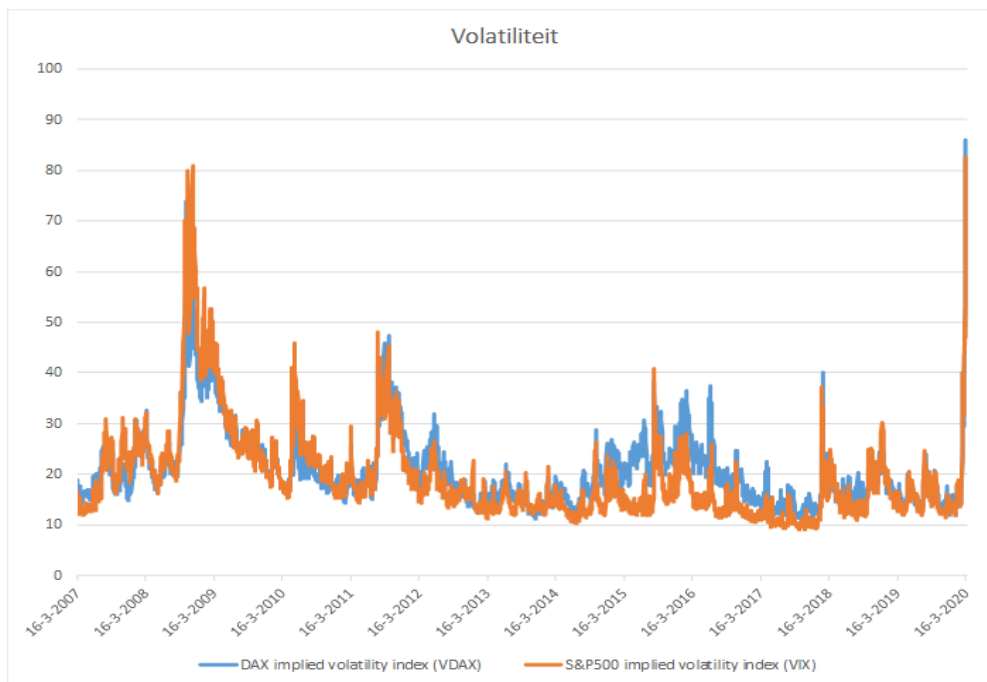
De afgelopen jaren is de belangstelling van Nederlandse vermogende families om te beleggen in onroerend goed zienderwijs toegenomen. Tevens is het aanbod aan vastgoedinvesteringen niet alleen in omvang, maar ook in verscheidenheid sterk gegroeid.

De redenen hiervoor zijn uiteenlopend:

- De laatste 20 jaar zijn beleggers geconfronteerd geweest met perioden van enorme volatiliteit op de internationale aandelenbeurzen. Dit komt duidelijk naar voren in figuur 1 waarin de volatiliteit van zowel de Duitse aandelenbeurs (DAX index) alsmede van die van de Amerikaanse aandelenbeurs (S&P 500 index) over een langere periode is weergegeven. De meest opvallende perioden waren de Aziatische Financiële Crisis (1997-1998), de “dot-com” crisis (2000-2001), de wereldwijde financiële crisis van (2007-2009) en zeer recent de “Corona” crisis (2020). Deze volatiliteit wordt door beleggers, doordat ze geen controle kunnen uitoefenen en lijdzaam de waardeschommelingen moeten ondergaan, vaak gezien/ervaren als risico. De ogenschijnlijk lage volatiliteit van de beleggingscategorie onroerend goed, die gepaard gaat met een lagere risicoperceptie is een belangrijke reden voor een groeiende belangstelling onder beleggers.

¹ Onder vermogende particuliere belegger wordt verstaan een persoon of familie met een vrij belegbaar vermogen van euro 25 mio.

Afbeelding 1: Implied Volatility Index voor de DAX en de S&P 500



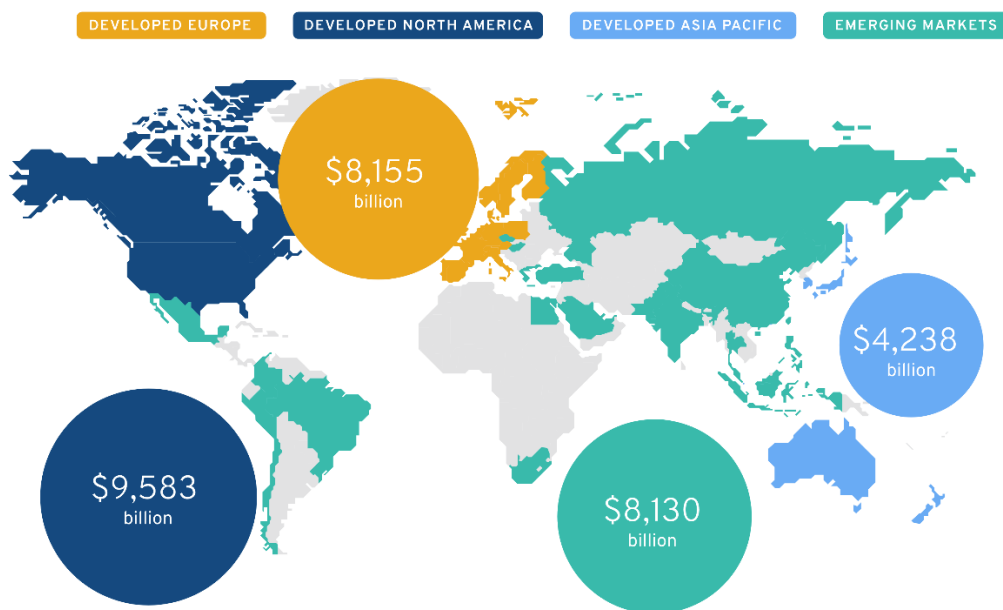
Bron: Datastream

- Een tweede aspect zijn de specifieke voordelen van beleggen in onroerend goed. De voordelen van het beleggen in deze beleggingscategorie sluiten vaak goed aan bij de doelstellingen van vermogende families. Vaak hebben deze families als doelstelling het instandhouden van het familievermogen (preservation of capital). Hierbij wenst men in het algemeen een langjarige, stabiele en voorspelbare inkomstenstroom en tevens een redelijke bescherming tegen inflatie. Beleggen in onroerend goed kan gedeeltelijk invulling geven aan deze wensen en biedt daarnaast ook nog eens een belangrijk diversificatievoordeel in een familievermogen in combinatie met andere vermogenstitels (Hoesli et al., 2004; Lizieri, 2013; Pagliari 2017; Delfim en Hoesli, 2019)
- De rente is sinds het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw voortdurend gedaald, waardoor er tot nu toe sprake was van een bovengemiddeld totaalrendement op obligaties. De kans om op basis van de huidige rente nog een lange periode van bovengemiddelde rendementen op obligaties te realiseren is bijzonder klein. Op dit moment is de rente op een groot deel van de Europese staatsobligaties zelfs negatief. Door de lage of zelfs negatieve rente is de duration (rentegevoeligheid) van een obligatie-index de afgelopen twee decennia verdubbeld. Door de afwezigheid vandaag de dag van een periodieke rentebetaling van enige betekenis zorgt elke rentestijging in de toekomst meteen voor een negatief totaalrendement. De neerwaartse risico's voor deze beleggingscategorie lijken dus toe te nemen, waardoor beleggers op zoek gaan naar een alternatief. Dit dient een alternatief te zijn met soortgelijke kenmerken als obligaties, zoals een 'vaste' periodieke coupon en een contractueel langere looptijd, maar met gunstigere vooruitzichten ten aanzien van de waardeontwikkeling. De beleggingscategorie onroerend goed lijkt hiervan te profiteren.

1.2 De markt voor onroerend goed beleggingen

Bij het beleggen in vastgoed gaat het om het investeren van vermogen in onroerend goed met als doel uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom opbrengsten te realiseren. Dit fenomeen stamt al uit de tijd van de Romeinen die ook al huurwoningen als belegging aanhielden. Maar pas in de jaren zestig van de vorige eeuw kwam commercieel beleggen in vastgoed in een stroomversnelling, mede als gevolg van de sterke economische expansie in deze periode. Hier werd de basis gelegd voor de huidige vastgoedbeleggingsmarkt. In de loop der jaren heeft de vastgoedbeleggingsmarkt zich verder ontwikkeld. Inmiddels kan worden gesproken van een professionele beleggingscategorie. EPRA heeft de omvang van de totale beleggingsmarkt in vastgoed in kaart willen brengen. De totale omvang van de beleggingsmarkt in onroerend goed is -per ultimo 2019 \$31.125tn². De Noord Amerikaanse markt maakt hiervan het grootste onderdeel uit, gevolgd door Europa. Afbeelding 2 laat de wereldwijde verdeling van de markt voor commercieel vastgoed zien.

Afbeelding 2: De totale omvang van commercieel vastgoed per ultimo 2019 (in USD)



Bron: EPRA Global Real Estate Total Markets Table 2019

Het betreft dus hier beleggingen in traditioneel onroerend goed zoals woningen, winkelcentra, kantoren, parkeergarages, loodsen, hallen en logistieke ruimtes. Naast deze categorieën zijn er ook andere typen onroerend goed beleggingen te vinden zoals bijvoorbeeld scholen, zorgwoningen, kinderdagverblijven, hotels, gevangenissen en ziekenhuizen.

² EPRA, Global Real Estate Total Markets Table Q3-2019

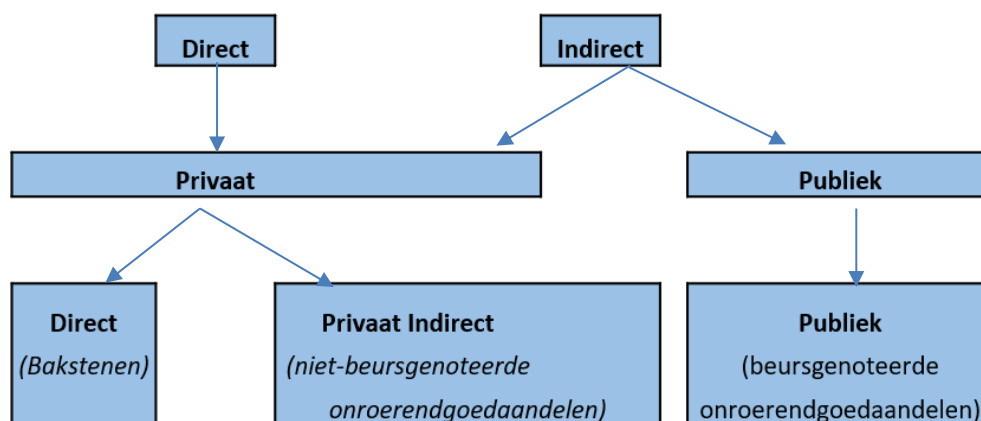
Het is voor beleggers van belang zich te realiseren dat beursgenoteerde vastgoedaandelen met \$3,9tn ook onderdeel uitmaken van deze markt. Dit onderdeel is met slechts 12,5% relatief klein hetgeen betekent dat een groot deel van de vastgoedmarkt in privaat bezit is.

De vermogende particuliere belegger in onroerend goed heeft dus veel verschillende mogelijkheden met elk specifieke risico- en rendementskarakteristieken. Vervolgens zullen we zien dat er ook nog verschillende mogelijkheden zijn ten aanzien van de wijze waarop men participeert in deze beleggingscategorie.

1.3 Direct en indirect onroerend goed

Onroerend goed beleggingen kennen verschillende verschijningsvormen. Beleggers maken hierbij een onderscheid tussen direct en indirect onroerend goed en dit kan weer verder worden opgedeeld tussen privaat en publiek (afbeelding 4)

Afbeelding 4: Indeling direct en indirect onroerend goed



Bron: Onroerend goed als belegging, Van Gool, Jager, Theebe en Weisz 2013

Wat is nu precies het onderscheid?

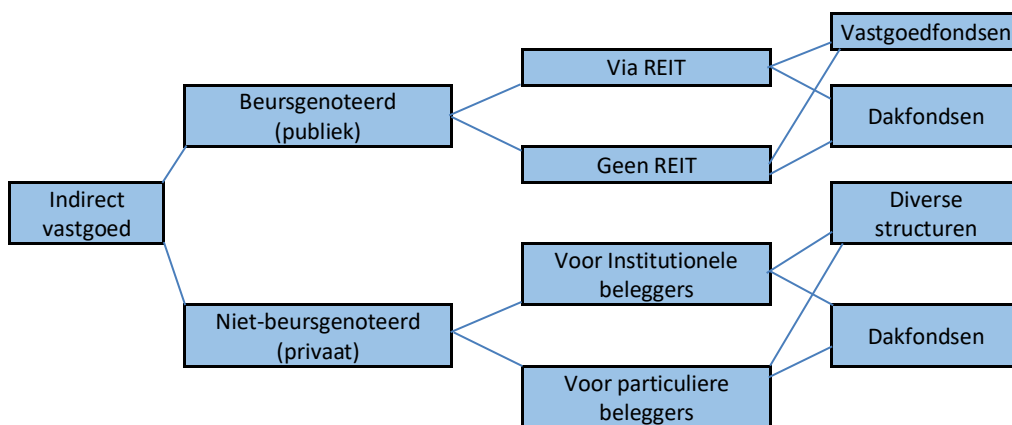
Direct onroerend goed: Het zelf bezitten van panden; de belegger is rechtstreeks eigenaar van het onroerend goed of eigenaar van de financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten van dat onroerend goed. Het is hierbij van belang dat de belegger een meerderheidsbelang én de zeggenschap heeft over het management van dat onroerend goed.

Indirect onroerend goed: Het deelnemen in het bezit van panden of vastgoed portefeuilles via een beleggingsvehikel, samen met een klein aantal 'bevriende' investeerders (club deal) of in een joint venture met een mede investeerder die het dagelijks management op de portefeuille uitvoert. Hier is de belegger dus niet rechtstreeks eigenaar van het onroerend goed. Daarnaast kan er nog een onderscheid worden gemaakt tussen beursgenoteerde (publieke) fondsen en niet-beursgenoteerde

(private) fondsen. Vervolgens kunnen deze private fondsen weer worden ingedeeld in de doelgroepen die ze bedienen (particuliere of institutionele beleggers).

Ook de gekozen fondstructuur vormt bij indirect onroerend goed een onderscheid. Waar binnen beursgenoteerde fondsen vooral wordt gekeken naar het wel of niet aanwezig zijn van een fiscale beleggingsinstelling (REIT structuur) wordt bij private fondsen een specifieke, voor de deelnemende beleggers meest geschikte, fiscale structuur gezocht. Schematisch kan dit als volgt worden weergegeven (zie afbeelding 5).

Afbeelding 5: De verschillende soorten indirect vastgoed



Bron: Onroerend goed als belegging, Van Gool, Jager, Theebe en Weisz 2013

Het beleggen in direct onroerend goed biedt een aantal voordelen zoals (i) controle over de belegging, (ii) vastgoed is tastbaar, (iii) zelf waarde kunnen toevoegen, (iv) vastgoed is begrijpelijk, (v) geen asset management vergoedingen aan derden te hoeven betalen, (vi) vastgoedbezit in de omgeving die men kent. In Hoofdstuk 2 zullen de voor- en nadelen in detail worden belicht.

Vastgoed is echter een kennis- en vooral managementintensieve beleggingsvorm. Waar een aandelen- of obligatieportefeuille moeiteloos kan worden uitgebreid geldt dit niet voor vastgoed. Dit wordt vaak vergeten. Men denkt soms wel eens dat het beleggen in vastgoed eenvoudig is als men kijkt naar hoeveel mensen er rijk mee zijn geworden. Wat men hierbij uit het oog verliest is dat een groot aantal mensen die tijdens de crisis van 2008 uit de Quote 500 lijst zijn weggefallen, in vastgoed actief waren. Vastgoed is een kapitaalintensieve bedrijfstak waardoor succes zich vertaalt in grote winst maar voor verlies geldt hetzelfde. Direct in vastgoed investeren vereist een aantal zaken: (i) lokale kennis en kennis van wet- en regelgeving, (ii) een professionele organisatie, (iii) een netwerk en toegang tot interessante transacties, en (iv) en een zekere schaalgrootte van de portefeuille om de organisatie ' bezig te houden'. Veel van de vereisten van het beleggen in direct onroerend goed zijn te ondervangen door indirect te beleggen in onroerend goed.

Zoals hierboven werd genoemd kunnen indirecte onroerend goed beleggingen worden ingevuld middels beursgenoteerde (publiek) of niet-beursgenoteerde (privaat) onroerend goed vehikels. Voorbeelden van beursgenoteerd vastgoed zijn beursgenoteerde aandelen van vastgoedbedrijven zoals Unibail-Rodamco, Wereldhave, NSI etc. Tot op zekere hoogte bewegen deze vastgoedaandelen mee met algemene ontwikkelingen op de beurs. Niet-beursgenoteerde ofwel private onroerend goed vehikels worden niet verhandeld op een effectenbeurs wat als voordeel heeft dat er niet dagelijks een prijsbepaling plaatsvindt die de actuele waarde van de belegging reflecteert. Dat gebrek aan regelmatige prijsvorming geeft een zekere vorm van rust.

1.4 Indirect onroerend goed: twee zielen één gedachte?

Beleggers in indirect onroerend goed hebben dus verschillende manieren om 'exposure' te vergaren naar zowel locale als mondiale onroerend goed markten. Een vraag die zich echter vervolgens voordoet is: Maken deze indirecte beleggingsoplossingen eigenlijk wel deel uit van dezelfde beleggingscategorie (vastgoed)? Of behoort beursgenoteerd vastgoed eigenlijk tot de beleggingscategorie aandelen met haar geheel eigen risico- en rendementskarakteristieken?

In de academische literatuur is dit onderwerp al vaak belicht door onder andere Gyourko en Linneman (1988), Ross en Zisler (1991), Gilberto (1990), Glascock, Lu en So (2000) en meer recent door Hoesli en Oikarinen (2012,2014). Vaak wordt gesteld dat de beurswaarde van vastgoedaandelen sterker fluctueert dan de waarde van het onderliggende onroerend goed.

De waarde van vastgoedaandelen zou beïnvloed worden door het beurs sentiment. Dat zou met zich meebrengen dat de koersen van vastgoedaandelen soms meer samenhang vertonen met de koersen van aandelen in het algemeen dan met de waarde van het onderliggende onroerend goed. Hierdoor zou een deel van het diversificatiepotentieel voor indirect onroerend goed verloren gaan. Maar is dit nu eigenlijk echt zo?

Tijdens het eerste blok van mijn MRE Opleiding³ ben ik reeds ingegaan op de vraag in hoeverre beursgenoteerde vastgoedaandelen de kenmerken van een belegging in aandelen danwel die van een vastgoedbelegging reflecteren. Met behulp van academische literatuur en data heb ik aangetoond dat beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen uiteindelijk onderhevig zijn aan dezelfde factoren die van belang zijn voor de beleggingscategorie Onroerend goed. Hierbij heb ik stil gestaan bij de vraag of beide oplossingen een identieke exposure creëren naar deze beleggingscategorie ondanks dat zij verschillen op het gebied van handelbaarheid (liquiditeit), prijsvorming, leverage, kostenstructuur en onderliggende exposure. De belangrijkste conclusies die hierbij naar voren zijn gekomen als we kijken naar de prijsdata van de beursgenoteerde vastgoedfondsen en/of indices zijn:

- Op basis van de correlatie-coëfficiënt tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en algemene aandelenindices is duidelijk geworden dat beursgenoteerde vastgoedfondsen weliswaar op de korte termijn een redelijk hoge correlatie laten zien met

³ Wilton, J.H.; Individual Paper Assessment Msc Module Waardecreatie met Vastgoedanalytics, TIAS MRE 2019

de aandelenmarkt in het algemeen, maar naarmate de tijd vordert deze correlatie daalt en er een hogere correlatie zichtbaar wordt met het onderliggende vastgoed. Het omslagpunt ligt al bij een investeringshorizon van 18 maanden.

- Ook als we de rendementen van de twee beleggingsoplossingen naast elkaar zetten dan blijkt dat beursgenoteerd vastgoed een relatief hoge volatiliteit kent. Dat geldt echter alleen voor de korte termijn: dan is de marktdynamiek van beursgenoteerd vastgoed vergelijkbaar met die van aandelen. Op een langere termijn ontwikkelt de koers zich zoals die van niet-beursgenoteerd vastgoed en zijn de opbrengsten vergelijkbaar.
- Op het gebied van leverage kan in het algemeen gesteld worden dat de meeste beursgenoteerde vastgoedfondsen op een zeer gedisciplineerde wijze omgaan met het gebruik maken van vreemd vermogen (financial leverage). Door de “tucht van de aandelenmarkt” is er vaak extra transparantie wat verschafters van vreemd vermogen prettig vinden. De meeste fondsen met een beursnotering kunnen geschaard worden onder de categorie “Core” beleggingen, zoals wij die kennen van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee wordt duidelijk dat het gebruik van vreemd vermogen binnen deze twee beleggingsoplossingen dus redelijk te vergelijken is. Grote verschillen doen zich hier nauwelijks voor.
- Ook op het gebied van kosten, wat vaak wordt aangehaald als een belangrijke oorzaak waarom de waarde van beursgenoteerd vastgoed kan afwijken van de onderliggende intrinsieke waarde (agio/disagio), lijken de verschillen uiteindelijk niet zo groot. Allereerst is duidelijk geworden dat voor beide beleggingsoplossingen het nog lastig is om daadwerkelijke transparantie te verkrijgen ten aanzien van de kosten. De gemaakte kosten in de fondsen blijken vaak nog in functie te zijn van het beoogde rendement. Hiermee blijkt het dus een lastig onderdeel te zijn om zaken goed met elkaar te vergelijken.

Op basis van het bovenstaande heb ik de conclusie getrokken dat beursgenoteerd vastgoed op de lange termijn wel degelijk een pure vastgoedbelegging is.

1.5 Waarom dit onderzoek?

Er zijn dus meerdere wegen die naar Rome leiden als het gaat om beleggen in vastgoed. De verschillende risico en rendementskarakteristieken bij ieder van de bovengenoemde beleggingsoplossingen doen vermoeden dat er toegevoegde waarde is te behalen wanneer een belegger bijvoorbeeld beursgenoteerde (publieke) met (in)directe private vastgoedbeleggingen combineert. Hierbij valt concreet te denken aan de volgende mogelijkheden: Een verhoging van het rendement, een verlaging van het risico of een combinatie van deze twee.

De meeste wetenschappelijke onderzoeken tot nu toe gaan over het al dan niet toevoegen van (niet) beursgenoteerd vastgoed aan een zogenaamde “multi-asset”portefeuille. Slechts een beperkt aantal studies heeft ook daadwerkelijk gekeken naar de impact wanneer je beide beleggingsoplossingen

combineert (Feldman, 2003; Mueller et al., 2003; Moss et al. 2015). Hierbij ging het dan vooral om de combinatie van beursgenoteerde (publiek) met niet-beursgenoteerd (privaat) vastgoed.

Bij mij ontstond de vraag of vermogende families er verstandig aan zouden doen om naast hun directe, lokaal georiënteerde, vastgoedbezit eventueel ook wereldwijde beursgenoteerde vastgoedaandelen toe te voegen aan de gewenste vastgoedallocatie binnen het familievermogen.

Veel Nederlandse vermogende families, zo ook de cliënten van Wilton, hebben immers vaak een vastgoedportefeuille zelf opgebouwd (of uit erfenis verkregen) die bestaat uit een directe vastgoedbeleggingen. Deze portefeuille is door de tijd heen met veel liefde, aandacht en zorg opgebouwd. De objecten liggen over het algemeen in de buurt van de woonplaats van de eigenaar en deze combinatie van factoren levert een grote mate van betrokkenheid, verbondenheid en “rust” op. Dit beeld kwam ook duidelijk naar voren uit het onderzoek naar Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers wat is uitgevoerd door DTZ Zadelhoff en Nyenrode in 2004.

Deze mate van betrokkenheid ontbreekt vaak bij beleggingen in vastgoedaandelen. Hier heeft men immers geen invloed op, het onroerend goed is verspreid over de wereld en op korte termijn is de waarde afhankelijk van de grillen van de aandelenbeurs. Toch heeft deze manier van beleggen, zoals wij later zullen zien, een aantal duidelijke voordelen voor een (particuliere) vastgoedbelegger. De vraag die gedurende mijn hele MRE opleiding is blijven leven is:

Levert het samenvoegen van een directe vastgoedbelegging met wereldwijde beursgenoteerde vastgoedaandelen een duidelijke meerwaarde op voor een vermogende particuliere belegger?

Welke risico's loopt deze belegger door enkel in “pandjes” te beleggen, die gelegen zijn in de nabijheid van zijn of haar woonplaats? Voegen vastgoedaandelen aantoonbaar iets toe aan deze directe beleggingen? Wat is de invloed van een gecombineerde beleggingstrategie op de “multi-asset portefeuille”? Waarom wordt er toch weinig gebruik van gemaakt?

Dit wil ik graag nader onderzoeken om zodoende de cliënten van Wilton Family Office in de toekomst beter te kunnen adviseren op het gebied van vastgoedbeleggingen.

Om dit vraagstuk te onderzoeken heb ik een vastgoedportefeuille van een typische cliënt van Wilton als uitgangspunt genomen. Het probleem wat zich in de praktijk voordoet is dat er maar weinig betrouwbare data voorhanden is. De meeste particuliere vastgoedbeleggers laten niet jaarlijks hun panden taxeren noch is er een duidelijke langjarige boekhouding voor handen die inzicht geeft in de onderhoudskosten. Daarom heb ik gebruik gemaakt van een fictieve doch hoogwaardige residentiele portefeuille van 50 woningen met “betaalbare” huren in de binnenstad (De gehele portefeuille is gelegen op primaire locaties in het centrumgebied) van Den Haag, met 540.000 inwoners de derde grootste stad van Nederland. Om toch een redelijk beeld te kunnen krijgen heb ik gebruik gemaakt van langjarige prijsdata van de NVM. Voor het beursgenoteerde gedeelte kijk ik naar een passieve maar zeer liquide wereldwijde vastgoedindex als de GPR 250 Index.

In het komende hoofdstuk 2 zal ik dieper ingaan op het beleggen in onroerend goed. Hierbij zal niet alleen een onderscheid worden gemaakt naar de verschillende mogelijkheden, maar tevens worden ingegaan – aan de hand van een literatuurstudie- op de belangrijke vraagstukken waarom beleggers

in onroerend goed willen beleggen. Ter afsluiting van dit hoofdstuk zal worden aangetoond dat beursgenoteerde vastgoedaandelen wel degelijk een belegging in vastgoed zijn.

In hoofdstuk 3 wordt dan vervolgens de probleemstelling en de daarbij behorende onderzoeksvragen besproken. Hierbij wordt ook een beschrijving gegeven van de gehanteerde data voor het onderzoek. In de daarop volgende hoofdstukken (hoofdstuk 4 en 5) zal ik mijn onderzoeksgegevens presenteren en nader ingaan op de data analyse en belangrijkste conclusies die hieruit naar voren komen. Hierbij is ook aandacht voor de risico's die niet direct uit de tijdreeksen naar voren komen zoals bijvoorbeeld governance en politiek klimaat. Het afsluitende hoofdstuk 6 zal in het teken staan van reflectie, conclusies en aanbevelingen en implicaties voor onze dienstverlening.

2. Beleggen in Vastgoed, een schets van het landschap

Inleiding

In het boek “Nooit meer slapend arm” stellen de auteurs Brounen en Koedijk dat onze samenleving snel en structureel verandert. We leven immers in een tijd waar grote mondiale trends steeds voelbaarder worden. Waar we in het verleden als burgers nog profiteerden van de verzorgingsstaat worden we vandaag de dag geconfronteerd met de gevolgen van vergrijzing en een steeds meer terugtrekkende overheid. Dit heeft grote gevolgen voor onze eigen oude dagsvoorziening.

Het is voor vele individuen van steeds groter belang geworden om meer te sparen en te beleggen om te voorzien in een goede levensstandaard zodra men met pensioen wil gaan. Dit geldt in zekere zin ook voor de cliënten van Wilton. Zij worstelen ook met de vraag hoe zij hun vermogen dienen samen te stellen om zodoende hun persoonlijke lange termijn (financiële) doelstellingen te behalen. Over het algemeen hebben de cliënten van Wilton instandhouding van het familievermogen (preservation of capital) als belangrijkste financiële doelstelling. Dit betekent naast het genereren van een jaarlijks inkomen het instandhouden van de hoofdsom gecorrigeerd voor belasting en inflatie.

Om bovengenoemde doelen te bereiken is het van belang om te beleggen in een goed gediversifieerde beleggingsportefeuille (hierna: “multi-asset portefeuille”) waarmee men het beoogde rendement behaalt bij de laagst mogelijke eenheid risico. Onroerend goed, als beleggingscategorie, wordt gezien als een belangrijk onderdeel wanneer dit ongecorreleerde rendementen weet te genereren. In dit hoofdstuk gaan we enerzijds -aan de hand van een literatuurstudie- in op de rol van vastgoed binnen de beleggingsportefeuille en anderzijds worden de voor- en nadelen van de verschillende beleggingsmogelijkheden verder uitgewerkt.

2.1 Waarom vastgoed?

Misschien wel de belangrijkste vraag die iemand kan stellen is waarom belegt men nu eigenlijk in vastgoed. Precies die vraag is als titel gebruikt in inmiddels een klassiek artikel van Susan Hudson-Wilson uit 2005. In “Why real estate” gaan Hudson-Wilson, Gordon, Fabozzi, Anson en Gilberto verder in – in navolging van een eerdere publicatie in 2003- op de vraag waarom vastgoed een plaats verdiend in een goed gediversifieerde portefeuille van aandelen, obligaties en private equity.

Als argumenten om vastgoed toe te voegen aan een (institutionele) beleggingsportefeuille werden destijds genoemd:

- Het vermindert het algehele risico van de beleggingsportefeuille;
- Het genereert een relatief hoog / absoluut rendement;
- Het is een goede bescherming (hedge) tegen inflatie;
- Het maakt onderdeel uit van het gehele investeringsuniversum;
- Het genereert consistente en voorspelbare kasstromen.

Deze argumenten heeft men getoetst op basis van een brede definitie van het beleggen in vastgoed (de zogenaamde de PPR Real Estate Index). De onderzoekers hebben namelijk gebruik gemaakt van een zogenaamde “Real Estate Quadrant”, waarin zowel de performance data van publieke als private vastgoedmarkten als ook de vastgoedaandelen en vastgoedobligaties/schuld zijn meegenomen. Zij hebben hierbij zoveel mogelijk publiek beschikbare data gebruikt en een overzicht gemaakt van de behaalde rendementen over de periode 1982 tot ultimo 2004.

De rendementen op basis van deze brede definitie van het vastgoedbeleggingsuniversum waren indrukwekkend te noemen. Het gemiddelde rendement over deze periode kwam de onderzoekers uit op 10,29% met een standaard deviatie van slechts 6,59%. Een extra bijzonderheid was dat op basis van deze brede index er geen enkel jaar een negatief rendement werd behaald -terwijl in individuele quadranten dit wel het geval was- ondanks het feit dat er wel een crisis was op de Amerikaanse vastgoedmarkt begin jaren tachtig en begin jaren 90.

Op basis van de prijsdata van deze brede vastgoed index (PPR real estate index) kwamen de eerder genoemde argumenten duidelijk naar voren.

1. Vastgoed vermindert het algehele risico van een beleggingsportefeuille

Op basis van de gebruikte prijsdata van de verschillende indices werd duidelijk dat de correlaties tussen onroerend goed en de verschillende beleggingscategorieën (asset classes) laag en soms negatief waren. Hierdoor was er voor vastgoed als beleggingscategorie een belangrijke rol weggelegd in de “multi-asset portefeuille”. Dit beeld werd bevestigd door de uitkomsten te verwerken in de efficiënte grenslijn zoals wij die kennen uit de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) van Markowitz.⁴ Met behulp van deze lijn is het mogelijk de portefeuille te bepalen met het hoogste nut, ofwel met de meest optimale verhouding tussen rendement en risico (waarbij risico wordt gedefinieerd als bewegelijkheid ofwel volatiliteit)

Op deze efficiënte grenslijn werd duidelijk dat het toevoegen van onroerend goed vooral voordelen had in het lagere risico segment. Hudson-Wilson vond dit ook een logische uitkomst daar zij onroerend goed als een beleggingscategorie kwalificeerde met een laag risico en tevens een uitstekende risicoverlagende aanvulling vond in een traditionele portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties. Op basis van deze uitkomsten werd duidelijk dat onroerend goed als beleggingscategorie uitstekend paste voor beleggers die opzoek waren naar het instandhouden van hun vermogen (capital preservation) maar tevens op zoek waren naar een aantrekkelijk rendement.⁵

2. Onroerend Goed genereert een relatief hoog / absoluut rendement

Op basis van de prijsdata over de gehanteerde periode van 23 jaar bleek dat onroerend goed geen betere performance liet zien dan aandelen en obligaties. Echter, als we de rendementen uitdrukken per eenheid risico dan kwam onroerend goed duidelijk als winnaar uit de strijd. Op basis van de zoge-

⁴ De centrale gedachte van de MPT is dat door het combineren van diverse asset classes er een portefeuille van beleggingen ontstaat, die qua verwacht rendement eenvoudigweg het gemiddelde rendement zou opleveren van de rendementen van de individuele asset classes, terwijl door die minder dan volledige correlatie het risico kleiner is dan de optelsom van fluctuaties in de rendementen van iedere asset class. Dit vormt de theoretische basis van het beleggingsbeleid voor de meeste beleggers. De theorie is geformuleerd door professor Markowitz, die hiervoor de Nobelprijs voor economie won in 1990.

⁵ De risico rendement verhoudingen van onroerend goed waren zo aantrekkelijk dat het model, in het bijzonder bij de lagere rendementseisen een allocatie van meer dan 60% adviseerde. In de praktijk was een dergelijke allocatie vaak niet gewenst.

naamde Sharpe Ratio⁶, een maatstaf die de verhouding aangeeft tussen het risico en rendement van de belegging, werden de verschillen duidelijk. Hiermee werd -in navolging wat Hudson-Wilson, Fabozzi en Gordon reeds in 2003 hadden geconstateerd- duidelijk dat onroerend goed een duidelijke toegevoegde waarde heeft als men kijkt naar de risico/rendements verhouding van de portefeuille. Het is niet verdigbaar dat onroerend goed aantrekkelijk zou zijn vanwege het hoge rendement in een beleggingsportefeuille.

3. Onroerend Goed is een goede bescherming tegen inflatie

Hoewel de algemene perceptie is dat onroerend goed een goede bescherming zou zijn tegen een oplopende inflatie blijkt de praktijk vele malen weerbarstiger. De verschillende beleggingsmogelijkheden in vastgoed (eigen vermogen of vreemd vermogen) alsmede het type vastgoed (zoals bijvoorbeeld woningen, winkels en kantoren) reageren anders op inflatie-ontwikkelingen. Een belegger die bijvoorbeeld in onroerend goed participeert middels het verstrekken van vreemd vermogen voor een bepaalde looptijd tegen een vaste rentevergoeding, zal bij oplopende inflatie (en waarschijnlijk oplopende rente) niet gecompenseerd worden voor het verlies in koopkracht. Er kan dus niet eenduidig worden gesteld dat een onroerend goed belegging per definitie een goede bescherming tegen inflatie biedt⁷. Het is dan ook opmerkelijk dat vaak juist deze reden wordt aangedragen door beleggers waarom zij een allocatie in deze beleggingscategorie willen hebben.

4. Onroerend Goed als onderdeel uit van het gehele investeringsuniversum

Onroerend goed behoort deel uit te maken van een gebalanceerde beleggingsportefeuille stellen de onderzoekers. Het maakt immers een belangrijk onderdeel uit van het universum van beleggingsmogelijkheden. Het uitsluiten van deze beleggingscategorie is op zichzelf al een risico.

5. Vastgoed genereert constitente en voorspelbare kasstromen

Uit het onderzoek komt duidelijk naar voren dat onroerend goed (ook afgezet tegen obligaties en aandelen) een langjarige, constitente en relatief hoge kasstroom genereert voor beleggers. Indien een belegger afhankelijk is van een zekere mate van terugkerend jaarlijks inkomen dan is onroerend goed bij uitstek de beleggingscategorie die hierin voorziet.

Uit het onderzoek van Hudson-Wilson, Gordon, Fabozzi, Anson en Gilberto komt duidelijk naar voren dat vastgoed een belangrijke risico verminderende rol speelt voor de belegger die op zoek is naar “preservation of capital “ oftewel een laag tot neutraal risicoprofiel ambieert. Voor de belegger die op zoek is naar meer risico en daarmee ook meer rendement is vastgoed minder geschikt en lijken bijvoorbeeld aandelen een betere beleggingsoplossing te zijn. De voorspelbare kasstromen die voortvloeien uit onroerend goed blijven een duidelijk voordeel van deze beleggingscategorie. De perceptie

⁶ De Sharpe-ratio is een meting van de naar risico gecorrigeerde prestatie van een investering of handelsstrategie. William Forsyth Sharpe heeft hiervoor de volgende definitie ontwikkeld:

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma}$$

waarbij R het rendement is, R_f het rendement van een benchmark voor een risicoloze belegging, $E[R - R_f]$ is het verwachte overschot van het rendement boven de benchmark en σ de standaarddeviatie van het overschot is.

⁷ Daar komt bij dat vandaag de dag oude zekerheden zoals langlopende huurcontracten van 10 jaar en soms meer iets van het verleden beginnen te worden. Dat betekent dat huurinkomsten directer gelinked worden aan marktontwikkelingen en minder aan jaarlijkse inflatie indexatie.

van een ideale bescherming tegen inflatie blijkt zeer af te hangen van de wijze waarop men participeert.

2.2 Beleggen in direct en indirect onroerend goed

Zoals in Hoofdstuk 1 ook al naar voren kwam wordt bij onroerend goed beleggingen een belangrijk onderscheid gemaakt tussen het direct beleggen in de “stenen” (direct onroerend goed) en het beleggen in onroerend goed aandelen (indirect onroerend goed). In een van de meest gebruikte studieboeken in het Nederlandse vastgoedonderwijs *Onroerend goed als belegging* van Van Gool, Jager, Theebe en Weisz wordt uitgebreid bij dit onderscheid stil gestaan. Hierbij wordt als onderscheidend kenmerk gekeken naar onder andere het meerderheidsbelang en de zeggenschap.

De auteurs stellen dat 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 en de zeggenschap over het management van dat onroerend goed. Deze manier van beleggen wordt door veel vermogende particuliere beleggers als zeer prettig ervaren. Men heeft het gevoel controle te kunnen uitoefenen wat zorgt voor een grote mate van betrokkenheid.

Recent onderzoek door de Volkskrant naar de 300 grootste eigenaren van huurwoningen in Nederland bevestigt dit beeld. Het blijkt dat het aantal huurhuizen in bezit van de grootste particuliere eigenaren in tien jaar tijd met 22.3 procent is gestegen. Volgens dit onderzoek bezit de Top 300 particuliere huisbazen gezamenlijk 615 duizend huurwoningen.⁸ Daarmee is de vermogende particuliere belegger een belangrijke speler geworden⁹.

Het mag duidelijk zijn dat bij indirecte beleggingen in onroerend goed de belegger niet rechtstreeks de eigenaar is van het onroerend goed, maar eigenaar is van de financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten. De belegger heeft dus geen meerderheidsbelang noch de zeggenschap over het management. Verderop zullen wij dieper ingaan op de indirecte manier van beleggen in onroerend goed en in het bijzonder stilstaan bij de beursgenoteerde variant.

2.2.1 Voor- en nadelen nader bekeken

De kenmerken van een directe onroerend goed belegging, zoals die ook zijn beschreven door Hudson-Wilson, zijn over het algemeen gunstig te noemen. Het levert de belegger een portefeuille-diversificatie op, een stabiele stroom van inkomsten, een gunstige risico-rendementsverhouding, een redelijke bescherming tegen inflatie, een hoger rendement door actief (locaal) management en eventueel enkele fiscale voordelen. Op grond van deze argumenten zijn veel vermogende particuliere beleggers actief op het vlak van directe vastgoedbeleggingen.

⁸Van den Eerenbeemt, M., Frijters, S., Van Uffelen, X.; “Wie zijn de grootste huissbazen van Nederland?”, Volkskrant 20 juli 2019

⁹ Vastgoedmarkt heeft berekend dat in het totale transactievolume van 110 miljard aan beleggingen in onroerend goed in ons land over de afgelopen tien jaar deze groep van grote particuliere partijen een aandeel had van circa 20 procent. Zie ook Vastgoedmarkt Ontwikkelingen en trends op de Nederlandse vastgoedmarkt 1969-2019.

Toch wordt het aantrekkelijke karakter van deze directe vastgoedbeleggingen vaak bekritiseert. De ogenschijnlijke mooie rendementen en risico's zouden vertekend zijn door "lagging" (vertraging) en "smoothing" (afvlakking) bij de waardering van het onroerend goed. Hierdoor zou een vertekend beeld ontstaan waardoor gemeten risico's kleiner zouden zijn dan de werkelijke en de uitkomsten daardoor aantrekkelijker ogen.

Vanzelfsprekend kent het beleggen in direct onroerend goed ook enkele nadelen. Het eerste en tevens een zeer belangrijk nadeel is het feit dat deze vorm van investeren zeer kennis- en managementintensief is. Max Berkelder, Managing Director van Sentinel Real Estate in Nederland, onderschreef dit in een recent interview¹⁰ door te stellen dat bij het opbouwen van een directe vastgoedportefeuille een vermogende particuliere belegger een eigen organisatie nodig heeft. Deze organisatie zal immers het vastgoed moeten vinden, aansturen, administreren, budgetten maken en tevens aan- en verkoopprocessen moeten begeleiden. Het doorlopen van dit hele proces vraagt om zeer veel kennis en ervaring.

Om deze hoge managementkosten bedrijfseconomisch te verantwoorden en de benodigde spreiding te bereiken zal er een onroerend goed portefeuille dienen te worden opgebouwd met een redelijke schaalomvang. Vanwege de hoge eenheidsprijzen vraagt dit om een groot vermogensbeslag. De fictieve voorbeeldportefeuille in dit onderzoek zou van een vermogende particuliere belegger al een inbreng van minimaal euro 7,5 mio aan eigen vermogen vragen om tot een portefeuille te komen met enige vorm van spreiding over een aantal panden.

Een ander belangrijk nadeel is de illiquiditeit van het bezit. Vanwege het heterogene karakter is onroerend goed minder goed verhandelbaar dan bijvoorbeeld obligaties en aandelen. Ook zijn de kosten verbonden aan een transactie hoog te noemen, de doorlooptijd lang en zijn markten vaak ook minder transparant. Het gebrek aan transparantie bij onroerend goed wordt door sommige beleggers ook als een positieve eigenschap gezien. Op de aandelenbeurs, die zeer transparant is, is het toevoegen van menselijke kennis steeds minder van belang en wordt er vaker gekozen voor een passieve manier van beleggen door simpelweg een index te volgen. Bij onroerend goed beleggingen heeft de mens nog steeds aantoonbaar toegevoegde waarde.

Bij het beleggen in indirect onroerend goed is het zinvol om naar de definitie (Keeris, 2001) te kijken.

Het indirect beleggen in onroerend goed kan worden gedefinieerd als het nemen van een belang in een vastgoedobject of vastgoedportefeuille, wat geschiedt op basis van de verwerving van een of meer aandelen of bewijzen van participatie of middels obligaties met aandeelachtige karakterstieken via een beleggingsinstelling, met daarbij een beperkte invloed op het beleid en zonder enige operationele bemoeienis met de exploitatie ervan.

Er zijn bij het beleggen in indirect onroerend goed een duidelijk aantal voordelen te onderscheiden ten opzichte van het beleggen in direct vastgoed (zie afbeelding 6). Hierbij kan concreet worden gedacht aan onder andere de volgende onderdelen:

¹⁰ In het kader van dit onderzoek heeft er een interview plaatsgevonden met Max Berkelder van Sentinel Real Estate. Zie bijlage

Afbeelding 6 Voordelen van indirect onroerend goed als belegging

Kennis	Er is geen lokale expertise nodig
Investering	Er kan al met relatief geringe bedragen worden geïnvesteerd in onroerend goed
Kosten	De zichtbare transactiekosten bij het indirect beleggen zijn relatief gering
Liquiditeit	Tot op zekere hoogte betere liquiditeit/verhandelbaarheid
Beheersbaarheid	Deskundig beheerapparaat zorgt voor kosten-efficiency en schaalvoordelen
Beursnotering	Een beursnotering kan additionele voordelen met zich meebrengen
Benchmarking	Er is vaak meer data voorhanden waardoor betere benchmarking mogelijk is

Bron: Van Gool

Kennis en ervaring

De belegger heeft het proces van beleggen en beheren van de onroerend goed portefeuille feitelijk uitbesteed aan de beheerder (lees: fondsmanager). Deze laatste maakt voor hem binnen de strategische beleggingsrichtlijnen de uiteindelijke keuzes bij het op-en uitbouwen van de vastgoed-portefeuille en het beheer hiervan. Dit maakt de keuze voor de juiste fondsmanager daarmee des te belangrijker. Een investeerder zal dus op zoek moeten gaan naar een partner, die niet alleen beschikt over een kundige organisatie maar tevens ook over een aantoonbaar track-record. Samen met deze partner en al dan niet in combinatie met mede-investeerdere zullen dus langjarige beleggings-trajecten worden aangegaan. Hierbij is het van essentieel belang dat afspraken duidelijk worden vastgelegd.

Omvang van investeringen

Deze mogelijkheid doet zich vooral voor bij de beursgenoteerde vastgoedfondsen, waar beleggers met een relatief gering bedrag 'exposure' kunnen verkrijgen naar vastgoedmarkten. Hiermee kan men vrij efficiënt een goed gespreide vastgoedportefeuille opbouwen. Om dit in concrete bedragen te vertalen. Het is in de regel niet mogelijk om met een bedrag van EUR 50.000 een eigen pand te kopen en tevens een zekere vorm van spreiding over een aantal panden te bereiken terwijl dit een bedrag is waarmee in indirect vastgoed prima in vastgoed belegd kan worden in een portefeuille met diversificatie.

Transactiekosten

Terwijl een belegger in direct vastgoed vaak wordt geconfronteerd met relatief hoge transactiekosten is dit bij indirect beleggen vaak te overzien. Zo betaalt een belegger in vastgoedaandelen in beginsel geen overdrachtsbelasting. Deze percentages kunnen, zeker wanneer het internationale transacties betreft behoorlijk oplopen. Daarnast is wel van belang om op te merken dat in private vastgoed vehikels (die speciaal zijn gericht op particuliere beleggers) de totale kostenvoet in de praktijk vaak echt hoog is en belangen tussen de fonds manager en de investeerder nauwelijks gelijk gericht. Terwijl in de private vastgoed vehikels die gericht zijn op institutionele beleggers de tucht van de markt veel groter is waardoor de kostenvoet lager is en de belangen tussen investeerder en fondsmanager meer gelijkgericht.

Liquiditeit/verhandelbaarheid

In tegenstelling tot direct vastgoed kan een belegger in indirect vastgoed vaak grote bedragen in een kort tijdsbestek investeren, te gelde maken of wijzigingen in zijn portefeuille doorvoeren. Hoewel de verhandelbaarheid van private vastgoedaandelen over het algemeen wat geringer is (door mogelijke ‘lock-up’periode en/of ‘free float’) dan van andere aandelen is deze in de meeste gevallen significant groter dan die van direct vastgoed.

Beheersbaarheid

Wanneer een onroerendgoedfonds of vehikel een bepaalde schaalgrootte bereikt in een bepaalde markt/sector dan kan de portefeuille verder worden uitgebreid zonder dat dit tot een evenredige stijging van de kosten van het beheersapparaat leidt. Op deze manier kan men kostenefficiënt te werk gaan bij het optimaliseren en beheren van de onroerendgoedportefeuille.

Beursnotering

Het kan soms voorkomen dat de koers van een vastgoedaandeel lager noteert dan de nominale/intrinsieke waarde. Men spreekt dan van een “disagio”. Op een dergelijk moment kan een belegger door onroerendgoed aandelen te kopen het onderliggende vastgoed goedkoper verwerven dan wanneer hij direct het vastgoed zou kopen. Dezelfde objecten kunnen nu immers met een “korting” worden gekocht. Dit laatste is overigens geen garantie dat de disagio er ooit uit zal lopen. Een dergelijke situatie biedt de mogelijkheid om de cyclus ‘te spelen’ door de investeerder. In tijden van grote disagios kan een belegger snel en efficiënt inspelen op een marktsituatie door te investeren via de beurs. Als de disagio’s eruit lopen kan men de aandelen verkopen en in direct vastgoed/private fondsen stappen. Veel instituten zoals bijvoorbeeld PGGM spelen de cyclus zo. De beurs loopt immers zo’n 6 tot 9 maanden vooruit op de ontwikkelingen in de onderliggende economie en vastgoedmarkt. Kortom, er kan een strategie zitten in het gebruik maken van dit arbitrage voordeel wat niet gekwalificeerd kan worden als voorkennis.¹¹

Benchmarking

Beursgenoteerd vastgoedfondsen, zoals bijvoorbeeld Unibail Rodamco of Klépierre zijn actief beheerde beleggingsfondsen, die uitstekend kunnen worden vergeleken met hun belangrijkste benchmarks zoals bijvoorbeeld de FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe en de FTSE EPRA/NAREIT Eurozone. Op deze manier kunnen beleggers vrij snel inzicht krijgen hoe de onderlinge prestaties van de diverse fondsen zich verhouden. Bij direct vastgoed is dit veel minder goed inzichtelijk. Het is overigens wel zaak dat beleggers voldoende kritisch blijven bij de samenstelling van de gebruikte indices.

¹¹ Zie noot 8. Berkelder benoemt deze drie argumenten ook expliciet als voordeel van beursgenoteerd vastgoed binnen de gehele vastgoedallocatie.

Zijn er dan ook nadelen te onderscheiden bij het beleggen in indirect onroerend goed?

In de literatuur (Van Gool 2013) worden vaak de volgende nadelen genoemd:

- De belegger heeft over het algemeen weinig invloed op het beleggingsbeleid;
- De belegger heeft minder “gevoel” met de markt;
- Het rendement van beursgenoteerd indirect onroerend goed is volatieler.

De individuele belegger kan inderdaad nauwelijks invloed uitoefenen op het gevoerde beleggingsbeleid maar wel kiezen in welke vastgoedfondsen hij/zij participeert en ook de wijze waarop. Hierbij kan een keuze worden gemaakt ten aanzien van geografische aspecten (welke landen), markten (retail, woningen, kantoren of logistiek) of type investeringsstrategieën (“core” of “value add”). Doordat de individuele belegger niet of nauwelijks invloed heeft op het gevoerde beleggingsbeleid door het management van de vastgoedfondsen is het moeilijk om ook daadwerkelijk “gevoel” te houden met de marktdynamiek van de onroerendgoedmarkt waarin het fonds actief is. Er ontstaat hierdoor geen extra rendement als gevolg van extra kennis wat zich bij direct vastgoed wel voor kan doen mits op de juiste manier aangepakt.

Bij beursgenoteerde vastgoedaandelen wordt de waarde mede bepaald door het sentiment op de aandelenbeurzen. Dit zorgt ervoor dat vastgoedaandelen soms meer correleren met andere aandelen dan met de waarde ontwikkeling van het onderliggende onroerend goed. Voor veel beleggers is dit in eerste instantie een nadeel daar ze vinden dat het diversificatievoordeel verloren gaat. Beleggen in vastgoedaandelen worden dan ook vaak gezien als aandelenbeleggingen in plaats van een belegging in onroerend goed.

2.3 Hoe geven we invulling aan een optimale vastgoedallocatie?

Nu de belangrijke “Waarom”vraag lijkt te zijn beantwoord en onderzoek heeft uitgewezen dat vastgoed thuis hoort in een “multi-asset portefeuille” rijst de vraag hoe men hier optimaal invulling aan kan geven. Kan er gebruik worden gemaakt van de verschillende kenmerken die verbonden zijn aan het beleggen in zowel direct als indirect vastgoed? Veel vervolgstudies zijn ingegaan op deze vraag door de voordelen te onderzoeken die zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd onroerend goed kunnen bieden wanneer ze worden toegevoegd aan een “multi-asset portefeuille”. De meeste onderzoeken hebben zich in eerste instantie beperkt door te kijken naar hetzij het toevoegen van beursgenoteerd vastgoed aan de portefeuille hetzij het toevoegen van niet-beursgenoteerd vastgoed aan de portefeuille. Slechts een beperkt aantal studies is ingegaan op de vraag wat de gevolgen zouden zijn indien men zou kiezen voor een combinatie van de twee beleggingsmogelijkheden. Recenter heeft Moss onderzoek gedaan naar de gevolgen van het toevoegen van een combinatie van de twee mogelijkheden aan de portefeuille van een wereldwijde belegger. Voor een compleet beeld wil ik in de volgende paragrafen een aantal van deze onderzoeken kort behandelen.

Feldman (2003) is als eerste met zijn onderzoek ingegaan op de effecten van het toevoegen van beursgenoteerd onroerend goed aan een “multi-asset portefeuille” die al een allocatie had naar niet beursgenoteerd vastgoed. Feldman bewerkte de NCRIEF data om zodoende de volatiliteit van privaat direct onroerend goed te verhogen. Hiermee wilde hij een realistischer weergave maken van het

illiquiditeitsrisico wat aan deze manier van beleggen verbonden is. Dit onderzoek, waarbij men heeft gekeken naar prijsdata over een periode van 15 jaar (1987-2001), maakte duidelijk dat het toevoegen van beursgenoteerd onroerend goed aan deze optimale portefeuille leidt tot een verbetering van het rendement van deze portefeuille bij een gelijkblijvend risicoprofiel. Zijn studie toonde aan dat een allocatie van 44,5% in vastgoed, waarvan 15% in beursgenoteerd en 30% in direct onroerend goed (unleveraged) tot de mogelijkheden behoorde. De twee beleggingsoplossingen zijn dus complementair aan elkaar en zorgen voor een verbetering van de efficiënte grenslijn.

Mueller et al.(2003) is – in navolging van Feldman- ook nader ingegaan op de combinatie van zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd onroerend goed in een “multi-asset portefeuille”. De onderzoekers hebben daarbij gebruik gemaakt van langjarige prijsdata (25 jaar) en konden zodoende ook verschillende economische cycli bestuderen. Door gebruik te maken van prijsdata op kwartaalbasis van 5-, 10-, 15- en 25 jaarsperioden en de invloed op rendementen, volatiliteit, correlaties en de efficiënte grenslijn van Markowitz kwam men tot een aantal bijzondere inzichten.

Bij de rendementsanalyse was het interessant te zien dat beursgenoteerde vastgoedaandelen altijd in de top drie stonden van de in totaal negen verschillende indices¹². Ten aanzien van volatiliteit waren de uitslagen erg uiteenlopend over de verschillende periodes. De relatief lage volatiliteit van zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed in combinatie met de gedegen rendementsontwikkeling maakte het tot een aantrekkelijke beleggingscategorie in het bijzonder ten tijde van minder goede economische ontwikkelingen. Op het gebied van correlaties kwam naar voren dat in alle perioden de twee onroerend goed beleggingscategorieën lage correlaties lieten zien met andere beleggingscategorieën maar ook onderling laag correleerden. Dit is opzichzelf weer opmerkelijk te noemen daar beide categorieën worden gedreven door dezelfde onderliggende onroerend goed belegging.

Voor de samenstelling van de efficiënte grenslijn waren de uitkomsten over de verschillende perioden redelijk eenduidig te noemen. Waar in eerdere studies was gebleken dat onroerend goed (zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd) vooral een diversificatie effect laat zien binnen een “multi-asset portefeuille”, komt in deze studie duidelijk naar voren dat het toevoegen van zowel publiek als privaat onroerend goed een positief effect heeft over de gehele risico/rendements grenslijn.

De toevoeging van privaat onroerend goed (NCREIF) zorgt voor een duidelijke afname van de volatiliteit van een Markowitz efficiënte portefeuille en heeft zodoende een positief effect op de onderkant van de efficiënte grenslijn. Door publiek vastgoed (beursgenoteerde vastgoedaandelen) toe te voegen verbetert de gehele efficiënte grenslijn, maar het meest zichtbare effect komt naar voren aan de bovenkant van de efficiënte grenslijn. Wanneer er zowel publiek als privaat onroerend goed wordt toegevoegd aan een “multi-asset portefeuille” dan wordt de hoogste efficiënte grenslijn gerealiseerd.

¹² De volgende indices zijn in dit onderzoek gebruikt: NAREIT Equity Index, NCREIF property index, NASDAQ Stock Index, S&P 500 Index, S&P Utility Index, Russel 2000 Stock Index, Dow Jones Industrial Index, Ibbotson Mid Term Corporate Government Bond Index, Merrill Lynch Mortgage Index. Over een periode van 25 jaar zelfs nummer 1 met een rendement van 14,45%. Waarbij direct vastgoed over een periode van 5 jaar als winnaar uit de strijd kwam met een rendement van 10,06%.

In tegenstelling tot eerdere onderzoeken is er door Moss et al. (2015) gebruik gemaakt van prijsdata van een bestaand niet-beursgenoteerd vastgoedfonds en van een actief beheerde portefeuille van wereldwijd beursgenoteerde vastgoedbeleggingen in plaats van indexgegevens. De meeste onderzoeken tot nu toe hebben immers gebruik gemaakt van indices, zoals de IPD/NCREIF als een proxy voor direct onroerend goed en de EPRA Index als een proxy voor beursgenoteerd onroerend goed. Waar voor de beursgenoteerde beleggingen dit een goed alternatief kan bieden dient men zich te realiseren dat dit niet opgaat voor niet beursgenoteerd vastgoed. Index providers zoals IPD nemen slechts een beperkt gedeelte van de totale private onroerend goed portefeuilles op in hun benchmarks. Veel gegevens zijn immers niet openbaar.

Moss en de zijnen toonden aan dat gedurende de onderzoeksperiode van 15 jaar beleggers met een portefeuille, die bestond uit 70% niet beursgenoteerde vastgoedfondsen uit het Verenigd Koninkrijk en voor 30% uit wereldwijd beursgenoteerde onroerend goed, jaarlijks ca. 1% meer rendement genereerde. Voor de tien- en vijfjaarsperioden was de outperformance nog hoger. De invloed van de wereldwijde financiële crisis, gevolgd door de herstelperiode op basis van “Quantitative Easing” werd hierbij duidelijk zichtbaar. De prijs voor deze hogere performance en een verbetering van de liquiditeit binnen de portefeuille was natuurlijk de verhoogde volatiliteit van de portefeuille. Deze steeg met 2% per jaar van 6.4% naar 8.4%. Door de hogere rendementen bleef de invloed op de Sharp ratio beperkt.

Door het op deze manier te doen krijgen onderzoekers een meer realistischer beeld welke rendementen (na fonds- en implementatiekosten) beleggers ontvangen en hoe portefeuilles zich gedragen. Een ander aspect wat deze studie interessant maakte was dat onderzoekers hebben gekeken naar de prijsdata van Engelse niet beursgenoteerde onroerend goed beleggingen afgezet tegen een portefeuille van wereldwijd beursgenoteerde beleggingen, waar voorheen onderzoekers voornamelijk zich concentreerde op vastgoedindices van hetzelfde land.

2.4 Beursgenoteerd versus niet beursgenoteerd

Beursgenoteerde vastgoedaandelen hebben dus duidelijk een rol binnen de “multi-asset portefeuille”, maar desondanks blijft er onder vermogende particuliere beleggers veel argwaan bestaan om op deze manier invulling te geven aan hun vastgoedallocatie. De perceptie blijft immers bestaan dat vastgoedaandelen eerder behoren tot de beleggingscategorie aandelen dan onroerend goed. Het is daarom van belang om dit onderdeel nader te bekijken en te onderzoeken of deze perceptie juist is.

Beursgenoteerde vastgoedondernemingen bieden beleggers de mogelijkheid om zeer efficiënt een allocatie te verwerven. Ze zijn vaak gespecialiseerd in een bepaalde categorie vastgoed, zoals winkels, kantoren, woningen of distributiecentra (ca. 90 procent van de totale markt van vastgoedaandelen). Het resterende deel bestaat uit kleinere categorieën, zoals zorgvastgoed, opslagruimten, datacentra en hotels. Bekende beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn bijvoorbeeld Wereldhave (winkelcentra Europa), Eurocommercial Properties (winkelcentra Europa), Deutsche Wohnen (woningen), Unibail Rodamco (winkelcentra en kantoren Europa) en Klepierre (winkelcentra continentaal Europa).

De beursnotering heeft – in vergelijking met niet beursgenoteerd- een duidelijke invloed op onder andere de verhandelbaarheid (liquiditeit), prijsvorming, leverage, kostenstructuur en correlatie met andere beleggingscategorieën (zie afbeelding 7). In de komende paragrafen zullen we deze kenmerken nader bekijken om te zien of beursgenoteerd vastgoed ook daadwerkelijk een belegging in “de onderliggende stenen” is.

Afbeelding 7: Het vergelijking van beursgenoteerd en niet beursgenoteerd vastgoed

	<i>Niet-beursgenoteerd vastgoed</i>	<i>Beursgenoteerd vastgoed</i>
Rendement	Hoge mate van correlatie met direct vastgoed	Correlatie met aandelenmarkten is op de korte termijn hoog
Verhandelbaarheid	Laag	Hoog (dagelijks)
Volatiliteit	Laag	Hoog
Transparantie	Lager, maar verbetert wel door groeiende aandacht	Groot (beursnotering dwingt tot openbaarheid), research door analisten
Kostenstructuur	Onderling goed te vergelijken	Onderling goed te vergelijken
Leverage	Laag bij "Core"fondsen (<40%)	Laag (<40%)
Governance	Matig	Sterk
Invloed beleid	Relatief hoog	Laag/beperkt
Omvang investering	Hoog om zekere mate van diversificatie te krijgen	Met een laag bedrag verkrijg je snel toegang en spreiding

Bron: Kempen

2.4.1 Correlatie

Zoals vaak in de literatuur wordt aangehaald kennen beursgenoteerde vastgoedfondsen vaak een hoge correlatie met aandelenmarkten in het algemeen. Door de beursnotering zijn deze vastgoed-aandelen onderhevig aan het algemene marktsentiment van aandelenbeurzen of kunnen onderdeel uitmaken van indices die opzichzelf ook weer kunnen worden verhandeld (Exchange Traded Funds). Als onderdeel van de AMX index (Amsterdam Midkap Index) had beursgenoteerd vastgoedfonds Wereldhave in 2018 een beta¹³ van 0.95, hetgeen het bovenstaande lijkt te bevestigen. Als we naar meerdere grotere beursgenoteerde vastgoedfondsen kijken in 2018 en deze afzetten tegen een grotere beursindex als de Stoxx600¹⁴ dan valt op dat de correlatie varieert van 0,765 tot zelfs 0,953. In afbeelding 6 zijn een aantal internationale beursgenoteerde vastgoedfondsen opgenomen met de daarbij behorende beta's. Hierbij dient opgemerkt te worden dat een correlatie van 1 een perfecte positieve correlatie betekent. Een correlatie van 0 houdt in dat er geen enkel verband is. Een correlatie van -1 impliceert een perfect negatieve samenhang. Een belegger in vastgoed is in principe op zoek naar een investering waarbij de correlatie met andere beleggingscategorieën zo laag mogelijk is en idealiter negatief is.

¹³ De bèta geeft de mate van volatiliteit van het rendement van een effect ten opzichte van de markt aan

¹⁴ Stoxx 600 is een aandelenindex die bestaat uit de 600 grootste ondernemingen uit Europese ontwikkelde landen.

Afbeelding 8: Beursgenoteerde vastgoedfondsen en marktgevoeligheid

Correlatie (vs. Stoxx600)	2018
Wereldhave	0,765
Eurocommercial Properties	0,881
Unibail Rodamco	0,953
Kleppiere	0,874

Bron: Bloomberg (WHA NA, ECMPA NA, URW NA, LI FP en SXXE)

Uit deze cijfers blijkt een hoge mate van correlatie tussen aandelen en beursgenoteerde vastgoedfondsen te zijn aangetoond.

Als we echter naar de samenhang van bovenstaande beursgenoteerde vastgoedfondsen afgezet tegen de algemene aandelenmarkt (zoals bijvoorbeeld de Stoxx 600) over een langere periode dan komt er een genuanceerder beeld naar voren.

Afbeelding 9: Beursgenoteerde vastgoedfondsen en marktgevoeligheid lange termijn

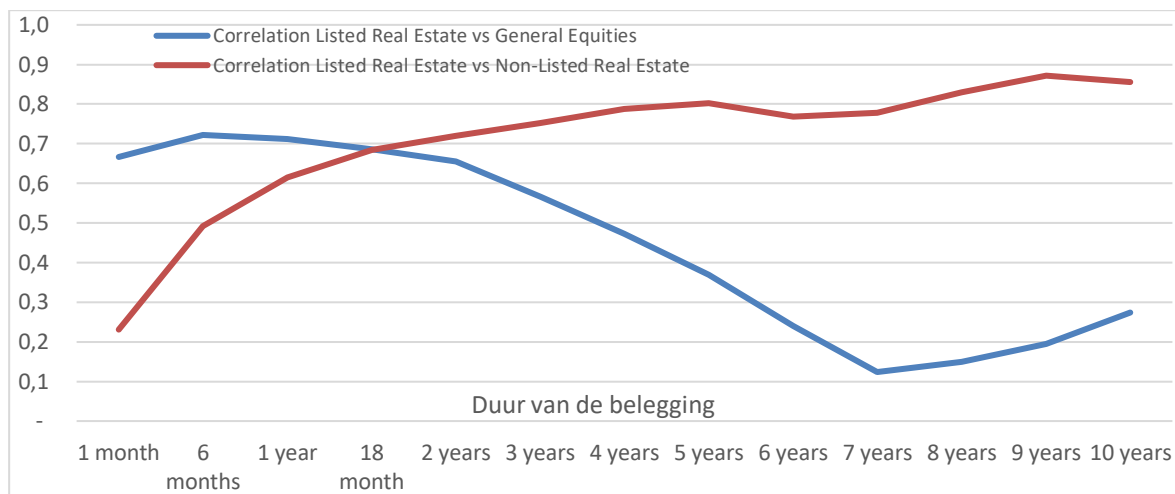
Correlatie met de Stoxx 600	Wereldhave	Eurocommercial Properties	Unibail Rodamco	Kleppiere
Beursfonds	WHA NA Equity	ECMPA NA Equity	URW NA Equity	LI FP Equity
2018	0,765	0,881	0,953	0,874
1 yr	0,836	0,863	0,945	0,880
3 yr	-0,311	-0,241	-0,242	-0,435
5 yr	-0,381	-0,049	-0,041	-0,115

Bron: Bloomberg (WHA NA, ECMPA NA, URW NA, LI FP en SXXE)

Bovenstaand overzicht laat zien dat beursgenoteerd vastgoed inderdaad op korte termijn meer correleert met aandelen, maar zodra de investeringsperiode langer wordt deze correlatie daalt en zelfs negatief wordt. Met deze gegevens in de hand leek het zinvol om verder te kijken. Om fondspecifieke kenmerken zoveel mogelijk uit te sluiten en de groep van aanbieders zo breed mogelijk te maken heb ik ervoor gekozen om gebruik te maken van breedgespreide vastgoedindices.

Deze indices heb ik weer afgezet tegen de Stoxx 600 index, die als proxy gebruikt is voor een algemene aandelenindex. Zoals duidelijk wordt in afbeelding 10 zien we ook hier het beeld dat beursgenoteerde vastgoedfondsen weliswaar op de korte termijn een redelijk hoge positieve correlatie laten zien met de aandelenmarkt in het algemeen maar dat naarmate de tijd vordert deze correlatie daalt en er een hogere correlatie zichtbaar wordt met het onderliggende vastgoed.

Afbeelding 10: De ontwikkeling van beursgenoteerd vastgoed en de correlatie met zowel de aandelenmarkt alsmede het onderliggende vastgoed



Bron: Kempen Capital Management

Het omslagpunt ligt bij een investeringshorizon van 18 maanden. Hiermee wordt het karakter van een beursgenoteerde vastgoedbelegging een betere benadering voor het onderliggende vastgoed.

2.4.2 Prijsvorming bij beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen

Een van de belangrijkste verschillen tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen is de prijsvorming. Beursgenoteerd vastgoed wordt, zoals we eerder gezien hebben, dagelijks verhandeld op internationale aandelenbeurzen en verschaft beleggers hiermee niet alleen een goede liquiditeit maar tevens ook een transparante prijsvorming.

Niet-beursgenoteerd vastgoed daarentegen heeft een meer illiquide karakter en afhankelijk van de samenstelling van de vastgoedportefeuille en lokale marktomstandigheden kan het vaak maanden duren alvorens er een transactie tot stand komt. Dit verschil in handelbaarheid heeft een aantal gevolgen.

Het feit dat niet beursgenoteerd vastgoed minder frequent wordt verhandeld heeft directe invloed op de waardebeoordeling van het vastgoed en de gerapporteerde rendementen van deze beleggingen. Omdat beursgenoteerde beleggingen gedurende de dag vaak meerdere malen worden verhandeld geeft dit beleggers een veel accurater beeld van de actuele marktomstandigheden. Deze gerapporteerde marktprijzen of rendementen zijn immers een daadwerkelijke weergave van het feit of beleggers geld verdient dan wel verloren hebben. Deze beurskoersen zijn daarmee ook gevoeliger voor irrationele overdrijvingen zowel in stijgende als dalende markten.

De gerapporteerde rendementen, die worden gebruikt bij de indices van niet beursgenoteerde vastgoedbeleggingen zijn vaak gebaseerd op een taxatie van het onderliggende onroerend goed. Dit heeft weer gevolgen voor de toekomstig verwachte rendementen. Prijzen die tot stand zijn gekomen op basis van een taxatie kunnen uiteindelijk tot wel 12% afwijken van de daadwerkelijke transactie-

prijs (Canon & Cole, 2011)¹⁵. Door taxeren treedt lagging (vertraging) en smoothing (afvlakking) van de prijsontwikkeling op. Hierdoor kan gesteld worden dat de op taxaties gebaseerde niet-beursgenoteerde indices uiteindelijk een vertraagde en afgevlakte benadering zijn van de ontwikkeling op de onderliggende onroerendgoedmarkt (Geltner, 1991; Geltner, Fisher Webb, 1994; Ang 2014).

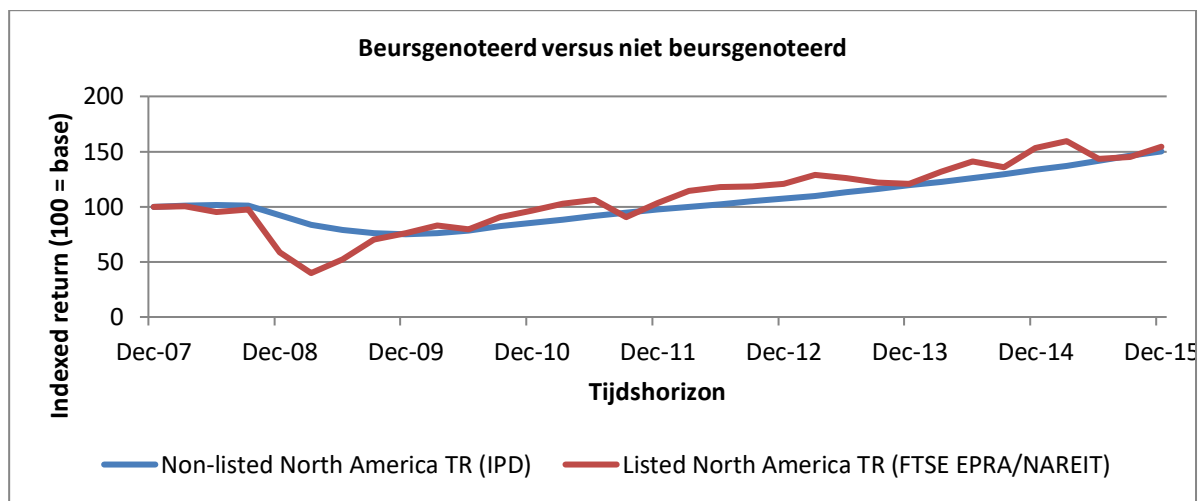
Daarnaast is het van belang om te realiseren dat vaak gehanteerde indices zoals die van IPD (Investment Property Index) een vertekend beeld geven van de risico- en rendementskarakteristieken. Dit heeft vooral te maken met verschijnselen als “infrequent sampling”, “selection bias” en “survivorship bias”. Door deze verschijnselen bestaat de kans dat beleggers een verkeerd verwachtingspatroon krijgen waarbij typisch gezien het daadwerkelijke risico wordt onderschat en het rendement wordt overschat.

Een derde reden om kritisch te kijken naar de gehanteerde indices zoals die van IPD is het feit dat slechts een klein gedeelte (minder dan 25%) van het totale niet-beursgenoteerde universum wordt weergegeven door deze indices. Het overgrote gedeelte van de onroerendgoed portefeuilles is immers (nog steeds) in het bezit van pensioen-, staats-, algemene beleggingsfondsen en grote private beleggers. Rendementsgegevens over deze portefeuilles zijn vaak niet publiekelijk beschikbaar.

Op grond van deze verschillende prijsvormingsmechanismen ontstaat er weliswaar een correlatie tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen, maar verschilt deze door de tijd heen. Deze samenhang wordt weergegeven in afbeelding 11, waarbij de rendementen voor de Noord Amerikaanse markt tijdens de periode van 31 december 2007 tot 31 december 2015 worden weergegeven. Dit is nog steeds wereldwijd de grootste markt voor vastgoedinvesteringen en geeft daarmee een goed beeld hoe deze beleggingen zich door de tijd heen gedragen.

¹⁵ Een interessant commentaar op de nadelen van deze vorm van taxeren en de invloed op vastgoedprijzen verscheen in The Journal of Portfolio Management in 2017: “Big Data in Real Estate? From Manual Appraisal to Automated Valuation”, geschreven door Nils Kok, Eija-Leena Koponen en Carmen Adriana Martinez-Barbosa. Zij pleiten hierin voor de toepassing van een AVM (Automated Valuation Model) bij de waardebepaling van vastgoed.

Afbeelding 11: Rebased Rendementen van beursgenoteerd versus niet-beursgenoteerd vastgoed in de V.S.



Bron: Kempen Capital Management, FTSE, MSCI

Uit deze grafiek wordt duidelijk dat beursgenoteerd vastgoed een relatief hoge volatiliteit kent: de koersen bewegen sterker. Dat geldt echter alleen voor de korte termijn: dan is de marktdynamiek van beursgenoteerd vastgoed vergelijkbaar met die van de aandelenmarkten (DeLong et al., 1990; Hong et al. 2006). Op een langere termijn van vijf à zeven jaar ontwikkelt de koers zich zoals die van niet-beursgenoteerd vastgoed en zijn de opbrengsten vergelijkbaar. Dit beeld komt ook naar voren als we voor dezelfde grafiek een langere periode nemen: 1997-2017. Hierbij dient te worden opgemerkt dat er in die periode twee financiële crises hebben plaatsgevonden.

Afbeelding 12: De opbrengsten van beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed in Noord-Amerika



Bron: Kempen Capital Management, FTSE, MSCI

2.4.3 Leverage ratio's bij beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen

In het algemeen kan men zeggen dat - los van de onderliggende (operationele) kenmerken/eigenschappen van het vastgoedobject – het risicoprofiel van een vastgoedportefeuille erg afhangt van de mate waarin deze gefinancierd is met vreemd vermogen. Dit argument wordt in de literatuur ook vaak aangehaald als het gaat om mogelijke verklaringen waarom beursgenoteerde vastgoedfondsen over langere periodes een (dis)agio laten zien ten opzichte van de intrinsieke waarde. Maar zijn de verschillen tussen deze twee in de praktijk ook echt zo groot?

Niet-beursgenoteerd vastgoed

In 2012 heeft INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) een rapport gepubliceerd onder de naam “INREV Style Classification for the non-listed real estate funds industry” waarin men de risico's van de verschillende niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in kaart heeft willen brengen. Hierbij is voor de verschillende fondsen – op basis van het algehele risicoprofiel – een onderscheid gemaakt tussen de categorieën “Core”, “Value Add” en “Opportunistic”. De definitie van beleggingen die onderdeel uitmaken van de zogenaamde “Core” categorie worden gekenmerkt door een duidelijke focus op stabiele huurinkomsten, nauwelijks tot geen ontwikkelingsactiviteiten en een beperkte mate van vreemd vermogen financiering. De “Loan to Values” (LTV's) in deze specifieke categorie zijn gemaximeerd tot 40 procent. In de twee andere categorieën ligt dit percentage hoger. Dit betekent dat volgens de definities van INREV laag risico ('Core') vastgoed met een leverage van meer dan 40% dus 'Value Add' gerekend dient te worden.

Beursgenoteerd vastgoed

In het algemeen kan gesteld worden dat de meeste beursgenoteerde vastgoedfondsen op een zeer gedisciplineerde wijze omgaan met het gebruik maken van vreemd vermogen. De meeste fondsen met een beursnotering kunnen dan ook geschaard worden onder de categorie “Core” beleggingen, zoals we die kennen bij niet beursgenoteerd vastgoed. In het jaarverslag over 2018 van Wereldhave staat vermeld dat zij een Loan-To-Value (LTV) hadden van slechts 37.5%. Andere beursgenoteerde vastgoedondernemingen onderschrijven dit beeld.

Grote verschillen in het gebruik van vreemd vermogen bij de “Core” niet beursgenoteerde vastgoedfondsen en de beursgenoteerde fondsen doen zich dus niet voor. Dit valt ook te verklaren door het feit dat er nauwelijks beursgenoteerde vastgoedfondsen actief zijn in de categorieën “Value Add” en “Opportunistic”.

2.4.4 Kostenstructuur

Een van de oorzaken die vaak naar voren komen in de literatuur als het gaat om de (dis)agio van beurskoersen ten opzichte van de onderliggende intrinsieke waarde zijn de (bedrijfs)kosten. Hoewel deze kosten de waardering en de beleggingsresultaten van het vastgoed zelf niet raken, kunnen ze wel invloed hebben op de uiteindelijke winst. Dit heeft dan weer zijn weerslag op het uiteindelijke rendement van de aandelenbelegging en daarmee de beurskoers.

Ondanks het feit dat beleggers vandaag de dag fondsaanbieders er steeds meer toe dwingen om transparant te zijn over de daadwerkelijke kostenstructuur blijft dit een lastig onderwerp. Er zijn inmiddels diverse initiatieven ontwikkeld door brancheorganisaties als EPRA (European Public Real Estate Association) en INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) om meer transparantie te krijgen op dit vlak. Concrete voorbeelden zijn onder andere de invoering van de “Total Expense Ratio”(TER).

Ondanks deze initiatieven blijft het in de praktijk lastig om een duidelijk vergelijk te maken¹⁶. Kosten zijn vaak nog in functie van het beoogde rendement. Een vastgoedontwikkelaar kent over het algemeen een hogere kostenstructuur dan een “core”belegging, maar deze kosten worden dan weer goed gemaakt door een aanmerkelijk hoger rendement. Kortom: Een lastig onderdeel om te vergelijken en daarmee lijkt het niet waarschijnlijk dat dit een enorme invloed heeft.

Op basis van het bovenstaande kunnen wij de conclusie trekken dat beursgenoteerd vastgoed op de lange termijn wel degelijk een belegging in vastgoed is. Het moge duidelijk zijn dat beide vormen van indirect onroerend goed verschillende kenmerken bezitten, maar uiteindelijk betrekking hebben op het bezit van fysieke. Daarnaast is gebleken dat de samenhang van beursgenoteerd vastgoed met andere beleggingscategorieën (ook aandelen) op termijn gering is en dat het daarmee een duidelijk diversificatievoordeel heeft.

2.5 Enkele observaties uit de praktijk

Academische studies tonen aan dat er niet alleen veel te zeggen is voor onroerend goed als beleggingscategorie binnen een “multi-asset portefeuille” maar ook de voordelen van het toevoegen van beursgenoteerde vastgoedaandelen komt hierbij duidelijk naar voren. Beursgenoteerd onroerend goed draagt bij aan de rendementsverbetering van de gehele “multi-asset portefeuille” en ook de diversificatievoordelen treden op wanneer deze portefeuille voor langere tijd wordt aangehouden.

Daarnaast kan het toevoegen van beursgenoteerd vastgoed binnen de gehele vastgoedallocatie nog een aantal andere belangrijke voordelen met zich mee brengen. Max Berkelder van Sentinel noemde onder andere de tijdelijke liquide “ventielfunctie” om zodoende over- of onderexposure naar vastgoed mee te reguleren; de arbitrage functie (agio/disagio) en de mogelijkheid om trends te spotten die zich vaak zes tot negen maanden later ook voordoen in privaat en direct vastgoed.

Desondanks maakt een vermogende particuliere belegger in tegenstelling tot institutionele beleggers nog weinig gebruik van deze mogelijkheden. Dit is op zichzelf opmerkelijk te noemen. Vanuit de theoretische benadering zou je verwachten dat juist deze kleinere vermogens op zoek zouden gaan naar een efficiënte manier om spreiding te krijgen binnen hun vastgoedallocatie. Beursgenoteerde

¹⁶ Hier is belangrijk om te beseffen dat er vaak een appels en peren vergelijking ontstaat. Bij private fondsen gaat het over fees of vergoedingen. Bij beursgenoteerde ondernemingen over daadwerkelijke kosten van de organisatie. In de meeste analyses worden wel de fees/vergoedingen van niet-beursgenoteerd meegerekend terwijl de kosten van de organisatie bij beursgenoteerd gek genoeg niet worden meegenomen. Extern vs intern management komt deze discussie in feite op neer. Bijna alle beursgenoteerde ondernemingen hebben intern management dus kosten. Bijna alle niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben extern management dus fees. In de meeste onderzoeken worden wel fees meegenomen en niet (alle) kosten. Daarnaast dient men zich te realiseren dat grotere vastgoedportefeuilles kosten efficiënter gemanaged kunnen worden dan kleine vastgoedportefeuilles. Beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben vaak een grote portefeuille dus relatief lage kosten als percentage van de waarde. Dat betekent niet perse dat kosten efficiënter worden gemanaged, maar de lagere kosten zijn veel meer het gevolg van de omvang van de portefeuille.

vastgoedaandelen bieden deze oplossing. De praktijk wijst echter uit dat men liever belegd in directe stenen, gelegen in de directe nabijheid van de woonplaats. Dit beeld wordt ook bevestigd door Jorrit Arissen, Co-head van het Real Asset Team van Kempen Capital Management¹⁷.

Door sterk ondernemend (en in sommige gevallen opportunistisch) te opereren weten zij de laatste jaren hoge rendementen te behalen met het beleggen in direct vastgoed. Vaak kunnen zij een redelijke inschatting maken van de te behalen rendementen, door sterke lokale oriëntatie. Ook is gevoel voor veel particulieren een belangrijke factor die wordt meegenomen in de aan- of verkoop beslissing van een potentieel beleggingsobject. Cijfermatig inzicht met betrekking tot de prestaties van deze particuliere vastgoedportefeuilles zijn beperkt en worden nauwelijks getoetst.

Er is tot nu toe zelden onderzoek gedaan naar de samenstelling van de vastgoedallocatie van een vermogende particuliere belegger. Het lijkt dan ook de hoogste tijd dat ook deze, steeds groter wordende groep van beleggers, meer inzicht krijgt in vraagstukken over risico en rendement, benchmarking, exit-strategie, kenmerken van een portefeuillesamenstelling en andere relevante zaken die het beleggingsproces beïnvloeden.

Ook in onze dagelijkse adviespraktijk is het van belang om -gebaseerd op onderzoek- onze cliënten inzicht te geven in de diverse (vastgoed)vermogensvraagstukken. Enkel op deze manier kunnen wij – in samenspraak met onze cliënten- komen tot beter onderbouwde keuzes in hun beleggingsportefeuilles.

In tegenstelling tot eerdere onderzoeken waar veelal gebruik werd gemaakt van indices of data van institutionele beleggers kijken we nu naar een typische vastgoedbeleggingsportefeuille van een vermogende particuliere belegger. Op basis van langjarige data (1990-2020) zal worden onderzocht of er niet meerdere wegen naar Rome leiden zodat er op een slimme manier gebruik kan worden gemaakt van de verschillende beleggingsoplossingen binnen de beleggingscategorie onroerend goed.

¹⁷ Zie bijlage: Interview met Jorrit Arissen Co-head van het Real Asset Team van Kempen Capital Management.

3. Uitgangspunten voor het onderzoek

3.1 Probleemstelling

Doelstelling van dit onderzoek is – om door middel van het analyseren van langjarige datareeksen- te onderzoeken of het combineren van beursgenoteerde met directe vastgoedbeleggingen ervoor kan zorgen dat particuliere beleggers hun “investment opportunity set” significant kunnen verbeteren. Dit zou immers mogelijkkerwijs op een aantal onderdelen het geval kunnen zijn.

De probleemstelling van dit onderzoek luidt:

Zorgt een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen voor een verbetering van de risico/rendementsverhoudingen binnen de “multi-asset portefeuille” van een particuliere belegger?

3.2 Onderzoeksvragen

Aan de hand van de probleemstelling zijn de volgende onderzoeksvragen opgesteld:

- **Rendementsverbetering:** Wat is de ‘absolute’ invloed op de performance wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?
- **Risico/rendementsverhouding:** Wat is de invloed op de volatiliteit van de portefeuille?
- **Crisisperioden:** Hoe gedraagt deze gecombineerde vastgoedoplossing zich ten tijde van een zogenaamde crisisperiode?
- **Inflatie:** Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing een goede bescherming tegen inflatie?
- **Portefeuille bijdrage:** Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing de diversificatievoordelen, zoals wij die van vastgoed kennen binnen een multi-asset portefeuille?
- **Risico:** Welke idiosyncratische risico’s worden nog meer vermindert wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?

3.3 Beschrijving van de gebruikte data

In dit hoofdstuk worden de ontwikkelingen op kwartaalbasis van een directe locale vastgoedportefeuille vergeleken met een wereldwijde beursgenoteerde vastgoedportefeuille¹⁸. Het onderzoek loopt over de periode van ultimo 1989 tot en met 2019. In de beschrijving van dit onderzoek zal naar deze periode worden gerefereerd als de ‘volledige periode’.

¹⁸ Er is expliciet gekozen voor een wereldwijde index, daar het beleggen in beursgenoteerd vastgoed als groot voordeel met zich meebrengt dat beleggers op efficiënte wijze spreidingsvoordelen kunnen realiseren. Om die te bereiken zal men dus verder moeten willen kijken dan enkel de goedgekende Nederlandse locaties en het type vastgoedinvestering.

Direct vastgoed

Om dit vraagstuk te onderzoeken heb ik een vastgoedportefeuille van een typische cliënt van Wilton als uitgangspunt willen nemen. Dit betekent een “klassieke” beleggingsportefeuille met een gemiddelde waarde tussen de 10 à 15 miljoen euro, gelegen in het randstedelijk gebied van Nederland. Belangrijkste doelstelling van de portefeuille is het genereren van een stabiel direct rendement in combinatie met de vooruitzichten op een aantrekkelijk indirect rendement op de lange termijn. Er zullen geen (her)ontwikkelingsactiviteiten worden ondernomen in deze portefeuille.

Het probleem wat zich in de praktijk voordoet is dat er maar weinig betrouwbare data voorhanden zijn. De meeste particuliere vastgoedbeleggers laten immers niet jaarlijks hun panden taxeren noch is er vaak een duidelijke langjarige boekhouding voor handen die inzicht geeft in de onderhoudskosten. Indien dit wel het geval is gaat men zeer discreet met deze informatie om.

Daarom maak ik gebruik van een fictieve hoogwaardige residentiële portefeuille van 50 woningen¹⁹ in de vrije sector met “betaalbare” huren in de binnenstad (De gehele portefeuille is gelegen op primaire locaties in het centrumgebied²⁰) van Den Haag, met ca. 540.000 inwoners de derde grootste stad van Nederland. Den Haag vormt samen met 22 andere gemeenten de “metropoolregio Rotterdam -Den Haag” met gezamenlijk 2,3 miljoen inwoners. De objecten in deze portefeuille zijn allemaal zelfstandig verhuurd aan bewoners en/of gebruikers met huurcontracten voor onbepaalde tijd met een opzegtermijn van één maand.

Om een redelijk beeld te kunnen krijgen van de ontwikkeling van deze portefeuille heb ik gebruik gemaakt van langjarige transactiedata (ultimo 1989 -2020) op kwartaalbasis van de NVM. Het betreft hier transactie data van bestaande bouw (in casu tussen-, hoek-, 2-onder-1 kap-, vrijstaande woningen en appartementen) in het centrum van Den Haag²¹. Dit zijn echter slechts de gerealiseerde prijsontwikkelingen door de tijd heen²².

Om het totaal rendement van deze fictieve portefeuille in beeld te brengen heb ik een netto huurrendement op kwartaalbasis willen toevoegen. Hierbij is gebruik gemaakt van een langjarige reeks cijfers waarbij zowel de waardeontwikkeling als het direct resultaat van verschillende segmenten van Nederlands vastgoed over de periode 1977-2018 in beeld is gebracht. De eerste jaren (1977 tot en met 1994) zijn opgesteld door Prof.dr. Aart Hordijk en Vastgoedmarkt. Vervolgens heeft de Stichting ROZ Vastgoedindex (Raad voor Onroerende Zaken) in samenwerking met IPD in London de gegevens over 1995 tot en met 2017 in beeld gebracht en de laatste twee jaar door MSCI. Deze netto huurrendementen op jaarbasis voor Nederlandse woningen dienen als proxy voor de netto huurrendementen voor de woningen in Den Haag²³. Deze jaarrendementen zijn vervolgens omgerekend naar een rendement per kwartaal.

¹⁹ Hiervoor zijn verschillende woningtypes gebruikt zoals hoek-, twee-onder-éénkap, tussenwoningen en appartementen.

²⁰ Hiervoor zijn de volgende postcodegebieden binnen Den Haag geselecteerd: 2511-2519

²¹ Zie noot 17

²² Het betreft hier transactieprijs van koopwoningen. Er zijn jaren dat de prijsontwikkeling van koopwoningen en woningen in verhuurde staat niet synchroon lopen. Voor deze 30 jarige periode ben ik ervanuit gegaan dat deze data een realistisch beeld geven van de prijsontwikkeling van dit beleggingsvastgoed.

²³ Op basis van de gegevens over netto huurrendementen van woningen in Den Haag die zijn verstrekt door de afdeling research van JLL over de periode 2012-2020 kan de conclusie worden getrokken dat er geen significante verschillen bestaan. Daarmee lijkt de gehanteerde proxy een logische keuze en een betere optie dan de aanname van een vast netto huurrendement over de hele periode.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen

Voor het beursgenoteerde gedeelte heb ik bewust gekozen voor een breed gespreide internationale index. De vermogende particulier heeft dan ook echt iets te kiezen. Hiervoor maak ik gebruik van de kwartaalrendementen GPR 250 total return Gross Index (in euro's)²⁴ op (internationaal) geaggregeerd niveau bestaande uit: Price Return (in EUR, oftewel het aandelenkoersrendement) + Dividend Return Gross (in EUR, oftewel het bruto dividendrendement). Deze index bestaat uit 250 (zeer liquide) beursgenoteerde vastgoedaandelen. Deze ondernemingen zijn wereldwijd actief en verspreid over verschillende sectoren (onder andere in gezondheidszorg, hotels, kantoren, retail en woningen).

De “multi-asset portefeuille”

De “multi-asset portefeuille” is samengesteld uit slechts twee beleggingscategorieën, waarbij gekozen is voor exposure middels twee wereldwijde toonaangevende indices. Deze “multi-asset portefeuille” kent een op de lange termijn (30 jaar) gericht beleggingsprofiel, wat inhoudt dat er een 70% allocatie is naar zakelijke waarden en 30% in vastrentende waarden. De herbalancering van de wegingen vindt plaats op kwartaalbasis.

Voor het aandelengedeelte in de “multi-asset portefeuille” wordt gebruik gemaakt van de kwartaalrendementen MSCI World Total Return Index in EUR (Bloomberg ticker: MSDEWIN index). Deze index is samengesteld uit 1654 aandelen uit 23 ontwikkelde landen. Omdat de index in EUR pas vanaf de introductie van de Euro in 1999 “officieel” berekend wordt, moet er een aanname gemaakt worden voor het terugrekenen van deze index tot en met eind 1989.

Hiervoor heb ik, in overleg met Bloomberg, het volgende bepaald: Het rendementsverschil tussen de MSCI World Total Return index in USD en de MSCI World Total Return index in EUR wordt vrijwel uitsluitend bepaald door het wisselkoersrendement tussen de EUR en de USD.

De correlatie tussen het rendementsverschil en het wisselkoersrendement is 99,17%²⁵. Voor het wisselkoersrendement gebruik ik de theoretische EUR/USD koers zoals die vóór 1999 werd berekend en bijgehouden door de Bank of England (Bloomberg ticker UKSCEUR index).

Er zijn in Bloomberg twee andere theoretische EUR/USD koersen die vrijwel exact dezelfde uitkomsten geven (Bloomberg tickers EUR BGN Curncy en THEOEURO index), wat mij het vertrouwen geeft dat dat de EUR/USD wisselkoers vóór 1999 een correcte weergave is.

Voor het obligatiegedeelte is gebruik gemaakt van de kwartaalrendementen van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index – EUR hedged (Bloomberg ticker: LEGATREH index). Het betreft hier een breed (zowel staats- als bedrijfsobligaties) samengestelde wereldwijde obligatie index. Omdat de index in EUR pas vanaf de introductie van de Euro in 1999 “officieel” berekend wordt, moet er een aanname gemaakt worden voor het terugrekenen van deze index tot en met eind 1989.

²⁴ Deze index, bestaande uit 250 beursgenoteerde vastgoedondernemingen is ultimo 1989 opgezet door Global Property Research en is dagelijks verhandelbaar. Bedrijven die in deze index zijn opgenomen dienen een marktcapitalisatie te hebben van minimaal USD 50 mio en tevens een “free float” van 15%. Voor meer informatie over de samenstelling van deze index zie Website: www.globalpropertyresearch.com

²⁵ Zie bijlagen

Hiervoor heb ik, in overleg met Bloomberg, het volgende bepaald: het eenvoudig toepassen van het wisselkoersrendement tussen de EUR en de USD (zoals bij de aandelenindex) kan niet omdat dan het wisselkoersrisico meegenomen wordt en de volatiliteit beduidend toeneemt. Daarom neem ik als uitgangspunt de Sterling hedged versie van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (Bloomberg ticker: LEGATRGH index), die teruggaat tot 1989. De verhouding van de koers LEGATREH/ koers LEGATRGH (hierna: LEGATREH/ LEGATRGH) kan met een R^2 , ook wel de determinatiecoëfficiënt²⁶ genoemd, van 90,73% benaderd worden met de functie $Y = -0.00000835 X + 0.63805052$, waarbij X de datum (numeriek getal) is en Y de ratio LEGATREH/LEGATRGH. Met deze formule kan de ratio LEGATREH / LEGATRGH tot eind december 1989 teruggerekend worden, en met die ratio kan een nauwkeurige schatting gemaakt worden van de koers van de Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index – EUR hedged.

Inflatie

Voor de berekening van de inflatie over de gehele periode maak ik gebruik van de Nederlandse inflatiecijfers, daar de vermogende particulier in Nederland woon- en werkzaam is. In casu zijn de gegevens Consumentenprijsindexcijfer (referentiejaar 1900 = 100) van het Centraal Bureau voor de Statistiek hiervoor genomen. Deze cijfers zijn op jaarbasis.

Vreemd vermogen

Om het beeld van de vermogende particuliere belegger te complementeren zou er gebruik kunnen worden gemaakt van vreemd vermogen binnen de vastgoedportefeuille van de Haagse woningen. Na lang beraad heb ik uiteindelijk besloten om dit niet te doen. Er zouden mijn inziens teveel aannames moeten worden gemaakt ten aanzien van : Wat is het percentage wat aan vreemd vermogen wordt aangehouden? Hoe ontwikkelt dat zich door de gehele looptijd? Wat is de juiste rentevoet en welke risico opslagen worden hierbij gehanteerd? Ervaring leert dat veel van onze cliënten die dertig jaar geleden een vastgoedportefeuille hebben opgebouwd of overgedragen hebben gekregen dit geheel met eigen vermogen hebben gefinancierd. Wanneer een private investeerder in beursgenoteerde vastgoedaandelen investeert, zal hij dit in eerste instantie ook doen met eigen vermogen. Om deze reden ben ik ook bij het investeren in een vastgoedportefeuille van Haagse woningen uitgegaan van het investeren met enkel eigen vermogen.

²⁶ De *correlatiecoëfficiënt* (R) is een maat voor het gezamenlijk variëren van twee variabelen. Het kwadraat van de correlatiecoëfficiënt (R^2) wordt de *determinatiecoëfficiënt* genoemd. Deze geeft aan welk gedeelte van de variatie in de ene variabele door de andere wordt 'verklaard'. Men spreekt wel van 'verklaarde variantie'.

3.4 Opzet onderzoek

De verschillende datareeksen, zoals die in de vorige paragraaf zijn beschreven, zullen met elkaar vergeleken worden. Naast een vergelijking van direct vastgoed met de beursgenoteerde vastgoed-aandelen zal er ook een vergelijking worden gemaakt tussen de gecombineerde vastgoedoplossing en de “multi-asset portefeuille”. Met behulp van Excel zullen de langjarige rendementen, standaarddeviaties en de correlaties tegen elkaar worden afgezet, waarbij gebruik zal worden gemaakt van de Moderne Portefeuille Theorie van Harry Markowitz (1953)²⁷. In de bijlage zijn verschillende tabellen opgenomen met daarin een overzicht van de rendementsreeksen van alle opgenomen beleggings-categorieën.

Het onderzoek is opgedeeld in de volgende twee onderdelen:

Een overzicht van de gecombineerde vastgoedoplossingen door de verschillende cycli heen.

In eerste instantie zal er onderzocht worden hoe de risico/rendementsontwikkeling is geweest over de hele periode van de residentiële vastgoedportefeuille in Den Haag en de beursgenoteerde vastgoed aandelen. Hiermee kan vervolgens antwoord worden gegeven op de onderzoeksvraag:

(i) Wat is de ‘absolute’ invloed op de performance wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?

Vervolgens zullen deze beleggingsoplossingen met elkaar vergeleken worden zo te komen tot een optimale samenstelling van een gecombineerde vastgoedportefeuille. Hierdoor wordt inzicht verkregen op de deelvraag:

(ii) Wat is de invloed op de volatiliteit van de portefeuille?

Een periode van 30 jaar geeft een goed beeld hoe deze gecombineerde vastgoedbeleggingen zich gedragen in verschillende economische scenario’s. Specifiek zullen er drie “crisis-perioden” nader worden bekeken. Op deze manier wordt er ook inzicht verschaft over de vraagstelling:

(iii) Hoe gedraagt deze gecombineerde vastgoedoplossing zich ten tijde van een zogenaamde crisisperiode?

Als laatste onderdeel zal deze gecombineerde vastgoedoplossing worden afgezet tegen de inflatie-ontwikkeling in Nederland over de gehele periode, waarmee het volgende vraagstuk wordt geadresseerd:

(iiii) Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing een goede bescherming tegen inflatie?

²⁷ Zie voetnoot 4

De gecombineerde vastgoedoplossing binnen de “multi-asset portefeuille”

In het tweede gedeelte van het onderzoek wil ik de optimale gecombineerde vastgoedportefeuille toevoegen aan de “multi-asset portefeuille” en de verschillende risico/rendementskarakteristieken beschrijven. Ook hier zullen, met behulp van Excel, de twee datareeksen met elkaar worden vergeleken door de rendementen, de standaarddeviaties en de correlaties tegen elkaar af te zetten. Hier zal wederom gebruik worden gemaakt van de Moderne Portefeuille Theorie.

Met deze uitkomsten kan een antwoord worden geformuleerd op de onderzoeksvraag:

(i) Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing de diversificatievoordelen, zoals wij die van vastgoed kennen binnen een “multi-asset portefeuille”?

Op basis van bovenstaande inzichten, kan de hoofdvraag dan grotendeels beantwoord worden. Echter om tot een volledig antwoord te komen zal er ook moeten worden gekeken naar de risico's, die verbonden zijn aan het beleggen in direct vastgoed door een particuliere belegger. Dit zijn de risico's die niet direct uit de datareeksen naar voren komen. In hoofdstuk 5 zal hiervan een beschrijving worden gegeven waarmee wordt ingegaan op de deelvraag:

(ii) Welke idiosyncratische risico's worden nog meer vermindert wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?

Op basis van het vergelijken van historische datareeksen kan er een antwoord worden gegeven op de eerste vijf deelvragen. Hiermee kan er een oordeel worden gevormd of een combinatie van de twee vastgoedoplossingen zorgt voor een rendementsverbetering, een risicoverlaging of een combinatie van deze twee. Om echter alle voor- en nadelen van de gecombineerde vastgoedoplossing in beeld te hebben zal ook onderzoek moeten worden gedaan naar de laatste deelvraag. Op basis van de uitkomsten van alle zes deelvragen zal er een onderbouwd antwoord kunnen worden gegeven op de uiteindelijke probleemstelling van dit onderzoek:

Zorgt een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen voor een verbetering van de risico/rendementsverhoudingen binnen de “multi-asset portefeuille” van een particuliere belegger?

4. Directe beleggingen gecombineerd met beursgenoteerd vastgoed, een goed huwelijk?

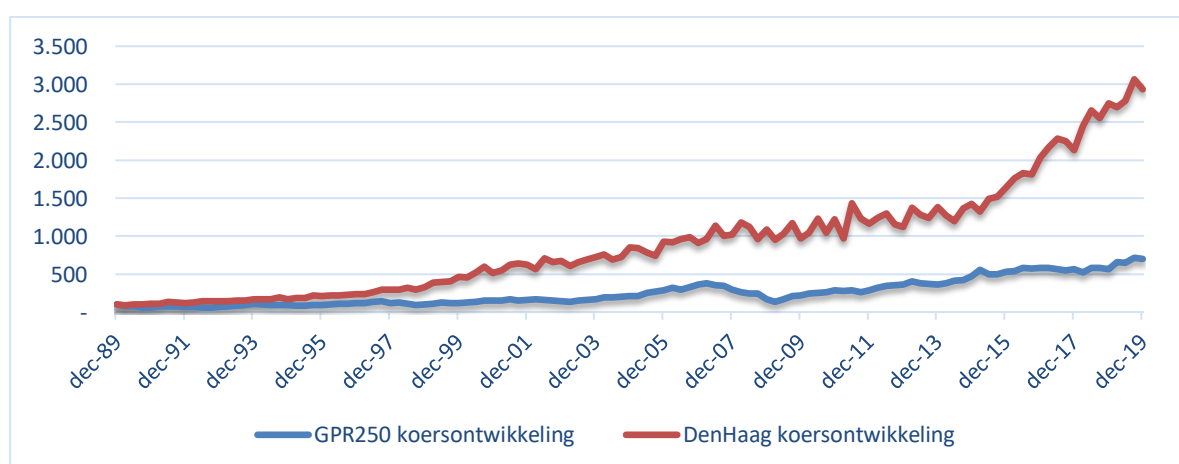
4.1 Een overzicht van de gecombineerde vastgoedoplossingen door de verschillende cycli heen.

In het eerste gedeelte zullen de uitkomsten worden besproken van het onderzoek naar de risico/rendementsontwikkeling van de residentiële vastgoedportefeuille in Den Haag en de beursgenoteerde vastgoed aandelen. Vervolgens zijn deze beleggingsoplossingen met elkaar vergeleken en is berekend op welke wijze er een optimale vastgoedportefeuille tot stand komt. Een periode van 30 jaar geeft een goed beeld hoe deze gecombineerde vastgoedbeleggingen zich gedragen in verschillende economische scenario's. Specifiek zullen er drie "crisis-perioden" nader worden bekeken. Als laatste onderdeel zal deze gecombineerde vastgoedoplossing worden afgezet tegen de inflatieontwikkeling in Nederland over de gehele periode.

4.1.1. Rendementsontwikkeling

Wat is de rendementsontwikkeling geweest over de hele periode voor ieder van de gekozen vastgoedoplossingen? Op basis van het totale rendement (total return) op kwartaalbasis, startend vanaf ultimo 1989, heeft de portefeuille van Haagse woningen beduidend beter gepresteerd dan de index voor wereldwijd beursgenoteerde vastgoedaandelen (zie afbeelding 13). De portefeuille van Haagse woningen liet een gemiddeld rendement op jaarbasis over de volledige periode zien van 13.57%, terwijl de vastgoedaandelen een rendement van 8.46% noteerden.

Afbeelding 13: Rendementsontwikkeling van Haagse woningen versus beursgenoteerde vastgoedaandelen²⁸

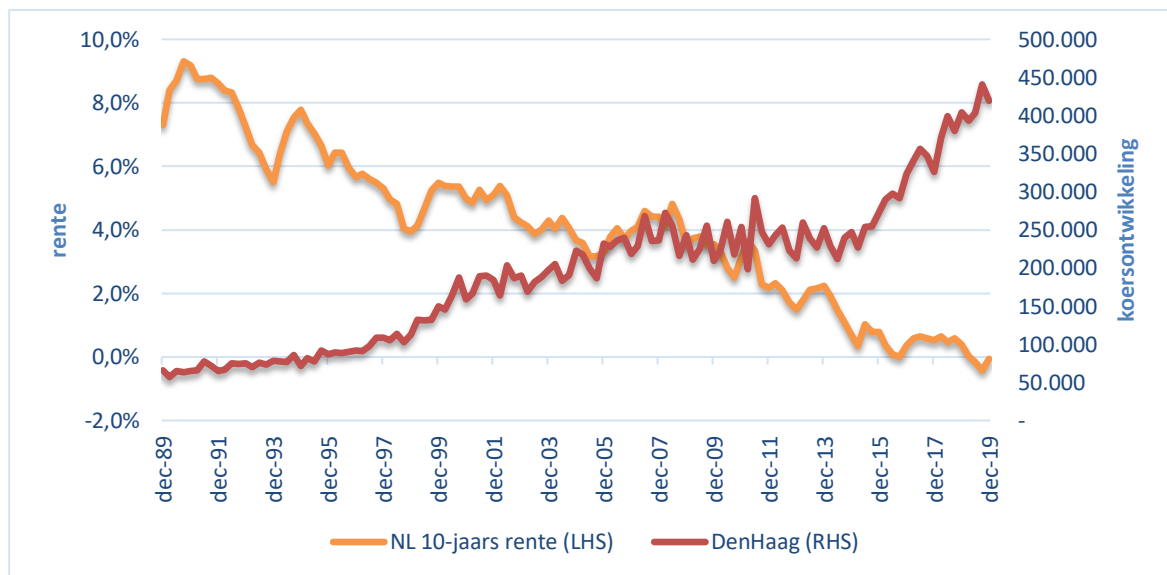


Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

²⁸ De rendementscijfers van de Haagse portefeuille bestaat uit de prijsstijgingen van de woningen gecombineerd met de jaarlijkse netto huurrendementen. Hiermee is dezelfde methodiek gehanteerd als de GPR 250 total return Gross Index. Het cumulatieve rendement over een periode van 30 jaar is rekenkundig indrukwekkend te noemen. Het is echter in de praktijk ondenkbaar dat de gehele huuropbrengst continue en per direct zal worden herbelegd. Hypothetisch is mijn vergelijking toch op deze aanname gestoeld om een betekenisvolle vergelijking te maken.

Niet alleen het feit dat de Haagse woningen beter presteren dan de vastgoedaandelen is opmerkelijk te noemen ook de mate van verschil in de rendementen is groot. Woningen in Nederland zijn vanaf de midden jaren zeventig tot begin van dit decennium minder gewild geweest (rigide huurwetgeving speeld hierbij een rol) als beleggingsobject. Pas sinds een aantal jaren zijn de rollen drastisch omgedraaid. Door de huishoudensgroei, die hoger lag dan de uitbreiding van de woningvoorraad is er een tekort ontstaan. Dit heeft tot gevolg dat beleggers grote belangstelling hebben voor dit type vastgoed. Met als gevolg een forse daling van het Bruto Aanvangs Rendement (BAR) van rond de 7 procent in 2013, toen de markt het relatief minder deed tot net boven de 4 procent in 2019. Ook de sterke daling van de Nederlandse 10 jaars rente heeft een prijsopdrijvend effect gehad (Zie afbeelding 14) op de Haagse woningportefeuille.

Afbeelding 14: Nederlandse 10 jaars renteontwikkeling vs. prijsontwikkeling van Haagse woningen



Bron: NVM/Bloomberg

Het antwoord op de eerste deelvraag: *Wat is de 'absolute' invloed op de performance wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?* is zeer duidelijk.

In tegenstelling tot de uitkomsten van het literatuuronderzoek- kan er geconcludeerd worden dat beursgenoteerd vastgoed in casu niet zorgt voor een rendementsverbetering over de gehele periode.

4.1.2. Risico

Als we volatiliteit nemen als maatstaf voor risico dan valt op dat de uitslagen van beursgenoterde vastgoedaandelen minder volatiel zijn dan die van de directe vastgoedbeleggingen. De Haagse woningportefeuille kent over de gehele periode met 21,24% een licht hogere standaarddeviatie (σ)²⁹

²⁹ De standaarddeviatie geeft de mate van spreiding van getallen rondom het gemiddelde van deze getallen. De standaarddeviatie wordt uitgedrukt in een getal, welke wordt aangeduid met de letter σ . Deze maatstaf kan gebruikt worden om het risico van een portefeuille te meten.

dan de beursgenoteerde vastgoedindex met 19,27%. Dit is op het eerste gezicht een opmerkelijke uitkomst daar vaak de perceptie bestaat onder beleggers dat beursgenoteerde vastgoedaandelen een veel grilliger koerspatroon kennen dan directe vastgoedbeleggingen.

Correlatie

Wat ook opvallend is te noemen is de lage correlatie tussen de twee reeksen. Over de gehele periode is correlatiecoëfficiënt (ρ) slechts 0.12, wat ronduit laag is voor twee vastgoedbeleggingsoplossingen, die beiden worden gedreven door dezelfde onderliggende onroerend goed beleggingen.

De efficiënte grenslijn

Met deze bevindingen is er vervolgens de optimale allocatie tussen de twee reeksen berekend. Hiervoor is de efficiënte grenslijn uit de Moderne Portefeuille Theorie³⁰ gebruikt. Met behulp van deze lijn is het mogelijk om de portefeuille te bepalen met het hoogste nut, ofwel met de meest optimale verhouding tussen rendement en risico. Op basis van de berekening komt het volgende beeld naar voren:

Afbeelding 15: Rendementen en Standaard deviaties van van verschillende portefeuille combinaties³¹

<i>GPR250 Vastgoed-aandelen</i>	<i>Haagse woningen</i>	<i>Rendement</i>	<i>Variance</i>	<i>Standaard Deviatie</i>
0%	100%	14,27%	0,01128	21,24%
10%	90%	13,71%	0,00945	19,44%
20%	80%	13,15%	0,00799	17,87%
30%	70%	12,59%	0,00688	16,59%
40%	60%	12,03%	0,00614	15,67%
50%	50%	11,48%	0,00576	15,18%
60%	40%	10,92%	0,00574	15,15%
70%	30%	10,37%	0,00608	15,60%
80%	20%	9,82%	0,00679	16,48%
90%	10%	9,28%	0,00785	17,73%
100%	0%	8,73%	0,00928	19,27%

Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

Met bovenstaande gegevens kan vervolgens een efficiënte grenslijn worden opgesteld. Deze laat zien dat een vastgoedportefeuille die bestaat uit 60% wereldwijd beursgenoteerde vastgoed aandelen en voor 40% uit woningen in Den Haag het laagste risico kent. (Zie afbeelding 16). Hieruit komt naar voren dat het toevoegen van vastgoedaandelen zorgt voor verlaging van het risico in de portefeuille.

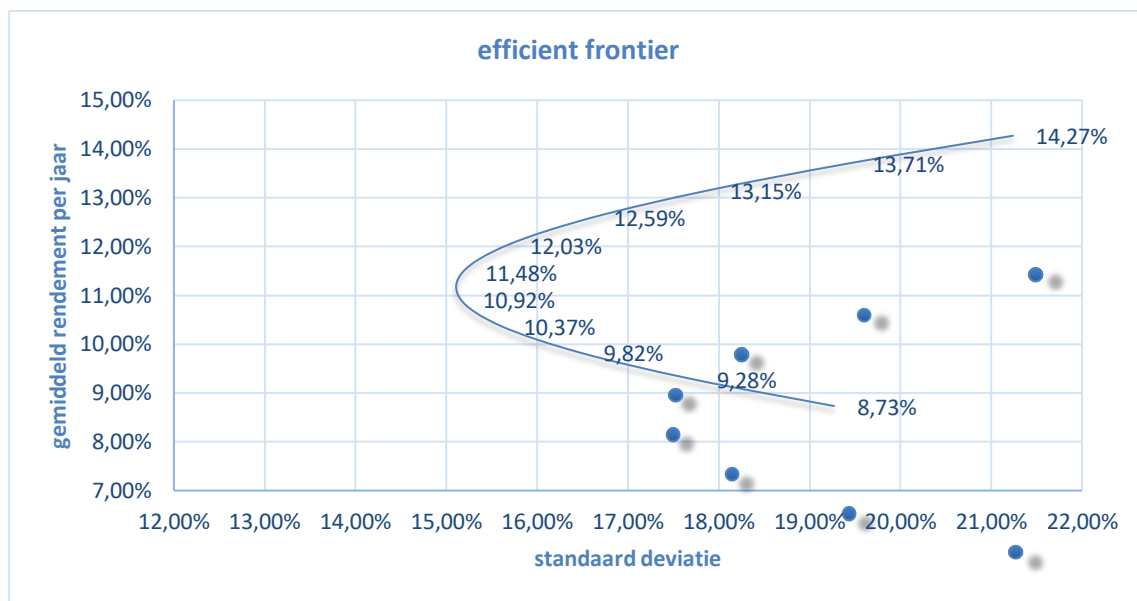
³⁰ Zie voetnoot 4

³¹ Gemiddeld rendement per jaar wordt berekend op basis van de kwartaalrendementen middels de volgende formule:

$(1 + \text{gemiddeld kwartaalrendement})^4 - 1$

Standaard deviatie op jaarbasis wordt berekend op basis van de berekende standaarddeviatie van kwartaalrendementen middels de volgende formule: $\sqrt{\text{standaarddeviatie kwartaalrendement}^2 * 4}$

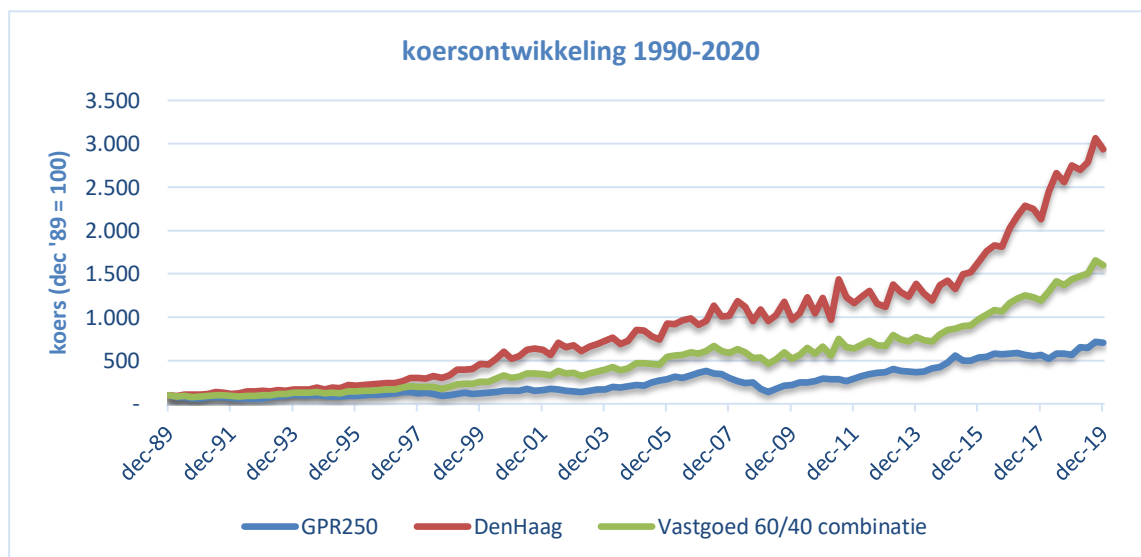
Afbeelding 16: De efficiënte grenslijn beursgenoteerd versus Haagse woningen



Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

Als de rendementsontwikkeling van de gecombineerde vastgoedportefeuille vervolgens wordt afgezet tegen de woningportefeuille en de vastgoedaandelen dan ziet men een evenwichtige en stabiele rendementsontwikkeling door de tijd heen. (afbeelding 17)

Afbeelding 17: De rendementsontwikkeling van de gecombineerde vastgoedportefeuille

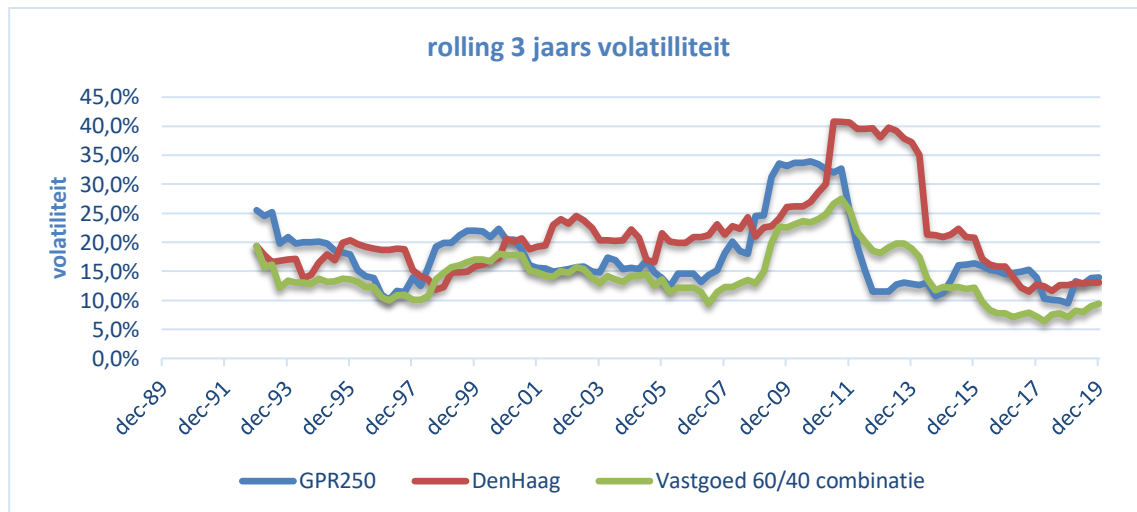


Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

Dat stabiele karakter van gecombineerde vastgoedportefeuille komt ook goed tot uitdrukking in de volatiliteit. Deze ligt op een beduidend lager niveau dan de Haagse woningen en de vastgoedaandelen. Hiermee is een antwoord gegeven op de tweede deelvraag: *Wat is de invloed op de volatiliteit van de portefeuille?*

Tevens wordt bij de analyse van de volatiliteit duidelijk dat vastgoedaandelen als een soort “leading indicator” optreden voor de toekomstige ontwikkeling van de Haagse woningen. Hiermee wordt wederom aangetoond dat marktinformatie snel wordt verwerkt in de koersen vastgoedaandelen en dat dit bij directe vastgoedbeleggingen vaak (veel) later het geval is. (Zie afbeelding 18)

Afbeelding 18: Volatiliteitsontwikkeling van de drie vastgoedportefeuilles



Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

4.1.3 Crisisbestendigheid

In het vervolg hierop is het interessant om te kijken naar de derde onderzoeksvraag: *Hoe gedraagt deze gecombineerde vastgoedoplossing zich ten tijde van een zogenaamde crisisperiode?*

Een periode van 30 jaar geeft een goed beeld hoe deze gecombineerde vastgoedbeleggingen zich gedragen in verschillende economische scenario's. Specifiek zullen er drie “crisis-perioden” nader worden bekeken, te weten: Het openspannen van de dot-com bubbel in de periode 2000-2001, de impact van de wereldwijde financiële crisis in 2007-2009 en de Europese schulden crisis in 2011-2013. Helaas zitten wij vandaag de dag in een crisis door het uitbreken van een wereldwijde pandemie. De economische gevolgen en de invloed op de verschillende vastgoedsectoren zijn echter op dit moment niet goed te overzien en daarom is het nog te vroeg om deze te bespreken.

i) De “dot-com” bubbel

Naar aanloop van het nieuwe millennium anno 2000 werd er enorm geïnvesteerd in jonge en veel belovende technologiebedrijven. Men sprak over een “nieuw soort economie” in de volmond beter bekend als de ‘dot-com economy’. Deze periode die zijn oorsprong vond in zomer van 1998, uiteenspatte in het voorjaar van 2000 en tot de zomer van 2003 zijn naween kende, werd gekenmerkt door snel stijgende koersen van (technologie)aandelen, venture capital en nieuwe beursgangen van vooral (veelal verlieslatende) internet gerelateerde bedrijven. Een euforische stemming werd gecreëerd, hierdoor kenden deze dot-com aandelen een enorme overwaardering. De top van de aandelen-hausse werd bereikt op 10 maart 2000 toen de NASDAQ20 piekte over de 5000 punten. Dit was meer

dan een verdubbeling in vergelijking met het jaar daarvoor. Begin april van dat jaar barstte de bubbel en werden beleggers geconfronteerd met een wereldwijde daling van aandelenprijzen. Deze gevolgen drongen ook door tot de reële economie die daar nog een aantal jaren last van heeft gehad.

ii) De wereldwijde financiële crisis (GFC)

De wereldwijde financiële crisis (juli 2007-juni 2009) kent zijn oorsprong in commercialisering van sub-prime hypotheekleningen in de Verenigde Staten. De sub-prime crisis is een kredietcrisis op de Amerikaanse financiële markt veroorzaakt door de ineenstorting van haar woningmarkt en het op grote schaal toekennen van hypotheekleningen tegen zwakke kredietvoorwaarden.

Deze hypotheekleningen werden verpakt in mortgage backed securities (MBS) en asset backed securities (ABS) waarna ze werden doorverkocht aan andere financiële instellingen. De verstrenging van deze complexe financiële instrumenten met belangrijke financiële instellingen wereldwijd was de directe aanleiding van een wereldwijde financiële crisis. De Amerikaanse vastgoedcrash resulteerde in een wereldwijde crisis, waardoor een tekort aan liquiditeiten ontstond en het onroerende goed enorm in prijs zakte (Brounen en de Koning, 2012).

iii) De Europese schulden crisis (2011 – 2013)

De Europese schulden crisis kent haar oorsprong in de financiële crisis. De Europese schulden crisis brak uit nadat Griekenland haar schulden niet meer zelfstandig dreigde te kunnen financieren. Direct na het bekend worden van het pakket steunmaatregelen aan Griekenland in 2010 bleek dat de financiële markten vreesden dat ook andere landen in problemen zouden kunnen komen en niet meer aan hun verplichtingen zouden kunnen voldoen. Financiering van de staatsleningen voor Portugal, Spanje, Italië, Ierland en Griekenland stegen enorm in prijs. Deze onrust vertaalde zich in fluctuaties op de beurs.

In afbeelding 19 en 20 zien we zowel de rendementsontwikkeling als de volatiliteit op jaarbasis ten tijde van deze drie crisisperioden. Wat opvalt bij de rendementsontwikkeling is dat het toevoegen van beursgenoteerde vastgoedaandelen enkel heeft gewerkt ten tijde van de Europese schulden crisis (+2,7%). In de twee andere perioden was er zelf een (zeer) negatieve bijdrage van vastgoedaandelen.

Afbeelding 19: Rendementsontwikkeling

Totaal Rendement op jaarbasis					
Crisis Evenement	Periode	GPR250	Den Haag	Vastgoed 60/40 combinatie	Rendement impact door toevoeging beursgenoteerd vastgoed
"Dot-com" bubbel	Jun/98 - Jun/03	6,02%	15,29%	12,48%	-2,81%
Wereldwijde financiële crisis	Jun/07 - Jun/09	-30,36%	-4,89%	-12,17%	-7,28%
Europese schulden crisis	Dec/10 - Jun/13	11,78%	1,96%	4,66%	2,70%

Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

Ten aanzien van de risico-ontwikkeling van de portefeuilles komt er een geheel ander beeld naar voren. Hier kunnen we constateren dat het toevoegen van vastgoedaandelen leidt tot een lagere volatiliteit (lees: risico) van de gecombineerde portefeuille.

In alle drie de crisisperioden is dit het geval, met als grote uitschieter de Europese schulden crisis. In deze periode heeft het toevoegen van vastgoedaandelen de grootste impact gehad.

Afbeelding 20: Risico-ontwikkeling

Jaarlijkse volatiliteit					
Crisis Evenement	Periode	GPR250	Den Haag	Vastgoed 60/40 combinatie	Volatiliteit impact door toevoeging beursgenoteerd vastgoed
"Dot-com" bubbel	Jun/98 - Jun/03	18,27%	21,39%	16,22%	-5,17%
Wereldwijde financiële crisis	Jun/07 - Jun/09	32,32%	25,80%	21,10%	-4,70%
Europese schulden crisis	Dec/10 - Jun/13	13,23%	39,43%	20,40%	-19,03%

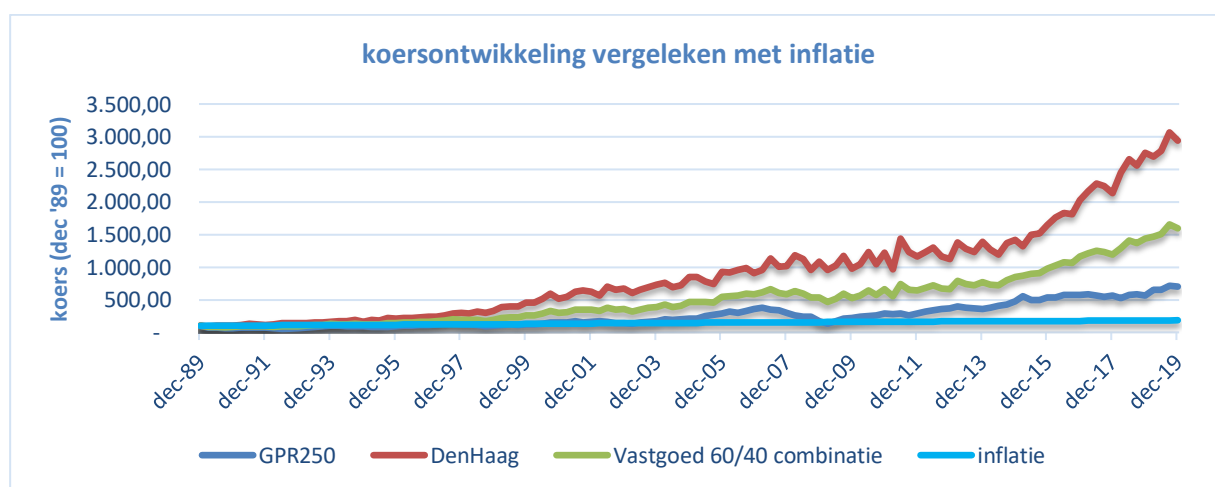
Bron: NVM, ROZ/IPD, MSCI, GPR

Hiermee is een antwoord gegeven op de derde onderzoeksvraag en komen we toe aan de laatste onderzoeksvraag van het eerste gedeelte.

4.1.4 Inflatie

De vierde vraag luidt: *Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing een goede bescherming tegen inflatie?* In afbeelding 21 wordt duidelijk dat alle vastgoedportefeuilles, dus ook de gecombineerde, het stelstelmatig beter het gedaan dan de inflatieontwikkeling over de gehele periode. Hoewel de algemene perceptie is dat onroerend goed een goede bescherming zou zijn tegen een oplopende inflatie blijkt de praktijk vele malen weerbarstiger. De verschillende beleggingsmogelijkheden in vastgoed alsmede het type vastgoed reageren elk anders op inflatie-ontwikkelingen. In casu kent de gecombineerde vastgoedportefeuille de voordelen van spreiding over verschillende landen alsmede type vastgoed.

Afbeelding 21: De gecombineerde vastgoedportefeuille en inflatie



Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR, CBS

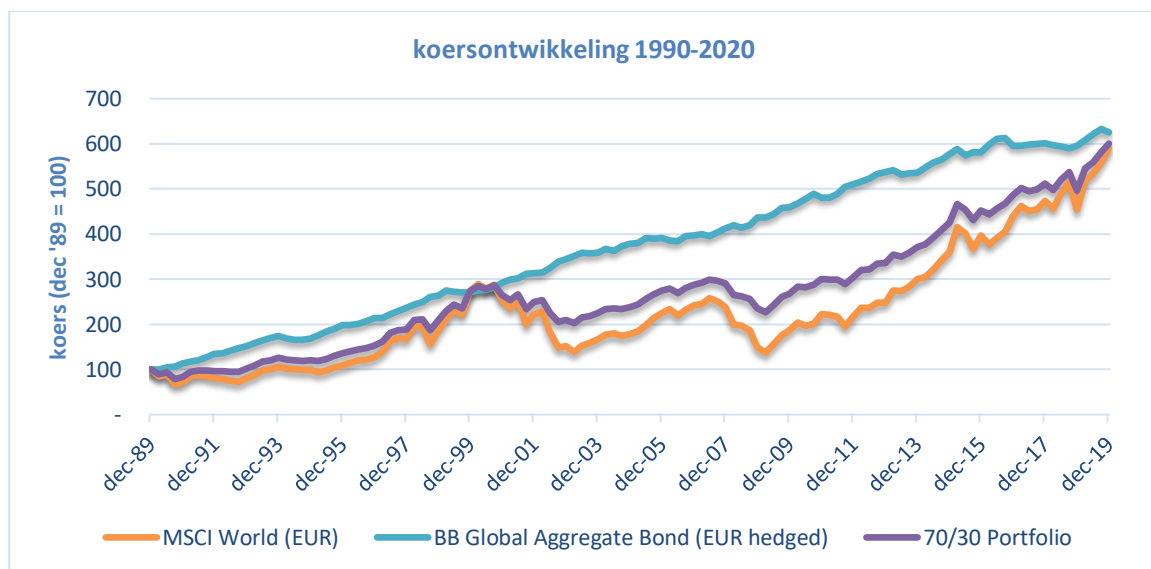
4.2 De gecombineerde vastgoedoplossing binnen de “multi-asset portefeuille”

In het tweede gedeelte van het onderzoek heb ik de karakteristieken van de optimale gecombineerde vastgoedportefeuille toegevoegd aan de “multi-asset portefeuille” en de verschillende risico/rendementskarakteristieken beschreven.

4.2.1 Rendement

De “multi-asset portefeuille” kent een 70:30 allocatie tussen aandelen en obligaties. Het is opvallend te zien dat over de gehele periode de performance van obligaties zeer goed en tevens zeer stabiel was³². De belangrijkste reden hiervoor is de daling van de lange termijn rente in een groot gedeelte van de Westerse wereld. In 2019 werd deze zelfs in een groot aantal landen negatief. Dit komt dan ook terug in de risico/rendementskarakteristieken van de “multi-asset portefeuille”, die een gemiddeld rendement laat zien van 6,74% gecombineerd met een standaard deviatie van 10,52%

Afbeelding 22: De rendementsontwikkeling van de multi-asset portefeuille

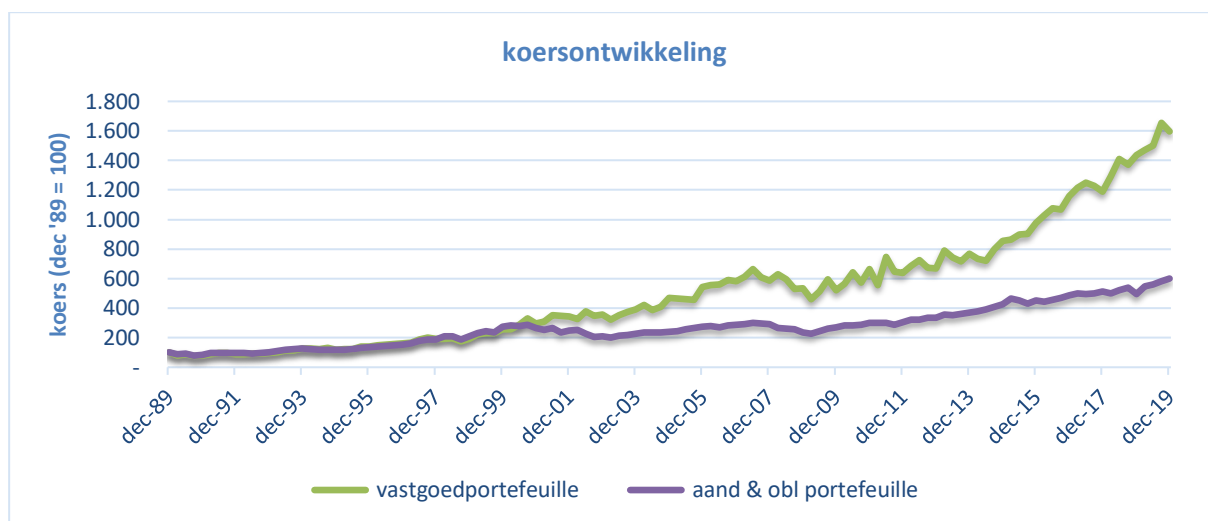


Bron: MSCI, Bloomberg

Wanneer de gecombineerde vastgoedportefeuille afzetten tegen de de “multi-asset portefeuille” dan wordt duidelijk dat de gecombineerde vastgoedportefeuille de laatste 20 jaar een aanzienlijk hoger rendement heeft behaald dan de “multi-asset portefeuille”. Dit hogere rendement gaat hand in hand met een hogere volatiliteit. In afbeelding 23 zijn beide portefeuilles tegen elkaar afgezet.

³² Obligaties lieten over de gehele periode een gemiddeld rendement zien van 6,38% per jaar met een standaarddeviatie van slechts 3,80%

Afbeelding 23: Koersontwikkeling van de gecombineerde vastgoedportefeuille en de “multi-asset portefeuille”



Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR

4.2.2 Rendement en Risico

Wanneer de risico/rendementsgegevens over de gehele periode van beide portefeuilles met elkaar worden vergeleken dan is wederom opvallend dat er een lage correlatie tussen de twee reeksen bestaat. De correlatiecoëfficiënt (ρ) is slechts 0,41. Ook hier is dus sprake van een diversificatie effect door de gecombineerde vastgoedportefeuille toe te voegen aan de “multi-asset portefeuille”. Vervolgens kan de optimale portefeuille worden berekend door de portefeuilles samen te voegen (Zie afbeelding 24)

Afbeelding 24: Rendementen en Standaard deviaties van van verschillende portefeuille combinatie

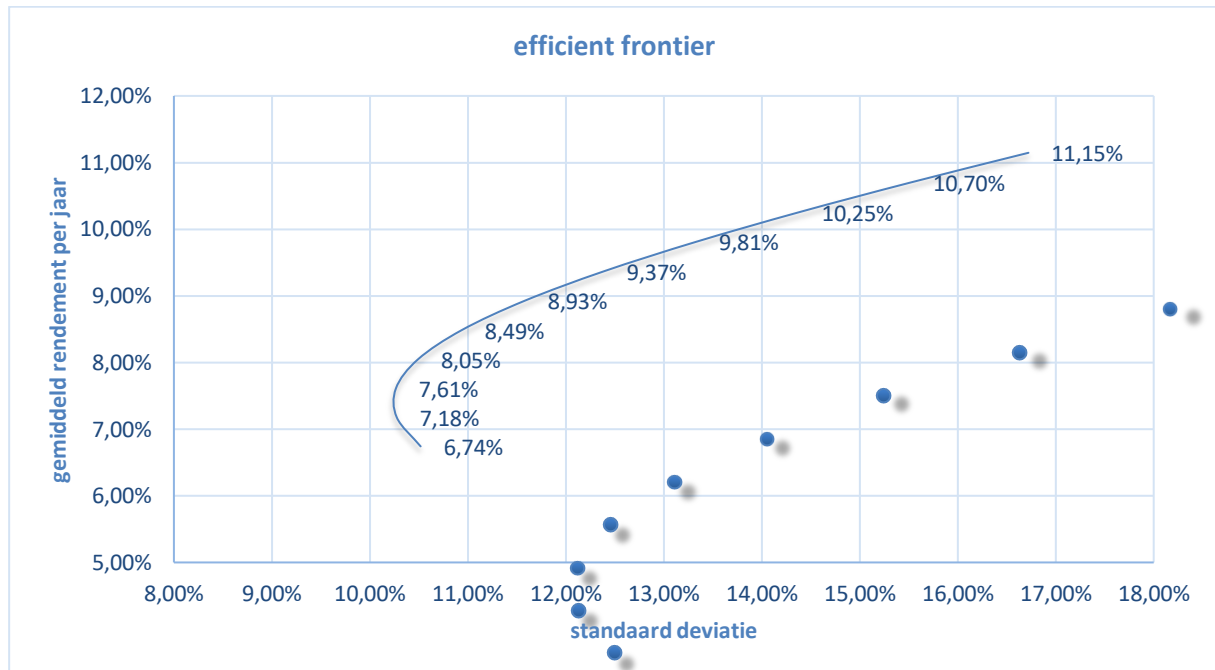
Gecombineerde vastgoedportefeuille	“multi-asset portefeuille”	Rendement	Variance	Standaard Deviatie
0%	100%	6,74%	0,00277	10,52%
10%	90%	7,18%	0,00264	10,27%
20%	80%	7,61%	0,00263	10,27%
30%	70%	8,05%	0,00275	10,49%
40%	60%	8,49%	0,00299	10,94%
50%	50%	8,93%	0,00335	11,58%
60%	40%	9,37%	0,00384	12,39%
70%	30%	9,81%	0,00444	13,33%
80%	20%	10,25%	0,00517	14,38%
90%	10%	10,70%	0,00602	15,52%
100%	0%	11,15%	0,00699	16,72%

Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR

De efficiënte grenslijn

Met deze bevindingen is er vervolgens de optimale allocatie tussen de twee reeksen berekend. Hiervoor is de efficiënte grenslijn gebruikt. Met behulp van deze lijn is het mogelijk om de portefeuille te bepalen met het hoogste nut, ofwel met de meest optimale verhouding tussen rendement en risico. Op basis van de berekening komt het volgende beeld naar voren:

Afbeelding 25: De efficiënte grenslijn gecombineerde vastgoedportefeuille met de “multi-asset portefeuille”

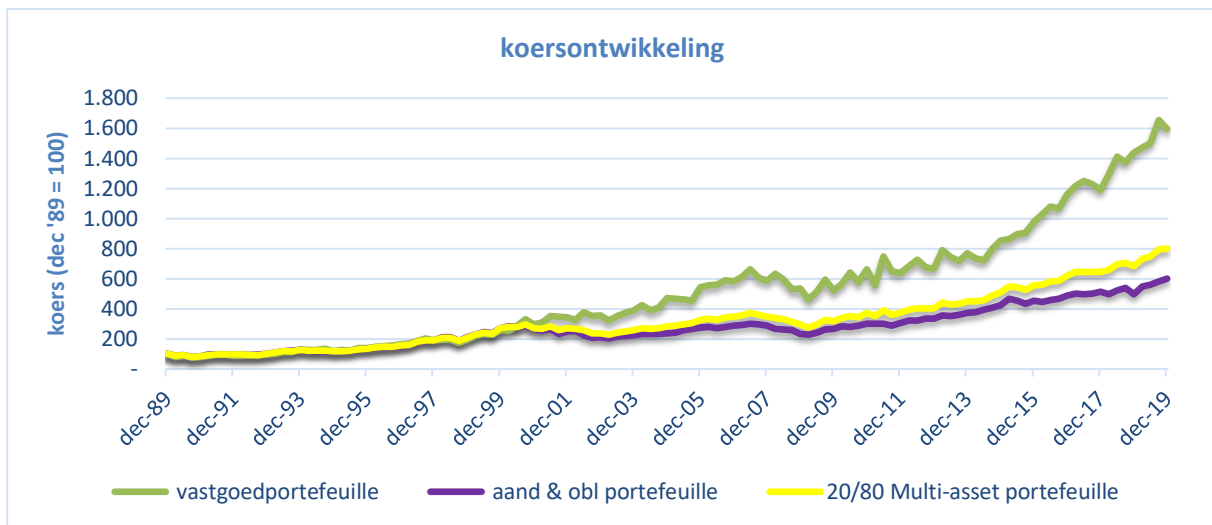


Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR

Hiermee wordt duidelijk dat door het toevoegen van de gecombineerde vastgoedportefeuille aan de “multi-asset portefeuille” het risico wordt verlaagd en het rendement wordt verhoogd. De vijfde deelvraag: *Levert deze gecombineerde vastgoedoplossing de diversificatievoordelen, zoals wij die van vastgoed kennen binnen een multi-asset portefeuille?* is hiermee beantwoord.

Deze nieuwe portefeuille (hierna de 20:80 multi asset) laat het volgende koersverloop zien over de gehele periode:

Afbeelding 26: Koersontwikkeling van de nieuwe (20:80 multi asset) portefeuille



Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR

De gecombineerde vastgoedportefeuille verdient dus een plaats in de “multi-asset portefeuille”,

4.3 Conclusie

Vormen directe beleggingen in Haagse woningen gecombineerd met wereldwijde vastgoedaandelen nu een goed huwelijk? De sleutel van iedere goede relatie in het leven ligt voor een deel in het onderkennen van het feit dat iedereen uiteindelijk verschillend is en dat juist deze verschillen zoveel kunnen toevoegen. Indien je bereid bent goed naar de ander te luisteren en je te verplaatsen overbrug je de verschillen en haal je het beste in elkaar naar boven. Deze wijsheid lijkt ook van toepassing op de probleemstelling van dit onderzoek:

Zorgt een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen voor een verbetering van de risico/rendementsverhoudingen binnen de “multi-asset portefeuille” van een particuliere belegger?

Door de verschillende onderzoeksvragen in twee fases te beantwoorden is duidelijk geworden dat een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen zorgt voor een goed huwelijk. Door de verschillende risico/rendementskenmerken van beide beleggingsoplossingen te combineren komt er een aantoonbaar voordeel voor de particuliere belegger naar voren.

In het eerste gedeelte van het onderzoek is duidelijk geworden dat - in tegenstelling tot de uitkomsten van het literatuuronderzoek - beursgenoteerd vastgoed in casu niet zorgt voor een rendementsverbetering over de gehele periode.

Als we volatiliteit nemen als maatstaf voor risico dan valt op dat de uitslagen van beursgenoterde vastgoedaandelen minder volatiel zijn dan die van de directe vastgoedbeleggingen. Dit is op het eerste gezicht een opmerkelijke uitkomst daar vaak de perceptie bestaat onder beleggers dat beursgenoteerde vastgoedaandelen een veel grilliger koerspatroon kennen dan directe vastgoedbeleggingen. De kracht van de combinatie ligt in een zeer lage onderlinge correlatie. Op basis van de efficiënte grenslijn wordt duidelijk dat een vastgoedportefeuille die bestaat uit 60% wereldwijd beursgenoteerde vastgoed aandelen en voor 40% uit woningen in Den Haag het laagste risico kent. Hieruit komt naar voren dat het toevoegen van vastgoedaandelen zorgt voor verlaging van het risico in de portefeuille.

Deze uitkomst werd niet alleen duidelijk door de lagere volatiliteit van de gecombineerde portefeuille over de gehele periode, maar werd ook nog eens bevestigd in een periode van crisis. In de drie crisisperiodes ("Dot.com", GFC en Europese schuldencrisis) werd duidelijk dat het toevoegen van vastgoedaandelen zorgde – in alle gevallen- voor een verlaging van de volatiliteit. Ten tijde van de Europese schuldencrisis leverde het beleggers ook nog eens een hoger rendement op.

Als de gecombineerde vastgoedportefeuille vervolgens wordt afgezet tegen de inflatie dan wordt duidelijk dat deze het stelstelmatig beter heeft gedaan dan de inflatieontwikkeling over de gehele periode.

In het tweede gedeelte is vervolgens aangetoond dat weliswaar de gecombineerde vastgoedportefeuille de laatste 20 jaar een aanzienlijk hoger rendement heeft behaald dan de "multi-asset portefeuille". Dit hogere rendement gaat wel hand in hand met een hogere volatiliteit. Door de twee samen te combineren valt het wederom op dat er een lage correlatie tussen de twee reeksen bestaat. Ook hier is dus sprake van een diversificatie effect door de gecombineerde vastgoedportefeuille toe te voegen aan de "multi-asset portefeuille". Door het toevoegen van de gecombineerde vastgoedportefeuille aan de "multi-asset portefeuille" wordt het risico licht verlaagd maar het rendement wel degelijk verhoogd.

Hiermee zijn de meeste onderzoeksvragen beantwoord. Wat echter niet direct uit de data naar voren komt is het antwoord op de vraag welke idiosyncratische risico's nog meer worden verminderd wanneer men beursgenoteerd vastgoed combineert met een directe vastgoedbelegging? Dit zal in het komende hoofdstuk uitvoerig worden behandeld.

5. De overige risico's in beeld

“The word “risk” derives from the early Italian risicare, which means “to dare.” In this sense, risk is a choice rather than a fate. The actions we dare to take, which depend on how free we are to make choices, are what the story of risk is all about. And that story helps define what it means to be a human being.”

— Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*

Inleiding

Aan het beleggen in vastgoed zijn risico's verbonden. Deze risico's kunnen nadelige gevolgen hebben voor het geprognosticeerde rendement en voor het ingebrachte vermogen van een belegger. Het is dus voor een belegger van belang de risico's vooraf duidelijk in kaart te brengen en deze vervolgens gedurende de looptijd van de belegging waar mogelijk tot een minimum te beperken.

Veel vermogende particuliere beleggers ervaren het beleggen in wereldwijd genoteerde vastgoed-aandelen als een groter risico dan het direct beleggen in Nederlandse huurwoningen. Dit is dan ook vaak de reden dat men door de jaren heen woningen begint aan te kopen om deze vervolgens weer te gaan verhuren. Veel beleggers zijn hiervoor beloond geweest de afgelopen drie decennia. De Nederlandse huurmarkt heeft immers goed gepresteerd en ook de verbeterde economische omstandigheden in combinatie met het lastiger toetreden op de koopwoningmarkt leidt tot een toename van de vraag in het niet-gereguleerde huursegment. Het afgelopen decennium is er schaarste op de Nederlandse woningmarkt ontstaan en deze zal het komende decennium nog niet zijn weggewerkt. Genoeg reden voor een particuliere belegger om actief te blijven in huurwoningen op de Nederlandse vastgoedmarkt. De vraag is echter of deze belegger alle risico's die verbonden zijn aan deze wijze van investeren voldoende in beeld heeft.

In dit hoofdstuk ga ik dan ook in op enkele specifieke materiële risico's die onze beleggingsportefeuille van 50 panden in Den Haag (hierna: de portefeuille) met zich mee kan brengen. Het gaat dus niet over volatiliteit als risicomaatstaf zoals dit in het vorige hoofdstuk is besproken. Noch gaat het over de algemene risicofactoren, die verbonden zijn aan het beleggen in vastgoed en dus ook opgaan voor de beleggingen in wereldwijde vastgoedaandelen. In dit hoofdstuk zal er aandacht worden besteed aan de mogelijke nadelen van het hebben van een particuliere vastgoedbeleggingsportefeuille in een (grote) stad in Nederland. Het betreft dus zeer specifieke risico's, waar een belegger zich in eerste instantie misschien niet altijd van bewust is, maar die zich wel degelijk kunnen voordoen. Deze risico's hebben vaak een idiosyncratisch karakter.

De benoemde risicofactoren zijn omstandigheden die zich mogelijk zouden kunnen voordoen. Het is niet mijn bedoeling om een uitspraak te doen over de mate van waarschijnlijkheid dat deze omstandigheden zich daadwerkelijk voordoen. Het intreden van deze risico's kan de financiële positie van de belegger en daarmee de waarde van de portefeuille negatief beïnvloeden.

Het hierin opgenomen overzicht van risico's is ook niet limitatief. Er kunnen zich ook andere, voorzienbare en niet-voorzienbare risico's voordoen die de waarde van de portefeuille en daarmee het directe of indirecte rendement kunnen beïnvloeden.

5.1 Specifieke risicofactoren

Marktrisico

Marktrisico is een van de belangrijkste factoren bij de waardeontwikkeling van vastgoed.

Het marktrisico kan worden omschreven als het algemene economische klimaat waarin de specifieke vastgoedmarkt zich bevindt, in casu het economische klimaat van Nederland alwaar de Haagse woningen gelegen zijn. Daarnaast vormt de keuze van de stad is ook een onderdeel van het marktrisico.

Het economisch klimaat is van invloed op de vraag en het aanbod van vastgoedobjecten en op de verhuurmarkt. Veranderingen in vraag en aanbod spelen daarbij een grote rol. In geval van verminderde vraag bij een minimaal gelijkblijvend aanbod zal de waarde van vastgoed in het algemeen en van de woningen in het bijzonder onder druk komen te staan. Dit lijkt in de huidige marktomstandigheden, waarbij er nog steeds sprake is van een tekort aan woningen³³, niet realistisch.

Het risico zou uit een andere hoek kunnen komen. In 2017 nog heeft het IMF ons land gewaarschuwd voor de hoge schuld van Nederlandse huishoudens. Deze is mede veroorzaakt door de hoge hypotheken die mensen afsluiten. Het IMF pleit – net zoals de Nederlandse Bank (DNB)³⁴ – voor neerwaarts bijstellen van de leennormen. Een dergelijke maatregel zou een prijsdrukkend effect kunnen hebben op de huizenmarkt.

Ook de beschikbaarheid van financiering, de rentestand en het inflatiepercentage zijn factoren die hierop van invloed kunnen zijn. De waarde bij de verkoop van de woningen is voor een belangrijk deel afhankelijk van externe macro-economische factoren en de situatie op de woningmarkt in Nederland.

Zelfs een beleggingsportefeuille van vijftig panden in Den Haag kan zich niet wapenen tegen macro-economische krachten die het waardeverloop van de woningen kunnen bepalen. Eventuele waarde-dalingen als gevolg van macro-economische krachten kunnen het uiteindelijke rendement voor de particuliere belegger in belangrijke mate beïnvloeden.

De stad waar het vastgoed gelegen is vormt ook een belangrijk onderdeel van het marktrisico. Als belegger moet vragen stellen als: Hoe zijn de lokale economische ontwikkelingen? Ligt de stad in een groei- of krimpgebied? Hoe is de koopkrachtontwikkeling binnen de gemeente? Is de stad aantrekkelijk (universiteit, hogeschool, ziekenhuis etc.) genoeg? Maar daarnaast ook: Is mijn portefeuille

³³ De groei van de huishoudens was de afgelopen jaren hoger dan de uitbreiding van de woningvoorraad, waardoor het woningtekort zich op een hoog niveau bevindt. Voor 2019 wordt het tekort op 294.000 woningen geraamd. Met name in westen en midden van het land is het woningtekort sterk opgelopen.

³⁴ In het boek "Hot Property, The Housing Market in Major Cities" beschrijven de DNB Medewerkers Nijskens, Lohuis, Hilbers en Heeringa de bloeiende huizenmarkt in diverse wereldsteden en de uitdagingen die dit oproept voor beleidsmakers en centrale banken.

voldoende gespreid binnen de stad of is er sprake van een concentratie in een bepaalde wijk? Dit laatste kan – als een wijk verslechtert- specifieke en soms onvoorziene risico's opleveren.

Vooralsnog is de huurmarkt in Nederland sterk te noemen en mede vanwege de structurele aanbodbeperkingen in de grote steden stijgen de huurprijzen verder. Vooral de welvarende stedelijke gebieden in de Randstad (waar Den Haag ook onder valt) profiteren van deze urbanisatie. Het is tij kan echter ook zo weer keren.

Huur- en huurinkomstenrisico

Belangrijkste inkomsten die bijdragen aan het rendement van een particuliere beleggingsportefeuille zijn de huurinkomsten. Bij de beëindiging van het huurcontract of door voortijdige beëindiging zal er een nieuwe huurder voor de desbetreffende woning moet worden gezocht. Dit kan ertoe leiden dat er (tijdelijk) geen of minder inkomsten of huur voor de desbetreffende woning wordt ontvangen ter dekking van de kosten of verplichtingen.

Ook is het mogelijk dat de eigenaar additionele investeringen in de woning moet doen om de woning opnieuw gereed te maken voor verhuur. Bij een portefeuille van slechts 50 panden in Den Haag zal het "uitwonen van een woning" direct invloed hebben op het rendement van de portefeuille. Het zijn immers niet alleen de kosten die gemaakt dienen te worden voor de herstelwerkzaamheden om het pand weer te kunnen verhuren maar ook de extra tijd die dit in beslag neemt. Hierdoor staat het bijvoorbeeld een maand langer leeg dan gepland. Dit kwam ook duidelijk als risico naar voren tijdens het interview met de heer Jos Stevens.³⁵

Hoewel in dit onderzoek ervanuit is gegaan dat de portefeuille van de Haagse woningen volledig met eigen vermogen is gefinancierd kan het wel degelijk in de praktijk voorkomen dat beleggers gebruik maken van vreemd vermogen. Het kan dus voorkomen dat de belegger met een potentiële financier een "debt service coverage ratio" is overeengekomen. Deze ratio drukt de minimaal vereiste bruto huurontvangsten verminderd met de exploitatiekosten ten opzichte van de rente- en aflossingsverplichtingen uit. De financier kan periodiek testen of wordt voldaan aan deze ratio en kan nadere verplichtingen stellen (zoals additionele aflossing of beëindiging van de financiering) als niet wordt voldaan aan de ratio. Als een financier besluit tot nadere verplichtingen kan dit het rendement negatief beïnvloeden. Dit geldt natuurlijk ook bij herfinancieringsvraagstukken.

Acquisitierisico

De particuliere belegger koopt woningen aan en streeft ernaar om een volledige portefeuille door de tijd heen op te bouwen. Dit proces vraagt veel tijd, zodat er slechts op een beperkt aantal projecten een bieding kan worden uitgebracht. Bij toenemende concurrentie zal de slagingskans zelfs verder afnemen. Grotere institutionele beleggers beschikken vaak over een (eigen) grote en professionelere organisatiestructuur. Hierdoor kunnen zij tegelijkertijd aan meerdere dossiers werken waardoor zij slagvaardiger zijn in de op- en uitbouw van een beleggingsportefeuille. In de praktijk blijkt overigens dat veel particuliere beleggers dit niet onderschrijven. Zij stellen dat juist de lokale netwerken, waarin zij actief zijn, hen in staat stellen om snel en adequaat acquisities te doen.

³⁵ Vastgoedbelegger Jos Stevens bevestigt dit beeld tijdens zijn interview d.d. 28 april 2020. Zie bijlagen

Politiek risico/regelgeving

Een factor waar particuliere beleggers over het algemeen te weinig rekening mee houden is de landelijke en lokale politiek en regelgeving in Nederland. Maatregelen met betrekking tot bijvoorbeeld huur(bescherming), bodemverontreiniging, technische vereisten, (fiscale) tarifiering, en bestemmingsplannen kunnen directe gevolgen hebben voor de lokaal georiënteerde vastgoedbeleggingen. Het is in algemene zin mogelijk dat wijzigingen op het gebied van dergelijke wet- en regelgeving gevolgen hebben voor de verhuurbaarheid en de verkoopbaarheid van de woningen hetgeen het rendement van de vastgoedportefeuille negatief kan beïnvloeden.

De landelijke politiek kan met maatregelen zoals het verder versneld afbouwen van de hypotheek-renteaftrek, wijzigingen in de fiscale wet- en regelgeving of aanscherping van de leennormen voor particuliere huizenkopers, de prijzen voor koopwoningen negatief beïnvloeden. Deze maatregelen hebben een negatief effect op het rendement van de portefeuille.

De overheid oefent tevens invloed uit op de huurmarkt en dit kan tot additionele risico's leiden. De overheid heft bijvoorbeeld een additionele belasting, de verhuurdersheffing, bij eigenaren van meer dan 50 niet geliberaliseerde huurwoningen.

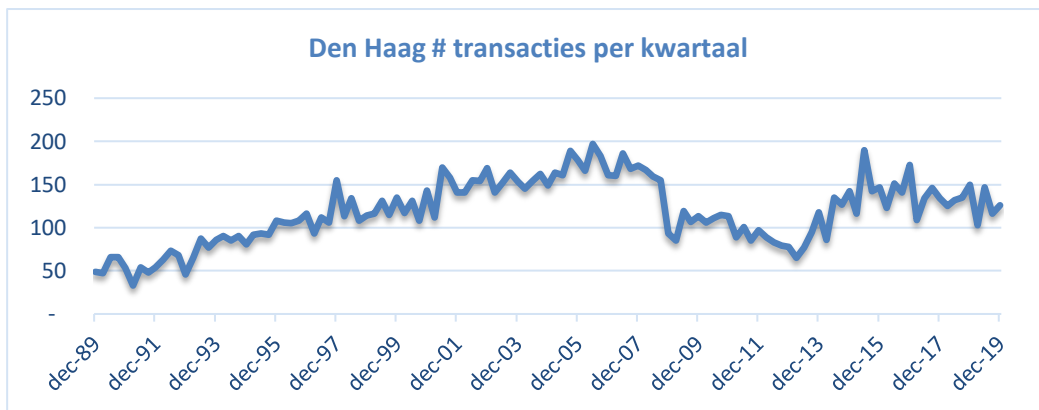
Verder lopen er wetgevingsinitiatieven om gereguleerde huurprijzen (woningwaarderingssysteem) ook toe te gaan passen op woningen in andere huursegmenten (liberaliseerde huurmarkt) waardoor gerealiseerde huren worden verlaagd en/of beperkt kunnen stijgen. In Den Haag heeft zich al een dergelijk ingrijpen door de lokale gemeenteraad voorgedaan. Medio 2019 is besloten tot een inkomensgrens voor de toewijzing van huurwoningen in het middensegment. Hierdoor komen mensen met hogere inkomens in Den Haag niet meer in aanmerking voor een woning met een huur van tussen de 720 en 951 euro per maand. Hiermee grijpt Den Haag, als eerste gemeente in Nederland, in op de huurmarkt in de vrije sector. Dit kan tot gevolg hebben dat beleggers woningen niet meer willen verhuren, maar in de verkoop zullen zetten omdat verhuren voor hen niet meer rendabel is.

Mogelijke additionele eisen die door de overheid worden gesteld aan het verduurzamen van woningen kunnen leiden tot hogere kosten voor de belegger en derhalve een negatieve invloed hebben op het rendement.

Beperkte verhandelbaarheid

Als een groot deel van het familievermogen vast zit in stenen dan kan zich bij een plotseling overlijden van de eigenaar een probleem voordoen. In het ergste geval zullen de erfgenamen een gedeelte van het onroerend goed moeten verkopen om zodoende de erfbelasting te betalen. Of dat makkelijk lukt, zal vooral afhangen van de marktsituatie op dat moment. Zoals uit afbeelding 26 blijkt kunnen er zich jaren voordoen dat het aantal transactie plotseling sterk daalt en de markt daarna voor een langere periode minder liquide is. Daarbij komt het de onderhandelingspositie van de erfgenamen – en daarmee de verkoopopbrengst – meestal niet ten goede als er onder tijdsdruk verkocht moet worden.

Afbeelding 26: Aantal verkooptransacties in het gebied van de Haagse woningportefeuille



Bron: NVM

Onderhoudskosten- en milieurisico

De kosten van onderhoud zijn van invloed op de (netto)huuropbrengsten en de waarde van een woning. De particuliere belegger gaat uit van jaarlijkse onderhoudskosten om de Haagse woningen in een kwalitatief goede staat te houden. Gedurende de looptijd kan de belegger te maken krijgen met onvoorziene onderhoudskosten, bijvoorbeeld als gevolg van verborgen gebreken of calamiteiten, hetgeen een negatieve invloed kan hebben op het rendement van de portefeuille van het jaar waarop deze onvoorziene onderhoudskosten betrekking hebben.

Ten tijde van de acquisitie van woningen is er, waar mogelijk, onderzoek gedaan naar eventuele milieuproblematiek. Echter is het niet uit te sluiten dat er sprake is van bijvoorbeeld vervuilde grond, asbest of andere milieuvervuilende materialen. Indien echter in de toekomst mocht blijken dat er wel sprake is van bijvoorbeeld vervuilde grond, asbest of andere milieuvervuilende materialen, dan zal de belegger mogelijk voor de kosten voor de verwijdering hiervan opdraaien. Dit kan negatieve gevolgen hebben op het rendement van de portefeuille.

Spreidings- of concentratierisico

Het rendement is dus afhankelijk van een groot aantal factoren welke in meer of mindere mate een directe en/of indirecte invloed hebben. De ligging van het vastgoed, de ontwikkelingen in de omgeving van het vastgoed, en de kwaliteit en staat van het vastgoed en de kwaliteit en solvabiliteit van huurders zijn belangrijke factoren die van invloed zijn op het rendement.

Deze factoren kunnen enigszins worden beperkt door gespreid te beleggen in verschillende typen vastgoed op verschillende locaties en met verschillende (type) huurders. Deze particuliere belegger belegt uitsluitend in individuele woningen/appartementen en daardoor is de spreiding beperkt in het type vastgoed wat kan leiden tot een hoger spreidingsrisico. Daarnaast belegt men ook in solitaire woningen waardoor het beheer en verkoop/verhuur mogelijk relatief duurder is in vergelijking met een groter aantal woningen in een gebouw of straat.

Compliance risico

In het huidige tijdperk worden beleggers in direct vastgoed steeds meer geconfronteerd met regelgeving op het gebied van compliance. Begrippen als "Know Your Customer (KYC)", "Ultimate Beneficial

Owner (UBO)” en “Anti Money Laundering (AML)” hebben ook in de vastgoedwereld hun intrede gedaan. Dit kan zowel het aan- als verkoopproces van de particuliere belegger beïnvloeden.

Overige risicofactoren

Als overige risicofactoren kunnen nog worden genoemd: (1) De omvang van de portefeuille. Hoe kleiner deze is des te gevoeliger deze is voor negatieve externe factoren. Daarnaast zou men ook nog kunnen denken aan (2) de risico's die verbonden zijn aan het niet transparant zijn van de vastgoedmarkt. Een particuliere belegger kan hier veel hinder van ondervinden als er geen betrouwbare data voorhanden zijn om een aankoopbeslissing op te baseren. Daarnaast is ook (3) het risico van slecht beheer van een portefeuille een reël risico. Dit werd ook expliciet genoemd door de heer Jos Stevens tijdens ons interview.³⁶

Waar particuliere beleggers ook nog tegen kunnen aanlopen is (4) het fiscale risico of het risico dat de fiscale behandeling verandert. Zeker voor vermogende families is dat een van de belangrijkste thema's als ze naar direct vastgoed kijken. Denk aan verandering van de Bedrijfs Opvolg Regeling (BOR). Andere onderwerpen kunnen zijn: (5) Wettelijke eisen omtrent toegankelijkheid van woningen voor mensen met een handicap. Dit kan tot enorme kosten leiden; (6) Aanpassing Bouwbesluit bij nieuwbouw. Zorgt voor een wezenlijke aanpassing in wat je bouwt en dus de kosten; (7) Verzekeringsrisico's. Met de verandering van het klimaat worden beleggers geconfronteerd met het niet kunnen afdekken van deze gevolgen, hetgeen een groot thema is; (8) Risico dat je onder de verhuurdersheffing valt (vanaf 50 woningen). Kortom, het beleggen in huurwoningen kan een groot aantal potentiële risico's met zich meebrengen voor de particuliere belegger.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen kennen vanzelfsprekend ook de nodige risico's. De omvang van de onderliggende beleggingen, de wereldwijde spreiding over landen, sectoren en type vastgoed en de professionele aansturing maakt dat er minder idiosyncratische risico's aanwezig zijn, zoals die hierboven zijn beschreven voor een portefeuille van vijftig Haagse woningen. Hiermee is dan ook de laatste onderzoeksvraag: *Welke idiosyncratische risico's worden nog meer vermindert wanneer beursgenoteerd vastgoed wordt toegevoegd aan een directe vastgoedbelegging?* beantwoord.

³⁶ Zie noot 34

6. Reflectie, conclusies en implicaties

*"It ain't what you don't know that gets you into trouble.
It's what you know for sure that just ain't so."*

— Mark Twain

Inleiding

In dit hoofdstuk zal er verder worden gekeken naar de uitkomsten van het onderzoek. Onder welke macro-economische omstandigheden zijn deze uitkomsten ontwikkelingen nu eigenlijk tot stand zijn gekomen? Hoe sterk is de Nederlandse woningmarkt? Hoe wordt risico nu eigenlijk ervaren door deze groep van vermogende particuliere vastgoedbeleggers? Wat is de invloed van een stelselmatig gebrek aan data op hun handelen? Welke lessen kunnen worden meegenomen voor toekomstige vastgoedbeslissingen? Na een aantal reflecties over verschillende onderwerpen die reeds eerder werden besproken kom ik tot een aantal conclusies en de implicaties voor onze dienstverlening.

6.1 De invloed van de dalende rente in Nederland

De rente is in de afgelopen decennia gedaald naar een historisch laag niveau. Deze trendmatige daling van de rente, zowel in nominale als in reële termen, is met name gedreven door een lagere inflatie en door structurele factoren in de wereldeconomie, zoals een lagere lange termijn groei-verwachting, mondiaal toegenomen besparingen (mede door vergrijzing) en een lagere investeringsbereidheid.

Ook het ruime monetaire beleid heeft bijgedragen aan de lage rente. Om de economie te ondersteunen hebben centrale banken in de afgelopen jaren de beleidsrentes verlaagd en daarnaast onconventionele maatregelen genomen, zoals het aankopen van obligaties. Mede hierdoor ligt de rentecurve niet alleen historisch laag, maar is deze met een klein verschil tussen de lange en de korte rente ook zeer vlak.

Beleggers hebben de afgelopen jaren op verschillende manieren de positieve gevolgen van de lage rente mogen ervaren. Door de stelselmatige daling van de rente zijn alle kasstromen meer waard geworden, ongeacht of deze nu voortkomen uit onroerend goed, aandelen of obligaties. Dit beeld kwam ook duidelijk naar voren in het onderzoek (zie afbeelding 27), waarin de Haagse woningportefeuille een ongekend hoog rendement liet zien over de gehele periode en obligatiebeleggingen in dezelfde tijdsspanne het hoogste rendement gecorrigeerd voor risico.

Afbeelding 27: Rendement versus Standaarddeviatie van de verschillende (sub)asset-classes

Belegging	Rendement (%)	Standaarddeviatie (%)
Haagse woningen	14,27	21,24
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	8,73	19,27
Aandelen wereldwijd	7,76	17,57
Obligaties wereldwijd	6,38	3,8

Bron: MSCI, Bloomberg, NVM, ROZ/IPD, GPR

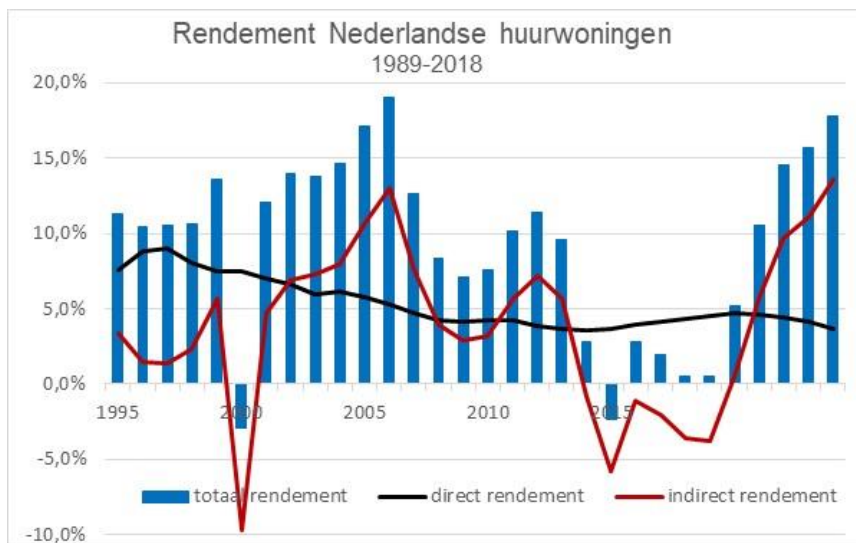
De grote vraag die zich naar de toekomst voordoet is hoe zal de rente zich gaan ontwikkelen. Hoewel niemand het antwoord op deze vraag weet lijkt het erop dat de functie van de dalende rente als structurele reden voor stijgende prijzen/waarderingen uitgespeeld is. Een verdere daling van de rente zou immers een groot aantal negatieve aspecten met zich mee kunnen brengen, zoals de invloed op onze pensioenen, de verdere afname van de winstgevendheid van onze banken en de toenemende kans op instabiliteit in ons financiële systeem. Bij de huidige negatieve rente worden voorzichtige spaarders namelijk gestraft en hoge schulden beloond. Beleggers gaan daardoor steeds meer op zoek naar rendement en door de stijging van de verschillende financiële assets klagen zij voorlopig niet. Hiermee doet zich een het gevaar voor van misallocatie en het verder opblazen van zeepbellen (bubbelvorming). Dit is niet wenselijk.

Indien we uitgaan van een normalisering van de rente dan heeft dit direct invloed waarderingen van beleggingen. Het is dus niet ondenkbaar dat het komend decennium er wezenlijk anders uit zal gaan zien voor een vermogende particuliere belegger.

6.2 De kracht van de Nederlandse woningsbeleggingsmarkt

Beleggingen in Nederlandse woningen hebben de afgelopen 30 jaar aantrekkelijke totaalrendementen gegenereerd. Afbeelding 28 laat zien dat Nederlandse huurwoningen slechts twee keer een negatief rendement hebben gerealiseerd over deze langjarige periode, hetgeen uitzonderlijk goed is. Zoals in de voorgaande paragraaf is beschreven heeft ook de portefeuille van de vijftig Haagse woningen ook bovengemiddeld gepresteerd. De dalende rente was hierbij een belangrijke factor maar ook de ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt zelf.

Afbeelding 28: Rendement Nederlandse huurwoningen 1989-2018

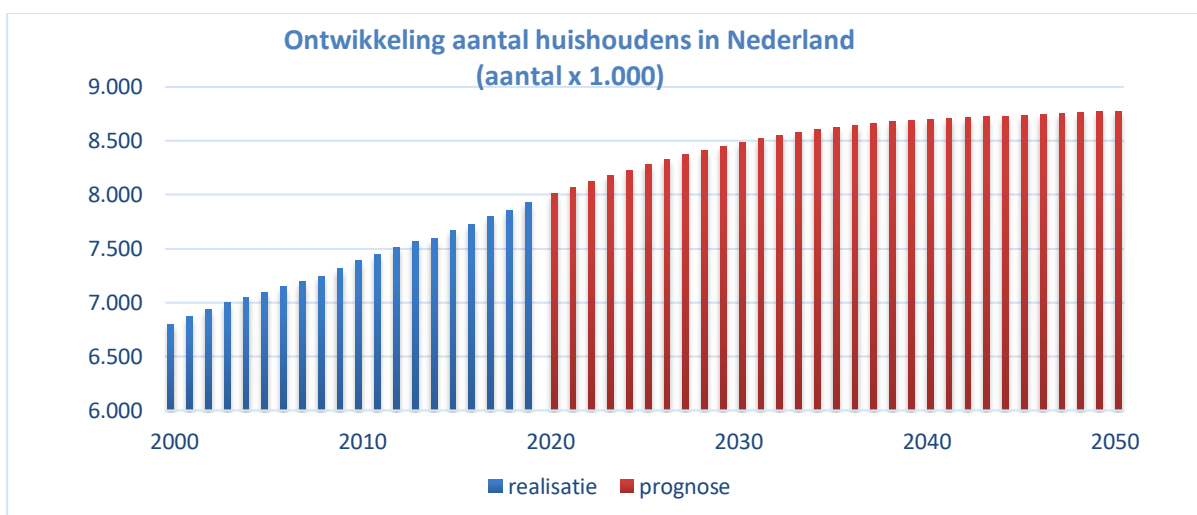


Bron: MSCI, ROZ/IPD

De groei van de huishoudens was immers de afgelopen jaren hoger dan de uitbreiding van de woningvoorraad, waardoor het tekort aan woningen verder is toegenomen. Met name in het westen en midden van Nederland is het woningtekort sterk opgelopen.

Het komende decennium zal naar verwachting het aantal huishoudens verder blijven stijgen (+ 530.000 tot 8,45 miljoen eind 2029), zie afbeelding 29. Deze groei van de bevolking en het aantal huishoudens in combinatie met de traag op gang komende woningbouwproductie zorgt voor een verder oplopend woningtekort in Nederland op termijn.

Afbeelding 29: Ontwikkeling van het aantal huishoudens in Nederland



Bron: ABF research/Primos 2019

Wel is er een groot onderscheid te maken tussen de verschillende regio's. De druk op de woningmarkt is het meest zichtbaar in de grootstedelijke gemeenten. Het woningtekort in de vijf grootste steden in 2019 bedroeg bijna 160.000 woningen (5,1% van de woningvoorraad). Ook op de woningbeleggingsmarkt zijn duidelijk regionale verschillen te zien. Ongeveer 53% van het totale transactievolume werd in de Randstad geïnvesteerd.

De woningprijzen in Nederland stegen de afgelopen 20 jaar met gemiddeld 3,5% per jaar terwijl de inflatie over die periode slechts gemiddeld 1,9% per jaar bedroeg. De huren van woningen zijn de afgelopen 20 respectievelijk 30 jaar met gemiddeld 2,6% respectievelijk 3,2% per jaar gestegen. Over de afgelopen 30 jaar was de gemiddelde huurverhoging gemiddeld 1,1% per jaar hoger dan de inflatie. De afgelopen vijf jaar waren door toenemende schaarste, dalende financieringslaten en gunstige economische ontwikkelingen (zoals afnemende werkloosheid) zeer sterk te noemen.

Deze gunstige marktontwikkelingen en de goede vooruitzichten hebben de afgelopen jaren ook veel (particuliere) beleggers aangetrokken. De vraag is of de uitgangspunten zo gunstig zullen blijven. Bruto aanvangsrendementen zijn immers sterk gedaald en daarnaast blijkt uit de interviews dat beleggers zich zorgen maken over het lokaal en landelijk overheidsbeleid en welke invloed dit zou kunnen hebben op hun portefeuille. Tijdens de gesprekken gaven zij aan dat de overheid zich volgens hen zo min mogelijk moet bemoeien met de particuliere huursector, zeker wanneer het gaat om het vrije huursegment. De afgelopen decennia bevatte de huurwetgeving in Nederland weinig extra beperkingen voor huurverhogingen. In het huidige politieke klimaat in Nederland lijkt dit thema nu te kantelen. Particuliere beleggers zijn huiverig voor de "politieke risico's" (zoals beschreven in hoofdstuk 5), die door nieuwe beleidsmaatregelen kunnen ontstaan. In de gemeente Den Haag, maar ook in Utrecht en Amsterdam, heeft dit risico zich al voorgedaan.

6.3 Volatiliteit als risicofactor

Een ander onderwerp om over na te denken, wat in de voorgaande hoofdstukken diverse keren naar voren is gekomen, is de betekenis van de bewegelijkheid van koers-, rendementsuitslagen. Deze volatiliteit wordt op financiële markten vaak gezien als risico. Het is een populaire maatstaf omdat deze eenvoudig is te berekenen en te verwerken in een excel-spreadsheet. Hiermee kan je vervolgens snel een oordeel vellen over de aantrekkelijkheid van een investering. Echter, risico willen vastleggen in één cijfer lijkt te mooi om waar te zijn. Zoals Han Dieperink, voormalig CIO van de Rabobank, in zijn laatste boek "Beleggen op het kantelpunt" stelt: "Volatiliteit is niet hetzelfde als risico, het is van belang hoe beleggers er mee omgaan. Wie niet goed reageert op volatiliteit wordt vaak geconfronteerd met het echte risico van beleggen, namelijk het permanent verlies van vermogen".

Onze menselijke emotie kan ons namelijk soms in de weg zitten bij het nemen van rationele (financiële) beslissingen. Niemand die dit proces mooier heeft verwoord dan superbelegger Warren Buffet: *"To refer to a personal taste of mine, I'm going to buy hamburgers the rest of my life. When hamburgers go down in price, we sing the 'Hallelujah Chorus' in the Buffet household. When hamburgers go up in price we weep. For most people it's the same with everything in life they will be buying –*

except stocks. When stocks go down and you can get more for your money, people don't like them anymore."

Daar komt nog eens bij dat wanneer een hogere volatiliteit normaal is en vaker voorkomt, beleggers dit ook normaal gaan vinden en daarmee accepteren. Het is pas wanneer de volatiliteit toeneemt tot het niveau dat niet vooraf is geaccepteerd dat volatiliteit ervaren wordt als risico. Het is dan ook daardoor dat mensen vaak verkeerd reageren op veranderingen in volatiliteit.

Een ander opmerkelijk gegeven als we kijken naar volatiliteit als risicobegrip is het fenomeen dat iets wat niet of nauwelijks beweegt, het stempel krijgt van laag risico. Mocht deze belegging toch opeens in beweging komen, dan is het gepercipieerde risico veel groter dan een belegging die dagelijks behoorlijke koersuitslagen kan laten zien. Lage volatiliteit staat gelijk aan laag risico en dat nodigt juist uit tot het nemen van meer risico³⁷. Beleggers zijn immer geneigd meer risico te nemen wanneer een belegging stabiel is. Om het rendement van deze belegging verder te verhogen wordt het zelfs verleidelijk om na verloop van tijd te werken met vreemd vermogen. Op het moment echter dat de volatiliteit toch oploopt, moet deze financiering weer worden afgebouwd, wat uiteindelijk de volatiliteit en ook de instabiliteit verhoogd.

Bij veel particuliere vastgoedbeleggers zie je dit gedrag terugkomen. Doordat de panden in de beleggingsportefeuille vaak niet met enige regelmaat worden getaxeerd ontstaat er een idee van een stabiele waardeontwikkeling, zeker als je dit afzet tegen beursgenoteerde beleggingen. Dit wordt als prettig en 'rustgevend' ervaren en draagt bij aan de beslissing om vreemd vermogen aan te trekken. Het is belangrijk om naar dit gebruik vreemd vermogen te kijken en in welke mate aan de verplichtingen voldaan kan blijven worden tijdens een crisis. Maar wanneer bijvoorbeeld de huuropbrengsten volledig wegvallen, ontstaat een direct probleem. Dan kunnen de financieringsuitgaven niet meer worden voldaan. De eigenaar heeft de keuze om deze vanuit andere middelen te voldoen (toevoegen van eigen vermogen), een regeling overeen te komen met de bank of te stoppen met betalen. Dit laatste leidt ertoe dat de bank de lening zal opeisen en dit kan alleen maar door het vastgoed te verkopen. Bij een gedwongen verkoop, tijdens een crisis waarin de waardes al dalen, wordt het risico op een verkoopverlies aanzienlijk. Een belegging met een ogenschijnlijk lage volatiliteit blijkt ineens veel risicovoller te zijn.

6.4 Het gebrek aan data

Wat opviel tijdens dit onderzoek was het gebrek aan openbare data over zowel particuliere als mede institutionele vastgoedportefeuilles. Het verkrijgen van betrouwbare, langjarige data over echte vastgoedbeleggingsportefeuilles is bijna een onmogelijke opgave. Vaak worden de panden van particuliere beleggers niet jaarlijks getaxeerd, is er geen gedegen administratie waaruit de daadwerkelijk gemaakte kosten uit naar voren komen en indien deze wel beschikbaar zijn worden ze niet zomaar gedeeld³⁸. Een vermogende particuliere belegger heeft weliswaar zicht op zijn eigen bezit, maar kan dit op geen enkele manier toetsen aan de wereld om hem heen. Dit gebrek aan een goede

³⁷ Dieperink stelt in zijn boek "Beleggen op het kantelpunt" dat men lering kan trekken uit de theorie van dynamische systemen (chaostheorie) en het werk van Charles Kindleberger en Hyman Minsky over dit onderwerp.

³⁸ Vastgoedbelegger Jos Stevens bevestigt dit beeld tijdens zijn interview d.d. 28 april 2020. Zie bijlagen

benchmark zorgt ervoor dat veel beleggers in het duister tasten als het gaat om het beoordelen van hun eigen vastgoedprestaties.

Natuurlijk brengt MSCI nog altijd jaarlijks een vastgoedindex³⁹ uit waarin de prestaties van Nederlandse huurwoningen zowel op stedelijk als landelijk niveau in beeld worden gebracht. Het zijn over het algemeen de grotere institutionele beleggers, die ofwel de schaalgrootte en budget hebben voor uitgebreide en doorlopende data-analyse, ofwel waar evaluatie van de performance tegen een benchmark plaatsvindt tussen manager en investeerder. Vermogende particuliere beleggers maken hier niet of nauwelijks gebruik van omdat de MSCI-gegevens niet openbaar en ook kostbaar zijn.

Het openbaar maken van relevante vastgoedgegevens kan de particuliere vastgoedbelegger op termijn echter veel voordelen opleveren. Hierbij kan concreet gedacht worden aan een verbeterde aansturing van zijn vastgoedportefeuille alsmede het optimaliseren van zijn eigen vastgoedorganisatie. Op basis van verschillende indicatoren kunnen beleggers dan steden, wijken en of huurwoningen onderling vergelijken. Daarnaast kan de particuliere belegger beslissen om zaken, die tot nu toe door de eigen vastgoedorganisatie werden uitgevoerd, eventueel uit te besteden omdat dit niet alleen vaak efficiënter is maar ook goedkoper.

Het zou wenselijk zijn om data te verzamelen op het niveau van de eigen beleggingspanden en deze beschikbaar te stellen. Zo kan er naast de kenmerken van het vastgoed (bouwjaar, omvang, energie-labels etc.) ook beter inzicht worden verkregen in de financiële kenmerken van het object (huurinkomsten, onderhoudskosten, verzkeringskosten etc.). Met deze gegevens kunnen beleggers dan onderbouwde keuzes maken ten aanzien van hun portefeuille en een oordeel vormen over hun eigen beleggingsprestaties. Daarnaast dit zorgt ook voor een professionalisering en transparantie van de beleggingscategorie.

6.5 Conclusies

Een vermogende particuliere belegger heeft de mogelijkheid om op diverse manieren te participeren in de beleggingscategorie onroerend goed. Dit onderzoek heeft zich geconcentreerd op de beleggingsmogelijkheden in onroerend goed middels het eigen- / risicodragende vermogen.

De traditionele manier voor veel particuliere beleggers is het opbouwen van een eigen woningportefeuille voor de lange termijn, zoals de portefeuille van vijftig Haagse woningen. Hierbij heeft men het gevoel “in control” te zijn, geeft het een vorm van (ogenschijnlijke) rust, is het tastbaar en (lijkt) het waardevast. Nagenoeg alle particuliere beleggers zijn sterk lokaal verankerd. Bij voorkeur beleggen zij in één enkele lokale of regionale woningmarkt. Hierbij valt het op dat zij vaak geen expliciete investeringsstrategie hebben, noch strikte rendementseisen hanteren of een heldere financiële strategie nastreven, zoals institutionele beleggers dit wel doen. De particuliere belegger handelt vaak op intuïtie en ervaring, waarbij doelstellingen als ‘geen leegstand’, ‘beleggen in bekende markten’ en ‘waardebehoud en vermogensoverdracht naar de volgende generatie’ een

³⁹ De totale indexwaarde bedroeg op 31/12/2019 57.7 miljard Euro, bestaande uit 3.735 objecten afkomstig van 66 portefeuilles. Daarvan was ongeveer 60% woningen. Dit is ongeveer 35% van de totale institutionele vastgoedinvesteringsmarkt. Dit klinkt wellicht als weinig, maar dit is veruit de grootste database van direct vastgoed die wereldwijd beschikbaar is.

belangrijke rol spelen. Mede door de dalende rente en een robuuste ontwikkeling van de Nederlandse woningmarkt is het rendement op de Haagse woningportefeuille zeer hoog geweest. Hierdoor is er vaak minder aandacht voor de nadelige aspecten van deze manier van beleggen.

Bij indirecte vastgoedbeleggingen heeft de particuliere belegger de mogelijkheid om snel en (kosten)efficiënt een allocatie te verkrijgen in verschillende vastgoedmarkten. De stap naar onbekende gebieden (bijvoorbeeld naar het buitenland) wordt vrijwel alleen gezet als dit noodzakelijk is, bijvoorbeeld omdat de “thuismarkt” te duur is geworden voor het verwerven van nieuwe beleggingsobjecten. Een ander argument kan zijn dat zij de expertise (bijvoorbeeld eigen ontwikkelingservaring) missen en die middels een indirecte vastgoedbelegging willen inkopen. De praktijk leert dat men dit doet door te participeren in private fondsen of ‘separate accounts’. Een belegging is vastgoedaandelen wordt hierbij nog steeds gezien als een belegging in aandelen en niet zozeer in vastgoed.

In eerder academisch onderzoek wordt aangetoond dat een belegging in beursgenoteerde vastgoedaandelen wel degelijk een pure vastgoedbelegging is, mits men maar geen korte beleggingshorizon hanteert. Daarnaast kunnen beleggers gebruik maken van de specifieke karakteristieken van beursgenoteerde vastgoedaandelen. Berkelder⁴⁰ benoemt er expliciet een aantal in zijn interview zoals: (1) Een tijdelijk liquide “ventiel” om over- of onderexposure naar vastgoed mee te reguleren; (2) Een mogelijkheid om arbitrage tussen beursgenoteerd en direct vastgoed mee toe te passen in tijden van overdrijving naar boven of beneden op de beurs; (3) Een mogelijkheid om trends mee te spotten. Veel trends in beursgenoteerd vastgoed zie je 6-9 maanden later in privaat en direct vastgoed. Daarnaast zijn er natuurlijk de algemeen bekende voordelen als (4) dat het beleggen in beursgenoteerd vastgoed grote spreidingsvoordelen kent, (5) dat om spreiding te bereiken ook naar andere locaties dan de goedgekende Nederlandse locaties gekeken moet worden en (6) dat je dat onmogelijk zelf zo goed kunt als lokale partijen. Daarnaast speelt ook (7) liquiditeit een rol.

Doelstelling van dit onderzoek is – om door middel van het analyseren van langjarige datareeksen- te onderzoeken of het combineren van beursgenoteerde met directe vastgoedbeleggingen ervoor kan zorgen dat particuliere beleggers hun “investment opportunity set” significant kunnen verbeteren. Dit zou immers mogelijkserwijs op een aantal onderdelen het geval kunnen zijn.

De probleemstelling van dit onderzoek luidt:

Zorgt een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen voor een verbetering van de risico/rendementsverhoudingen binnen de “multi-asset portefeuille” van een particuliere belegger?

Aan de hand van de uitkomsten op zes deelvragen heeft dit onderzoek duidelijk gemaakt dat het loont voor de particuliere belegger om zijn directe vastgoedbeleggingen te combineren met wereldwijde vastgoedaandelen. Door beursgenoteerd vastgoedaandelen toe te voegen een portefeuille van Haagse woningen wordt niet zozeer het rendement verhoogd alswel het risico verlaagd (Deelvraag 1: **Rendementsverbetering**). Dit is op het eerste gezicht een opmerkelijke uitkomst daar vaak de perceptie bestaat onder beleggers dat beursgenoteerde vastgoedaandelen een veel grilliger koerspatroon kennen dan directe vastgoedbeleggingen.

⁴⁰ Zie bijlage : interview met Max Berkelder, Managing Director Sentinel Real Estate Netherlands op 8 april 2020.

De kracht van de combinatie ligt in een zeer lage onderlinge correlatie. Op basis van de efficiënte grenslijn wordt duidelijk dat een vastgoedportefeuille die bestaat uit 60% wereldwijd beursgenoteerde vastgoed aandelen en voor 40% uit woningen in Den Haag het laagste risico kent (Deelvraag 2: **Risico/rendementsverhouding**). In de drie crisisperioden (“Dot.com”, GFC en Europese schulden crisis) zorgde het toevoegen van beursgenoteerd vastgoedaandelen – in alle gevallen – voor een verlaging van de volatiliteit. Ten tijde van de Europese schulden crisis leverde het beleggers ook nog eens een hoger rendement op (Deelvraag 3: **Crisisperioden**).

In het tweede gedeelte is vervolgens aangetoond dat weliswaar deze gecombineerde vastgoedportefeuille de laatste 20 jaar een aanzienlijk hoger rendement heeft behaald dan de “multi-asset portefeuille”. Dit hogere rendement ging wel hand in hand met een hogere volatiliteit. Door de twee samen te combineren valt het wederom op dat er een lage correlatie tussen de twee reeksen bestaat. Ook hier is dus sprake van een duidelijk diversificatie effect door de gecombineerde vastgoedportefeuille toe te voegen aan de “multi-asset portefeuille”. Hierdoor wordt het risico licht verlaagd maar het rendement wel degelijk verhoogd (Deelvraag 5: **Portefeuille bijdrage**).

Ook als deze gecombineerde vastgoedportefeuille wordt afgezet tegen de inflatie over de gehele periode of getoetst wordt op het genereren van een aantrekkelijke kasstroom kan zij de test met vlag en wimpel doorstaan (Deelvraag 4: **Inflatie**). Een ander belangrijk element om beursgenoteerde vastgoedaandelen toe te voegen aan je directe vastgoed beleggingen is het feit dat je daardoor een aantal idiosyncratische risico wegneemt of sterk verlaagd. De hele specifieke risico’s, zoals beschreven in hoofdstuk 5, die zich kunnen voordoen bij relatief kleinere, lokaal georiënteerde huurwoningportefeuilles (zoals de Haagse woningportefeuille) verdwijnen zodra er meerdere sectoren, geografieën en professioneel management wordt toegevoegd aan de vastgoedallocatie (Deelvraag 6: **Risico**).

De vermogende particuliere belegger heeft dus weliswaar een grote voorkeur voor direct vastgoed, terwijl de beleggingsvolumes eigenlijk automatisch leiden tot een suboptimale allocatie en dus achterblijvende beleggingsresultaten. Dit laatste is de afgelopen dertig jaar gelukkig meegevallen maar dat wil niet zeggen dat dit in de toekomst ook zo blijft. Het opnemen van beursgenoteerde vastgoedaandelen zorgt – ondanks de volatiliteit op de korte termijn – voor een waardevolle aanvulling binnen de beleggingsportefeuille.

6.6 Implicaties

Zoals uit de inleiding blijkt is het bij het adviseringsproces naar onze cliënten van groot belang om inzicht te hebben in de risico- en rendements karakteristieken van de verschillende beleggingscategorieën. Onroerend goed als beleggingscategorie is voor veel mensen een belangrijke rol gaan spelen binnen hun vermogen. We hebben moeten constateren dat er op dit gebied niet alleen meerdere wegen naar Rome leiden, maar dat er ook slimmere routes lijken te bestaan naar het uiteindelijke einddoel. In de institutionele wereld is hier de afgelopen twintig jaar steeds meer kennis en kunde over ontstaan. Zij maken inmiddels gebruik van deze verschillende wegen (direct, indirect, privaat en publiek) om op een gedegen, efficiënte en onderbouwde manier een allocatie naar vastgoed te krijgen. De praktijk laat zien dat zij ook een mix hierin aanbrengen. Deze manier van beleggen lijkt ook over te waaien naar Family Offices. Zij zijn immers de laatste decennia niet alleen

in aantallen maar ook in omvang gegroeid en veel insitutionele kennis over dit onderwerp is nu ook bij deze groep financiële dienstverleners aanwezig.

Dit onderzoek heeft mij vele inzichten opgeleverd, die ik zowel met mijn collega's als gewaardeerde cliënten wil delen. Het is duidelijk geworden dat directe beleggingen voor de particuliere belegger een aantal aantoonbare risico's met zich mee kunnen brengen zonder dat men zich dat altijd even goed realiseert. Deze risico's zijn namelijk de afgelopen jaren door relatief goede rendementen van de directe woningportefeuille op de achtergrond geraakt. Het is niet ondenkbaar dat de komende jaren hier wel eens verandering in zou kunnen komen.

Het is dan ook zaak voor onze organisatie om onze cliënten bewust te maken van de voordelen van beursgenoteerde vastgoedaandelen, de mogelijke keerzijde van het direct beleggen in huurwoningen en de hen te wijzen op de kracht van de gecombineerde oplossing. Hier ligt dan ook een schone taak voor de Family Officer om op basis van feiten en onderzoeksresultaten meer inzicht en overzicht te verschaffen in deze vastgoedbeleggingsvraagstukken. Op deze manier kunnen vermogende families tot een beter onderbouwde keuze komen en zodoende de doelstelling van "preservation of capital" daadwerkelijk realiseren.

Naar de toekomst toe zou het aardig zijn als er meer onderzoek komt naar het beleggingsgedrag van de particuliere belegger in onroerend goed. Het is noodzakelijk voor deze groep van beleggers om de komende jaren een bredere, meer representatieve data-set te ontwikkelen. Niet alleen kan dat meer inzicht geven in gerealiseerde rendementen (benchmarking), maar vooral een beter beeld van de daadwerkelijk gemaakte kosten. Als alle kosten, die een particuliere belegger maakt om zijn vastgoed aan te kopen, te onderhouden en te verkopen in beeld zijn gebracht, dan zou dit kunnen zorgen voor beter vergelijksmateriaal tussen de verschillende beleggingsoplossingen. Meten is weten, maar niet weten is niet (goed) meten. Ook bij het beleggen in onroerend goed.

Breda, 4 mei 2020

Samenvatting

De afgelopen jaren is de belangstelling van Nederlandse vermogende families om te beleggen in onroerend goed toegenomen. Tevens is het aanbod aan vastgoedinvesteringen niet alleen in omvang, maar ook in verscheidenheid sterk gegroeid. Om onze cliënten goed te kunnen adviseren bij het in stand houden (Preservation of Capital) van het familievermogen is het van belang om inzicht te hebben in de risico- en rendementskarakteristieken van de verschillende beleggingscategorieën in het algemeen, maar deze ook te kennen voor de diverse manieren waarop men invulling kan geven aan een vastgoedallocatie. De vraag die zich hierbij voordoet is of particuliere beleggers slimmer gebruik kunnen maken van de verschillende beleggingsoplossingen binnen de beleggingscategorie onroerend goed.

In het eerste gedeelte van deze thesis wordt een overzicht gegeven van de verschillende manieren (direct en indirect) waarop een particuliere belegger kan beleggen in vastgoed. Hierbij wordt aan de hand van een literatuurstudie eerst gekeken waarom particuliere beleggers in vastgoed willen beleggen. Vervolgens worden de voor- en nadelen van beleggen in direct en indirect onroerend goed besproken. Hierbij wordt duidelijk dat veel particuliere beleggers de voorkeur geven aan een directe belegging in onroerend goed. Ze zijn dan immers rechtstreeks eigenaar en hebben de zeggenschap over het management van het onroerend goed. Bij indirect beleggen is dit niet het geval. Hoewel het een aantal voordelen biedt blijkt dat particuliere beleggers nauwelijks invloed kunnen uitoefenen op het gevoerde beleggingsbeleid. Naast het feit dat men kan beleggen in indirecte private fondsen bestaat er ook nog de mogelijkheid om te beleggen via indirecte publieke fondsen, beter bekend als beursgenoteerde vastgoed aandelen. Bij de particuliere belegger bestaat de perceptie dat dit laatste eerder een belegging in aandelen is dan in vastgoed.

Toch heeft veel onderzoek uitgewezen dat deze beursgenoteerde vastgoedaandelen wel degelijk een belegging in vastgoed zijn, hoewel deze op de korte termijn wel degelijk afhankelijk kunnen zijn van het sentiment op de internationale aandelenbeurzen. Ook in deze thesis is uitvoerig stil gestaan om dit te onderbouwen. Daarnaast wordt ook duidelijk uit wetenschappelijk onderzoek dat het loont om beursgenoteerde en niet beursgenoteerde onroerend te combineren binnen een bestaande beleggingsportefeuille van aandelen en obligaties (hierna: “multi-asset portefeuille”). Op basis van langjarige prijsdata hebben diverse onderzoeker gekeken naar de invloed van een gecombineerde beleggingsoplossing op de rendementsontwikkeling, de volatiliteit van de portefeuille, correlaties en de efficiënte grenslijn van Markowitz en kwam men tot een aantal bijzondere inzichten.

Academische studies tonen aan dat er niet alleen veel te zeggen is voor onroerend goed als beleggingscategorie binnen een “multi asset portefeuille” maar ook de voordelen van het toevoegen van beursgenoteerde vastgoedaandelen komen hierbij duidelijk naar voren. Beursgenoteerd onroerend goed draagt bij aan de rendementsverbetering van de gehele “multi asset portefeuille” en ook diversificatievoordelen treden op wanneer deze portefeuille voor langere tijd wordt aangehouden. Daarnaast kan het toevoegen van beursgenoteerd vastgoed binnen de gehele vastgoedallocatie nog een aantal andere belangrijke voordelen met zich meebrengen, zoals bijvoorbeeld liquiditeit in de portefeuille, een arbitragefunctie (agio/disagio) en een kostenefficiënte internationale allocatie. Desondanks maakt een vermogende particuliere belegger in tegenstelling tot institutionele beleggers nog weinig gebruik van deze mogelijkheden. Dit is op zichzelf opmerkelijk te noemen. Vanuit de

theoretische benadering zou je verwachten dat juist deze kleinere vermogens op zoek zouden gaan naar een efficiënte manier om spreiding te krijgen binnen hun vastgoedallocatie.

Er is tot nu toe zelden onderzoek gedaan naar de samenstelling van de vastgoedallocatie van een vermogende particuliere belegger. Het lijkt dan ook de hoogste tijd dat ook deze, steeds groter wordende groep van beleggers, meer inzicht krijgt in vraagstukken over risico en rendement, benchmarking, exit-strategie, kenmerken van een portefeuille samenstelling en andere relevante zaken die het beleggingsproces beïnvloeden.

In tegenstelling tot eerdere onderzoeken waar veelal gebruik werd gemaakt van indices of data van institutionele beleggers kijken we nu naar een typische vastgoedbeleggingsportefeuille van een vermogende particuliere belegger. Doelstelling van dit onderzoek is – om door middel van het analyseren van langjarige datareeksen- te onderzoeken of het combineren van beursgenoteerde met directe vastgoedbeleggingen ervoor kan zorgen dat particuliere beleggers hun “investment opportunity set” kunnen verbeteren.

De probleemstelling van dit onderzoek luidt:

Zorgt een combinatie van beursgenoteerde vastgoedaandelen met directe vastgoedbeleggingen voor een verbetering van de risico/rendementsverhoudingen binnen de “multi-asset portefeuille” van een particuliere belegger?

Om dit vraagstuk te onderzoeken is er een fictieve hoogwaardige residentiële portefeuille van 50 woningen in de vrije sector met “betaalbare” huren in de binnenstad van Den Haag afgezet tegen een breed gespreide internationale vastgoedaandelenindex. Om een redelijk beeld te krijgen van de Haagse woningportefeuille is gebruik gemaakt van langjarige (1990-2020) transactiedata van de NVM aangevuld met netto huurrendementen voor Nederlandse woningen, die als proxy dienen voor de woningen in Den Haag. Voor de internationale vastgoedaandelenindex is er gebruik gemaakt van de GPR 250 total return gross index (in euro's).

De “multi-asset portefeuille” is samengesteld uit slechts twee beleggingscategorieën (70% aandelen en 30% obligaties), waarbij gekozen is voor exposure middels twee wereldwijde toonaangevende indices (kwartaalrendementen van de MSCI World Total Return Index in EUR en Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index – EUR hedged).

Er is bewust geen gebruik gemaakt van vreemd vermogen binnen de vastgoedportefeuille van de Haagse woningen.

In het eerste gedeelte van het onderzoek is gekeken naar de ontwikkelingen van de gecombineerde vastgoedportefeuille door de tijd heen. Hieruit komt duidelijk naar voren dat de Haagse woningen veel beter hebben gepresteerd dan de vastgoedaandelen. In tegenstelling tot de uitkomsten van het literatuuronderzoek- kan er geconcludeerd worden dat beursgenoteerd vastgoed in dit geval niet zorgen voor een rendementsverbetering in een gecombineerde portefeuille. Wel valt op dat de volatiliteit van de vastgoedaandelen licht lager is dan de directe vastgoedbeleggingen en de correlatie tussen de twee opvallend laag. Door gebruik te maken van de efficiënte grenslijn uit de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz wordt duidelijk dat een vastgoedportefeuille die bestaat uit 60% wereldwijd beursgenoteerde vastgoed aandelen en voor 40% uit woningen in Den Haag het laagste

risico kent. Hieruit komt naar voren dat het toevoegen van vastgoedaandelen zorgt voor verlaging van het risico in de portefeuille. Vervolgens blijkt dat ook in drie verschillende perioden van crisis (“dot.com-crisis”, de wereldwijde financiële crisis en de Europese schuldencrisis) dat het toevoegen van vastgoedaandelen leidt tot een lagere volatiliteit (lees: risico) van de gecombineerde portefeuille. In alle drie de crisisperioden is dit het geval, met als grote uitschieter de Europese schuldencrisis. In deze periode heeft het toevoegen van vastgoedaandelen de grootste impact gehad.

In het tweede gedeelte van het onderzoek wordt de gecombineerde vastgoedportefeuille afgezet tegen de “multi-asset portefeuille”. De vastgoedportefeuille laat een aanzienlijk hoger rendement zien, maar dit gaat gepaard met ook een hogere volatiliteit. Wanneer de risico/rendementsgegevens over de gehele periode van beide portefeuilles met elkaar worden vergeleken dan is wederom opvallend dat er een lage correlatie tussen de twee reeksen bestaat. De correlatiecoëfficiënt (ρ) is slechts 0,41. Ook hier is dus sprake van een diversificatie effect door de gecombineerde vastgoedportefeuille toe te voegen aan de “multi-asset portefeuille”. Hiermee wordt duidelijk dat door het toevoegen van de gecombineerde vastgoedportefeuille aan de “multi-asset portefeuille” het risico wordt verlaagd en het rendement wordt verhoogd.

Op basis van deze bevindingen zou de conclusie kunnen worden getrokken dat er sprake is van een “goed huwelijk” als de particuliere vastgoedbelegger deze twee vastgoedbeleggingsoplossingen combineert en toevoegt aan zijn “multi-asset portefeuille”. Wat echter niet direct uit de data naar voren komt is het antwoord op de vraag welke idiosyncratische risico’s kunnen worden verminderd wanneer men beursgenoteerd vastgoed combineert met een directe vastgoedbelegging? De particuliere vastgoedbelegger is immers blootgesteld aan een tal van specifieke risico’s, zoals bijvoorbeeld: Marktrisico, huur(inkomsten)risico, acquisitierisico, politiekrisico, liquiditeitsrisico, concentratierisico en nog een tal van andere risico’s. Door internationale beursgenoteerde vastgoedaandelen toe te voegen ten koste van directe beleggingen vermindert de particuliere belegger zijn algehele risico.

Met de toevoeging van dit laatste element kan er dus een positief antwoord worden gegeven op de probleemstelling van dit onderzoek. Hierbij dient ook te worden opgemerkt dat de portefeuille van Haagse woningen gedurende de onderzoeksperiode een ongekend hoog rendement heeft laten zien mede als gevolg van de dalende rente in Nederland en zeer goede ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt de afgelopen jaren. Het is nog maar de vraag of deze uitgangspunten zo gunstig blijven op de langere termijn.

Een vermogende particuliere belegger heeft dus de mogelijkheid om op diverse manieren te participeren in de beleggingscategorie onroerend goed. De traditionele manier is het opbouwen van een eigen woningportefeuille voor de lange termijn. Door dit onderzoek is duidelijk geworden dat het loont voor de particuliere belegger om zijn directe vastgoedbeleggingen te combineren met wereldwijde vastgoedaandelen. Door beursgenoteerd vastgoedaandelen toe te voegen een portefeuille van Haagse woningen wordt niet zozeer het rendement verhoogd alswel het risico – in de breedste zin van het woord- verlaagd.

Als Family Office is het van belang om deze inzichten te delen om zodoende tot een beter onderbouwde keuze komen ten aanzien van vermogensvraagstukken.

Dankwoord

Dit onderzoek was niet mogelijk geweest zonder de medewerking van een groot aantal organisaties en personen. Mijn speciale dank gaat uit naar:

Martijn Derks (JLL), Jeroen Vreeker (Global Property Research), Max Berkelder (Sentinel Real Estate Corporation), Jorrit Arissen (Kempen Capital Management), Hans Op 't Veld (PGGM Investments), Maarten Broek (MSCI), Noud van Empel (Kin Makelaars), Roland Bezemer (Wilton Family Office), Marina van Oostayen (Wilton Family Office), Todor Ristov (Kempen Capital Management), Jeroen Potma (Kempen Capital Management), Joost Mioch (Blackrock), Remy van Dinther (MN), Jan de Quay (Savills Investments), Maud Goesten (Capitalisers), Hans Peter Fris (Fris), Rick Hoogervorst (Fris), Tom Berkhout (Nyenrode Business Universiteit), Lianne Coeleveld (TIAS), Jos Stevens (Stegabo), Sjoerd van der Zandt (Prime Pitch), Taco Ulrich (Westplan), Ewoud Swaak (Westplan), Bianca Enthoven, René Smeehuijzen (SZN Consulting).

Literatuurlijst

- Ang, A. (2014). "Asset management: A systematic approach to factor investing" New York, NY: Oxford University Press.
- Ang, A., Nabar, N. and Wald, S. "Searching for a common factor in public and private real estate returns" *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue 2013, 120-133.
- Barton, L., Tukker, M., Varanasi, P., "Listed Real Estate in a multi-asset portfolio: A European Perspective, EPRA Research paper, September 2019
- Bernstein, P., "Against the Gods: The Remarkable Story of Risk", Wiley 1996
- Brounen, D., De Koning, S. "50 years of real estate investment trusts: An international examination of the international rise and performance of REiTs, *Journal of Real Estate Literature*", Vol. 20 (2012), pp. 197-223
- Cannon, S., and Cole, R. "How Accurate Are Commercial Real Estate Appraisals? Evidence from 25 Years of NCREIF Sales Data" *Journal of Portfolio Management*, Vol. 37, No. 5 (2011), pp. 68–88.
- DeLong, J., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. "Noise Trader Risk in Financial Markets" *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4 (1990), pp. 703–738.
- Dieperink, h., "Beleggen op het kantelpunt", *Athena Noctua* (3 november 2019)
- Feldman, B.E. "Investment Policy for Securitized and Direct Real Estate" *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue (2003), pp. 112-121.
- Geltner, D. "Smoothing in Appraisal-Based Returns" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 4, No. 3 (1991), pp. 327–345.
- Geltner, D., Fisher, D., and Webb, R., "Value Indices of Commercial Real Estate: A Comparison of Index Construction Methods" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 9, No. 2 (1994), pp. 137–164.
- Giliberto, S (1990) "Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate Returns." *Journal of Real Estate Research* 5, pp. 259-263.
- Glascock, J, Lu, C & So, R (2000). "Further Evidence on the Integration of REIT, Bond, and Stock Returns." *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Springer 20, pp. 177-94.
- Gyourko, J., Linneman, P. "Owner-occupied homes, income-producing properties, and REITs as inflation hedges: Empirical findings", *The Journal of Real Estate Finance and Economics* December 1988, Volume 1, Issue 4, pp 347–372
- Hoesli, M. & Oikarinen, E (2012) "Are REITs Real Estate? Evidence from International Sector Level Data." *Swiss Finance Institute Research Paper* No. 12-15.
- Hoesli, M. & Oikarinen, E (2014) "Are Public and Private Real Estate Returns and Risks the Same?" *EPREA Research Paper*.
- Hoesli, M. & Oikarinen, E (2019) "Does Listed Real Estate behave like Direct Real Estate?" *EPRA Research Paper*.
- Hong, H., Scheinkman, J., Xiong, W. "Asset Float and Speculative Bubbles" *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, (2006), pp. 1073-1117.
- Hudson-Wilson, S., Gordon, J., Fabozzi, F., Anson, M., Giliberto, M., "Why Real Estate", *The Journal of Portfolio Management* Special Real Estate Issue 2005.

- INREV Research & Market Information. "INREV Style Classification" February 2012.
- INREV Research & Market Information. "Management Fees and Terms Study 2014" Juni 2014.
- IPD. "IPD Real Estate Index Analysis: Global Market Size Estimates" June 2014.
- Keeris, W.G.(2001). Vastgoedbeheer Lexicon. Groningen
- Kempen Capital Management, "Listed and non-listed real estate investments, why combine the two?" White paper, Maart 2017
- Kok,N., Koponen,E.,Martinez-Barbosa,C. (2017) "Big Data in Real Estate? From Manual Appraisal to Automated Valuation." The Journal of Portfolio Management, pp. 202-211.
- Kroencke, T. Schindlet, F. and Steininger, B. "Are REITs real estate or equities? Dissecting REITs in an asset pricing model" EPRA Research 2014.
- Lennartz, F., Schilder, F.,Van der Staak, M., "Particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt", Achtergrondstudie voor het Planbureau voor de Leefomgeving 2019
- Moss, A., Farrelly, K. "The performance implications of adding global listed real estate to an unlisted real estate portfolio: A case study for UK Defined Contribution funds" Journal of Property Investment & Finance, Vol. 33, No. 2, (2015), pp. 156-168.
- Moss, A., Clare, A., Thomas, S., and Seaton, J. (2015) "The blended approach to real estate allocations: A german case study.
- Performance Implications of combining an exposure to German Spezialfonds with Global Listed Real Estate Securities " Cass Business School working paper (2015).
- MSCI. "Real Estate Market Size 2015" Juni 2016.
- Mueller, A.G., Mueller, G.R. "Public and Private Real Estate in the Mixed-Asset Portfolio" Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol 9 (2003), pp. 193-203.
- Pagliari, J., Scherer, K., and Monopoli, R. "Public versus Private Real Estate Equities" Journal of Portfolio Management, Vol. 29, No. 5 (2003), pp. 101-111.
- Quan, D., Titman, S., "Commercial Real Estate Prices and Stock Market Returns: An International Analysis", Financial Analyst Journal , 53(3), pp. 21-34.(1997)
- Rompelman, D."Ontwikkelingen en trends op de Nederlandse vastgoedmarkt 1969-2019', Vastgoedmarkt, eenmalige uitgave ter ere van het 45-jarige bestaan (2020), pp.44-63
- Ross, P.,Zisler, R., "Risk and Return in Real Estate", The Journal of Real Estate Finance and Economics, 1991 vol 4, issue 2.
- Teuben, B., Cullen, I., "Listed and Private Real Estate: Putting the pieces back together", EPRA/MSCI Research paper, April 2017.
- Van Gool, P., Jager,P.,Theebe, M.,Weisz,R."Onroerend goed als belegging", vijfde druk H12

Bijlagen

Titel	MSCI World Index
Bron	Bloomberg
Periode	1989-1998: EUR herkend op basis van verhouding wisselkoersresultaat EUR/USD 1999-2019: Bloomberg

Dates	MSCI World Index in EUR
31-12-1989	53,440
31-3-1990	45,181
30-6-1990	47,641
30-9-1990	35,887
31-12-1990	37,727
31-3-1991	45,709
30-6-1991	46,576
30-9-1991	45,597
31-12-1991	43,226
31-3-1992	42,691
30-6-1992	39,698
30-9-1992	38,434
31-12-1992	43,294
31-3-1993	47,224
30-6-1993	51,852
30-9-1993	53,339
31-12-1993	56,882
31-3-1994	54,506
30-6-1994	53,583
30-9-1994	53,094
31-12-1994	52,917
31-3-1995	50,234
30-6-1995	52,191
30-9-1995	55,804
31-12-1995	58,104
31-3-1996	61,621
30-6-1996	64,401
30-9-1996	65,024
31-12-1996	68,189
31-3-1997	73,827
30-6-1997	87,169
30-9-1997	90,525
31-12-1997	89,604
31-3-1998	104,742
30-6-1998	103,955
30-9-1998	82,996
31-12-1998	100,000
31-3-1999	112,649
30-6-1999	123,558
30-9-1999	117,874

31-12-1999	146,361
31-3-2000	154,884
30-6-2000	149,137
30-9-2000	153,859
31-12-2000	135,668
31-3-2001	125,580
30-6-2001	134,593
30-9-2001	107,128
31-12-2001	118,983
31-3-2002	121,852
30-6-2002	97,816
30-9-2002	79,785
31-12-2002	80,879
31-3-2003	73,846
30-6-2003	82,126
30-9-2003	84,902
31-12-2003	89,566
31-3-2004	94,340
30-6-2004	96,122
30-9-2004	93,217
31-12-2004	95,350
31-3-2005	98,613
30-6-2005	106,308
30-9-2005	114,201
31-12-2005	120,299
31-3-2006	125,000
30-6-2006	117,697
30-9-2006	124,109
31-12-2006	129,202
31-3-2007	131,184
30-6-2007	137,714
30-9-2007	133,864
31-12-2007	127,058
31-3-2008	106,618
30-6-2008	105,445
30-9-2008	100,232
31-12-2008	79,231
31-3-2009	73,061
30-6-2009	83,506
30-9-2009	94,112
31-12-2009	99,783
31-3-2010	109,231

30-6-2010	105,379
30-9-2010	107,574
31-12-2010	119,268
31-3-2011	118,158
30-6-2011	116,196
30-9-2011	104,701
31-12-2011	116,427
31-3-2012	126,618
30-6-2012	126,137
30-9-2012	132,770
31-12-2012	132,781
31-3-2013	146,870
30-6-2013	146,027
30-9-2013	151,689
31-12-2013	160,933
31-3-2014	162,931
30-6-2014	171,977
30-9-2014	182,373
31-12-2014	192,311
31-3-2015	221,686
30-6-2015	214,349
30-9-2015	195,882
31-12-2015	212,353
31-3-2016	201,722
30-6-2016	209,001
30-9-2016	216,664
31-12-2016	235,130
31-3-2017	246,661
30-6-2017	240,619
30-9-2017	243,375
31-12-2017	252,796
31-3-2018	243,663
30-6-2018	261,116
30-9-2018	275,549
31-12-2018	242,412
31-3-2019	277,594
30-6-2019	284,656
30-9-2019	298,935
31-12-2019	315,181
31-3-2020	254,556

Titel	Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index Total Return EUR-hedged
Bron	Bloomberg
Periode	1989-1998: EUR hedged herrekend op basis van verhouding LEGATREH/LEGATRGH 1999-2019: Bloomberg

Dates	LEGATREH Index
31-12-1989	36,3475
31-3-1990	36,2037
30-6-1990	37,9610
30-9-1990	38,4729
31-12-1990	40,9375
31-3-1991	42,7198
30-6-1991	43,7731
30-9-1991	46,3763
31-12-1991	48,7115
31-3-1992	49,1839
30-6-1992	51,3387
30-9-1992	53,7575
31-12-1992	55,1299
31-3-1993	57,6180
30-6-1993	59,5536
30-9-1993	61,7264
31-12-1993	63,0944
31-3-1994	61,3419
30-6-1994	60,2973
30-9-1994	60,5005
31-12-1994	61,0418
31-3-1995	63,7759
30-6-1995	67,1207
30-9-1995	69,0284
31-12-1995	72,1645
31-3-1996	71,8852
30-6-1996	73,0746
30-9-1996	75,1782
31-12-1996	77,6752
31-3-1997	77,9483
30-6-1997	80,7169
30-9-1997	83,5726
31-12-1997	86,0875
31-3-1998	88,3608
30-6-1998	90,6615
30-9-1998	95,0464
31-12-1998	96,0422
31-3-1999	100,1594
30-6-1999	98,8643

30-9-1999	98,4943
31-12-1999	98,3168
31-3-2000	99,759
30-6-2000	100,7177
30-9-2000	102,5801
31-12-2000	106,0564
31-3-2001	108,9357
30-6-2001	109,6698
30-9-2001	113,3729
31-12-2001	114,0528
31-3-2002	114,4351
30-6-2002	118,0871
30-9-2002	123,1213
31-12-2002	125,4369
31-3-2003	127,6154
30-6-2003	130,3647
30-9-2003	130,02
31-12-2003	130,4943
31-3-2004	133,5862
30-6-2004	131,6884
30-9-2004	135,463
31-12-2004	137,7185
31-3-2005	138,2828
30-6-2005	142,3064
30-9-2005	141,7244
31-12-2005	142,0288
31-3-2006	140,3918
30-6-2006	139,5752
30-9-2006	143,5326
31-12-2006	144,1326
31-3-2007	145,1952
30-6-2007	143,5905
30-9-2007	146,8353
31-12-2007	149,7382
31-3-2008	152,7296
30-6-2008	150,5674
30-9-2008	152,5134
31-12-2008	158,7882
31-3-2009	158,9169
30-6-2009	161,395
30-9-2009	166,548

31-12-2009	166,9533
31-3-2010	169,8618
30-6-2010	173,7189
30-9-2010	177,6695
31-12-2010	174,7967
31-3-2011	174,6191
30-6-2011	177,9364
30-9-2011	183,6413
31-12-2011	185,3395
31-3-2012	187,4805
30-6-2012	190,3665
30-9-2012	194,0495
31-12-2012	195,5963
31-3-2013	196,6727
30-6-2013	193,0718
30-9-2013	194,5534
31-12-2013	194,9594
31-3-2014	198,9725
30-6-2014	203,0319
30-9-2014	205,2658
31-12-2014	209,7114
31-3-2015	213,6715
30-6-2015	208,8115
30-9-2015	211,3285
31-12-2015	211,1442
31-3-2016	217,4858
30-6-2016	222,3202
30-9-2016	222,6881
31-12-2016	216,3014
31-3-2017	216,4081
30-6-2017	217,5035
30-9-2017	218,0546
31-12-2017	218,5929
31-3-2018	217,037
30-6-2018	215,939
30-9-2018	214,3558
31-12-2018	216,316
31-3-2019	221,1465
30-6-2019	225,8028
30-9-2019	230,0337
31-12-2019	227,3486

Titel	Consumentenprijsindexcijfer referentiejaar 1900 = 100
Bron	Centraal Bureau voor de Statistiek
Periode	1900-2019 (op jaarbasis)

Jaar	CPI Cijfer
31-12-1989	1588,1
31-12-1990	1627,3
31-12-1991	1690,1
31-12-1992	1752,8
31-12-1993	1788,9
31-12-1994	1838,2
31-12-1995	1871
31-12-1996	1910,4
31-12-1997	1951,6
31-12-1998	1989,1
31-12-1999	2032,2
31-12-2000	2082,9
31-12-2001	2178,5
31-12-2002	2251,6
31-12-2003	2299,7
31-12-2004	2326,9
31-12-2005	2366,7
31-12-2006	2393,9
31-12-2007	2432,4
31-12-2008	2493
31-12-2009	2522,7
31-12-2010	2554,8
31-12-2011	2614,6
31-12-2012	2678,8
31-12-2013	2746
31-12-2014	2772,8
31-12-2015	2790,8
31-12-2016	2799,7
31-12-2017	2838,2
31-12-2018	2886,8
31-12-2019	2962,7

Titel	GPR 250 Total Return Index (in euro)
Bron	Global Property Research
Periode	1990-2020 (op kwartaalbasis)

Datum	Koers
31-12-1989	100
31-3-1990	74,64
30-6-1990	77,67
30-9-1990	59,39
31-12-1990	62,5
31-3-1991	74,3
30-6-1991	73,33
30-9-1991	74,76
31-12-1991	69,96
31-3-1992	63,64
30-6-1992	58,63
30-9-1992	57,45
31-12-1992	63,3
31-3-1993	76,03
30-6-1993	84,54
30-9-1993	90,79
31-12-1993	105,18
31-3-1994	98,39
30-6-1994	95,59
30-9-1994	94,87
31-12-1994	88,52
31-3-1995	82,23
30-6-1995	84,46
30-9-1995	88,16
31-12-1995	93,02
31-3-1996	101,35
30-6-1996	105,19
30-9-1996	109,11
31-12-1996	114,86
31-3-1997	120,54
30-6-1997	136,51
30-9-1997	138,53
31-12-1997	119,82
31-3-1998	125,82
30-6-1998	110,07
30-9-1998	91,25
31-12-1998	101,09
31-3-1999	109,61
30-6-1999	124,83
30-9-1999	114,5

31-12-1999	121,06
31-3-2000	124,91
30-6-2000	134,01
30-9-2000	152,66
31-12-2000	149,09
31-3-2001	153,88
30-6-2001	170,01
30-9-2001	152,71
31-12-2001	158,74
31-3-2002	170,82
30-6-2002	162,16
30-9-2002	147,21
31-12-2002	142,8
31-3-2003	136,35
30-6-2003	147,46
30-9-2003	162,79
31-12-2003	168,06
31-3-2004	196,56
30-6-2004	189,74
30-9-2004	198,98
31-12-2004	213,56
31-3-2005	211,98
30-6-2005	248,35
30-9-2005	265,51
31-12-2005	285,21
31-3-2006	316,19
30-6-2006	296,77
30-9-2006	328,87
31-12-2006	360,73
31-3-2007	380,76
30-6-2007	351,31
30-9-2007	342,48
31-12-2007	298,36
31-3-2008	262,46
30-6-2008	242,47
30-9-2008	245,38
31-12-2008	168,81
31-3-2009	133,95
30-6-2009	170,38
30-9-2009	207,33
31-12-2009	219,51

31-3-2010	242,79
30-6-2010	248,2
30-9-2010	264,18
31-12-2010	288,53
31-3-2011	281,53
30-6-2011	286,45
30-9-2011	261,94
31-12-2011	288,09
31-3-2012	317,45
30-6-2012	340,89
30-9-2012	353,52
31-12-2012	364,77
31-3-2013	401,9
30-6-2013	381,18
30-9-2013	372,15
31-12-2013	361,49
31-3-2014	375,05
30-6-2014	408,28
30-9-2014	422,55
31-12-2014	474,56
31-3-2015	558,9
30-6-2015	499,82
30-9-2015	495,45
31-12-2015	533,87
31-3-2016	539,15
30-6-2016	577,25
30-9-2016	573,24
31-12-2016	578,94
31-3-2017	583,41
30-6-2017	561,34
30-9-2017	548,65
31-12-2017	560,22
31-3-2018	521,81
30-6-2018	578,32
30-9-2018	580,94
31-12-2018	562,03
31-3-2019	654,46
30-6-2019	648,46
30-9-2019	714,74
31-12-2019	701,52

Titel	NVM Transactieprijzen woningen Den Haag
Bron	NVM
Periode	1990-2020 (op kwartaalbasis)
Plaats	's-Gravenhage
Postcodegebieden	2511, 2512, 2513, 2514, 2515, 2516, 2517, 2518
Woningtype	Huistype onbekend, Tussenwoning, Hoekwoning, 2-onder-1-kap, Vrijstaand, Appartement

Datum	Transactieprijz mediaan
31-12-1989	65.924
31-3-1990	57.025
30-6-1990	65.322
30-9-1990	63.620
31-12-1990	64.891
31-3-1991	65.723
30-6-1991	77.383
30-9-1991	71.461
31-12-1991	64.539
31-3-1992	66.429
30-6-1992	75.222
30-9-1992	74.597
31-12-1992	74.923
31-3-1993	69.890
30-6-1993	76.187
30-9-1993	73.185
31-12-1993	78.504
31-3-1994	77.892
30-6-1994	76.790
30-9-1994	85.606
31-12-1994	72.063
31-3-1995	81.817
30-6-1995	77.143
30-9-1995	91.664
31-12-1995	87.012
31-3-1996	89.168
30-6-1996	88.235
30-9-1996	89.962
31-12-1996	91.464
31-3-1997	90.857
30-6-1997	98.017
30-9-1997	108.884
31-12-1997	108.605
31-3-1998	105.222
30-6-1998	114.012
30-9-1998	102.634
31-12-1998	113.082
31-3-1999	132.254
30-6-1999	131.193
30-9-1999	132.151

31-12-1999	149.445
31-3-2000	145.239
30-6-2000	164.399
30-9-2000	187.162
31-12-2000	159.424
31-3-2001	166.860
30-6-2001	189.213
30-9-2001	190.452
31-12-2001	184.117
31-3-2002	164.100
30-6-2002	203.488
30-9-2002	187.100
31-12-2002	190.500
31-3-2003	169.056
30-6-2003	181.850
30-9-2003	188.800
31-12-2003	197.639
31-3-2004	204.889
30-6-2004	183.025
30-9-2004	190.700
31-12-2004	222.511
31-3-2005	218.100
30-6-2005	199.611
30-9-2005	186.889
31-12-2005	231.893
31-3-2006	227.650
30-6-2006	235.889
30-9-2006	239.778
31-12-2006	219.000
31-3-2007	228.607
30-6-2007	268.325
30-9-2007	235.826
31-12-2007	236.250
31-3-2008	272.618
30-6-2008	255.844
30-9-2008	216.306
31-12-2008	243.056
31-3-2009	211.011
30-6-2009	225.222
30-9-2009	255.960
31-12-2009	209.389

31-3-2010	222.650
30-6-2010	260.722
30-9-2010	217.944
31-12-2010	253.778
31-3-2011	198.556
30-6-2011	291.611
30-9-2011	247.056
31-12-2011	231.389
31-3-2012	242.778
30-6-2012	253.083
30-9-2012	222.722
31-12-2012	213.100
31-3-2013	259.444
30-6-2013	239.111
30-9-2013	227.278
31-12-2013	252.050
31-3-2014	228.400
30-6-2014	211.694
30-9-2014	240.000
31-12-2014	247.050
31-3-2015	226.770
30-6-2015	253.600
30-9-2015	255.100
31-12-2015	273.000
31-3-2016	290.000
30-6-2016	297.400
30-9-2016	291.444
31-12-2016	323.289
31-3-2017	341.418
30-6-2017	356.650
30-9-2017	347.250
31-12-2017	325.750
31-3-2018	371.333
30-6-2018	399.362
30-9-2018	380.139
31-12-2018	404.625
31-3-2019	393.667
30-6-2019	403.433
30-9-2019	440.903
31-12-2019	419.050

Titel	Netto huurrendement Nederlandse woningen in %
Periode	1990-2020
Bron	1990-1995: Prof. dr. Aart Hordijk samen met Vastgoedmarkt 1995-2018: IPD/ROZ 2018-2020: MSCI
Opmerking	Het betreft hier de kwalitatieve bovenkant van het genoemde marktsegment

Jaar	Rendement (%)
1990	8,80
1991	9,00
1992	8,10
1993	7,50
1994	7,50
1995	7,00
1996	6,60
1997	6,00
1998	6,10
1999	5,80
2000	5,30
2001	4,70
2002	4,20
2003	4,10
2004	4,10
2005	4,20
2006	3,90
2007	3,70
2008	3,60
2009	3,70
2010	4,00
2011	4,10
2012	4,30
2013	4,50
2014	4,70
2015	4,60
2016	4,40
2017	4,10
2018	4,00
2019	3,2
Totaal	156,50
Gemiddeld	5,22

Titel	De Nederlandse 10-jaars rente
Bron	Bloomberg
Periode	1990-2020

Datum	NL 10-jaars rente
31-12-1989	8,02%
31-3-1990	8,405%
30-6-1990	8,715%
30-9-1990	9,308%
31-12-1990	9,182%
31-3-1991	8,750%
30-6-1991	8,759%
30-9-1991	8,786%
31-12-1991	8,601%
31-3-1992	8,397%
30-6-1992	8,319%
30-9-1992	7,820%
31-12-1992	7,233%
31-3-1993	6,682%
30-6-1993	6,442%
30-9-1993	5,911%
31-12-1993	5,511%
31-3-1994	6,369%
30-6-1994	7,088%
30-9-1994	7,545%
31-12-1994	7,777%
31-3-1995	7,355%
30-6-1995	7,037%
30-9-1995	6,655%
31-12-1995	6,028%
31-3-1996	6,437%
30-6-1996	6,436%
30-9-1996	5,943%
31-12-1996	5,674%
31-3-1997	5,762%
30-6-1997	5,611%
30-9-1997	5,492%
31-12-1997	5,308%
31-3-1998	4,953%
30-6-1998	4,827%
30-9-1998	4,031%
31-12-1998	3,963%
31-3-1999	4,131%
30-6-1999	4,676%

30-9-1999	5,240%
31-12-1999	5,492%
31-3-2000	5,377%
30-6-2000	5,360%
30-9-2000	5,369%
31-12-2000	4,987%
31-3-2001	4,863%
30-6-2001	5,259%
30-9-2001	4,945%
31-12-2001	5,108%
31-3-2002	5,387%
30-6-2002	5,081%
30-9-2002	4,387%
31-12-2002	4,229%
31-3-2003	4,111%
30-6-2003	3,873%
30-9-2003	4,017%
31-12-2003	4,292%
31-3-2004	4,039%
30-6-2004	4,375%
30-9-2004	4,047%
31-12-2004	3,661%
31-3-2005	3,597%
30-6-2005	3,165%
30-9-2005	3,174%
31-12-2005	3,293%
31-3-2006	3,772%
30-6-2006	4,048%
30-9-2006	3,727%
31-12-2006	3,973%
31-3-2007	4,087%
30-6-2007	4,607%
30-9-2007	4,419%
31-12-2007	4,407%
31-3-2008	4,123%
30-6-2008	4,811%
30-9-2008	4,345%
31-12-2008	3,546%
31-3-2009	3,738%
30-6-2009	3,799%
30-9-2009	3,511%

31-12-2009	3,555%
31-3-2010	3,327%
30-6-2010	2,808%
30-9-2010	2,510%
31-12-2010	3,154%
31-3-2011	3,642%
30-6-2011	3,343%
30-9-2011	2,285%
31-12-2011	2,188%
31-3-2012	2,329%
30-6-2012	2,103%
30-9-2012	1,716%
31-12-2012	1,499%
31-3-2013	1,770%
30-6-2013	2,122%
30-9-2013	2,163%
31-12-2013	2,234%
31-3-2014	1,912%
30-6-2014	1,479%
30-9-2014	1,087%
31-12-2014	0,685%
31-3-2015	0,344%
30-6-2015	1,035%
30-9-2015	0,781%
31-12-2015	0,793%
31-3-2016	0,358%
30-6-2016	0,086%
30-9-2016	0,004%
31-12-2016	0,357%
31-3-2017	0,578%
30-6-2017	0,656%
30-9-2017	0,578%
31-12-2017	0,529%
31-3-2018	0,643%
30-6-2018	0,462%
30-9-2018	0,580%
31-12-2018	0,390%
31-3-2019	0,032%
30-6-2019	-0,156%
30-9-2019	-0,424%
31-12-2019	-0,052%

Interview met Max Berkelder, Managing Director Sentinel Real Estate Netherlands

Datum: 8 April 2020

Inleiding

Max Berkelder is sinds 2014 verantwoordelijk voor de activiteiten van Sentinel Real Estate Corporation in Nederland. Daarvoor maakte hij gedurende acht jaar deel uit van de directie van IBUS Asset Management, een internationale vastgoedinvesteringsmaatschappij. Max is zijn loopbaan gestart bij de zakenbank Kempen & Co, waar hij verantwoordelijk was voor de beursgenoteerde vastgoedaandelen. Gegeven zijn langjarige ervaring met zowel directe als indirecte vastgoedbeleggingen was ik benieuwd naar zijn mening. Daarnaast heeft hij niet alleen institutionele beleggers maar ook de zeer vermogende particuliere investeerders van advies voorzien.

Interview

HW: Hoe zie jij de (ideale) rol van beursgenoteerd vastgoed binnen de gehele vastgoedallocatie in een totaal vermogen?

MB:

- *Als tijdelijk liquide ventiel om over- of onderexposure naar vastgoed mee te reguleren.*
- *Als mogelijkheid om arbitrage tussen beursgenoteerd en direct vastgoed mee toe te passen in tijden van overdrijving naar boven of beneden op de beurs.*
- *Als mogelijkheid om trends mee te spotten. Veel trends in beursgenoteerd vastgoed zie je 6-9 maanden later in privaat en direct vastgoed.*

HW: Wat zijn de verschillen tussen de aanpak van instituten en particulieren in deze?

MB: Instituten en grootvermogende private investeerders/families (EUR 5-10mln en up aan AuM) en particulieren (EUR 10k en up aan AuM) zijn drie verschillende groepen. De eerste twee verschillen in hun aanpak niet zoveel. De laatste 10 jaar komen steeds meer trends uit institutioneel vastgoed ook richting grootvermogende private investeerders/families. Dat komt ook omdat mensen uit de institutionele wereld overstappen naar de family office markt. Trends binnen deze groep zijn een combinatie van direct vastgoed (in de buurt) en privaat vastgoed (int'l) wat grote gekijkenissen vertoont. Beursgenoteerd vastgoed wordt door families vaak als volatiel en een achtbaan gezien.

Particuliere beleggers verschillen wezenlijk in hun aanpak vanwege het simpele feit dat ze minder grote bedragen kunnen investeren. In een kapitaalintensieve industrie zoals vastgoed betekent dit dat minder diversificatie over soorten product. Particuliere beleggers kiezen bovendien vaker voor beursgenoteerd vastgoed vanwege de grote liquiditeit. Geld investeren in een vehikel dat 10 jaar illiquide is, past simpelweg minder goed. En particuliere beleggers lijken vaker voor op het oog zekerder beleggingen te kiezen als vastgoedobligaties omdat dit middels een obligatievorm schijnzekerheid lijkt te geven. In de praktijk is het risico vaak evengroot als wanneer via eigen vermogen wordt belegd en is de upside bij vastgoedobligaties beperkt.

HW: Gaan Particuliere beleggers uiteindelijk dezelfde kant op als instituten als het gaat om het gebruik van beursgenoteerd vastgoed?

MB: Voor grootvermogende families denk ik dat het antwoord ja is. Particuliere beleggers denk ik niet. Vanwege de omvang van het vermogen.

HW: Wat zie jij als **de** voordelen van beursgenoteerd vastgoed?

MB:

- Dagelijkse liquiditeit
- Tucht van de markt maakt dat dit segment over het algemeen goede governance, kostenstructuur en schaalgrootte heeft.
- Door de schaal goede toegang tot vreemd vermogen.
- Verhandelbare aandelen heeft grote voordelen voor investeerders die niet zitten te wachten op een regelmatige dialoog met het management en afstemming tussen investeerders onderling.

HW: Waar zou een particuliere vastgoedbelegger beter over moeten willen nadenken bij de invulling van zijn vastgoedallocatie? Of anders gezegd: Welke idiosyncratische risico's ziet hij (volgens jou) over het hoofd of neemt deze te makkelijk voor lief?

MB: De eerste en belangrijkste vraag wordt soms overgeslagen en dat is wat het doel is bij de aansturing van het totale vermogen. Is het doel groei, is het doel belastingefficiënte vererving naar de volgende generatie, is het doel instandhouding van het vermogen?

De tweede vraag is wat het beoogde jaarlijkse rendement van het totale vermogen op langere termijn is. De hoogte van het rendement bepaalt de keuzes omtrent risicoprofiel.

De derde vraag is welke kennis en eigen organisatie men bereid is op te bouwen om het vermogen aan te sturen. Vastgoed lijkt eenvoudig maar vereist veel kennis en is arbeidsintensief. Als er geen wens is om deze kennis en organisatie zelf op te bouwen, dan is beursgenoteerd vastgoed de beste keuze.

HW: Hoe “speel je “beursgenoteerd vastgoed het best? Passief vs actief....wat zijn de valkuilen van het simpelweg kopen van een beursgenoteerde vastgoedindex?

MB: De opkomst van passief beleggen via de beurs is de laatste jaren onmiskenbaar. Dat geldt ook voor beursgenoteerde vastgoedfondsen. Er zijn simpelweg weinig Managers die consequent over langere periodes de benchmark weten te verslaan na aftrek van hun kosten.

De valkuilen bij passief beleggen zijn enerzijds de index waarin wordt belegd en of er onderliggende met vreemd vermogen wordt belegd. Een index volgen klinkt simpel. Maar wat zit er in de index en zijn dat goed verhandelbare aandelen of zijn dat bedrijven met een grote market cap en slechte liquiditeit en daardoor een volatiele koers. Besteed aandacht aan welke index of tracker het beste de markt weerspiegelt. Zonder te technisch te willen worden zijn niet alle passieve fondsen of trackers daadwerkelijk in de onderliggende aandelen van de index belegd. Soms wordt er onderliggende gebruik gemaakt van vreemd vermogen financiering of wordt synthetisch de performance van de

index nagebootst. Dat leidt tot extra risico's die niets te maken hebben met het beleggen in beursgenoteerd vastgoed maar te maken hebben met de gekozen structuur.

HW: Er bestaat (onder veel particuliere beleggers) de perceptie dat beursgenoteerde vastgoed ondernemingen te makkelijk omgaan met “hun stenen”...(lees: te duur onderhoud/geen liefde/spreadsheetmanagement etc.). De lokale belegger zou “meer liefde aan de belegging toevoegen wat zorgt voor een hoger rendement (?) graag je commentaar.

MB: Dat zie ik anders. Beursgenoteerde vastgoedbedrijven hebben wel degelijk liefde voor de stenen. Ik denk wel dat beursgenoteerde bedrijven meer ‘core’ achtige portefeuilles bezitten omdat value add zich minder goed eigent voor een beursnotering met kwartaal rapportages verplichtingen. Value add investeringen kunnen private investeerders soms beter zelf doen, hetzij via een niet beursgenoteerd fonds of zelf als ze er de kennis en organisatie voor hebben.

Vastgoed is een beleggingscategorie die tastbaar is. Dat heeft voordelen. Maar het nadeel kan zijn dat je verliefd wordt op je portefeuille terwijl sommige panden op bepaalde momenten in de tijd (na huurverlenging of opknap) tegen een hoge prijs beter plaats kunnen maken voor nieuwe investeringen. Als private investeerder is dat een risico waar je voor moet waken.

Ik zie ook uitdagingen bij private investeerders in direct vastgoed. Ze zijn niet altijd gewend of hebben de kennis en kunde niet om te denken in de kansen die vastgoed kan bieden door er extra geld in te investeren. Dat kan resulteren in panden melken terwijl er meer uit te halen valt. Hierbij kunnen vererving en meerdere familie stakeholders aan tafel tot verstorende effecten leiden. Op dergelijke momenten kan de private investeerder er soms beter voor kiezen om zijn pand te verkopen aan een meer professioneel opgezette partij die het pand tot zijn volle potentie laat komen. Dat zien wij in de praktijk vaak, Private investeerders die er niet meer uitkomen waar wij van kopen.

HW: Welke rol is in de toekomst weggelegd voor niet beursgenoteerde indirecte vastgoedbeleggingen?

MB: Als de trend uit de institutionele wereld verder doorzet bij vermogende families, dan speelt niet-beursgenoteerd vastgoed in de toekomst een steeds grotere rol. Dat kan via private vastgoedfondsen. Dat kan via separate accounts. De uiteindelijke keuze hangt af van voorkeuren binnen de familie in kwestie over zaken als spreiding en zeggenschap. Governance en kostenstructuur van de institutionele markt sluit goed aan bij vermogende families.

N.B. Dit zijn de schriftelijke antwoorden op de vragen die aan Max Berkelder gesteld zijn. Daarnaast heeft ook nog een telefonisch interview over dezelfde vragen plaatsgevonden. De antwoorden en conclusies komen inhoudelijk overeen.

Interview met Jorrit Arissen, Co-head Real Asset, Kempen Capital Management

Datum: 8 April 2020

Inleiding

Jorrit Arissen is samen met Egbert Nijmeijer verantwoordelijk voor het Real Assets team van Kempen Capital Management. Daarvoor heeft hij gewerkt in het mondiale vastgoedteam van PGGM Investments en richtte hij zich op de analyse van Noord-Amerikaanse en Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Eerder werkte Jorrit bij F&C Asset Management en APG Asset Management. Hij startte zijn carrière in 2003 als analist bij de European Public Real Estate Association (EPRA). Jorrit heeft een langjarige ervaring met het beleggen in vastgoed in het algemeen en met beursgenoteerd vastgoed in het bijzonder.

Interview

HW: Wat ik leuk vind bij jou is dat jij van beide kanten veel verstand hebt, maar dat jij natuurlijk ook degene bent die bij Kempen Capital Management verantwoordelijk is voor “Listed Real Estate”. Als je kijkt naar dat beursgenoteerde vastgoed, wat zie jij dan als ideale rol? Hoe zie jij de rol van dat beursgenoteerde vastgoed binnen een gehele vastgoedallocatie? Zie jij een verschil hoe institutionele beleggers en particuliere beleggers daarmee omgaan?

JA: Ik denk dat dit teruggaat op de discussie die we eerder hadden. Het hangt af wat je startpunt is. Wat ik hoor is dat de gemiddelde particuliere belegger ongeveer 25% allocatie naar vastgoed heeft en dat zijn dan inderdaad vaak stenen in zijn directe omgeving.

Vanuit diversificatie-oogpunt is dat natuurlijk best raar. Als je daar alle theorieën op loslaat dan slaat het nergens op dat je in je eigen omgeving een aantal panden koopt. Dat doen instituten heel erg anders. Vanuit de theorie gezien, zou je hoe kleiner je vermogen, hoe makkelijker het is om een gediversifieerde vastgoedportefeuille op te bouwen middels vastgoedaandelen.

Je kunt in onze strategie al vanaf 20 euro een wereldwijd gediversifieerde hoogwaardige vastgoedportefeuille kopen, terwijl als je dat in het niet beursgenoteerde wil doen dan moet je echt miljarden hebben. Tenminste als je institutioneel vastgoed wil kunnen kopen in alle sectoren en in alle landen. Het liefst wil je eigenlijk minimaal 30 grote assets kopen om ook de zogenaamde idiosyncratische risico's eruit te halen. Dit is dus eigenlijk alleen weggelegd voor de grootste beleggers in de wereld zoals APG en PGGM. Zij kunnen dat niet alleen maar hebben ook daadwerkelijk de expertise op dat gebied. Dus daar zie je, denk ik, een verschil.

Instituten die willen vaak vanuit de ALM-gedachte een bepaald rendement oogsten. Zij doen een ALM-studie met een bepaalde vastgoedreeks en idealiter gaan ze die vastgoedreeks dan oogsten. De vraag is dan hoe efficiënt mogelijk kunnen ze exposure vergaren. Bij een groot institutioneel vermogen gaat dat makkelijker bij niet beursgenoteerd vastgoed. Voor kleinere vermogens zou het makkelijker zijn om vastgoed exposure te verkrijgen via beursgenoteerde vastgoedaandelen. Zeker als je een lange beleggingshorizon hebt dan is beursgenoteerd vastgoed een ideaal substituum voor niet beursgenoteerd. Op die manier zou het exact dezelfde rol kunnen spelen in je vastgoedallocatie. Dan

kun je die twee beleggingsmogelijkheden met elkaar uitruilen. De praktijk laat zien dat je vaak exposure hebt naar dezelfde stenen. Een mooi voorbeeld is ProLogis. Zij hebben een aantal niet beurs-genoteerde vastgoedfondsen en daar heeft het beursgenoteerde fonds van ProLogis ook een belang in. Op die manier ben je beiden eigenaar van dezelfde onderliggende stenen.

Dus in mijn optiek wat is de ideale rol van beursgenoteerd vastgoed? Ja, dat is dus een diversificatie ten opzichte van andere vermogenscomponenten. Het is een “dieseltje” binnen je portefeuille. Het akkert rustig door, omdat je geen extreme macrosenario's nodig hebt om het goed te doen. Dat is overigens een van de dingen, die ik altijd wel teleurstellend vind bij institutionele beleggers. Is men optimistisch dan willen ze eigenlijk niet in vastgoed beleggen omdat ze het te defensief vinden. Ten tijde van een crisis zijn ze huiverig om in vastgoed te beleggen omdat ze het ineens weer te kapitaals-intensief vinden niet defensief genoeg. Een vastgoedbelegging is naar mijn mening geschikt voor je oudedagsvoorziening.

HW: Als we teruggaan naar jouw vorige initiële opmerking aan het begin van dit gesprek, mag ik daar bijna uit afleiden dat het bijna ridicuul is dat een particulier belegger in individuele pandjes gaat beleggen? In principe hoor ik jou namelijk zeggen dat die beursgenoteerde vastgoedoplossingen dusdanig goed zijn. Als je een lange horizon hebt dan kan je op die manier een prachtige spreiding genereren. Waarom zou je eigenlijk nog in individuele pandjes in Den Haag, Breda of Amersfoort beleggen?

JA: Ja, dat zou ik wel durven te stellen. Het enige is dat er wel scenario's zijn waar direct vastgoed gunstiger kan zijn. Als jij bijvoorbeeld je bezittingen door wilt geven bij overlijden. Je betaalt dan belasting over de WOZ-waarde. Deze WOZ-waarde is of liever gezegd was typisch lager dan de waarde in economisch verkeer. Dus als jij voor een bedrag van euro 10 miljoen in stenen geïnvesteerd had, bijvoorbeeld in pandjes in Den Haag, dan was de WOZ-waarde 8 miljoen. Daar werd dan belasting over geheven. Had je daarentegen euro 10 miljoen in beursgenoteerde vastgoedaandelen geïnvesteerd, dan betaal je belasting over het volledige bedrag. Dit argument hoor ik best vaak terugkomen in de dagelijkse praktijk.

HW: Ja, dat begrijp ik. Maar je zou ook kunnen stellen dat bij overlijden de nazaten worden geconfronteerd met een illiquide vorm van bezit?

JA: In de praktijk heb ik dat wel eens een enkele keer meegemaakt. Een ander interessante is: Wat is het doel van die particuliere belegger? Het doel van een particulier is vaak anders dan het doel van het instituut. Het instituut wil graag het rendement uit de ALM-studie oogsten en een particulier, die wil graag gewoon exposure naar vastgoed. Een particulier gaat zijn bezit niet benchmarken en een instituut wel.

Bijvoorbeeld in onze strategie: Wij willen het beste voor risico gecorrigeerde rendement behalen en hebben heel veel inzicht in wat het risico is. Een particuliere belegger, durf ik wel te stellen, heeft heel weinig inzicht in wat het risico is. Hij kijkt meer naar een gewoon een mooi rendement. Maar laten we even op wat langere termijn kijken, stel hij heeft op de lange termijn een rendement van 8% gehaald, daar is hij heel erg tevreden mee. Het feit dat hij wellicht 10% had kunnen behalen door niet in Den

Haag te beleggen, maar gewoon een Nederlandse portefeuille te hebben, wordt dan niet in de analyse meegenomen. Er vindt dus geen benchmarking plaats als het gaat om zijn eigen panden terwijl in andere beleggingscategorieën de hele dag niks anders gebeurt.

HW: Heel interessante opmerking die je maakt. Je ziet natuurlijk dat bij andere asset classes wel de discussie plaatsvindt over: Benchmarking, transparantie, inzicht in kosten, inzicht in hoe het rendement tot stand komt en de zogenaamde “luck or skill”-discussie. Verwacht jij dat dit ook gaat plaatsvinden bij vastgoed? Gaat er straks ook door particuliere beleggers worden gekeken naar benchmarking en gaan ze zich kritische vragen stellen over de behaalde 8 procent rendement?

JA: Ik denk niet dat het zo’n vaart loopt. Ik heb denk ik echt in alle gesprekken die ik gevoerd heb, en wij spreken echt veel particularien, dat weet je misschien wel, ik denk, een keer gehad dat iemand dat inderdaad echt zei: “Nou ja daar ga ik zelf niet aan beginnen”. Die persoon had echt wel zelf het besef van “luck or skill” discussie. Hij zei: “Als ik een goed rendement haal dan kan dat alleen maar geluk zijn, want ik heb geen vaardigheden op dit gebied. Dus was zijn conclusie dat het beter was om alles uit te besteden aan specialisten. Ik denk dat jouw typische klant die gaat echt niet tegen zijn vrouw zeggen van nou ja, we hebben dan wel die pandjes in Den Haag, maar ja, eigenlijk doen die het niet zo goed. Dat gaat hij echt niet zeggen, denk je wel?

HW: Nee, ik kan me daar nu nog niets bij voorstellen, ik ben het helemaal met je eens.

JA: En als hij het niet goed doet, dan gaat hij allerlei redenen aanwijzen. Je kunt altijd redenen aanwijzen Dus ik denk dat dat blijft. Dat gaat niet veranderen en kijk wij vinden dat mooi want dat geeft allemaal inefficiënties in de markt.

Als iedereen heel erg rationeel zou handelen, dan zou hij geen performances kunnen halen. Maar er zijn heel veel mensen die irrationeel handelen. En dat vind ik juist zo leuk aan de vastgoedsector, daarom is dat mijn sector. Het zit vol met irrationaliteit. En dat is juist leuk.

Ik zou helemaal niet in de obligatiewereld willen werken. Daar zo ik niets aan vinden. Veel te efficiënt, irrationaliteit is juist zo gaaf. Particuliere beleggers, wat je zelf al schreef die laten helmaal niet elk jaar een taxateur langskomen. Die weten helemaal niet wat een waarde is, die weten niet wat optimaal gefinancierd is, die doen gewoon wat ze denken dat goed is. Maar of dat dan het beste is, die kans is natuurlijk gewoon heel erg klein, dat dat dan het beste is.

HW: Charmante thuisklussers? Wat niet weet wat niet deert ? en het zal wel goedkomen?

JA: Ja! Ze kunnen daarmee een degelijk rendement halen, maar ze weten niet wat ze missen. Dat is natuurlijk de andere kant. Ik spreek ook natuurlijk wel eens mensen die zeggen dan: “Ooh jullie hebben 12% rendement gehaald de afgelopen jaren. Ik heb op mijn portefeuille 30% gehaald!” Bij navraag leer je dan dat er een Loan to Value op deze portefeuille wordt gehanteerd van 80%. Mensen kunnen moeilijk de risico’s op waarde schatten. Ze willen altijd alleen maar naar rendement kijken. Echt naar risico kijken en daarmee een lager rendement accepteren doet men niet zo snel. Pas als de coronacrisis uitbreekt dan is in een keer het risicobesef aanwezig.

HW: Als ik daarop mag voortborduren. Ik zou me kunnen voorstellen dat mensen zeggen: Ik heb controle op mijn bezit, want ik ben eigenaar van die panden; ken de huurders, weet precies de m²'ers, de adressen etc. Ik loop er drie keer per week met de hond langs, dat geeft dus kennelijk wel een grote mate van 'in control' zijn. Ik hoor jou zeggen dat de echte risico's, de idiosyncratische risico's, te weinig worden uitgelicht, laat staan, dat ze worden gekwantificeerd.

JA: Ja, helemaal mee eens. Volgens mij zijn er wel eens boeken over geschreven, was het niet bij de Romeinen zo dat ze altijd een plan maakten en dan werd een iemand benoemd, die dan precies het tegenovergestelde moest beargumenteren?

Ik zie het ook in mijn eigen team. Een 'consensus-call' waar iedereen het over eens is, zijn typisch de slechtste beslissingen. De beste beslissingen, zijn die beslissingen waar we het eigenlijk gewoon compleet oneens zijn. Daarmee komt alles op tafel, alle risico's en daarmee maken wij typisch de beste beslissingen. Dus ook als wij het allemaal met elkaar eens zijn dan voelt het gewoon niet goed. Je weet dan er zijn gewoon risico's die we gewoon niet zien met z'n allen en daarom wil je ook een team met een hoge mate van diversiteit en dat vind ik leuk aan het aansturen van een team. Iedereen wil graag diversiteit, maar dat zorgt ervoor dat er veel conflict is in een team. Wij hebben ook veel conflict in ons team, en dan wil je graag een positief conflict, want dan waarderen we elkaars visie en je wilt dat iedereen zich beseft, dat we daardoor beter worden. Een particuliere belegger, die doet dat niet. Dat geloof ik niet, die gaat niet met zijn vrouw discussiëren.

HW: Welke idiosyncratische risico's zien zij dan vanuit jouw optiek over het hoofd?

JA: De eerste is: Wanneer ga je verkopen? Je moet eigenlijk van tevoren bepalen onder welke condities of tegen welke prijs. Ik denk dat sommige particulieren dat wel voor aandelen definiëren, maar

Een tweede punt is dat er te weinig wordt nagedacht over een herinvesteringsalternatief. Misschien is op een gegeven moment Den Haag wel veel te duur geworden, en moet je in Rotterdam of in Breda gaan beleggen. En dat soort overwegingen worden niet vaak gemaakt. Dus puur gebrek aan zelfdiscipline.

En derde punt is lokale politieke risico. We hebben vaak te maken in de grote steden met een vrij links beleid. Dit kan van groot belang zijn voor de waardeontwikkeling van je vastgoed. Kijk maar nu in Amsterdam en dan hoor je hoe de discussies over "pandjesbazen" steeds verder toenemen. Het is echter een proces op een glijdende schaal. Je ziet het gebeuren maar toch handelt je er niet naar. Als je dan iets leest over ontwikkelingen op dat vlak in een andere stad dan denk je bij jezelf: "Dat is best extreem wat daar de lokale overheid aankondigt"

HW: Wat er in Berlijn heeft plaatsgevonden door een soort huurplafond in te stellen, zou dat zomaar ook in Den Haag of Amsterdam kunnen gebeuren?

JA: Dat gebeurt al! In Utrecht hebben de woningontwikkelaars voor 6000 woningen met de Gemeente afgesproken dat de huren gelimiteerd zijn. In Amsterdam is er ook een woonakkoord, de eerste inzet was daar ook, dat de huren gewoon hetzelfde bleven. Uiteindelijk zijn ze tot een akkoord gekomen.

Hoe kan het nou dat men dat niet ziet? Terwijl in Berlijn willen we het wel allemaal zien, en men wil dat dan niet zien, het is echt een glijdende schaal. Er komt dan niet een moment dat men denkt, ok nu ga ik ingrijpen. Dat is vaak het gevaar als je in je eigen achtertuin belegt.

HW: Dus eigenlijk als ik het samenvat zeg je: Typisch een gebrek aan een exitstrategie! Doordat er geen echte exit-strategie is, acteert men ook niet als er politieke veranderingen zijn, die van invloed zijn op het gebied waar jij je bezit hebt. Het overkomt je dan maar en voor je het weet ben je onderdeel van het probleem.

JA: Ja, je zou eigenlijk voor elke belegging een bepaald scenario moeten hebben en als het in de werkelijkheid anders loopt, dan zit je ernaast, dan moet je actie ondernemen. Dit gebeurt niet bij particulier vastgoedbezit, heb ik vaak het idee. Dan is het echt voor de lange termijn 'buy and hold' en wordt er verder niet tussentijds ingegrepen of bijgestuurd.

Een andere is, denk ik, de onderhoudskosten. Die kennen we allemaal wel. Nou ja, denk even aan alle mensen in je omgeving die een bestaand huis hebben gekocht. Het valt toch altijd tegen wat je weer aan onderhoud moet doen. Je hoort nooit iemand zeggen: "We hadden een bepaald budget, maar ik heb slechts de helft uitgeven. Het is altijd meer.

HW: De onderhoudskosten, daarvan zeg jij dat deze eigenlijk voor de particuliere belegger vaak veel hoger, dan hij kon bevroeden. Veel hoger dan voor professionele bedrijven, die kunnen het efficiënter of goedkoper inkopen. Toch bestaat die perceptie, als ik met grote particuliere beleggers praat, dat die grote vastgoedondernemingen aan "spreadsheetmanagement" op afstand doen. De particuliere belegger stelt dat hij/zij "liefde aan zijn/haar bezit" geeft en dit zorgt voor een hoger rendement. Wat vind je daarvan?

JA: Dat vind ik echt een hele interessante stelling. Als ik iemand in mijn team hoor zeggen, dat is mijn lievelingsaandeel, dan gaat hij er meteen vanaf. Absoluut echt. Dat is het laatste wat je wilt. Als jij emotioneel verbonden wordt met je investeringen, dat moet je echt niet willen. Dan maak je altijd irrationele keuzes.

Natuurlijk wil je dat er een band is tussen verhuurder en huurder. Dat gaat over klantbeleving. Dat gaat over verdieping van wie daar wonen. Wij investeren in een Fins bedrijf die een grote woningportefeuille beheren. Zij proberen echt deze klantbeleving te optimaliseren. Op basis van Big Data ontwikkelen zij klantprofielen, waardoor er voor elke doelgroep een eigen wijze van communiceren plaatsvindt. Dit is echt "customer intelligence". Zo proberen ze als professionele partij op een efficiënte manier, toch die persoonlijke touch te geven. Hetgeen ook aansluit bij de individuele behoefte van de huurder, dat is fantastisch, dat is precies wat je wilt. En zo kun je dus als grote professionele organisatie wel die liefde als het ware geven, de connectie maken. Dat wil je graag. Je wilt als huurder gewoon begrepen worden door je verhuurder en als jij een keer een probleem hebt, dat jouw verhuurder met jou meedenkt. En als jouw verhuurder bereid is met je mee te denken, dan gaat de retentieratio vele malen omhoog, dat wil je graag. Ik geloof niet dat een professionele partij dat niet kan. Want het voordeel van een professionele partij is natuurlijk dat ze een grote schaal hebben. Zij kunnen het onderhoud veel efficiënter doen, veel goedkoper doen, dus ergens zit een balans. Ik snap

het wel, die liefde, maar je wilt dat niet tegen elke prijs. Dan komt weer ons adagium over de brug: alles heeft een prijs. He, dus als die klant op een gegeven moment toch ontevreden is, nou ja, er is een prijs tegen welke het acceptabel is dat die huurder dan gewoon opzegt, dan wil je liever een nieuwe huurder en dat moet je voor jezelf kunnen bepalen.

HW: Mag ik, Jorrit, komend naar de afronding van dit interessante gesprek, nog een laatste onderwerp met je bespreken namelijk: Hoe speel je beursgenoteerd vastgoed het best? Koop ik simpelweg een index of zitten daar nog haken en ogen aan? Loont het om actief te gaan beleggen? Hoe combineer je dit met directe vastgoedbeleggingen?

JA: Ik had ooit een collega, die zei altijd zo mooi over mensen die heel veel vastgoed zelf hebben: “Ze hebben stenen, maar je hebt ook wat cement nodig” Hij bedoelde daar het liquide vastgoed mee. Dat vind ik een mooie beeldspraak.

Ik denk dat beursgenoteerd vastgoed in combinatie met niet beursgenoteerd dat juist de ideale portefeuille kan geven. En dan gaan we er even vanuit dat je een groot vermogen hebt. Je kan gebruik maken van arbitrage mogelijkheden. Dat is eigenlijk mooi aan de combinatie. Ik denk voor een particulier, die echt een kleine portefeuille heeft, het eigenlijk raar is dat men überhaupt niet in beursgenoteerd vastgoed belegt. Maar jij gaat echt niet die persoon kunnen overtuigen om alles in beursgenoteerd te investeren, op basis van allemaal academisch onderbouwde punten en daarom is de inzet om die twee te combineren al een hele mooie. Zo kan je de optimale voordelen bereiken van zowel liquiditeit en stabiliteit met vastgoed wat hij leuk vindt, waar hij emotioneel aan verbonden is. Dat is denk ik een heel mooie combinatie.

Die liefde, dat emotionele aspect, dat hoor je zo vaak. Mensen vinden het wel gewoon vaak leuk om zelf een pand te hebben, dat heeft ook een waarde en dat is dus niet een financiële waarde, maar voor die mensen heeft het wel waarde.

HW: Een welzijnswaarde?

JA: Ja, precies! Kijk en daar hebben wij het nu niet over, omdat wij daar allebei niet gevoelig voor zijn, maar voor die mensen heeft dat natuurlijk wel een waarde. Dus dat zou je ook moeten erkennen. Daarom zou ik ze ook niet adviseren om alles maar meteen te verkopen, maar inderdaad te spreiden.

HW: Als je kijkt naar beursgenoteerde oplossingen, zou je dan zeggen koop simpelweg een index of loont actief management?

JA: Dat is de discussie “actief versus passief”. Mijn mening is simpel: De gemiddelde voetbalclub wordt ook geen kampioen. Ik denk de actief versus passief-discussie heel erg afhangt per asset class en ook over hoeveel irrationeel gedrag er is. Ik vind het niet vreemd dat binnen beursgenoteerd vastgoed je wel outperformance kunt halen door actief beheer, want het zit vol van irrationaliteit. Dus dat verbaast mij niet.

Je kunt door actief beheer ook echt een betere portefeuille samenstellen. Wat daar ook nog bijkomt is dat we zien dat passieve producten graag de index repliceren. De beursgenoteerde vastgoedwereld is echter een vrij kleine wereld van ongeveer 330 bedrijven. Slecht een klein gedeelte hiervan is heel erg liquide maar er is een hele lange staart van relatief illiquide bedrijven. Nu is er aantal indices op de markt, die zijn in het leven geroepen om makkelijk een passief product op te bouwen. Dit kan omdat daar weer niet de illiquide namen in zijn opgenomen. Op die manier kunnen ze de kosten omlaag brengen. Maar wat een belegger dan mist is een allocatie naar al die kleinere beursgenoteerde small cap ondernemingen. Dus juist die kleinere bedrijven dat zijn vaak juist de echte ondernemende clubs; de mensen die echt een niche hebben; die echt dominant zijn in een bepaalde sector of wat dan ook, dan zie je vaak dat die het heel erg goed doen. Die mis je in zo'n passief product.

HW: Meer dan in welke asset class dan ook loont het eigenlijk de moeite om voor een actief managede beursgenoteerde oplossing te gaan?

JA: Ja, Veel cijfers ondersteunen dit. Zeker als ik kijk naar onze eigen strategie. Ik snap dat ook want de markt zit vol irrationaliteit. Dat rendement kan je naar je toe halen als je je huiswerk doet.

N.B. Dit is een weergave van een telefonisch interview. Voor de helderheid van het verhaal zijn sommige onderdelen bewerkt of ingekort.

Interview met de heer Jos Stevens

Datum: 28 April 2020

Inleiding

De heer Stevens (1962) is ondernemer, cliënt van ons kantoor en zeer actief betrokken bij de aansturing van het familievermogen. Vastgoed maakt vanuit zijn eigen alsmede zijn schoonfamilie een groot onderdeel uit van het familievermogen. Het betreft hier een zeer gespreide portefeuille van voornamelijk directe beleggingen in het Zuiden van Nederland aangevuld met enkele indirecte vastgoedbeleggingen. Gezien zijn langjarige ervaring met het beleggen in vastgoed was ik benieuwd naar zijn mening over de uitkomsten van dit onderzoek en zijn visie over de toekomst van deze beleggingscategorie.

Samenvatting van het gesprek

Er is bij de vermogende particuliere vastgoedbelegger een groot onderscheid te maken tussen het rationeel denken en het emotioneel handelen. Traditioneel zie je dat beleggers lokaal in vastgoed gaan investeren want het is zichtbaar, dichtbij hun eigen woonplaats, tastbaar (na zoveel jaren staat het er nog!), statusverhogend en waardevast. Op grond van deze emoties werden panden in het verleden aangekocht. Men was lokaal goed geïnformeerd en zag een buitenkans om een beleggingspand aan te kopen. Wat hierbij opvalt is dat er vaak wordt vergeten dat men op termijn ook weer herinvesteringen moet doen in deze panden. Er is dus meer oog voor de kans, dan dat er een grondig rekenmodel aan ten grondslag ligt. Vervolgens gaat men met het eigen locale netwerk aan de slag om het onderhoud en beheer te regelen. Men denkt dat ze vaak daar veel zicht op hebben, maar de praktijk leert dat dit erg kan tegenvallen. De emotie speelt volgens Stevens een (te) grote rol bij de beslissingen die men neemt rondom een vastgoedinvestering. Rationeel gezien zouden soms beter sommige onderdelen uitbesteden, verder kijken dan enkel de eigen omgeving maar beleggers hebben dan al gauw het idee dat ze “de regie uit handen” geven aan een beheerder. Zeker beursgenoteerde vastgoedbeleggingen worden in eerste instantie gezien als een aandelenbelegging en daarmee “een ver van mijn bed” investering.

Persoonlijk ziet Stevens wel degelijk de toegevoegde waarde van (beursgenoteerde) vastgoedaandelen binnen het totale vermogen. Het is dan echt een belegging, die zijn functie vervult binnen de totale portefeuille. Het kopen van eigen beleggingspanden is en blijft een andere dynamiek. Deze staan echt op naam, daarvoor moet je eerst naar de notaris, als een huurder vertrekt moet jezelf zorgen voor een nieuwe. Dat is volgens Stevens een heel ander type belegging, die niet noodzakelijkerwijs veiliger of beter is. Stevens denkt eerder aan het tegenovergestelde.

De emotie is vaak te groot, je bent te zeer afhankelijk van je eigen prestaties en van de partijen die je aanstelt/inhuurt. Je maakt daarbij geen objectieve keuzes en laat veel niet ter zake doende argumenten doorslaggevend zijn. Daarnaast zie ook dat beleggers vaak vergeten om op een structurele manier te blijven investeren in de objecten, terwijl dit wel degelijk het rendement kan verhogen. Particuliere belegger investeren vaak pas als de huurder zijn beklag doet en dan ben je vaak te laat of loop je achter de feiten aan. Ook is het concentratierisico of het gebrek aan spreiding, wat zich voordoet door enkel lokaal te beleggen, een reden om kritisch te zijn over deze manier van beleggen.

Ondanks het feit dat ook bij beursgenoteerd vastgoedondernemingen of indirecte private fondsen niet alles altijd goed gaat ziet Stevens duidelijk toegevoegde waarde van deze beleggingsoplossingen. Hij heeft niet zoveel boodschap aan de eerder genoemde emotionele argumenten (macht, aanzien en status).

Vervolgens hebben we gesproken over de stelling dat lokale beleggers meer “liefde” geven aan hun bezit. Zij zouden bijvoorbeeld het onderhoud beter, efficiënter en goedkoper kunnen doen is vaak de overtuiging. Stevens snapt dat veel mensen deze overtuiging hebben maar vraagt zich af of dit op de lange termijn wel degelijk de waarheid is. Hij geeft een aantal voorbeelden, waaruit blijkt dat op de lange termijn goedkoop duurkoop blijkt te zijn. Stevens snapt overigens goed wat lokale vastgoedbeleggers bedoelen met het begrip “meer liefde geven aan de stenen”. Letterlijk zegt hij: “Je creert een wereld om je heen op lokaal niveau, maar ook dit is een emotionele overweging”.

Over het gebrek aan data/ benchmarking merkte Stevens op dat hij zelf ook niet veel op heeft met de rol van de benchmark. Hij stelt dat hij eerder op zoek is om zijn vereiste rendement te behalen dan om zijn prestaties te vergelijken met andere beleggers. Het is immers erg moeilijk om portefeuilles met elkaar te gaan vergelijken. Daarnaast is en blijft de markt ondoorzichtbaar. Je hoort enkel de succesverhalen en krijgt nooit inzicht in de echte rendementen. Stevens ziet dit in de toekomst ook niet direct veranderen.

Verder bespraken we samen de unieke risico’s die verbonden zijn aan directe vastgoedbeleggingen. De heer Stevens deelde de risicoanalyse, zoals beschreven in het onderzoek en noemde het risico van beheer en het huurdersrisico als een groot risico. Hij gaf een voorbeeld van een aantal panden in Amsterdam die zij als familie bezitten en waar nauwelijks onderhoud was gepleegd. Zonder dat ze het wisten hadden ze een huurder die de hele woning had uitgewoond. Dit heeft direct invloed op je rendement.

Stevens geeft ter afsluiting van het interview aan dat hij investeringen in direct onroerend goed niet zonder risico’s ziet. “Goed onroerend goed is schaars en ik sta niet meer vooraan om de beste objecten te verkrijgen”. Indien er nieuwe ontwikkeld vastgoed wordt gekocht dan moet altijd maar weer blijken of je aannemens ook daadwerkelijk uitkomen. Als je investeert dan zit je er ook voor langere tijd aan vast. Hij ziet daarom vandaag de dag meer risico’s bij het beleggen in direct vastgoed dan in het verleden het geval was. “Het is een andere tijd!. Als ik nu opnieuw zou moeten beginnen dan zou ik eerder naar een publiek/privaat woningfonds gaan dan dat ik zelf het zou moeten doen”.

N.B. Dit is een verkorte weergave/samenvatting van een telefonisch interview. Vanwege de discretie zijn sommige onderdelen bewerkt, ingekort of samengevat. De heer Stevens gaf wel zijn toestemming om zijn naam te gebruiken.