

Particuliere vastgoedbeleggingsfondsen en de beleggers onder de loep



Dit rapport is tot stand gekomen door een samenwerking tussen:
Rijksuniversiteit Groningen (Dr. R. Dorenbos en Prof. Dr. E.F. Nozeman) en
Bouwfonds Asset Management (Drs. K.I. Deana)

Maarten M. Frouws
1582208



Rijksuniversiteit Groningen

mei 2008

"Er zou weinig van mij overblijven indien ik alles moest afstaan, wat ik aan anderen te danken heb."

- Johann Wolfgang von Goethe, Duits schrijver en dichter (1749-1832) -

Voorwoord

Voor u ligt de masterthesis van mijn studie Vastgoedkunde, aan de Rijksuniversiteit Groningen. De afgelopen maanden heb ik hier met veel plezier aan gewerkt en ik ben dan ook zeer tevreden met het resultaat.

Het maken van deze thesis heeft mij in staat gesteld om vastgoedbeleggingsmarkt voor particuliere beleggers te doorgronden. Dit alles had ik niet gekund zonder de fantastische mensen die werkzaam zijn bij Bouwfonds Asset Management. Hierbij wil ik dan ook (in alfabetische volgorde) de volgende personen bedanken: de heer S.C.A. Neher, mevrouw drs. J.M.H. Plante, de heer ir. R. Smeehuijsen MRE, de heer mr. J.L.M. van Susante, de heer M. van Thienen en de heer drs. J.W. van Tongeren. Ik weet dat vele personen hierbij ongenoemd blijven waarvoor mijn oprechte excuses. Indien ik iedereen van Bouwfonds Asset Management die een bijdrage heeft geleverd bij naam zou moeten noemen zou de omvang van dit voorwoord een buitenproportionele omvang aannemen. Maar ook deze mensen worden hartelijk bedankt. Zonder hun specialisme en hulpvaardigheid had ik deze thesis nooit kunnen maken.

Daarnaast gaat mijn speciale dank uit naar de heer drs. K.I. Deana. Zonder zijn kritische blik en onuitputtelijke kennis van de vastgoedmarkt zou ik niet in staat zijn geweest deze thesis te schrijven. Hij heeft zich ontpopt tot mijn onuitgesproken mentor bij Bouwfonds Asset Management.

Ook wil ik hierbij mijn stagebegeleiders vanuit de Rijksuniversiteit de heer dr. R.J. Dorenbos en de heer Prof. Dr. E.F. Nozeman hartelijk bedanken voor hun gecombineerde begeleiding. Wanneer door de bomen het bos voor mij niet meer zichtbaar waren, hadden zij de broodkruimels al voor me neergelegd en toonden mij de weg naar het eindpunt dat u zodadelijk gaat lezen.

Ten slotte wil ik mijn familie en vrienden bedanken en dan voornamelijk mijn ouders en allerliefste vriendin. Zonder hun onvoorwaardelijke steun en begrip voor mijn beperkte tijd voor sociale bezigheden, was ik deze periode nooit doorgelopen. Jammer alleen dat ik nu weer actief moet meedoen in het draaiende houden van de huishouding.

Maarten M. Frouws
Groningen, mei 2008

"Kennis van de strekking en de kracht van de woorden is de eerste voorwaarde voor de kennis van mensen."

- Confucius, Chinees filosoof (551 v.C. - 479 v.C.) -

Samenvatting

Inleiding

De particuliere vastgoedfondsenmarkt is ondanks verschillende goede initiatieven en onderzoeken nog steeds onvoldoende transparant. Er is veel vraag naar een goed overzicht van het aanbod waarbij een duidelijke vergelijking tussen de verschillende producten gemaakt kan worden. De doelstelling van dit onderzoek is een helder beeld creëren van het aanbod van en de vraag naar niet-beursgenoteerde, Nederlandse, particuliere vastgoedfondsen. Deze doelstelling wordt bereikt door antwoord te geven op de volgende centrale vraag:

“Welke particuliere vastgoedvehikels van niet-beursgenoteerde Nederlandse aanbieders zijn de afgelopen drie jaar op de markt gekomen en wat zijn de wensen van de Nederlandse particuliere beleggers?”

Het antwoord is gevonden door een onderzoek onder in totaal 13 fondsaanbieders die in de periode 2004 tot en met 2007 64 fondsen op de markt hebben gebracht die voldoen aan de gestelde criteria in hoofdstuk 1 van dit rapport. Daarnaast is er een enquête gehouden onder duizend Nederlandse particuliere beleggers.

Op bovengenoemde markt is een groot aantal verschillende producten verkrijgbaar. Om tot een keuze te komen moeten particuliere beleggers hun persoonlijke doel en beleggingsprofiel duidelijk voor ogen hebben. In dit rapport komt naar voren in hoeverre vraag en aanbod op elkaar aansluiten.

Vraag en aanbod sluiten net als in andere markten vrijwel nooit precies op elkaar aan. De vastgoedfondsen hebben verschillende profielen en beleggen in verschillend vastgoed. Hierdoor zijn de ontwikkelingen die een vastgoedfonds beïnvloeden per vastgoedfonds verschillend. De vastgoedfondsenmarkt is afhankelijk van de ontwikkelingen op 5 verschillende markten:

- De ruimtemarkt
- De voorraadmarkt
- De ontwikkelingsmarkt
- De financieringsmarkt
- De markt voor alternatieve beleggingsproducten

Eerder onderzoek

Alvorens een nieuw onderzoek te beginnen is er gekeken naar voorgaande onderzoeken. Uit deze onderzoeken zijn verschillende zaken naar voren gekomen. De meeste fondsen hebben vastgoed opgenomen uit de Verenigde Staten of Nederland. De volgende problemen zijn regelmatig geconstateerd:

- Hantering verschillende definities van fees en kosten;
- Het niet rekening houden met de tijdswaarde van geld bij rendementsberekeningen;
- Grote verschillen in de kostenstructuur;
- Beperkte informatieverschaffing;
- Kennisasymmetrie tussen aanbieders en beleggers.

De verschillende rapporten zijn op meerdere vlakken overeenkomstig. Zo wordt er gesteld dat het beleggen in vastgoed-cv's hoge kosten met zich meebrengt. Tevens zijn deze kosten moeilijk te definiëren of te vergelijken. Veelal zijn de aannames te positief gepresenteerd en de risico's onderbelicht.

Met betrekking tot de vraagzijde van de markt komen de conclusies uit de verschillende rapporten niet overeen. In sommige rapporten wordt er geconcludeerd dat particuliere beleggers voornamelijk afgaan op de betrouwbaarheid van de fondsaanbieder. In andere rapporten wordt geconcludeerd dat de dienstverlening doorslaggevend bij de beleggingsbeslissing is. In weer andere rapporten wordt gesteld dat particuliere beleggers zich enkel en alleen laten leiden door het geprognosticeerde rendement. De meeste onderzoekers zijn het wel eens dat de verschillende vastgoedfondsen concurreren met de markt voor andere beleggingsproducten zoals aandelen en obligaties.

De aanbodzijde

De aanbodzijde van de markt is in kaart gebracht door 13 aanbieders met 64 geplaatste fondsen in de periode 2004 tot en met 2007 te analyseren. De belangrijkste vragen die gesteld moeten worden om een confrontatie met de vraagzijde te kunnen maken zijn 'wat?', 'waar?' en 'tegen welke voorwaarden?'. De aanbodzijde van de particuliere beleggingsfondsen is een verdeelde markt. De marktleider heeft vanwege het grote aantal aanbieders slechts 8% van de markt in handen. Uit de analyse blijkt dat, enkele uitzondering voorbehouden, de meeste aanbieders zich gespecialiseerd hebben op een specifiek vastgoedsegment. Daarbij wordt er vooral gefocust op één land, met name Nederland, Duitsland en Canada. Dit is tegenstrijdig met eerder onderzoek (Gieling). Hieruit bleek dat de focus voornamelijk op vastgoed in Nederland en de Verenigde Staten ligt.

Segment

Op de vraag wat er aangeboden wordt is in eerste instantie het type vastgoed van belang. Er worden voornamelijk woning-, winkel- en kantorenfondsen aangeboden. Maar ook een mix van winkels en woningen komt veel voor. Er is gedurende de onderzoeksperiode steeds meer aandacht voor alternatieve beleggingsproducten. Dit zijn voornamelijk leisurefondsen.

Fondsomvang

Er zijn buiten het type vastgoed een aantal zaken die van belang zijn voor de fondsprestatie. Deze bepalen mede het rendement-risicoprofiel van een fonds. Eén van deze zaken is de fondsomvang. Dit is een parameter die een indicatie kan geven voor de spreidingsmogelijkheden van een fonds. De fondsomvang van de onderzochte fondsen verschilt van circa 20 miljoen euro tot 100 miljoen euro of meer. Gedurende de onderzoeksperiode is de gemiddelde fondsomvang gestegen van circa 34 miljoen euro in 2004 tot circa 50 miljoen euro in 2007. De belangrijkste reden voor deze stijging is de toegenomen concurrentie. Door de fondsomvang te vergroten kunnen aanbieders de kosten spreiden waardoor de rendementen stijgen.

Leverage

De gehanteerde leverage is een belangrijke factor voor het rendement-risicoprofiel van een vastgoedfonds. Sterk vereenvoudigd kan men stellen dat het risico groter wordt naarmate de leverage groter is. De mate waarin een fonds een bepaalde leverage hanteert, is afhankelijk van verschillende factoren:

- De fondsstrategie;
- De mogelijkheden van het fonds om jaarlijks inkomen te genereren;
- De rentestand;
- De risicoperceptie van de financier.

De leverage van de geanalyseerde fondsen varieert gedurende de onderzoeksperiode tussen 50% en 90%. Gezien de concurrentie zou het waarschijnlijk zijn dat de leverage de laatste jaren gestegen zou zijn. Hiermee kan de hefboomwerking worden vergroot en daarmee het rendement. Dit is echter niet het geval. Er is minder hefboom mogelijk doordat de rente is gestegen en de aanvangsrendementen op vastgoed dalen. 48% van de fondsen hanteert een leverage tussen de 70% en 80%.

Participatiegrootte

Een andere voorwaarde die door beleggers aan vastgoedbeleggingen gesteld wordt is de participatieomvang. Van de 64 onderzochte fondsen daalt de gemiddelde participatieomvang gedurende de onderzoeksperiode. 5% van de geïnitieerde fondsen heeft een participatieomvang van kleiner dan € 10.000,-. De gemiddelde participatiegrootte gedurende de onderzoeksperiode is circa € 15.000,-.

Aannames

De aannames die in prospectussen van vastgoedfondsen worden gedaan hebben in het verleden veel aandacht gehad. Deze zijn in grote mate verantwoordelijk voor de transparantie van de markt. Uit de analyse van de prospectussen blijkt dat er over het algemeen veel aannames niet vermeld worden. Dit geldt met name voor aannames voor onderhoud, huurgroei en mutatiesnelheid. Dit zijn aannames die direct invloed uitoefenen op het rendement.

Fees

Alvorens het rendement aan de beleggers wordt uitgekeerd, wordt de fondsaanbieder voor zijn prestaties beloond. Een gedeelte van deze vergoedingen wordt vooraf afgerekend (upfront fees), een gedeelte gedurende de looptijd en er is meestal sprake van een winstdeling (performance fee) bij het einde van een fonds. Tijdens de periode van 2004 tot en met 2007 zijn zowel de upfront fees alsmede de jaarlijkse fees gedaald. De performance fees stijgen daarentegen. Er zijn wel verschillen in de hoogte van de fees tussen de aanbieders. Hierbij is het echter niet mogelijk om aan te wijzen waar die verschillen precies uit bestaan. Kosten en vergoedingen zijn niet uit elkaar te halen. Daarnaast wordt de performance fee door de aanbieders op verschillende manieren berekend. Hoedjes (2004) en Van Diem (2006) hebben geconcludeerd dat beleggen in vastgoedfondsen duur is. Bovenstaande veranderingen in feestructuur betekenen niet direct dat het beleggen in particuliere vastgoedproducten goedkoper is geworden. Maar het betekent wel dat aanbieders in tegenstelling tot enkele jaren geleden een groter gedeelte van hun vergoeding uit prestatiegebonden vergoedingen krijgen. Hoe beter de aanbieder presteert, hoe meer hij betaald krijgt. Het is de vraag of er dan sprake is van een dure belegging. Zeker als het rendement dat de particuliere belegger krijgt voldoende of zelfs hoog is.

Rendement

Misschien wel de belangrijkste voorwaarde voor het bestaansrecht van een vastgoedfonds is het rendement. Beleggers willen een zo hoog mogelijk rendement tegen zo laag mogelijke kosten. Daarbij zoeken ze naar beleggingsoplossingen op verschillende beleggingsmarkten onder voorbehoud dat er een bepaalde spreiding in de portefeuille aanwezig is. Van de onderzochte beleggingsfondsen daalt het enkelvoudig jaarlijks rendement van circa 9% gemiddeld in 2004 tot 7% gemiddeld in 2007. Sinds 2007 zijn er geen fondsen geïnitieerd met een geprognosticeerd enkelvoudig jaarlijks rendement boven de 8%. Het gemiddeld jaarlijks rendement vertoont een dalend trend gedurende de onderzoeksperiode. In de loop van circa drie jaar is het gemiddeld enkelvoudig rendement gedaald van circa 12% tot circa 8%.

De IRR vertoont een dalende trend. Ten tijde van de onderzoeken van Alberti (2003) en Hoedjes (2004) waren er "weinig" fondsen die een IRR presenteerden. Van de 64 onderzochte fondsen heeft 44% een IRR opgegeven. Circa 70% hiervan zijn fondsen geïnitieerd in de laatste twee jaar. Deze berekeningsmethode wordt duidelijk steeds vaker gehanteerd, wat de transparantie van het fonds ten goede komt.

BAR en exit yield

Het geprognosticeerde rendement is afhankelijk van verschillende zaken, zoals de eerder besproken aannames en leverage. Vastgoed genereert direct rendement (uit huurinkomsten) en indirect rendement (uit verkoop). De huurinkomsten bij aanvang van het fonds en bij het einde van de fonds kunnen als percentage van de aan- en verkoopprijs worden weergegeven. Dit zijn respectievelijk het BAR en de exit yield. Aanbieders van vastgoedfondsen willen tegen een zo hoog mogelijke BAR aankopen en een zo laag mogelijke exit yield verkopen. Dan is het totaal rendement het hoogst.

Tijdens de periode 2004 tot en met 2007 zijn het BAR en de exit yield van het vastgoed uit de onderzochte fondsen gedaald. Dit betekent dat het vastgoed steeds duurder wordt. De verschillende aanbieders hanteren ofwel een hogere exit yield ten opzichte van het BAR, ofwel een hogere BAR ten opzichte van de exit yield hebben. Wanneer de exit yield hoger is dan het BAR, verwacht de aanbieder het vastgoed tegen minder gunstige voorwaarden te kunnen verkopen dan dat er is aangekocht. Dit is niet onlogisch gezien het feit dat de exploitatiekosten toenemen naarmate een object ouder wordt. Gezien dit feit is het opvallend dat er nog zoveel aanbieders een gunstiger verkoop verwachten dan dat er aangekocht is. Het lijkt erop dat de verschillende aanbieders moeite hebben om voor de particuliere beleggers acceptabele rendementen aan te bieden waarbij ze de concurrentie voor willen blijven. Ze trachten door ambitieuze verkoopprognoses het geprognosticeerde rendement te verhogen.

Risico's

Het rendement waarover zojuist is gesproken is onlosmakelijk verbonden met het risico. Bij een beleggingsbeslissing is het voor de particuliere belegger van belang dat hij de risico's van een bepaald product weet. Uit de analyse van 64 fondsen blijkt bij de fondsen waarbij sprake is van valutarisico dat dit risico niet is afgedekt. Daarnaast blijkt dat voornamelijk het verkoop- en leegstandsrisico niet in de

rendementsprognose wordt meegenomen. Het kan dus voorkomen dat een fonds met hetzelfde risicoprofiel als een ander fonds veel beter rendeert.

De vraagzijde

Om de vraagzijde in kaart te brengen is een enquête gehouden onder circa 5.000 beleggers van Bouwfonds Asset Management waarvan circa 20% heeft gereageerd. Deze enquête had als doel om na te gaan wie de beleggers zijn, wat ze willen en tegen welke voorwaarden. Uit de enquête blijkt dat particuliere vastgoedbeleggers over het algemeen senioren mannen zijn. De meeste beleggers (ca. 80% van de respondenten) beleggen in vastgoed om een aanvulling op het inkomen te hebben. Ten slotte ziet 69% van de respondenten zich als neutrale belegger. Een neutrale belegger weegt bij iedere keuzemogelijkheid de verschillende factoren tegen elkaar af om tot een beslissing te komen. Een kwart van de respondenten typeert zichzelf als offensieve belegger. Bijna 95% van de respondenten is bereid een hoog risico te lopen met beleggingen, als het rendement dat daar tegenover staat daar maar bij aansluit.

Looptijd

Naast de vraag wie de particuliere beleggers zijn is het voor een fondsaanbieder van belang om te weten hoe lang hij van de gelden van de belegger gebruik kan maken. Circa 40% van de respondenten vindt een looptijd van het fonds tot 10 jaar gewenst. Dit is tevens de meest voorkomende looptijd van een vastgoedfonds. 10% van de respondenten geeft aan een beleggingshorizon van langer dan 15 jaar te willen. Een derde van de respondenten heeft een beleggingshorizon van 7 jaar of korter.

Belegbaar vermogen

Het is voor aanbieders van vastgoedfondsen van groot belang om te weten in hoeverre zij de participaties van een fonds kunnen verkopen. Een indicatie hiervoor is het belegbare vermogen van de particuliere beleggers. De omvang van het totale belegbare vermogen van de geënquêteerden varieert. Een kwart van de beleggers heeft aangegeven meer dan € 1.000.000,- te besteden te hebben. Tevens heeft een kwart aangegeven een belegbaar vermogen van minder dan € 200.000,- te hebben. Daarnaast zijn er nog 61 respondenten die hebben aangegeven te beschikken over een HIR (herinvesteringsreserve). Ruim 30% van deze groep geeft aan dat deze hoger is dan € 1.000.000,-. De omvang van het belegbare vermogen van de totale steekproef van 5.000 komt daarmee neer op minimaal 600 miljoen euro. Daar dient bij opgemerkt te worden dat bijna een derde van de beleggers aangeeft meer vastgoed in portefeuille te willen dan dat hij heeft. 7% van de respondenten wil minder vastgoed in portefeuille.

Participatieomvang

Van dit belegbare vermogen is de belegger bereid een bepaald gedeelte in vastgoed te beleggen. Op fondsniveau is het vervolgens belangrijk om te weten hoe groot de participatieomvang mag zijn. De meeste beleggers prefereren een omvang van €10.000,- per participatie. Dit is verassend aangezien de meest gehanteerde participatiegrootte €15.000,- bedraagt. In dit opzicht is er geen markt-evenwicht.

Rendement

Het primaire doel van beleggen is waardevermeerdering. Voor de aanbodzijde is het van belang welk rendement de beleggers verwachten. Bijna een derde van de beleggers preferereert het indirecte rendement boven het directe rendement. De respondenten verwachten gemiddeld jaarlijks ongeveer 7% direct rendementen een totaal rendement op vastgoedbeleggingen van 9%.

Vastgoed en locatie

Naast de hoogte van het rendement laten beleggers zich ook leiden door het soort vastgoed en de locatie daarvan. De respondenten hebben het meeste interesse in woningen en winkels. Kantorenfondsen vallen daarentegen niet erg in de smaak. Wanneer de beleggers een aantal mixfondsen worden voorgelegd heeft een mix van woningen en winkels de voorkeur. Het toevoegen van leisure objecten aan deze mix is volgens de beleggers ook interessant. Opvallend is dat een kwart van de beleggers interesse heeft in ontwikkelfondsen. Dit sluit namelijk niet aan bij het verwachte rendement dat is aangegeven. De mogelijkheid bestaat dat de risicoperceptie van particuliere beleggers onvoldoende is. De thema's 'duurzaam vastgoed' en 'zorg' vinden de respondenten het meest interessant. Ongeveer de helft van de respondenten heeft interesse in speciale producten. Op de vraag waar dit vastgoed zich dan moet bevinden antwoorden de

meeste beleggers Nederland, Duitsland of Frankrijk. Het gaat dan voornamelijk om woning- of winkelfondsen. Bij Frans vastgoed is er ook vraag naar leisuregerelateerd vastgoed.

Conclusie

Waar winkels en woningen voornamelijk als interessante beleggingsobjecten worden aangeduid, neemt de interesse in kantorenfondsen af. Daarvoor in de plaats is er in toenemende mate interesse voor leisuregerelateerde-, zorggerelateerde- en ontwikkelfondsen. Het aanbod sluit daar niet op aan. Ruim een kwart van het aanbod wordt gevormd door kantorenfondsen. De favoriete thema's worden vrijwel niet aangeboden op de markt binnen de steekproef. De door de beleggers verwachte rendementen stemmen overeen met de door de aanbieders geprognosticeerde rendementen. Het risico dat daarbij hoort kan hier in sommige gevallen van afwijken en is wellicht te hoog. Dit komt voornamelijk door de aannames met betrekking tot de exitstrategie van de fondsen. Het lijkt erop dat sommige aanbieders aan de rendementseisen kunnen voldoen door de verkoop van het vastgoed bij het fondseinde zeer ambitieus te prognosticeren. De belegger moet een gedegen analyse (laten) doen alvorens tot een beleggingsbeslissing over te gaan. Qua locatie worden de beleggers voornamelijk met Nederlands vastgoed en in toenemende mate met Duits vastgoed bediend. Vastgoedfondsen met Frans vastgoed zijn in deze analyse niet naar voren gekomen, terwijl hier wel vraag naar is.

In de concurrentiestrijd om de hoogste rendementen aan te kunnen bieden, is de fondsomvang toegenomen, zijn de fees gedaald en is de fondslooptijd langer geworden. Hoe groter een fonds, des te groter de schaalvoordelen. Wanneer een fonds een langere looptijd heeft kunnen de kosten over een langere periode gespreid worden. Dit zorgt ervoor dat het rendement stijgt. Aangezien een groot aantal particuliere beleggers in de enquête heeft aangegeven kortere looptijden te wensen en het aanbod hierin niet volledig voorziet, lijkt het erop dat er onvoldoende beleggers zijn die zich voor een langere tijd aan een fonds willen committeren. Door de participatieomvang te verkleinen zouden beleggers eventueel geprikkeld kunnen worden om hun geld langer in een fonds te willen beleggen. Beleggers willen over het algemeen participaties van € 10.000,-, maar ook kleinere participaties zijn gewenst. De meeste aanbieders bieden participaties van € 15.000,- aan, maar kunnen wellicht kleinere participatiegroottes hanteren.

Alvorens er op basis van dit onderzoek beslissingen worden genomen dient men zich ervan te vergewissen dat alle data die voor dit onderzoek gebruikt zijn, slechts uit een steekproef afkomstig zijn en dit rapport niet een volledige marktrapportage is. Daarnaast zijn er nog vele andere facetten van de vastgoedbeleggingsmarkt onderbelicht gebleven zoals de omgevingsvariabelen die van invloed zijn op de markt, zoals de overheid (wetgeving), de gebruikersmarkt (binnen de vastgoedmarkt), de financieringsmarkt, de ontwikkelingsmarkt en de markt voor overige beleggingen.

Op basis van dit onderzoek is valt concluderen dat er voldoende markt voor nieuwe vastgoedfondsen is. De aanbieders dienen bij het maken van deze fondsen rekening te houden met de wensen van de particuliere beleggers. De onderwerpen die hierbij extra aandacht verdienen zijn type vastgoed, locatie en transparantie. Wanneer de risico's voldoende worden toegelicht en de rendementen daarbij aansluiten is er nog veel vraag naar vastgoedbeleggingsproducten.

"De criticus is de strateeg in het kamp van de literatuur."

- Walter Benjamin Duits filosoof (1882-1940) -

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	3
Samenvatting	5
INHOUDSOPGAVE.....	11
Lijst met figuren en tabellen.....	13
1. Inleiding	15
1.1 Aanleiding; de pers verslaat de markt	15
1.2 Doelstelling en vraagstelling	16
1.2.1 Doelstelling	16
1.2.2 Centrale vraag	16
1.2.3 Deelvragen	16
1.2.3 Leeswijzer	17
1.2.4 Afbakening onderzoek	17
1.3 Conceptueel model.....	18
1.4 Toelichting conceptueel model	19
1.5 Onderzoeksmethoden	19
1.5.1 Literatuuronderzoek	20
1.5.2 Praktijkonderzoek	20
2. De vastgoedbeleggingsfondsenmarkt	23
2.1 De onderliggende waarde; het vastgoed	23
2.2 Direct vs. indirect vastgoed	23
2.3 Een markt binnen een markt	24
2.4 Een imperfecte markt	27
2.5 Eigenschappen vastgoedfondsenmarkt	28
2.5.1 Verschillende typen beleggingsproducten	28
2.5.2 Risico en rendement	29
2.5.3 De actoren	32
2.6 Juridische structuur vastgoedfondsen	34
2.7 Conclusie	35
3. Resultaten uit het verleden	37
3.1 De voorgaande onderzoeken	37
3.2 Algemene conclusies uit voorgaande onderzoeken	40
4. De aanbodzijde.....	42
4.1 De top 25 aanbieders.....	42
4.2 Spreiding en focus van sector en locatie	43
4.2.1 Regionale spreiding en focus; nationaal	43
4.2.2 Regionale spreiding en focus; stedelijk	44
4.2.3 Sectorale spreiding en focus.....	44
4.2.4 Regionale sector of sectorale regio	45
4.3 Financiële analyse	46
4.3.1 Fondsomvang	46
4.3.2 Participatiegrootte	47
4.3.3 Leverage.....	48
4.3.4 Financiering.....	49
4.3.5 Aannames	51
4.4 Feestructuur	52
4.4.1 Upfrontfees.....	52
4.4.2 Prestatiegebonden / Jaarlijkse fees	54
4.4.3 Stijging of daling van vergoedingen.....	56
4.5 Risico en rendement	56
4.5.1 Gemiddeld jaarlijks rendement	57
4.5.2 De Internal Rate of Return	57
4.5.3 Het enkelvoudig jaarlijks rendement.....	58

4.5.4 Bruto Aanvangs Rendement (BAR)	58
4.5.5 Risico's	60
4.6 Conclusie	61
5. De vraagzijde	64
5.1 Algemene kenmerken	64
5.1.1 Demografische kenmerken	64
5.1.2 Belegingsmotieven	64
5.1.3 Belegingskenmerken	65
5.1.4 Informatiebehoefte	67
5.2 Rendement-risicoprofiel	68
5.2.1 Gewenste rendement-risicoprofiel	68
5.2.2 Participatiegrootte en verhandelbaarheid	68
5.2.3 Rendement	69
5.2.4 Risico	69
5.3 Het gewenste vastgoedfonds	70
5.3.1 Entiteit	70
5.3.2 Segment en spreiding	70
5.3.3 Locatie en type vastgoed	71
5.3.4 Thema's	71
5.3.5 Speciale producten	72
5.4 Beleggerprofiel	74
5.4.1 Rendement	74
5.4.2 Vastgoed en locatie	74
5.4.3 Informatievoorzieningen	75
5.5 Conclusie	75
6. Conclusie; de confrontatie	79
6.1 Sector en locatie	79
6.2 Beleggersprofiel	80
6.3 Rendement en risico	81
6.4 De toekomst	81
Aanbevelingen	83
Bijlage 1 De fondsaanbieders	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 2 De geïnterviewden	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 3 Enquête Participanten	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 4 Enquête Prospects	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 5 Het aanbod van vastgoedfondsen; locatie en type	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 6 Beleggers en niet-beleggers in vastgoed en rendement	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 7 Voorkeur rendement en leeftijd	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 8 Interesse in Duits vastgoed	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
Bijlage 9 Informatie	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.
LITERATUURLIJST	Fout! Bladwijzer niet gedefinieerd.

Lijst met figuren en tabellen

FIGUUR 1: CONCEPTUEEL MODEL: VASTGOEDFONDSENMARKT NEDERLAND.....	18
FIGUUR 2: WERKING VAN DE VASTGOEDMARKT	25
GRAFIEK 1: MARKTCYCLUS VASTGOEDMARKT, DiPASQUALE-WHEATON FOUR-QUADRANT DIAGRAM.....	26
FIGUUR 3: VERSCHILLENDE BELEGGINGSPRODUCTEN	28
TABEL 1: ONDERSCHIED RENDEMENT-RISICOPROFIELEN	31
GRAFIEK 2: RENDEMENT EN RISICO	31
GRAFIEK 3: RISICOVERMINDERING DOOR SPREIDING (MEERDERE OBJECTEN)	32
TABEL 2: DOELSTELLINGEN EN CRITERIA PARTICULIERE BELEGGERS.....	33
FIGUUR 4: JURIDISCHE STRUCTUUR COMMANDITAIRE VENNOOTSCHAP / MAATSCHAP	34
GRAFIEK 4: SECTORALE FOCUS 2004-2005	45
GRAFIEK 6: INHOUD MIXFONDSEN	46
GRAFIEK 7: FOND SOMVANG.....	47
GRAFIEK 8: PARTICIPATIEGROOTTE.....	48
GRAFIEK 9: PARTICIPATIEOMVANG	48
GRAFIEK 10: LEVERAGE	49
GRAFIEK 11: GEWOGEN GEMIDDELDE RENTEKOSTEN VAN DE FINANCIERING.....	50
GRAFIEK 12: 3-MAANDS EURIBOR	50
GRAFIEK 13: 10 JAARS STAATSLENING	50
GRAFIEK 14: INFLATIE 2004-2007	51
GRAFIEK 15: DE UPFRONT FEES AFGEZET TEGEN DE FOND SOMVANG	53
GRAFIEK 16: DE JAARLIJKSE FEES AFGEZET TEGEN DE HUURINKOMSTEN.....	55
GRAFIEK 17: PERFORMANCEFEE CQ WINSTDELING T.O.V. DE HUUR INCLUSIEF EXTREMEN.....	55
GRAFIEK 18: PERFORMANCE FEE CQ WINSTDELING T.O.V. DE HUUR EXCLUSIEF EXTREMEN.....	56
GRAFIEK 19: GEMIDDELD JAARLIJKS RENDEMENT	57
GRAFIEK 20: INTERNAL RATE OF RETURN (IRR)	58
GRAFIEK 21: ENKELVOUDIG JAARLIJKS RENDEMENT	58
GRAFIEK 22: BAR.....	59
GRAFIEK 23: EXIT YIELD	59
GRAFIEK 24: VERSCHIL BAR - EXIT YIELD.....	60
GRAFIEK 25: RENDEMENT VS RISICO.....	61
GRAFIEK 26: BELEGGINGSMOTIEVEN; WAAROM VASTGOED.....	65
GRAFIEK 27: TOTALE BELEGBARE VERMOGEN.....	66
GRAFIEKEN 28 EN 29: HUIDIGE EN GEWENSTE PERCENTAGE VASTGOED IN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE.....	66
TABEL 3: WILCOXON SIGNED RANK TEST; VASTGOED IN PORTEFEUILLE	67
GRAFIEK 30: DOORSLAGGEVENDE ARGUMENT BIJ KEUZE AANBIEDER	68
GRAFIEK 31: VERWACHTE HOOGTE DIRECT RENDEMENT.....	69
GRAFIEK 32: VERWACHTE TOTAAL RENDEMENT.....	69
GRAFIEK 33: VOORKEUR TYPE VASTGOED	70
GRAFIEK 34: VOORKEUR BELEGGINGSMIX	71
GRAFIEK 35: BELEGGINGSTHEMA'S	72
GRAFIEK 36: INTERESSE IN SPECIALE PRODUCTEN	73
TABEL 4: TYPERING VAN SOORTEN BELEGGERS	76

"Hij, die niets kan bedenken, is niet zó dom als hij, die een domheid, door een ander bedacht, prijst."

- Marcus Tullius Cicero (Romeins schrijver en staatsman 106 v.Chr. - 43 v.Chr.) -

1. Inleiding

Particuliere vastgoedfondsen zijn de afgelopen tijd volop in het nieuws. Veelal is het onderwerp van discussie in deze media-uitingen de mate van transparantie op de beleggingsmarkt. Gezien de activiteiten op de markt en het vermogen dat hiermee gepaard gaat lijkt dit gewenst. 86 Nederlandse aanbieders van particuliere vastgoedfondsen zijn er begin 2007 op de Nederlandse beleggersmarkt aanwezig (Hentenaar, 2007). Het totaal belegde vermogen van deze fondsen bedraagt bijna 12 miljard euro. Hiervan is bijna 4 miljard euro afkomstig van particuliere beleggers die participeren in deze fondsen (Hentenaar, 2007). Ruim 8 miljard euro wordt gefinancierd met vreemd vermogen. De markt voor particuliere vastgoedfondsen is in een korte periode snel gegroeid en is nog steeds groeiende.

De onvoldoende transparantie op de markt voor particuliere vastgoedfondsen was en is nog steeds een probleem (AFM, 2007). Er is een grote verscheidenheid aan vastgoedbeleggingsproducten voor particulieren beschikbaar. De producten verschillen niet alleen in type vastgoed, maar de fondsen waarin dit vastgoed is opgenomen verschillen ook qua structuur. Een particuliere belegger moet zowel vastgoedexpert als fiscalist zijn om een helder beeld te krijgen van de verschillen tussen de producten. Tevens is het thans voor weinig beleggers mogelijk om de consequenties van beleggingsbeslissingen op deze markt te kunnen overzien. Toch wordt er, zoals voorgaande aantoont, volop belegd in vastgoedfondsen. Dit rapport dient enerzijds als hulpmiddel voor de particuliere belegger om zich een beter beeld te schetsen van de particuliere vastgoedbeleggingsfondsenmarkt. Anderzijds kunnen aanbieders van deze producten dit rapport gebruiken om hun positie in de markt te bepalen.

1.1 Aanleiding; de pers verslaat de markt

'Private vastgoedfondsen met een value added-investeringsstijl lijken in de huidige competitieve vastgoedmarkt het succesvolst te zijn in het plaatsen van kapitaal.' (Vastgoedmarkt, 2007a). Op dit moment lijkt er de meeste vraag te zijn naar vastgoedfondsen voor particulieren waarin meer risico dan het gemiddelde is opgenomen. De vastgoedbeleggingsmarkt is volop in beweging en ontwikkeling. Voornoemd persbericht is hier niet het enige goede voorbeeld van. Het door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) uitgebrachte rapport *'Vastgoed-CV's en -maatschappen, een verkennende analyse'* in april 2005, is mede de aanleiding geweest voor de sterk toegenomen media-aandacht rond particuliere vastgoedbeleggingsfondsen (Arendz, 2006). In maart 2007 is de aandacht vergroot doordat de AFM een tussenbalans heeft opgemaakt en gepubliceerd. In deze studie komt onder andere naar voren dat informatievoorziening voor de beleggers over het algemeen nog onvoldoende is, 'maar', zo schrijft de AFM (2007): 'Uit dit onderzoek komen geen feitelijke bevindingen naar voren die wijzen op grote integriteitsrisico's'. Recentelijk zijn er beschuldigingen vanuit de media aan het adres van de fondsaanbieders Homburg en Van Boom & Slettenhaar. Deze partijen worden verdacht van handel met voorkennis ten nadele van de participanten. De Vereniging Vastgoed Transparant en Vastgoed Belang hebben bij de AFM aan de bel getrokken voor een onderzoek naar de verkoop van 10 vastgoed cv's van Van Boom & Slettenhaar aan Homburg (De Wit, 2007). Maar er zijn nog meer voorbeelden die de conclusie van de AFM dat er geen integriteitsrisico's aantoonbaar zijn weerleggen. In de nieuwsbrief van Vastgoedmarkt (2007d) van dinsdag 18 september 2007 staat de kop *'Megazwandel in Turkse villa's'*. Fondsaanbieder Hooghuys en Versteeghe is met de noorderzon verdwenen, inclusief de inleg van de participanten. En op dinsdag 9 oktober is de kop *'Royal Dubai Investments is zwandel'* (Vastgoedmarkt, 2007e) te lezen en wordt tevens vermeld dat de initiatoren verdwenen zijn. Nog steeds is de markt voor particuliere vastgoedbeleggers een ondoorzichtig geheel van aanbieders en producten waarbinnen onvoldoende informatie aanwezig is om een degelijk onderbouwde beslissing te nemen. Daarnaast blijkt dat er nog zich steeds malafide aanbieders op de markt kunnen begeven, die profiteren van de naïviteit en onwetendheid van de beleggers. De ondoorzichtigheid van de markt wordt bij verschillende aanbieders van de fondsen aangemerkt als zijnde een probleem. Peter Ulm, CEO van de Akron Management West, herkent tevens de drukte op de cv-markt ziet graag meer transparantie in de sector, waarvoor hij ook zijn steun aanbiedt (Nijboer, 2007). Het overgrote deel van ontwikkelingen op de vastgoedbeleggingsmarkt geschiedt achter gesloten deuren. De vraag om inzicht en overzicht is groot. Op 15 mei 2007 is op verzoek van de beleggerverenigingen Vastgoed Belang en Vereniging Vastgoed Participanten (VVP), de Autoriteit Financiële Markten (AFM) akkoord gegaan om het overleg met de aanbieders van vastgoed-cv's, de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) en de Vereniging Vastgoedfondsen (VVF) voortaan te faciliteren

(Vastgoedmarkt, 2007c). Natuurlijk is de markt wel degelijk transparanter dan ongeveer 10 jaar geleden, maar volgens Gerton van Boom, zelf directeur van een aanbieder van vastgoedfondsen voor particulieren, zien beleggers op dit moment door de bomen het bos niet meer (Wiegerinck, 2007). De overheid vindt het nu genoeg en wil dat er controle komt op de vastgoedfondsenmarkt (Vastgoedmarkt, 2007f). Dit rapport moet bijdragen aan een transparante markt voor particuliere vastgoedbeleggingsvehikels.

1.2 Doelstelling en vraagstelling

Uit het voorgaande blijkt dat dit onderzoek een beschrijvend doel heeft. Onderstaande doelstelling en tevens de relevantie van het rapport, staan centraal (Baarda, 2001).

1.2.1 Doelstelling

- Het doel van dit onderzoek is een helder beeld creëren van het aanbod van en de vraag naar niet-beursgenoteerde, Nederlandse, particuliere vastgoedfondsen.

Bovenstaande doelstelling wordt bereikt door antwoord te geven op de volgende centrale vraag.

1.2.2 Centrale vraag

- Welke particuliere vastgoedvehikels van niet-beursgenoteerde Nederlandse aanbieders zijn de afgelopen drie jaar op de markt gekomen en wat zijn de wensen van de Nederlandse particuliere beleggers?

Deze vraag is een beschrijvende onderzoeksvraag (Baarda, 2001). Met deze centrale vraag wordt getracht zowel de aanbod als de vraagzijde van de particuliere vastgoedbeleggingsfondsenmarkt te beschrijven met als doel een beter inzicht te verschaffen in deze markt. De volgende deelvragen zijn nodig om deze centrale vraag te beantwoorden.

1.2.3 Deelvragen

1. Wat wordt met de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt bedoeld?
 - a. Welke eigenschappen kenmerken de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt?
 - b. Welke actoren zijn er op de markt actief?
 - c. Welke segmenten en producten worden onderscheiden?
 - d. Hoe werkt de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt?
2. Welke 25 grootste aanbieders zijn er binnen Nederland actief?
 - a. Welke typen aanbieders worden er onderscheiden?
 - b. Wat is hun marktaandeel?
 - c. In welk segment waren zij de afgelopen 3 jaar actief?
 - d. Op welke wijze hebben deze bedrijven zich in de afgelopen 3 jaar ontwikkeld?
3. Welke vastgoedbeleggingsproducten zijn er de afgelopen 3 jaar binnen Nederland aangeboden?
 - a. Wat zijn de karakteristieken van deze fondsen?
 - b. Welke veranderingen van beleggingsproducten zijn aan te tonen?
 - c. Hoe ziet de financiële structuur van de producten eruit?
4. Wie zijn de afnemers van de vastgoedbeleggingsproducten?
 - a. Wat zijn de kenmerken van de particuliere vastgoedbeleggers?
 - b. Wat zijn de beleggingsdoelen van de particuliere vastgoedbeleggers?
 - c. Wat is het gewenste rendement-risicoprofiel van de beleggers?
 - d. Welke producten vinden particuliere beleggers interessant?
 - e. Waar willen particuliere beleggers beleggen?
 - f. Welke informatiebehoefte hebben particuliere beleggers?
5. Welke producten hebben naar verwachting, gezien de vraag en aanbodverhouding, de komende jaren de meeste kans van slagen?

1.2.3 Leeswijzer

In deze paragraaf komt naar voren wat er in dit rapport, na de methodologie, behandeld wordt. In het tweede hoofdstuk wordt de werking van de vastgoedmarkt behandeld. Er wordt invulling gegeven aan de verschillende producten die worden geanalyseerd en markten die worden onderzocht. Alle actoren, factoren en processen die in het vervolg van het verslag terugkeren worden hier toegelicht. Dit hoofdstuk beschrijft wat al bekend is en heeft een kaderstellend karakter. Het derde hoofdstuk beschrijft de conclusies van de voorgaande onderzoeken die raakvlakken hebben met dit rapport. In hoofdstuk 4 wordt de aanbodzijde van de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt behandeld. De verschillende aanbieders worden beschreven en vergeleken. Daarnaast worden de verschillende producten die op de markt zijn vergeleken. Het vijfde hoofdstuk gaat in op de vraagzijde van de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt. Hier komen de wensen en behoeftes van de particuliere beleggers naar voren. Er wordt een profielschets gegeven van de belegger. In het zesde hoofdstuk worden de behandelde aanbod- en vraagzijde met elkaar geconfronteerd. Hier blijkt of er sprake is van een scheve markt, een markt met overlap, of een perfecte markt. De resultaten van hoofdstuk 3, 4 en 5 worden hier gecombineerd. Het slot van het rapport wordt gevormd door de conclusies en aanbevelingen.

1.2.4 Afbakening onderzoek

Door middel van beantwoording van de centrale vraag en de deelvragen komt er een rapport tot stand dat inzicht verschaft in hoe de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt van Nederland er de afgelopen 3 jaar uit zag. Daarnaast wordt de stand van zaken op dit moment en de toekomstige situatie besproken.

Allereerst wordt de vastgoedfondsensector beschreven en een duidelijke definiëring van de verschillende begrippen die hiermee te maken hebben uiteengezet. Er wordt antwoord gegeven op de vraag wat de markt voor vastgoedfondsen nou eigenlijk is en hoe deze markt werkt. Na dit algemeen beschrijvend en theoretische gedeelte zullen de verschillende omgevingsvariabelen en spelers die de vastgoedfondsenmarkt beïnvloeden worden besproken. Ter verduidelijking worden hier de deelvragen uit paragraaf 1.2.3 besproken en wordt het onderzoek verder afgebakend.

Beschrijving vastgoedbeleggingsfondsenmarkt

De beschrijving van de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt, het deel van de vastgoedmarkt dat zich richt op indirecte vastgoedbeleggers, gebeurt door het behandelen van de verschillende actoren en producten (Van Boom, 2005). Dit wordt bekeken over de afgelopen drie jaar.

Actoren

Actoren zijn handelende personen of instanties. De actoren in de vastgoedfondsensector betreffen de spelers op deze markt, de aanbieders, de gebruikers en de overheid.

Aanbieders

In dit rapport worden de actoren behandeld die domicilie in Nederland hebben. Daarnaast worden alleen de 25 (qua equity) grootste aanbieders geanalyseerd die producten aanbieden die vallen binnen de richtlijnen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Een overzicht van deze aanbieders is opgenomen in bijlage 1. Deze beperkingen zijn gemaakt vanwege het grote aanbod van producten waaruit Nederlandse vastgoedbeleggers een keuze kan maken. Daarnaast zijn deze producten beter vergelijkbaar dan de producten die buiten de richtlijn van de AFM vallen. Ten slotte is het van belang dat er een vergelijk met de fondsen van Bouwfonds Asset Management (BfAM) gemaakt wordt, welke ook allen binnen de richtlijnen van de AFM vallen. De aanbieders die bekeken worden hebben domicilie in Nederland en bieden hun producten aan Nederlandse particuliere beleggers aan. Hoe de regionale focus van de objecten binnen een fonds is gerealiseerd, is niet van belang. De objecten kunnen dus zowel in Nederland als in het buitenland of een combinatie daarvan gesitueerd zijn. De aanbieders worden vergeleken en geanalyseerd.

Gebruikers

Aan de vraagzijde wordt er gekeken naar de particuliere beleggers en niet de institutionele beleggers (Van Gool, 2001). De gebruikers van vastgoedfondsen van BfAM worden gevraagd hun wensen kenbaar te maken. De particuliere beleggers worden geanalyseerd op basis van hun vraag. Er wordt een profielschets gemaakt van de beleggers op basis van verschillende kenmerken. De confrontatie tussen vraag en aanbod resulteert in

het antwoord op de vraag in welke mate het huidige aanbod aansluit bij de vraag en waar de kansen voor de aanbieders in de toekomst liggen.

Overheid

De overheid, die invloed uitoefent op de markt, wordt inhoudelijk niet behandeld. Voor de afbakening is het echter wel van belang. Met name de AFM speelt hierin een rol. De AFM is een instelling in het leven geroepen door de overheid die ondernemingen die financiële producten op de markt brengen controleert op de mate waarin zij voldoen aan de wet- en regelgeving van de overheid (AFM, 2007a). De fondsen die binnen de richtlijnen van de AFM vallen, zijn aan de volgende eisen aan gebonden (AFM, 2005):

- De uit te geven effecten kosten minder dan € 50.000,- per stuk;
- De pakketten van effecten kosten minder dan € 50.000;
- De effecten worden niet uitgegeven aan eigen werknemers, bestuurders of leden van de Raad van Commissarissen;
- Er wordt aan meer dan 100 mensen of bedrijven per land effecten uitgegeven.

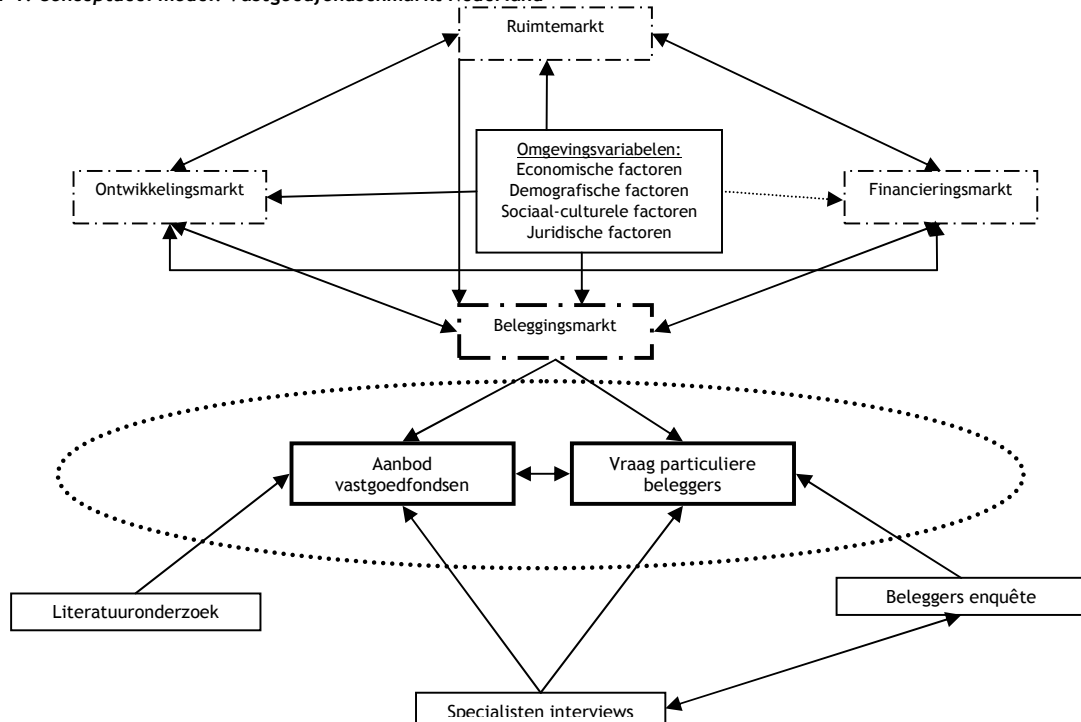
Producten

Dit rapport gaat in op niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. De producten die worden aangeboden tonen een grote diversiteit. Vastgoed kent verschillende segmenten. Teneinde een heldere vergelijking te kunnen maken, wordt voor vastgoedfondsen een definitie en structurering van fondsvormen nagestreefd. Hierbij dient naast het type vastgoed ook rekening te worden gehouden met het land of de regio waarin het vastgoed is gesitueerd.

1.3 Conceptueel model

Het conceptueel model (figuur 1) is een visuele weergave van de voorgaande vraagstelling. Niet alle delen worden onderzocht, maar zijn voor de volledigheid wel weergegeven. De aspecten die zijn weergegeven in een dikgedrukt kader worden onderzocht. In dit model staan de verschillende onderzoekselementen, en worden de relaties die zij onderling hebben, weergegeven (Segers, 1999). Dit model verdient enige toelichting.

Figuur 1: Conceptueel model: Vastgoedfondsenmarkt Nederland



Bron: eigen onderzoek

1.4 Toelichting conceptueel model

Ruimtemarkt

De vastgoedmarkt bestaat uit verschillende deelmarkten. De 'oorsprong' ligt bij de ruimtemarkt. De ruimtemarkt wordt, naast de toevoegingen vanuit de ontwikkelingsmarkt, gevormd door vraag en aanbod door de aanbieders en gebruikers van vastgoed (Geltner, 2007). De ruimtemarkt wordt beïnvloedt door de financieringsmarkt en de ontwikkelingsmarkt.

Ontwikkelingsmarkt

Op de ontwikkelingsmarkt wordt het vastgoed ontwikkeld wat vervolgens vrijkomt op de ruimtemarkt, als toevoeging aan de bestaande voorraad. De vastgoedontwikkelaar reageert op de behoefte die op de ruimtemarkt en de beleggingsmarkt bestaat (Van Gool, 2007). De ontwikkelingsmarkt wordt, net als de ruimtemarkt, beïnvloedt door de financieringsmarkt.

Beleggingsmarkt

De beleggingsmarkt wordt gevormd door aanbieders van beleggingsproducten en beleggers. De beleggingsmarkt wordt, net als de andere twee markten, beïnvloedt door de financieringsmarkt. De huurbetalingen van de gebruikers van vastgoed zorgen voor de cashflow van de belegger. Dit is dan ook de reden dat de ruimtemarkt een grote invloed op de beleggingsmarkt uitoefent.

Financieringsmarkt

De financieringsmarkt beïnvloedt alle verschillende deelmarkten. De regel is dat hoe goedkoper de financiering is, hoe groter de vraag wordt. Maar er is een wisselwerking. Op het moment dat er geen financieringsbehoefte is, houdt dat in dat de financiers hun producten niet kunnen afzetten. Hier geldt dan ook de wet van vraag en aanbod waarbij de prijs op de financieringsmarkt, de rente, zal dalen.

Omgevingsvariabelen

De ontwikkelingsmarkt, de gebruikersmarkt en de beleggingsmarkt worden beïnvloed door de verschillende omgevingsvariabelen (Van Boom, 2005; Van Gool, 2007):

- Economische factoren
- Demografische factoren
- Sociaal-culturele factoren
- Juridische factoren

De financieringsmarkt wordt alleen beïnvloed door economische en juridische factoren. Bij economische factoren valt te denken aan consumentenvertrouwen en inflatie. Hierop oefent de overheid ook invloed uit. Demografische factoren zijn invloeden die volgen uit bevolkingsgroei, migratie en vergrijzing. Bij sociaal-culturele factoren gaat het om de bevolkingsamenstelling en de specifieke eigenschappen van die bevolking. Ook bedrijfscultuur en bedrijfsontwikkeling worden hieronder geschaard.

Vraag en aanbod

Binnen de beleggingsmarkt wordt er gekeken naar de aanbodzijde en de vraagzijde, bestaande uit particuliere beleggers, van beleggingsfondsen. De aanbodzijde wordt in kaart gebracht door middel van literatuuronderzoek en door het gebruik van kennis aanwezig bij specialisten. De vraagzijde wordt in kaart gebracht door middel van een enquête gehouden onder particuliere beleggers en specifieke kennis van specialisten. Deze enquête is mede met input van dezelfde specialisten opgesteld. De vraag- en aanbodzijde worden ten slotte met elkaar geconfronteerd wat uitmond in de conclusie van dit rapport.

1.5 Onderzoeksmethoden

Het onderzoek naar de vraag- en aanbodzijde van de vastgoedbeleggingsfondsenmarkt in Nederland is tweeledig. Enerzijds wordt gebruik gemaakt van literatuuronderzoek waarbij bestaande theorieën en definities over de beleggingssector worden besproken. Anderzijds wordt er gebruik gemaakt van praktijkonderzoek. Bij praktijkonderzoek kan onderscheid worden gemaakt tussen deskresearch en interviews (Baarda, 2001).

1.5.1 Literatuuronderzoek

Literatuuronderzoek is een doelgerichte bestudering van schriftelijke bronnen van eerder gedaan onderzoek over hetzelfde onderwerp. Daarnaast vullen wetenschappelijke theorieën die op dit onderwerp getoetst zijn het geheel aan ('t Hart, 2006). Door middel van deze onderzoeksmethode wordt er zoveel mogelijk informatie met betrekking tot vastgoedfondsen opgezocht en geanalyseerd. Het gaat hier om de volgende punten: de hoeveelheid fondsen, de typen fondsen, rendementen en type aanbieders. Deze informatie is slechts beperkt voorhanden. Daarom moet de niet gerapporteerde informatie ingewonnen worden door middel van praktijkonderzoek.

1.5.2 Praktijkonderzoek

Een survey-onderzoek wordt gekenmerkt door het verzamelen van gegevens bij een groot aantal onderzoekseenheden over een groot aantal kenmerken via systematische ondervraging (Baarda, 2001). De mogelijkheden om dergelijke gegevens te verzamelen zijn op te delen naar drie typen, desk research, interviews en enquêtes.

Deskresearch

Deskresearch is onderzoek naar bruikbare reeds bestaande en voorhanden zijnde informatie. Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van deskresearch, bijvoorbeeld door bestaande gegevens in de vorm van rapportages en prospectussen op te vragen bij instanties en ondernemingen. Daarnaast zijn veelvuldig internetsites geraadpleegd.

Voor de beschrijving van de aanbodzijde worden de fondsen van BfAM vergeleken met de fondsen van 25 andere aanbieders (de grootste qua equity). Een lijst van deze aanbieders is weergegeven in bijlage 1. Deskresearch is een goede manier om de verschillende producten op de markt in kaart te brengen en vervolgens te analyseren. De enige manier om een product te analyseren is om het prospectus (de aanbieding) proberen te doorgronden. Hiertoe wordt er een standaard gemaakt voor de notatie van verschillende aspecten.

Iedere aanbieder maakt gebruik van verschillende definities waardoor een eenduidige vergelijking lastig te maken is. Standaardisering van definities en herberekeningen van aannames en gegevens uit de prospectussen moet leiden tot een zoveel mogelijk eenduidige vergelijking. Eventuele onvolkomenheden in deze vergelijking zullen nader worden toegelicht.

Interviews

Als er geen informatie voorhanden is omtrent kennis, attitudes en opinies, is een interview de beste methode om deze informatie te verkrijgen (Baarda, 2001). Het doel van een interview is het verzamelen van informatie uit mededelingen van de ondervraagde persoon of personen ter beantwoording van één of meer vooraf bedachte vraagstellingen (Emans, 2002). Voor dit onderzoek wordt met betrekking tot de confrontatie van de vraag van particuliere beleggers en het aanbod van de aanbieders van vastgoedfondsen gebruik gemaakt van een ongestructureerd interviewschema waarbij de vragen en antwoorden niet van te voren vastliggen maar de onderwerpen wel. Het grote voordeel van ongestructureerde schema's is, volgens Emans (2002), dat de manier van vragen stellen afgestemd kan worden op de persoon en de situatie van de geïnterviewde. Om antwoorden te krijgen, wordt bij een ongestructureerd interview altijd gebruik gemaakt van open vragen. Open vragen hebben als belangrijkste voordeel dat er een stimulerende werking van uit gaat omdat open vragen de geïnterviewde de ruimte geven om alles te antwoorden wat voor hem van belang is. Tevens zijn open vragen een vereiste in interviews waarbij er geen zekerheid bestaat over de te verwachten antwoorden (Emans, 2002). Voor de analyse van particuliere beleggers en de fondsen worden er 6 beleggingsadviseurs benaderd voor een interview, deze zijn weergegeven in bijlage 2. Vanwege hun expertise leveren zij een bijdrage aan het in beeld brengen van zowel de aanbodzijde als aan de vraagzijde.

Enquêtes

Een andere manier om informatie over particuliere beleggers te krijgen is het enquêteren van deze mensen. Door middel van een gestructureerde vragenlijst wordt doelbewust specifieke informatie van de doelgroep verkregen (Baarda, 2001). Het grootste voordeel van deze wijze van informatieverschaffing is de mate waarin

de antwoorden van de respondenten met elkaar vergeleken en geanalyseerd kunnen worden. Op deze manier wordt getracht de vraagzijde van de vastgoedfondsenmarkt in kaart te brengen. Hierbij zijn zowel de huidige afnemers van fondsen van BfAM, als potentiële beleggers die reeds bij BfAM bekend zijn, geënquêteerd. Potentiële beleggers zijn personen die in het verleden bij BfAM hebben aangegeven interesse te hebben in vastgoedbeleggingsproducten, maar tot op heden niet een vastgoedbeleggingsproduct bij BfAM hebben afgenomen. Het komt veelvuldig voor dat deze personen bij concurrerende aanbieders al wel producten afnemen. Het benaderen van andere beleggers is niet noodzakelijk aangezien dit een dusdanig grote groep is dat er duidelijke conclusies getrokken mogen worden. Als extra controle worden er verschillende beleggingsadviseurs benaderd die als referentiegroep dienen. De verschillende enquêtes zijn opgenomen als bijlage 3 en 4. In totaal zijn er ruim 5.000 enquêtes verstuurd. Hierop is een respons van circa 20% geweest.

"Vastgoed als subject van vraag en aanbod is te bezien als basisbehoefte, voorziening en recreatief goed."

2. De vastgoedbeleggingsfondsenmarkt

De vastgoedbeleggingsfondsenmarkt voor particuliere beleggers is een deelmarkt. De werking van een deel van een geheel is niet volledig als het geheel niet uitgelegd is. In de eerste twee paragrafen wordt de onderliggende waarde van de vastgoedfondsen, het vastgoed, besproken. In de volgende twee paragrafen van dit hoofdstuk wordt de vastgoedmarkt in zijn geheel belicht met als doel de vastgoedfondsenmarkt inzichtelijk te maken. In paragraaf 2.5 vindt de verdieping naar de deelmarkt plaats. In paragraaf 2.6 wordt nog kort ingegaan op de juridische structuur van de fondsen.

2.1 De onderliggende waarde; het vastgoed

Voordat de werking van de vastgoedmarkt uitgelegd wordt volgt hier een uiteenzetting van wat er met vastgoed wordt bedoeld. De definitie van vastgoed volgens het Burgerlijk Wetboek is: "Onroerend zijn de grond, de nog niet gewonnen delfstoffen, de met de grond verenigde beplantingen, alsmede de gebouwen en werken die duurzaam met de grond zijn verenigd, hetzij rechtstreeks, hetzij door vereniging met andere gebouwen of werken" (3:3, lid 1 BW). Hieronder vallen vele verschillende soorten vastgoed. In dit onderzoek worden de volgende segmenten onderscheiden:

- Woningen
- Winkels
- Kantoren
- Bedrijfsruimten
- Leisure
- Grond
- Ontwikkeling

De sector leisure verdient enige uitleg. Onder leisure wordt het geheel van vastgoedproducten verstaan, dat inspeelt op de vrijetijdsbestedingen van de mensen. Een onvolledige opsomming hiervan is: bioscopen, golfparken, vakantieparken, sportcomplexen en casino's. De opmerking die hierbij wel wordt gemaakt is dat hotels en horecagelegenheden niet tot leisure worden gerekend. Dit vanwege het karakter van de objecten en het rendement-risicoprofiel dat sterk afwijkt van andere leisure objecten (Kousemaeker, 2002).

De verschillende typen vastgoed zijn allen deelmarkten van de vastgoedmarkt. Het belang om dit te onderkennen ligt in het feit dat een fonds gevuld met een bepaald type vastgoed baat of hinder heeft van de specifieke eigenschappen en ontwikkelingen van die deelmarkt (Hoedjes, 2004).

2.2 Direct vs. indirect vastgoed

Direct vastgoed

Beleggen in vastgoed kan in verschillende typen en op verschillende manieren. Men kan direct of indirect in vastgoed beleggen. Een directe vastgoedbelegging is een belegging in stenen. Het basisprincipe van directe belegging ligt in het volledige eigendom dat de belegger heeft (Van Gool, 2007). Daarnaast spreekt men ook van een directe belegging als de belegger en het zeggenschap en een meerderheidsbelang heeft over het management van het vastgoed (Van Gool, 2007).

Indirect vastgoed

Een indirecte vastgoedbelegging houdt in dat het zeggenschap over het vastgoed bij een andere partij ligt, maar dat de belegger wel vermogenstitels bezit. Deze titels geven recht op de opbrengsten van dat vastgoed (Van Gool, 2007). Er zijn drie soorten vermogenstitels, zijnde: obligaties, participaties en aandelen. Een indirecte vastgoedbelegging kenmerkt zich door het gezamenlijke bezit van het vastgoed, waarbij er geen meerderheidsbelang wordt gevormd. Het management van het vastgoed ligt bij een andere partij (Van Gool, 2007).

Voor- en nadelen

Beleggen in vastgoed brengt verschillende voor- en nadelen met zich mee. Een belegger die besluit in vastgoed te beleggen weegt alvorens zijn beslissing te nemen de voor- en nadelen tegen elkaar af. De volgende voordelen ten opzichte van andere beleggingen zijn te onderscheiden (Van Gool, 2007):

- Vastgoed geeft een goede spreidingsmogelijkheid voor in de beleggingsportefeuille. Dit zijn spreidingsmogelijkheden in de zin van risicospreiding. Dit wordt nader toegelicht in paragraaf 2.5.2.

- Daarnaast biedt een belegging in vastgoed een redelijke bescherming tegen inflatie. huurcontracten worden, voornamelijk bij kantoorruimtes, veelal geïndexeerd tegen het consumentenprijsindexcijfer (CPI), waardoor de waarde van de belegging in ieder geval gelijk aan inflatie stijgt.
- Een vastgoedbelegging kenmerkt zich door de directe invloed die uitgeoefend kan worden op het resultaat door actief management. Bij beleggingsproducten zoals obligaties is het rendement vooraf vastgesteld. De opbrengst de meeste vastgoedbeleggingen (vastgoedobligaties uitgesloten) kan sterk worden beïnvloed door actief management. Hierbij valt te denken aan asset management, waaronder verschillende activiteiten vallen zoals verhuuractiviteiten, huurincasso en onderhoud.
- Door gebruikmaking van afschrijvingen en de herinvesteringsreserve (HIR) kunnen vastgoedbeleggingen fiscale voordelen met zich meebrengen. Beide manieren zorgen ervoor dat de belasting in de tijd vooruit wordt geschoven. Afschrijvingen zorgen voor aftrekposten (Van Gool, 2007). Bij toepassing van de HIR wordt er een reserve opgebouwd op basis van een herinvesteringsvoornemen. Hierover is geen belasting verschuldigd. Als de HIR wordt aangewend wordt de boekwaarde van het vastgoed hiermee verlaagd (Van Dijk, 2007).
- Ten slotte biedt een vastgoedbelegging extra beurskansen. Door het aankopen van aandelen met disagio's kan er extra winst worden geboekt. Het onderliggende vastgoed is meer waard dan de waarde van de aandelen doet vermoeden.

Los van bovengenoemde voordelen zitten er ook nadelen aan beleggen in vastgoed verbonden (Van Gool, 2007):

- Hoge eenheidsprijzen drukken de toegankelijkheid en spreidingsmogelijkheden. Behalve bij vastgoedaandelen waarbij men voor bedragen onder de € 100,- al kan participeren, vergen de meeste vastgoedbeleggingen een grote investering. Bij direct vastgoed en overig indirect vastgoed zijn de eenheidsprijzen vele malen hoger.
- Vastgoed is een illiquide belegging. Een vastgoedbelegging, vastgoedaandelen en open-end fondsen uitgezonderd, is niet snel om te zetten in cash geld. De omloopsnelheid van direct vastgoed is vergeleken met andere beleggingen erg lang. Bij indirect vastgoed is dit nog langer, circa 3 tot 15 jaar.
- Beursgenoteerd vastgoed is volatiel. De waarde van het vastgoed blijft gelijk, maar de waarde van het aandeel zelf fluctueert met het beurs sentiment mee.

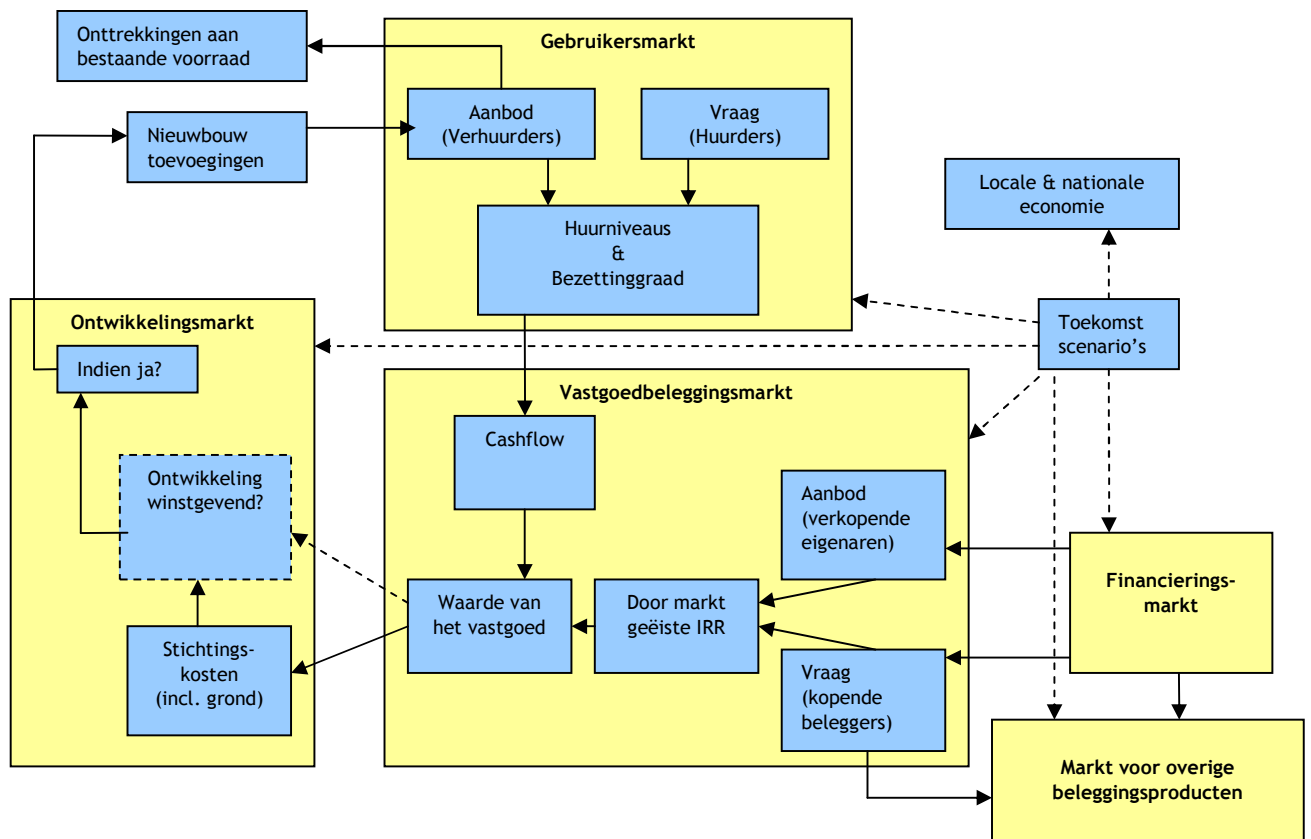
2.3 Een markt binnen een markt

De vastgoedbeleggingsmarkt is onderdeel van de vastgoedmarkt. Naast de vastgoedbeleggingsmarkt onderscheidt men ook de ontwikkelingsmarkt, de gebruikersmarkt, de financieringsmarkt en overige beleggingsmarkten, zoals de markt voor aandelen en obligaties (Geltner, 2007). De laatstgenoemde markt is een toevoeging aan het model van Geltner en Miller. Hoe de deelmarkten ten opzichte van elkaar staan komt in figuur 2 tot uiting.

Aan de basis van de vastgoedmarkt ligt de gebruikersmarkt. Zonder gebruikers is er helemaal geen vastgoed nodig. De gebruikersmarkt worden gevormd door aanbieder en gebruikers. De vastgoedmarkt is een voorraadmarkt. Dit wordt gekenmerkt door de lange bestaansduur het feit dat door de tijd heen veelal verschillende eigenaren en gebruikers het vastgoed exploiteren of er gehuisvest zij. Jaarlijks wordt maar een fractie aan de totale voorraad toegevoegd (Van Ewijk, 2000). Toevoegingen (nieuwbouw) en onttrekkingen (sloop- en herontwikkelingsactiviteiten) zorgen voor wijzigingen in het aanbod. Daarom zijn gebruikers allereerst aangewezen op de reeds aanwezige objecten. Floor (1971) noemt dit de uit het verleden geërfde voorraad. Afhankelijk van de vraag en aanbodverhouding ontstaat er een bezettingsgraad (en een bepaalde leegstand) met een bijbehorend huurprijsniveau. Voor de vastgoedbeleggingsmarkt is dit een heel belangrijke indicator. De huurinkomsten zorgen namelijk voor de cashflows. En daarop wordt veelal (koopwoningen bijvoorbeeld uitgezonderd) de waarde van vastgoed gebaseerd. De vastgoedbeleggingsmarkt is net als andere markten een markt van vraag en aanbod. Op de vastgoedbelegging wordt, medeafhankelijk van alternatieve beleggingen op de markt voor overige beleggingsproducten, een bepaald rendement geëist (IRR). De vastgoedmarkt, is sterk afhankelijk van ontwikkelingen in de rest van de wereld. De markt voor overige beleggingsproducten is in dit kader een directe drijfveer voor de vastgoedbeleggingsmarkt (Mangelmans,

2005; Tazelaar, 2002). Wanneer de rendementen op bijvoorbeeld aandelen erg goed zijn, zal de vraag naar vastgoedbeleggingsproducten afnemen (Tazelaar, 2002). Er wordt een hoger rendement geëist door de beleggers.

Figuur 2: Werking van de vastgoedmarkt



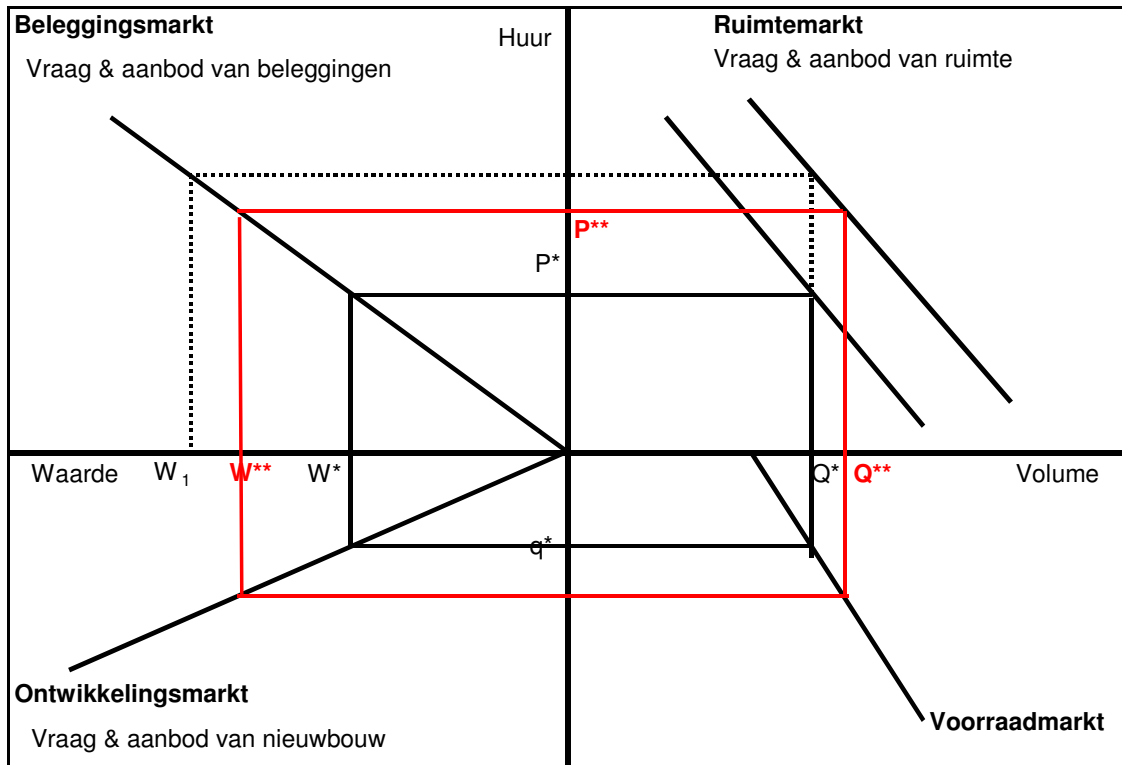
Bron: Geltner, 2007; eigen bewerking

Aandelen en vastgoed zijn in dit opzicht substitutiegoederen van elkaar (Tazelaar, 2002; Vos, 2006). Een belegger kan zijn geld maar één keer uitgeven en wil de belegging met het hoogste rendement en het minste risico. In hoeverre de vraag en het aanbod gevormd worden, is ook medeafhankelijk van de financieringsmarkt. Geld heeft een prijs in de vorm van rente. Beide partijen moeten voorzien in de financiering van hun beleggingen, bij een laag renteniveau is een vastgoedfinanciering goedkoper en kan het rendement stijgen. Binnen iedere markt baseert elke actor zijn beslissingen op marktontwikkelingen. Deze zijn al dan niet geformuleerd in een toekomstscenario (Van Wetten, 2007). De inkomsten uit vastgoed komen zoals eerder vermeld uit de huurinkomsten. Deze worden beïnvloedt door verschillende, voornamelijk economische, factoren. Een goede prognose van de huurprijsontwikkelingen binnen een toekomstscenario, kan ertoe leiden dat een bepaald object dat op het eerste oog niet interessant is als belegging of ontwikkeling, toch genoeg draagvlak heeft voor een investering of belegging.

De beslissingen in de éne markt hebben gevolgen voor beslissingen in de andere markt. Hier zijn echter wel versturende factoren. De vastgoedmarkt is een trage markt (Van Gool, 2001). Doordat vastgoed een relatief lange omloopsnelheid kent en een lange productietijd heeft, reageren marktpartijen traag. Dit proberen de partijen te ondervangen door aannames te doen en door middel van scenario's ook instinctief beslissingen te nemen (Marquard, 2007). Het resultaat is dat er bijna nooit een evenwichtige markt tot stand komt. Zoals vele andere markten is ook de vastgoedmarkt conjunctuurafhankelijk. Aanbod en opname zijn vrijwel nooit gelijk aan elkaar (Van Wetten, 2007). In grafiek 1, bekend als het DiPasquale-Wheaton Four-Quadrant

Diagram, komt dit tot uiting. Het is een theoretisch redeneermodel die de werkelijkheid benaderd en geen daadwerkelijke weerspiegeling van de werkelijkheid zelf.

Grafiek 1: Marktcyclus vastgoedmarkt, DiPasquale-Wheaton Four-Quadrant Diagram



Bron: Geltner, 2007; Van Gool, 2007

De wetenschappers DiPasquale en Wheaton stellen zich het vastgoed voor, als ruimte die wordt verhandeld op de markt voor ruimtegebruik (vastgoedmarkt) en als kapitaal dat wordt verhandeld op de markt voor vastgoedeigendom (Geltner, 2007). Op de ruimtemarkt komen vraag en aanbod bij elkaar en wordt een bepaald volume vastgoed met betrekking tot huisvesting aangeboden en gevraagd. Op de beleggingsmarkt komen vraag en aanbod met betrekking tot het vastgoed als kapitaalgoed bij elkaar. Dit zijn twee verschillende markten, die van de gebruiker (rechterhelft van grafiek 1) en die van de eigenaar/belegger (linkerhelft van grafiek 1).

Ruimtemarkt (noordoost-kwadrant)

Op de ruimtemarkt komt de huurprijs tot stand (P^*). De horizontale as is het volume (Q^*) vastgoed dat aanwezig is. Op de verticale as is de huurprijs weergegeven. De functie vraag en aanbod wordt weergegeven met de diagonale lijn. De ligging van deze curve is afhankelijk van de omgevingsvariabelen. Als de vraag, behoudens prijsstijgingen, naar vastgoed daalt, dan komt de curve lager te liggen. De helling van de curve geeft weer hoe de vraag naar vastgoed reageert bij huurprijswijzigingen. Hoe vlakker de curve, hoe meer invloed huurprijswijzigingen hebben op het volume vastgoed dat gevraagd wordt (Geltner, 2007).

Voorraadmarkt (zuidoost-kwadrant)

In het zuidoost-kwadrant is weergegeven hoe het volume op de voorraadmarkt wordt beïnvloed door de ontwikkelingsmarkt. Dit kan door verschillende activiteiten, zoals nieuwbouw, renovatie, herbesteding en sloop (q^*). Hoe steiler de curve, hoe meer ontwikkelingsactiviteiten er plaats vinden (Geltner, 2007).

Beleggingsmarkt (noordwest-kwadrant)

In het noordwest-kwadrant vindt de prijsvorming op de beleggingsmarkt plaats. Dit is de markt waar de particuliere vastgoedbeleggingsfondsenmarkt onderdeel van uitmaakt. Het huurprijsniveau dat tot stand komt op de ruimtemarkt, heeft een bepalende werking op de beleggingsmarkt. De curve komt tot stand door de variabelen huurniveau en waarde. Beleggers bepalen de waarde van de objecten (W^*) op basis van het huurniveau (De Kousemaeker, 2002). Hieruit volgt namelijk het directe rendement van de belegger (Van Gool, 2001). De beleggers kennen een bepaalde waarde aan het vastgoed toe, mede door middel van verwachte toekomstige ontwikkelingen. Toekomstige ontwikkelingen zorgen er voor dat de huurprijs stijgt of daalt en of het rendement op de belegging dus stijgt of daalt. Hoe steiler de curve, hoe hoger het vereiste rendement (Geltner, 2007).

Ontwikkelingsmarkt (zuidwest-kwadrant)

In het zuidwest-kwadrant komt de vervangingswaarde van vastgoed tot stand. De waarde die de uiteindelijke belegger wil betalen voor vastgoed wordt vergeleken met de benodigde voorraad. Toevoegingen op de ontwikkelingsmarkt (q^*) worden gestimuleerd wanneer de vastgoedprijzen die beleggers bereid zijn te betalen stijgen. Hoe steiler de lijn, hoe elastischer de reactie, dus hoe meer toevoeging er plaats zal vinden bij een hogere waarde en vice versa (Geltner, 2007).

2.4 Een imperfecte markt

In dit rapport worden vraag en aanbod. In dit verband is het noodzakelijk om de imperfecties van de markt te kennen en te onderkennen. Als dit niet wordt gedaan kunnen er conclusies worden getrokken, die berusten op onjuiste aannames.

Imperfecties marktwerking

Om de imperfectie van de vastgoedmarkt aan te tonen wordt terug verwezen naar het theoretisch redeneermodel in grafiek 1. Wanneer omgevingsfactoren ervoor zorgen dat de vraag naar vastgoed stijgt (ruimtemarkt), zal de 'vraag en aanbodcurve' niet direct naar rechtsboven verschuiven. Vanwege de lange bouwtijd kan er niet direct aan de groeiende vraag worden voldaan, waardoor de huurprijzen zullen stijgen (de stippellijn in het noordoost-kwadrant in grafiek 1). Omdat beleggers mede op basis van het huurprijsniveau tot een waardebepaling komen, zullen zij reageren door de waarde te verhogen. Ontwikkelaars krijgen deze informatie binnen. Zij zien de huurprijzen, de vraag naar beleggingsobjecten en de waarde van de objecten stijgen. Maar omdat de huurprijzen door het vraagoverschot verder zijn gestegen dan bij een perfect aansluitende voorraad en de waarde die de beleggers aan de objecten hebben gegeven daar direct mee in verband staan, is de vraag naar nieuwbouw groter dan de werkelijke vraag op de ruimtemarkt (W_1). Vervolgens ontstaat na verloop van tijd een aanbodoverschot en gebeurt het tegenovergestelde. Uiteindelijk moet er weer evenwicht ontstaan nadat de toevoegingen aan de voorraadmarkt zijn gedaan (Q^{**}), waarbij een bepaald huurniveau (P^{**}) en een beleggingswaarde (W^{**}) past. Aangezien ook hier vertraging optreedt, zullen perfecte marktomstandigheden zeer weinig plaatshebben (Van Gool, 2007). Naast voornoemde vertragingen zorgt het ambtelijke apparaat van de overheid ook voor een vertragende werking. Door de verschillende wet- en regelgeving voornamelijk op het gebied van bouw zijn de toestemmingen voor eventuele toevoegingen aan de markt niet snel gegeven. Al deze imperfecties hebben betrekking op de gehele vastgoedmarkt. Specifiek voor de beleggingsmarkt zijn er nog een tweetal storende factoren.

Smoothing en lagging

Voor de beleggingsmarkt zijn er specifieke imperfecties die te maken hebben met de waardebepaling. De vastgoedbeleggingsmarkt is een inefficiënte markt die zich kenmerkt door onvolledige informatie (Venema, 2004). Vastgoedobjecten worden in vergelijking tot andere producten relatief weinig verhandeld. De prijs van een object wordt daarom slechts beperkt bepaald (Van Gool, 2007; Van Wetten, 2007). Waardeschommelingen worden afgevlakt en de prijzen zijn mede vanwege de beperkte marktinformatie een schatting. Dit wordt ook wel smoothing genoemd (Van Gool, 2007). Taxateurs trachten met behulp van verschillende methodes en modellen tot de beste waardebepaling als mogelijk te komen, maar de prijs wordt uiteindelijk op basis van gegevens en transacties uit het verleden bepaald. Marktonwikkelingen worden pas na verloop van tijd, wanneer de taxateur de ontwikkelingen als bewezen feit interpreteert, ingevoerd in de

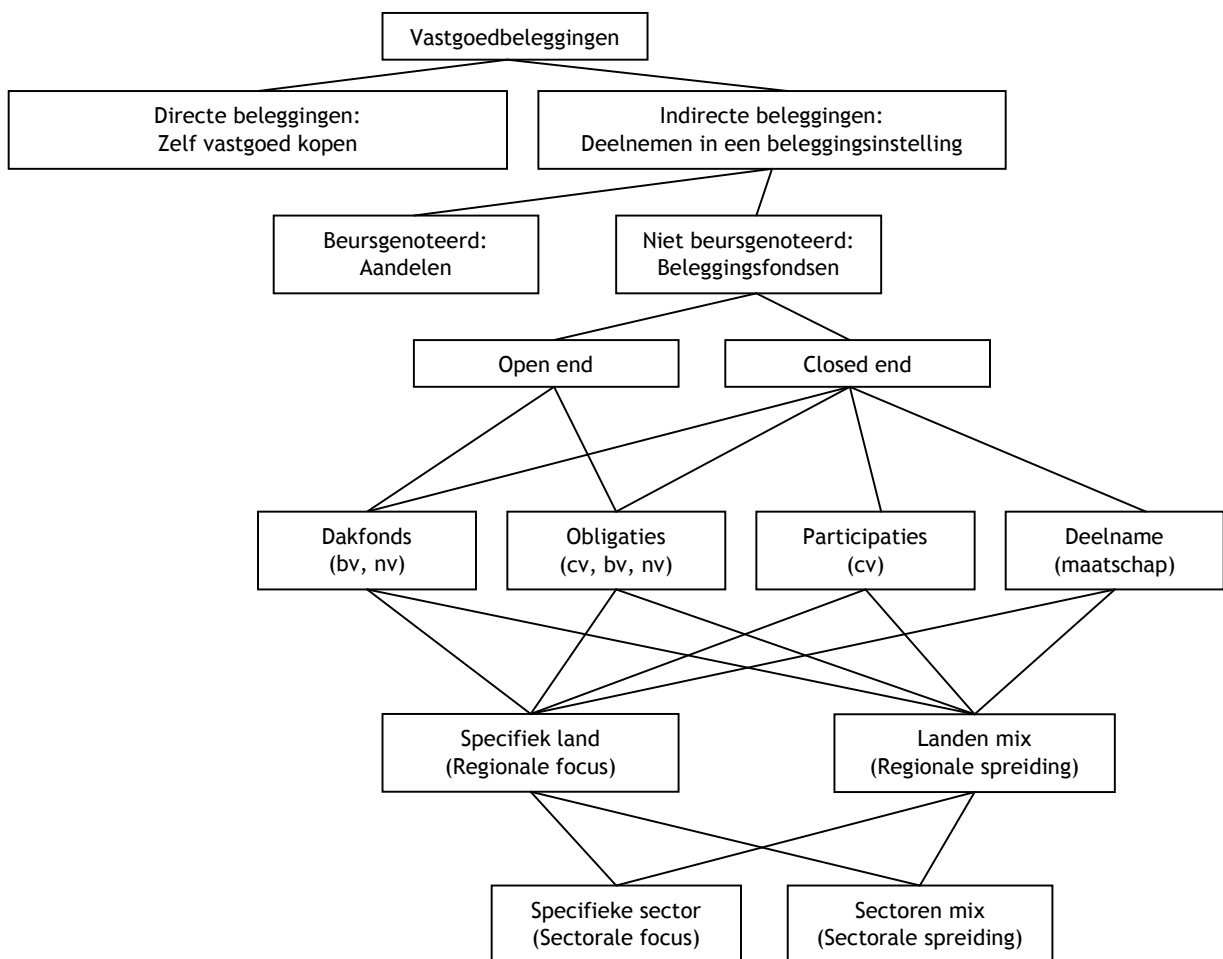
prijs. Dit wordt ook wel lagging genoemd (Van Gool, 2007). Door deze waarderingsimperfecties is de waardering van de beleggingsportefeuilles (of een onderdeel daarvan) veelal een weerspiegeling van een historische prijs en niet een weergave van de huidige situatie. Aanbieders van vastgoedfondsen die hier geen rekening mee houden kunnen kansen mislopen, of juist volkomen verkeerde aankopen doen, wat tevens doorwerkt in de resultaten die de beleggers halen.

2.5 Eigenschappen vastgoedfondsenmarkt

2.5.1 Verschillende typen beleggingsproducten

Er is een grote verscheidenheid aan vastgoedfondsen waaruit beleggers kunnen kiezen. Deze fondsen hebben allemaal hun specifieke kenmerken en eigenschappen. De belegger zal het product kiezen dat past bij zijn eigen beleggersprofiel. In deze paragraaf worden de verschillen die er kunnen zijn besproken.

Figuur 3: Verschillende beleggingsproducten



Bron: Arendz, 2006; Sala, 2004; eigen bewerking

Beurs- en niet-beursgenoteerd vastgoed

Er zijn verschillende typen beleggingsproducten te onderscheiden. In figuur 3 zijn deze schematisch weergegeven. Deze producten kunnen gespecificeerd worden naar beurs- of niet-beursgenoteerde beleggingen (Van Gool, 2007). Beleggen in beursgenoteerd vastgoed kan door aandelen op de beurs te kopen. De belegger wordt aandeelhouder van een beursgenoteerd vastgoedfonds (Van Boom, 2005). Deze fondsen profiteren van het beursstemming, maar dit is tevens het nadeel van deze fondsen. Vastgoed presteert het

tegenovergestelde van reguliere aandelen. Wanneer de onderliggende waarde van een aandeel gebaseerd is op vastgoed, worden de pieken (zowel winst als verlies) niet gehaald. De belegging is afhankelijk van de grilligheid van twee markten, de aandelenmarkt en de vastgoedmarkt. Dat maakt de belegging volatieler dan niet-beursgenoteerde beleggingen (Van Gool, 2007). Dit is ook de reden dat veel beleggers in reguliere aandelen in slechte tijden een hoger percentage vastgoedbeleggingen in de portefeuille opnemen (Van Diem, 2006).

Directe beleggingen in vastgoed zijn altijd niet-beursgenoteerd beleggingen. Andere niet-beursgenoteerd vastgoedbeleggingen kunnen verschillende juridische structuren hebben (Van Boom, 2005). De belegger kan kiezen voor de aandelen of obligaties van een NV of BV, of voor de participaties van een commanditaire vennootschap (cv) of maatschap (Van Diem, 2006). Een fonds kan ook opgebouwd worden uit participaties, aandelen of obligaties uit andere fondsen. Een dusdanig gestructureerd fonds wordt 'fund of funds' of 'dakfonds' genoemd.

Open versus besloten fondsen

Vervolgens is er bij vastgoedfondsen met een persoonsvennootschappelijke structuur zoals maatschappen en cv's nog onderscheid te maken tussen open en besloten vennootschappen, of 'open-end' en 'closed-end' fondsen. Bij open-end fondsen kunnen beleggers van het fonds tussentijds toetreden en uittreden (Van Boom, 2005). Bij closed-end fondsen is hiervoor de toestemming van alle vennoten noodzakelijk, waardoor dit in de praktijk vrijwel nooit voorkomt (Van Diem, 2006). De structuur van de fondsen is voor het overige in zekere mate gelijk. Dit geldt ook voor de financieringswijze.

Sectorale en regionale spreiding en focus

Een verdere verdieping, zoals in figuur 3 naar voren komt, in het onderscheid van vastgoedbeleggingen binnen de verschillende fonstkarakters, is de sectorale spreiding en focus van de producten in die fondsen. Op portefeuille niveau zoekt een belegger risicospreiding (Wiegerinck, 2004). Dit doet hij mede door vastgoed in de portefeuille op te nemen. Bij de structurering van een vastgoedfonds kan de initiatiefnemer ook spreiding aanbrengen. Dit kan zowel regionaal als sectoraal, door in het fonds verschillende sectoren zoals besproken in hoofdstuk 2.3.1 op te nemen. Regionale spreiding kan gerealiseerd worden door objecten in verschillende gebieden in het fonds op te nemen (Van Gool, 2007). Er zijn verschillende schaalniveaus te onderscheiden:

- Stedelijk
- Regionaal
- Provinciaal
- Nationaal
- Internationaal

Wanneer een initiatiefnemer voor sectorale spreiding kiest (verschillende type vastgoed) ontstaat er een mixfonds. Een andere strategie kan zijn om juist te focussen op een bepaalde sector of regio. Wanneer hier groeipotentie aantoonbaar is, kan dit resulteren in een voordelig fonds. Voordelig is hierbij een relatiefbegrip. Of een fonds voordelig is wordt uiteindelijk bepaald door de belegger en iedere belegger heeft zijn eigen rendements-risicoprofiel.

2.5.2 Risico en rendement

Risico en rendement gaan hand in hand. Rendement is een vergoeding voor het gelopen risico (Buijs, 2003). Er wordt onderscheid gemaakt naar systematische risico's en specifieke risico's (Buijs, 2003). Systematische risico's zijn conjunctuurafhankelijk en worden ook wel marktrisico genoemd. Dit zijn risico's die in de gehele markt, bij alle aanbieders en bij alle producten van hetzelfde soort aanwezig zijn en minder (of totaal niet) beheersbaar zijn dan specifieke risico's (Vegter, 2006). De volgende risico's worden tot systematische risico's gerekend:

Valutarisico

Wanneer de financiering van het vastgoed (gedeeltelijk) in vreemde valuta wordt gedaan ontstaat er valutarisico. Dit betekent dat wanneer de wisselkoers van de valuta waarmee het vastgoed is gefinancierd ten opzichte van de eigen valuta veranderd, dit naast een positieve ook een negatieve werking kan hebben.

Wanneer de vreemde valuta namelijk weer wordt teruggedrukt naar de eigen valuta en de koers is gedaald zal dit ten koste van het rendement gaan. Hoe volatieler de wisselkoersen ten opzichte van elkaar zijn, hoe groter het risico is (Hulleman, 1995).

Markthuurrisico

Het risico dat markthuurrisico heet is een risico dat ontstaat uit het verschil tussen de afgesproken huur (contractuur) en huurwaarde (markthuur). Wanneer de markthuur lager is dan de contractuur en er nieuwe contractonderhandelingen gevoerd moeten worden, bestaat het risico dat de nieuwe contractuur lager komt te liggen (Scholten, 2003; Vegter, 2006). Dit heeft negatieve gevolgen voor het rendement.

Verkooprisico

Het verkooprisico is het risico dat het vastgoed dat voor een bepaald bedrag is aangekocht wordt verkocht tegen een lagere prijs. Dit is afhankelijk van verschillende externe factoren zoals economische ontwikkelingen en de ontwikkeling van de desbetreffende vastgoedmarkt (Vegter, 2006).

Naast vernoemde systematische risico's bestaan er ook specifieke risico's. Dit zijn risico's die meer toevallig en productspecifiek zijn en daardoor meer beheersbaar dan systematische risico's. Hierbij valt te denken aan de volgende risico's (Buijs, 2003):

Contractrisico

Contractrisico is een risico dat op twee niveaus speelt. Op objectniveau bestaat er het risico dat een huurder niet solvabel is en dat de huur niet of niet tijdig wordt betaald (Van Boom, 2007; Vegter, 2006). Op fondsniveau bestaat er het risico dat de expiratedata (einddatum van het contract) onvoldoende of niet gespreid zijn. Wanneer alle contracten bijvoorbeeld gelijktijdig aflopen is het moeilijker om direct nieuwe huurders te vinden dan wanneer de contracten gespreid aflopen (Van den Broek, 2004).

Leegstandrisico

Bij het contracteinde bestaat de kans dat er geen nieuwe overeenkomst wordt gesloten. Wanneer dit gebeurt ontstaat er leegstand. De huurinkomstestroom stopt wat negatief is voor het rendement (Van Boom, 2007). Er zijn drie vormen van leegstand. Er is sprake van aanvangsleegstand wanneer bij aankoop van het object de gehele of een gedeelte van de ruimte onverhuurd is. Wanneer er snel (binnen een jaar) een nieuwe huurder is gevonden is er sprake van frictieleegstand. Structurele leegstand is langdurend en heeft daardoor meer invloed op het rendement (Van Gool, 2007).

Financieringsrisico

Veelal wordt vastgoed grotendeels gefinancierd met vreemd vermogen. Het risico hierbij is drieledig. Allereerst heeft de hypotheekverstrekker, de financier, het recht van parate executie. Dit houdt in dat wanneer het fonds niet meer kan voldoen aan haar verplichtingen, de hypotheekverstrekker het vastgoed mag verkopen (Verheugt, 2007). Het ingelegde vermogen wordt door de financier ook aangesproken (Hensen, 2005). Vervolgens bestaat er het risico dat de rente stijgt. Voor het aantrekken van vreemd vermogen moet een vergoeding in de vorm van rente worden betaald. Wanneer de rente niet geheel, of geheel niet over de hele looptijd van de belegging wordt vastgezet, bestaat er het risico dat de rente boven prognose zal stijgen (Hensen, 2005). De financiering wordt daarmee duurder wat ten koste gaat van het rendement. Ten slotte is het risico van financiering met vreemd vermogen dat naarmate de verhouding vreemd vermogen en eigen vermogen, de leverage, stijgt, er meer druk op het rendement komt bij een hoger leegstandsniveau (Hensen, 2005). Dit hefboomeffect zorgt ervoor dat wanneer de rente op het vreemde vermogen lager is dan het rendement van de belegging, het rendement per participatie toeneemt. Het risico wordt gevormd wanneer de rente op het vreemde vermogen hoger is dan het rendement op de belegging, dan daalt het uiteindelijk rendement namelijk.

Technische risico's

Ten slotte bestaat er nog het technische risico. Dit risico is een risico dat ontstaat door bijvoorbeeld de bouwkundige staat van het gebouw of de grondkwaliteit van het perceel. Technische veroudering van het gebouw zorgt naast een toename van de onderhoudskosten voor een afname van de eindwaarde (Van Boom, 2007). Daarnaast kan de functionaliteit van een gebouw ter discussie staan op het moment dat technische

ontwikkelingen in de toekomst betere alternatieven bieden (Van Boom, 2007). Dan kan aanpassing of zelfs vervanging van het vastgoed noodzakelijk zijn.

Voor het gelopen risico wordt een vergoeding gegeven in de vorm van rendement. De afweging die een belegger moet maken is welke verhouding van risico en rendement hij wil. Er worden vijf typen producten onderscheiden. Deze zijn in tabel 1 weergegeven (Van Gool, 2007; Patel, 2005). Ter verduidelijking is in de laatste kolom van tabel 1 een voorbeeld gegeven van een fonds waarop het type rendement-risicoprofiel van toepassing kan zijn. In dit geval zijn het kantoren- en ontwikkelfondsen, maar dit hadden ook andere fondsen kunnen zijn.

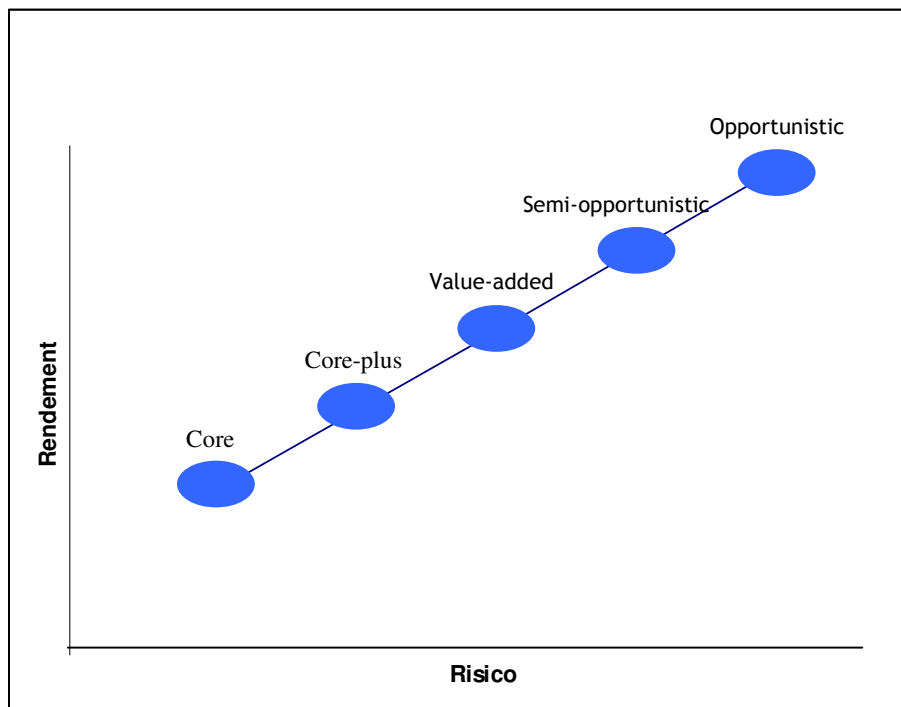
Tabel 1: Onderscheid rendement-risicoprofielen

Type rendement-risicoprofiel	Rendement	Risico	Voorbeeld
Core	7-9%	Laag	Een kantorenfonds in Nederland op A-locaties
Core-Plus	9-11%	Laag - medium	Een kantorenfonds in Nederland met leegstand (tot 10%) op A en B-locaties
Value-added	11-13%	Medium	Een kantorenfonds in Nederland met leegstand (tussen de 10 en 20%) op A, B en C-locaties
Semi-opportunistic	13-15%	Medium - hoog	Ontwikkelfonds met Nederlandse woningen
Opportunistic	15%+	Hoog - zeer hoog	Ontwikkelfondsen met villa's in Dubai

Bron: Van Gool, 2007; Patel, 2005; eigen bewerking

In grafiek 2 komen de verschillende rendement-risicoverhoudingen tot uiting. Een vaste definitie van deze vijf typen is in de bestaande literatuur niet gegeven. Een algemene omschrijving is herleidbaar uit tabel 1. De opdeling is een gradatie van rendement-risicoverhouding waarbij 'core' de laagste en 'opportunistic' de hoogste rendement-risicoverhouding kent (Van Gool, 2007; Patel, 2005). Dit is in grafiek 2 weergegeven.

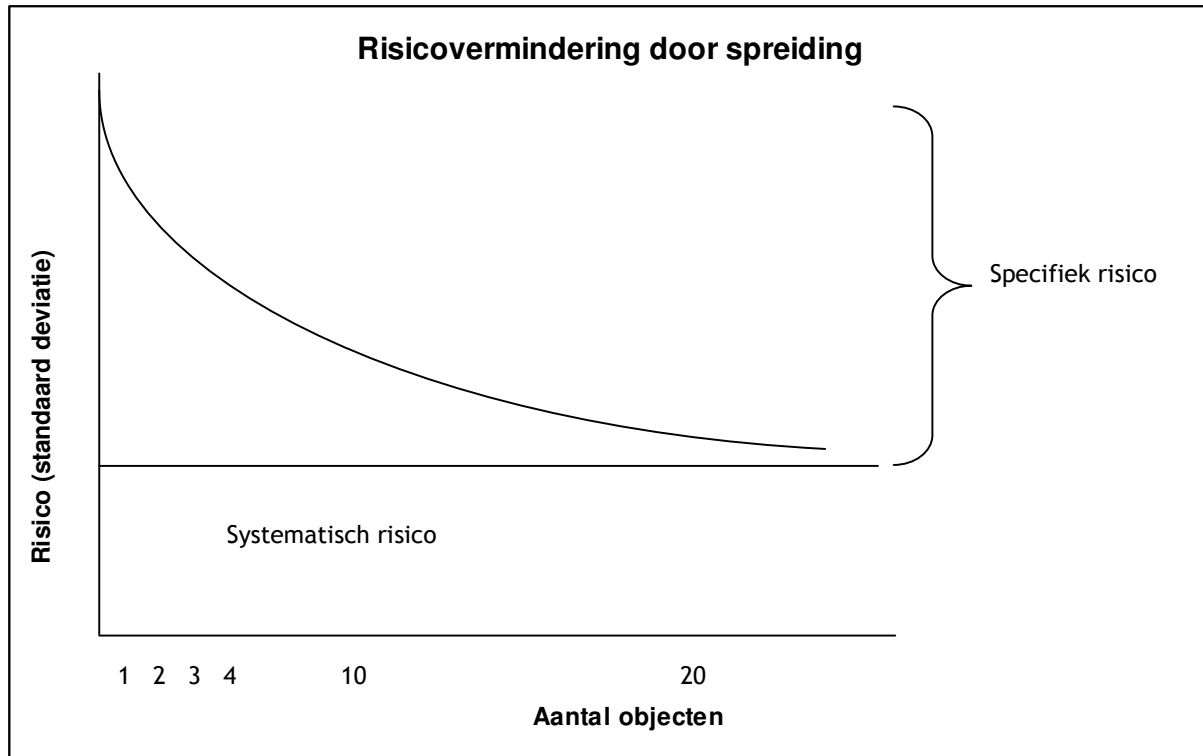
Grafiek 2: Rendement en risico



Bron: Van Aert, 2006; Patel, 2005; eigen bewerking

Op fondsniveau kan het risico verminderd worden door spreiding. Wanneer het aantal objecten, dat in een fonds wordt opgenomen, wordt vergroot, daalt het objectspecifieke risico. Bij vastgoed wordt risico weergegeven als de standaarddeviatie (standaardafwijking van het gemiddelde). In grafiek 3 is het risico afgezet tegen het aantal objecten. Een gedeelte van het aanwezige risico is structureel en wordt gevormd door het eerder genoemde systematisch risico. Het (object)specifiek risico wordt kleiner naarmate er meerdere objecten in een portefeuille opgenomen worden (Sala, 2004). Als dit wordt gedaan, neemt dus ook het risico dat de belegger loopt af.

Grafiek 3: Risicovermindering door spreiding (meerdere objecten)



Bron: Marquard, 2007

2.5.3 De actoren

Op de vastgoedbeleggingsmarkt zijn verschillende spelers actief. De volgende actoren worden onderscheiden:

- Aanbieders
- Gebruikers
- Overheden

Aanbieders

De aanbodzijde bestaat uit verschillende typen aanbieders. Dit kunnen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn. Daarnaast kan onderscheid gemaakt worden naar het soort bedrijf. Er zijn bancaire aanbieders, ontwikkelaars, investeerders en particuliere partijen. Een overzicht van de verschillende typen aanbieders is opgenomen in bijlage 1. Bancaire aanbieders zijn aanbieders die onderdeel zijn van een bank. Onder ontwikkelaars worden de aanbieders geschaard die als primaire bedrijfsuitoefening projectontwikkeling doen. Investeerders zijn aanbieders die investeren in projectontwikkeling. Particuliere partijen zijn alle aanbieders die op zichzelf staan.

PropertyNL analyseert jaarlijks de markt voor vastgoedproducten voor particulieren. In 2006 is het totaal ingelegde eigen vermogen van beleggers, het equity, met 25% gestegen tot bijna 4 miljard euro (Hentenaar, 2007). Er zijn in 2006 100 nieuwe cv's geplaatst, 6 minder dan in 2005 (Hentenaar, 2007). De omvang van

deze nieuwe cv's is echter wel groter (Hentenaar, 2007). In totaal zijn er door PropertyNL 86 Nederlandse aanbieders van particuliere vastgoedbeleggingsproducten geregistreerd en 74 bekeken. Een overzicht hiervan is opgenomen in bijlage 1. In dit rapport worden de 25 grootste aanbieders (de aanbieders met het hoogste equity) geanalyseerd.

Gebruikers

De gebruikers op de markt voor vastgoedbeleggingen bestaan uit twee groepen, particuliere beleggers en institutionele beleggers. Institutionele beleggers zijn bedrijven of instellingen die in vastgoed beleggen met vermogen, waarop anderen aanspraak kunnen maken, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen (Van Gool, 2001). Dit rapport richt zich op de particuliere beleggers. Er zijn particulieren die beleggen met privé-gelden en particulieren die beleggen met gelden vrijgekomen uit bedrijfsmatige activiteiten. Deze beleggers kunnen verschillende doelstellingen en criteria hebben om in vastgoed te beleggen. In tabel 2 zijn deze weergegeven (Van Gool, 2001; Van Gool, 2007).

Tabel 2: Doelstellingen en criteria particuliere beleggers

Doestelling belegger	Criteria belegger
Rendement als onderdeel van het inkomen	Rendement op de korte termijn
Rendement als aanvulling op het inkomen	Rendement op de lange termijn
Rendement voor een specifieke toekomstige uitgave	Leverage, (de gewenste mate van financiering met vreemd vermogen, of het gewenste hefboomeffect)
Rendement voor de aflossing van schulden	Ethische criteria (bijvoorbeeld alleen willen beleggen in duurzaam vastgoed)
Vermogensgroei ten gunste van erfgenamen	Risicospreiding binnen de portefeuille
Uitstellen van belastingbetaling	Inflatiebescherming
Zonder specifiek doel	Fiscale voordelen

Bron: Van Gool, 2001; Van Gool, 2007

Overheden

De derde en laatste speler op de markt is de overheid. De vastgoedmarkt in Nederland is sterk gereguleerd. Zeker met betrekking tot huurwoningen is er voor beleggers weinig vrije bewegingsruimte (Hendriks, 2004). Tevens is de wetgeving met betrekking tot vastgoed in vrijwel geen enkel land gelijk. In vele gevallen treedt de overheid ook op als gebruiker van de beleggingsobjecten. Maar belangrijker is dat zij door haar economische, juridische en ruimtelijke beleid zorgt voor 'verstoringen' in de markt (Van Gool, 2007). Dit is van belang aangezien aanbieders en gebruikers reageren op veranderde omstandigheden in de markt om de voor hen ideale situatie te realiseren.

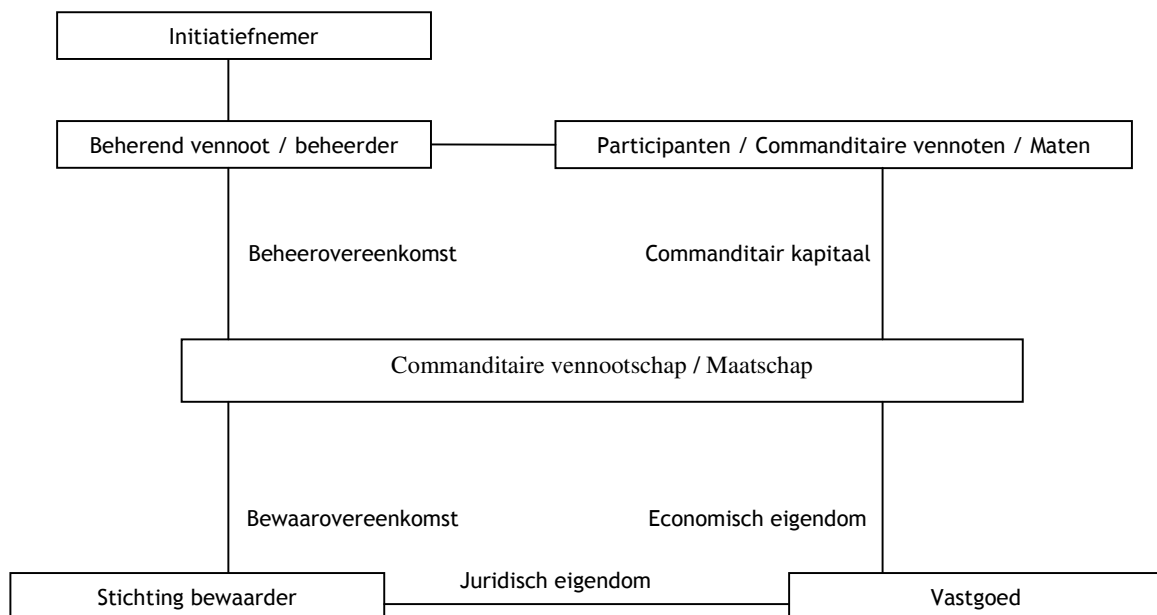
De overheid beïnvloedt met haar economisch beleid de vastgoedmarkt. In Nederland zijn bijvoorbeeld de huurprijzen voor woningen gereguleerd. Huurprijzen mogen met een gesteld maximaal percentage per jaar stijgen (Hof, 2006). Dit heeft direct invloed op het directe rendement. Juridische factoren zijn een gevolg van de overheden die algemene en sociale belangen in het oog houden en zorgen voor een juridisch kader door middel van wet- en regelgeving en daarmee de vastgoedmarkt beïnvloeden (Van Gool, 2007). Vanuit het zelfstandige bestuursorgaan Autoriteit Financiële Markten (AFM) is er toezicht op de aanbieders voor een gedeelte van de producten. Voor de ontwikkelende beleggers is er toezicht via de Wet toezicht effectenverkeer (Wte). De aanbieders die passief beheer voeren vallen in beginsel onder de Wet toezicht beleggingsinstelling (Wtb). Ten slotte beïnvloedt de overheid de vastgoedmarkt met haar ruimtelijk beleid (Ekkers, 2006). Belangrijkste hierbij is het bestemmingsplan. In een bestemmingsplan geeft de gemeente aan wat voor bestemming toegeschreven is aan een stuk grond, en kunnen in verband met die bestemming zo nodig voorschriften gegeven worden voor het gebruik van die grond (Spit, 2006). Het bestemmingsplan is bindend voor burgers, bedrijven en overheden (Ekkers, 2006).

2.6 Juridische structuur vastgoedfondsen

Als laatste onderdeel wordt hier de juridische structuur van de particuliere vastgoedbeleggingsfondsen besproken. Dit completeert de beeldvorming en benodigde achtergrondinformatie voor de volledige context waarin dit rapport is geschreven.

Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen kunnen verschillende juridische structuren hebben. In Nederland bestaan ze in de vorm van een nv, bv, cv en van een maatschap. Participeren in een nv en bv gebeurt uitsluitend in de vorm van obligaties en aandelen. De juridische structuur van een nv en bv is veelal die van de fiscale beleggingsinstelling (fbi). Een fonds dat de fbi status heeft gekregen, moet aan het einde van het boekjaar de fiscale winst aan de deelnemers uitkeren. Dit heet de doorstootverplichting. Vervolgens is het fonds vrijgesteld van vennootschapsbelasting en zijn enkel de participanten belastingplichtig. Anders zou de belastingheffing dubbel plaatsvinden. De focus van dit rapport ligt op de cv's en maatschappen. Die hebben veelal de structuur als weergegeven in figuur 4 (Van Boom, 2007). De initiatiefnemer brengt een fonds op de markt. In de meeste gevallen is de initiatiefnemer van een fonds ook de beheerend vennoot. Hiervoor is dan wel een beheerovereenkomst opgesteld zodat er sprake is van scheiding van taken en verantwoordelijkheden binnen de onderneming (Van Boom, 2007). Onder de beheerder wordt een cv opgericht, waarin de beheerend vennoot kan participeren. Het vermogen van de cv wordt bijeengebracht uit een (hypothecaire) lening en het commanditair kapitaal. Het commanditair kapitaal is de inleg van de particuliere beleggers, de participanten. Onder de cv wordt nog één entiteit in het leven geroepen. De Wtb heeft verplicht gesteld dat het juridische eigendom van het vastgoed in een aparte entiteit is ondergebracht, de stichting bewaarder (Verhoef, 2007). Deze krijgt het juridisch eigendom over het vastgoed. Hiertoe wordt met de cv een bewaarovereenkomst gesloten (Van Boom, 2007). Het economisch eigendom is van de cv. De beheerder ziet er op toe dat de inkomsten uit het vastgoed ook aan de participanten toekomt (Verhoef, 2007).

Figuur 4: Juridische structuur commanditaire vennootschap / maatschap



Bron: Van Boom, 2007

2.7 Conclusie

Binnen de vastgoedbeleggingsmarkt zijn vele verschillende beleggingsproducten verkrijgbaar. In het web van aanbieders, stichtingen, verenigingen en overheden moeten beleggers die interesse hebben een keuze maken op basis van hun eigen beleggingsprofiel. Hierbij staan het beleggingsdoel en het rendement-risicoprofiel centraal. Zoals in de inleiding is vermeld is de markt zeer ondoorzichtig. Bij de keuze voor een bepaald product wordt dus een grote mate van vertrouwen van de belegger gevraagd. Toch wordt er door de beleggers besloten om in te stappen in deze ondoorzichtige markt.

In welke mate het aanbod aansluit bij de vraag is niet alleen vraagafhankelijk, maar ook marktafhankelijk. Het aanbod komt tot stand op de beleggingsmarkt besproken in paragraaf 2.1. Particuliere beleggers hebben keus uit gestructureerde producten door aanbieders. Deze vastgoedfondsen zijn gevuld met vastgoed waarvan de waarde afhankelijk is van de ontwikkelingen op de ruimtemarkt, de voorraadmarkt en de ontwikkelingsmarkt (Geltner, 2007). Daarnaast moet er rekening worden gehouden met de financieringsmarkt (figuur 2) aangezien de meeste vastgoedfondsen voor 60% tot 80% met vreemd vermogen worden gefinancierd (Van Boom, 2007). Veelal is dit overigens niet anders bij een directe vastgoedbelegging waarbij er ook vaak een hypotheek wordt afgesloten. Wanneer er door een bepaalde marktsituatie (bijvoorbeeld een hoge rente) onvoldoende rendement voor een fonds kan worden geprognosticeerd zullen particuliere beleggers niet participeren in dit fonds. Voor de aanbieders is het van belang om voordat een fonds geplaatst wordt een indicatie van de afnamebereidheid van de beleggers te hebben.

In hoofdstuk 4 worden de top-25 aanbieders besproken en vergeleken. Hierbij komen ook de verschillende producten die zij aanbieden aan bod. Vervolgens worden in hoofdstuk 5 de particuliere beleggers geanalyseerd en komt naar voren wat de achterliggende gedachte van de belegger is. Daarnaast wordt er een profielschets gepresenteerd die inzicht verschaft in de gedachtegang van de belegger en zijn mening over de huidige markt. Als aanbod en vraag vervolgens vergeleken worden, wordt duidelijk hoe de huidige markt voldoet aan de eisen en wensen van de particuliere beleggers, waar er nog ruimte voor verbetering en uitbreiding is en waar er mogelijk verandering noodzakelijk is.

“Als we ons blindstaren op het verleden, lopen we het risico te worden ingehaald door de toekomst.”

- Cibenko -

3. Resultaten uit het verleden

Alvorens de onderzoeksresultaten gepresenteerd worden, wordt in dit hoofdstuk een samenvatting gegeven van de resultaten van eerdere onderzoeken naar dit onderwerp. Het onderzoek naar gebruikers, de particuliere beleggers, is hierin wat onderbelicht. Dit komt omdat informatie met betrekking tot dit onderwerp schaars is. In het verleden is met betrekking tot de vergelijking van de verschillende aanbieders meer onderzoek gedaan.

Er zijn in de loop der jaren verschillende onderzoeken naar de particuliere vastgoedfondsen en haar gebruikers gedaan. Zeker de aanbodzijde van de particuliere vastgoedbeleggingsmarkt is, naar mate de markt meer in de media is gekomen, steeds vaker onderwerp van onderzoeksrapporten geweest. Deze rapporten zijn in opdracht van verschillende opdrachtgevers. Het is belangrijk te onderkennen dat de onderzoeken uitgevoerd door aanbieders van vastgoedfondsen wellicht minder objectief zijn dan andere onderzoeken.

De verschillende onderzoeken hebben een grote hoeveelheid aan resultaten voortgebracht. Hier zullen alleen de resultaten die van relevantie voor dit onderzoek zijn in chronologische volgorde behandeld worden. Daarbij dient opgemerkt te worden dat dit een zeer summiere samenvatting van de conclusies van de onderzoeken is.

3.1 De voorgaande onderzoeken

EAIG

Drs. Marc J. Gieling (2001) heeft in opdracht van de Euro American Investors Group (EAIG) onderzoek gedaan naar de strategische positionering van fondsaanbieders, met als doel voor de EAIG een mogelijk concurrentievoordeel aan te tonen. Uit dit onderzoek blijkt dat de fondsaanbieders over het algemeen vastgoed bezitten in de Verenigde Staten en Nederland. Alle thans bekende aanbieders zijn onderzocht. De meeste fondsen betroffen kantorenfondsen of woningfondsen. De gemiddelde looptijd van de fondsen bedroeg circa 6 jaar (meestal, 'lees: modus', 7 jaar) en de participatiegrootte bedroeg gemiddeld € 41.923,-. Maar op het gebied van vastgoedsegment en fondsstructuur is, vanwege de grote diversiteit in het aanbod, volgens dit onderzoek geen strategisch concurrentievoordeel te behalen. De benaderde particuliere beleggers typeren zich als neutrale tot defensieve beleggers. Zij wensen graag hoge kwaliteit tegen lage kosten. De algemene conclusie van het rapport luidt dan ook dat concurrentievoordeel behaald kan worden door adequate dienstverlening en advisering.

Holland Immo Group

Guido Alberti (2003) heeft in opdracht van de Holland Immo Group onderzoek gedaan naar de fondsstructuren en de transparantieverbetering ten behoeve van een vergelijking van het aanbod. In dit onderzoek is de kostenstructuur van 10 willekeurige aanbieders vergeleken. Uit dit onderzoek blijkt dat de interesse in vastgoedbeleggingen bij een neergaande beurs toeneemt. Daarnaast blijken vastgoedfondsen sterk van elkaar te verschillen op het gebied van hun geprognosticeerde rendement en kostenstructuur, waarbij een duidelijke vergelijking door de particuliere beleggers erg moeilijk is. Ten slotte blijkt dat weinig aanbieders in hun rendementsprognoses (of in ieder geval in hun prospectussen) rekening houden met de tijds waarde van geld.

FGH Bank

Lisette Sala (2004) heeft in opdracht van de FGH Bank onderzoek gedaan naar het rendement-risicoprofiel van 40 (willekeurige) vastgoedfondsen met Nederlands vastgoed. Uit dit onderzoek komt naar voren dat er grote verschillen in zowel de upfront, als de jaarlijkse en prestatiegebonden fees zijn. Plaatsingskracht is volgens dit onderzoek erg belangrijk. Dit betekent dat een fondsaanbieder de kracht heeft een beoogd fonds ook werkelijk te plaatsen. Een groot netwerk of een vaste klantenkring zijn hierbij van groot belang. Particuliere beleggers nemen een beleggingsbeslissing vooral op basis van vertrouwen in de aanbieder en niet of minder op basis van rendement-risicoverhoudingen. Ten slotte blijkt dat een duidelijke vergelijking van fondsen niet mogelijk is, omdat prospectussen in veel gevallen niet volledig zijn in hun informatieverschaffing.

Bouwfonds Asset Management (BfAM)

Bij BfAM zijn drie verschillende onderzoeken gedaan. M.C.A. Hoedjes (2004) heeft onderzoek gedaan naar de kwaliteit van vastgoedfondsen op basis van risico en rendement. Hierbij zijn alleen fondsen met Nederlands vastgoed van de 14 destijds meest actieve aanbieders bekeken. Uit dit onderzoek is gebleken dat performancemeting van de verschillende aanbieders erg lastig is. Wel is duidelijk dat de fondsen een hoge (lees: dure) kostenstructuur hebben. De meeste aanbieders houden in de prospectussen geen rekening met de tijdswaarde van geld bij hun geprognosticeerde rendementen. Bij de berekening van het rendement wordt de exit yield veelal gelijk gehouden aan het BAR. Daarbij komt nog een extra risico kijken aangezien de meeste fondsen beleggen in vastgoed op A2 of B locaties. Een goede risicoanalyse ontbreekt vaak in de prospectussen. Dit maakt een beleggingsbeslissing op basis van rendement-risicoverhouding erg moeilijk.

Ruud van der Sar (2006) heeft een onderzoek gedaan naar de rendement-risicoverhoudingen van vastgoedbeleggingsproducten voor particulieren in de periode 1996 tot en met 2005. Hierbij is gekeken naar zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde fondsen. Met betrekking tot de niet-beursgenoteerde fondsen is gekeken naar de 15 (qua equity) grootste aanbieders, exclusief de fondsen die obligaties uitgeven. Uit dit onderzoek blijkt dat vastgoed cv's zich veelal specialiseren in een specifieke vastgoedsector en voornamelijk in Nederlands commercieel vastgoed. Hierbij is het objectspecifieke risico erg hoog. Daar staat tegenover dat vastgoed cv's over het algemeen beter presteren dan andere vastgoedbeleggingen opgenomen in het onderzoek. Geografische spreiding blijkt het risico niet afdoende te beperken. Een grotere fondsomvang zou het risico verder kunnen beperken. Het risico bij vastgoed cv's komt voornamelijk voort uit de vastgoedlocaties.

Jeroen van Diem (2006) heeft in het kader van het transparantievraagstuk een onderzoek gedaan naar de effectuering van de zelfregulering op de cv-markt. Centraal in dit onderzoek stond het toezicht op de cv-markt welke nog onvoldoende was. Wat echter ook naar voren is gekomen zijn de hoge kosten die gepaard gaan met beleggen in vastgoed CV's. Deze zijn echter ook moeilijk te vergelijken gezien de verscheidenheid aan gehanteerde definities. Met betrekking tot het rendement is gebleken dat de tijdswaarde van geld vaak niet meegenomen wordt in de presentatie aan de beleggers, wat vergelijking van de verschillende fondsen moeilijk maakt. Ook zijn de verkoopprognoses van sommige aanbieders te positief. Daarbij schort het bij de meeste aanbieders ook aan een gedegen risicoanalyse. Als deze al benoemd worden, worden ze niet gekwantificeerd. Particuliere beleggers hebben over het algemeen een grote kennisachterstand ten opzichte van de fonds-aanbieders.

The University of Greenwich

Robbert J. Bakhuijsen (2005) heeft aan The University of Greenwich onderzoek gedaan naar de problemen op de markt van vastgoed cv's. Hiervoor heeft hij 9 (destijds recente) vastgoedfondsen vergeleken op basis van structuur, vastgoedeigenschappen, kosten en rendement. Uit dit onderzoek blijkt er 10 belangrijke problemen zijn, namelijk:

- Kennisasymmetrie
Er wordt gevraagd van de vastgoedkennis van de particuliere belegger. Aanbieders hebben hierin een grote voorsprong.
- Fondsstructuur;
De looptijd lijkt bepaald, maar is in feite voor onbepaalde tijd. Daarnaast is het vrijwel onmogelijk om uit de cv te stappen.
- Aankoopprijs van het vastgoed;
Ingewikkelde constructies kunnen er voor zorgen dat er non-markt conforme prijzen worden betaald en er eventuele belangenverstrengelingen bestaan.
- Additionele kosten;
Vooraf geheven vergoedingen zorgen ervoor dat de fonds-aanbieders na de aanvangsdatum minder gedreven kan zijn om goed te presteren.
- Verkoopprijs van het vastgoed;
Circa 50% van het rendement komt uit de verkoop van het vastgoed. Vaak wordt een verkoopprijs gelijk aan of hoger dan de aankoopprijs gebruikt.

- Toezicht en wetgeving;
Hoewel het toezicht en de wetgeving in kwaliteit en kwantiteit toenemen zijn beide nog onvoldoende.
- Mate van vergelijkbaarheid van prospectussen;
Door gebrek aan toelichting van gehanteerde methodieken en berekeningen en verschillende terminologie in prospectussen is een vergelijking tussen fondsen moeilijk. Beleggers kijken enkele naar het rendement. Beleggers moeten uitkijken voor 'window dressing'. Dit betekent dat sommige aanbieders de beleggingspropositie beter voorstellen dan dat deze in werkelijkheid is.
- Imperfectie van informatie;
Hoewel prospectussen moeten voldoen aan een verplichte inhoud, staat de kwaliteit van die inhoud niet ter discussie.
- Gevoeligheid van de variabelen;
Geprognosticeerde rendementen zijn grotendeels bepaald door aannames, welke niet altijd onderbouwd worden. Een geringe wijziging hiervan kan al grote invloeden op het rendement hebben.
- Risico's
De beschreven risico's zijn qua inhoud volledig afhankelijk van de intenties van de fonds-aanbieder en daardoor niet altijd betrouwbaar.

PGGM

Ronald W.G. Mangelmans (2005) heeft in opdracht van PGGM onderzoek gedaan naar het perspectief van de Europese markt voor niet-beursgenoteerde of private vastgoedfondsen. Uit dit onderzoek blijkt dat er op de korte termijn een sterke vraaggroei naar vastgoed zal zijn in combinatie met een groeiende vraag naar goede liquiditeit. De groei van het aantal fondsen wordt enkel beperkt door de mate van beschikbaarheid van passend vastgoed. Daarnaast is de vraag naar de niet-beursgenoteerde particuliere vastgoedbeleggingsfondsen sterk afhankelijk van het beurs-sentiment, zoals ook uit het onderzoek van Alberti (2003) bleek.

Technische Universiteit van Eindhoven

Iris Hensen (2005) heeft aan de Technische Universiteit van Eindhoven onderzoek gedaan naar het transparantievraagstuk omtrent particuliere vastgoedfondsen en heeft daartoe een waarderingsmodel getracht te maken. In haar onderzoek heeft ze fondsen betrokken die beleggen in bestaand commercieel vastgoed. Hierbij keek zij naar de 6 (destijds) grootste aanbieders, aangevuld tot in totaal 19 aanbieders die recentelijk producten hadden geplaatst. Uit dit onderzoek komt naar voren dat prospectussen qua inhoud en dan voornamelijk de objectbeschrijving verder uitgebreid moeten worden. Daarnaast moet de kostenkant van de belegging beter en vollediger in beeld worden gebracht.

Amsterdam School of Real Estate

Carolina C. Arendz (2006) heeft aan de Amsterdam School of Real Estate onderzoek gedaan naar het transparantievraagstuk voor vastgoed-cv's in relatie tot corporate governance. Uit dit onderzoek is naar voren gekomen dat de kwaliteit van prospectussen stijgt als de aanbieder aangeeft in het belang van de belegger te handelen. Daarnaast moet er uitgebreider ingegaan worden op de aan- en verkoop van het vastgoed.

Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF)

Wynand Verhoef (2007) heeft bij de VVF onderzoek gedaan naar het kwaliteit-rendementsprofiel van vastgoedfondsen op basis van het Bruto Aanvangsrendement en de Total Expenct Ratio (een kostenvergelijkingsmethode). Hiertoe heeft hij 65 fondsen van 25 aanbieders geanalyseerd met een focus op de (qua equity) 5 grootste aanbieders. Uit dit onderzoek komt naar voren dat de interesse voor vastgoed-cv's is toegenomen mede door mindere prestaties op de aandelenbeurs. Rendementen van deze beleggingsproducten zijn echter vaak te rooskleurig voorgesteld. Het goed beoordelen van de verschillende fondsen wordt echter beperkt door de hoge leverage, beperkte uitstapmogelijkheden, beperkte verhandelbaarheid van participaties en de kennisasymmetrie tussen beleggers en aanbieders.

Nyenrode Business University

Prof. Dr. Tom M. Berkhout (2007) heeft vanuit de Nyenrode Business University in opdracht van Reyersens van Buuren BV onderzoek gedaan naar de beweegredenen van particuliere beleggers in vastgoed cv's en maatschappen. Het onderzoek is uitgevoerd onder de 2585 beleggers uit het relatiebestand van Reyersens van Buuren, waarvan er 427 (17%) de enquête hebben ingevuld. Uit dit onderzoek blijkt dat particuliere beleggers over het algemeen hoog opgeleide, gehuwde senioren met kinderen zijn. Gemak en rendement zijn de belangrijkste argumenten om te participeren in vastgoed cv's. Maar de beleggers zijn bereid om op het rendement in te leveren wanneer dit bijdraagt aan risicoreductie of risicospreiding. Bij het nemen van de beleggingsbeslissing zijn de meningen van anderen niet van belang. De beleggers schijnen de meeste waarde te hechten aan de financiële berekeningen en dan vooral van het directe rendement.

3.2 Algemene conclusies uit voorgaande onderzoeken

Uit de verschillende onderzoeken zijn een aantal tegenstrijdigheden te ontdekken, maar er is ook een duidelijke rode draad te herleiden. Allereerst bestaat er, ondanks de grote aandacht voor het onderwerp, nog een transparantievraagstuk welke nog niet geheel is beantwoord. De verschillende vastgoedfondsen zijn moeilijk te vergelijken. Dit komt voornamelijk door:

- Hantering verschillende definities;
- Het niet rekening houden met de tijds waarde van geld (bijv. IRR berekening);
- Grote verschillende in de kostenstructuur;
- Beperkte informatieverschaffing;
- Kennis asymmetrie tussen aanbieders en beleggers.

De verschillende rapporten zijn eenstemmig over de kostenstructuur en risico's. Beleggen in vastgoed-cv's gaat gepaard met hoge kosten. Deze moeten beter in kaart worden gebracht, evenals de risicobeschrijving. Met betrekking tot het vastgoed kan er gezegd worden dat de aannames die voor de verkoop gedaan zijn bij veel fondsen te positief en onrealistisch zijn. Het meeste vastgoed dat in de fondsen is opgenomen ligt in de VS en Nederland. De regionale spreiding is echter onvoldoende, om het objectspecifieke risico te verminderen moet de fondsomvang sterk omhoog.

Met betrekking tot de particuliere beleggers komen de conclusies uit de verschillende rapporten niet overeen. Zo wordt er in het éne rapport gesteld dat particuliere beleggers voornamelijk afgaan op de betrouwbaarheid van de fondsaanbieder, of dat de dienstverlening doorslaggevend is. In andere rapporten, waaronder het rapport van de Nyenrode Business University, wordt de particuliere belegger beschreven als iemand die voornamelijk (en soms zelfs alleen maar) kijkt naar het geprognosticeerde rendement. Wat echter wel veelvuldig in de rapporten terugkeert, is het feit dat niet-beurgenoteerde vastgoedbeleggingsproducten substitutiegoederen zijn van aandelen. Wanneer de rendementen op aandelen dalen, neemt de vraag naar vastgoed-cv's toe.

"Je kunt voor geld een heel mooie hond kopen, maar niet het kwispelen van zijn staart."

- Josh Billings, pseudoniem van Henry Wheeler Shaw, Amerikaans humorist 1818-1885 -

4. De aanbodzijde

Het aanbod op de particuliere vastgoedbeleggingsfondsenmarkt was in de afgelopen vier jaar hoger dan ooit. Niet alleen is het aantal aanbieders toegenomen, maar ook het aantal geplaatste producten. Allereerst worden de verschillende aanbieders beschreven. Vervolgens worden, om wegwijs te geraken uit de gegeven informatie van al deze aanbieders, de verschillende fondsen geanalyseerd op de volgende karakteristieken:

1. Het type fonds

- Segment(en)
- Locatie (mondiaal, regionaal, etc.)
- Regionale spreiding of focus (naar gebied)
- Sectorale spreiding of focus (naar segment)

2. Financiële gegevens

- Fondsomvang
- Eigen vermogen
- Rendement
- Feestructuur
- Leverage (hefboomeffect (Van Gool, 2007))
- Financiering
- BAR
- IRR

3. Aannames

- Onderhoud
- Mutatiesnelheid
- Huurgroei
- Inflatie
- Leegstand
- Exit strategie

Bovenstaande karakteristieken zijn mede leidend voor particuliere beleggers voor het maken van een gedegen beleggingsbeslissing (Deana, 2007). Deze lijst is namelijk niet uitputtelijk. Andere factoren zoals de verhandelbaarheid van de participaties, de juridische structuur van het beleggingsvehikel, de fiscaliteiten en de looptijd zijn tevens belangrijke factoren. Aangezien de particuliere beleggers in vergelijking tot bovennoemde aspecten slechts beperkte keuzemogelijkheden op deze vlakken hebben, is er voor gekozen deze aspecten in dit rapport niet nader te onderzoeken.

4.1 De top 25 aanbieders

De 25 grootste aanbieders hebben naast een groot aantal overeenkomsten ook verschillen. Het type aanbieder is weergegeven in bijlage 1. In dit onderzoek worden alleen producten die onder de richtlijn van de AFM vallen geanalyseerd. Enkele aanbieders die wel in de top 25 staan, maar alleen producten aanbieden die buiten de richtlijn vallen, of sinds 2004 geen producten meer geplaatst hebben, worden daarom niet beschreven. In totaal worden er 13 aanbieders geanalyseerd. Deze aanbieders hebben in de periode 2004 tot en met 2007 64 fondsen die voldoen aan de eisen besproken in hoofdstuk 1 geïnitieerd. In bijlage 1 zijn deze aanbieders vetgedrukt weergegeven. De geanalyseerde fondsen komen terug in bijlage 5.

Type aanbieder

Er zijn verschillende typen aanbieders. In bijlage 1 is hier een overzicht van gegeven. De meeste aanbieders zijn particuliere instellingen. Daarnaast onderscheiden we bancaire aanbieders, investeerders en ontwikkelaars. Bancaire aanbieders zijn aanbieders die vastgoedbeleggingsproducten aanbieden als secundaire functie. Hun primaire functie is het bankwezen. Ook ontwikkelaars hebben een andere primaire functie, namelijk vastgoedontwikkeling. Investeerders zijn instellingen die zelf voor een groot deel participeren in de beleggingsproducten die zij aanbieden. Dit betekent niet dat zij direct in vastgoed beleggen, zoals besproken in paragraaf 2.2. Naast het uitgeven van vermogenstitels aan derden, kopen zij in

zekere zin ook vermogenstitels en delen daarmee het eigendom met de andere beleggers. Al deze genoemde aanbieders zijn aanbieders op de vastgoedbelggingsmarkt. In figuur 2, besproken in paragraaf 2.3, worden ze 'aanbod (verkopende eigenaren)' genoemd.

Segment

De verschillende aanbieders lijken, op een enkele uitzondering na, redelijk specialistisch te zijn in het type vastgoed dat zij acquireren voor hun aangeboden fondsen. Voor de grootste 5 (qua equity) aanbieders uit het onderzoek geldt dit zeker. Een totaal overzicht is opgenomen in bijlage 1. Homburg heeft zich gespecialiseerd in ontwikkelfondsen. Dit zijn fondsen die door vastgoed te ontwikkelen meerwaarde kunnen creëren. Het zijn semi-opportunistische of opportunistische beleggingen zoals besproken in paragraaf 2.5.2. Hanzevast en Van Boom & Slettenhaar (B&S) hebben zich gespecialiseerd in kantorenfondsen en Staalbankiers in woningfondsen. Dit zijn vaak fondsen met een lagere risico-rendementsverhouding zoals core, core-plus en value added zoals weergegeven in grafiek 2. Bouwfonds Asset Management is actief in meerdere vastgoedsegmenten, zoals woningen, winkels en kantoren. Ook dit zijn veelal producten met een core karakter.

Marktaandeel

Het marktaandeel van de verschillende aanbieders kan op verschillende wijze worden bepaald. Zo kan er worden gekeken naar de fondsomvang en het eigen vermogen (het equity). In dit rapport wordt gekeken naar de omvang van het equity. In bijlage 1 zijn de marktaandelen van de verschillende fondsen weergegeven. Vanwege het grote aantal aanbieders heeft de grootste aanbieder nog geen 8% van de markt in handen. Opvallend is echter wel dat de bancaire aanbieders en investeerders relatief hoog op de ranglijst staan. Samen hebben deze 10 partijen 32% van de markt in handen. De 6 bancaire aanbieders hebben een marktaandeel van circa 22%. Vanaf plaats 25 zijn het vrijwel alleen nog particuliere aanbieders die actief zijn op de markt.

4.2 Spreiding en focus van sector en locatie

Zoals besproken in paragraaf 2.1 kunnen vastgoedfondsen in verschillende typen of een combinatie van typen vastgoed beleggen. Dit is de sectorale spreiding van een fonds. Hoe groter de sectorale spreiding, hoe lager het risico kan zijn. Wanneer er bijvoorbeeld een mix van winkels en woningen in een fonds wordt aangeboden en de winkelmarkt maakt een mindere periode door, dan kan dit opgevangen door het gedeelte van het fonds dat uit woningen bestaat. Dit voordeel en andere zijn uitgebreid behandeld in paragraaf 2.2. Wanneer er binnen een fonds belegd wordt in één sector spreken we van sectorale focus.

Daarnaast is er in paragraaf 2.5.1 besproken dat er ook sprake van regionale spreiding kan zijn. Omdat de vastgoedmarkt een lokale markt is kan er door spreiding in het aantal locaties aan te brengen binnen een fonds het risico verminderd worden. Wanneer er in één regio wordt belegd door een fonds spreekt men van regionale focus.

Ten slotte kan er sprake zijn van spreiding in het aantal objecten, elementen en huurders. Hoe meer objecten of huurelementen in een fonds, hoe meer gespreid het objectspecifieke risico kan zijn. Hier zit echter een keerzijde aan. Hoe meer verspreid de objecten liggen, en hoe meer dit er zijn, hoe hoger de exploitatiekosten en het management ervan kan zijn. Alle gegevens waar in deze paragraaf over wordt gesproken zijn gebaseerd op de propectussen van de geanalyseerde fondsen, waarvan een overzicht is gegeven in bijlage 5. De geïnitieerde fondsen zijn gerangschikt naar emissiedatum.

4.2.1 Regionale spreiding en focus; nationaal

Uit de tabel in bijlage 5 is af te lezen dat slechts twee fondsen in meerdere landen direct vastgoed hebben geacquireerd. Dit is mede verklaarbaar omdat het exploiteren van vastgoed in meerdere landen hogere managementkosten met zich meebrengen. De meeste fondsen hebben een focus in Nederland (42 van de 64 fondsen), Duitsland (10 fondsen) en Canada (6 fondsen). Dit betekent niet dat er in andere landen niet door middel van dergelijke vastgoedfondsen belegd kan worden. Deze fondsen zijn wel degelijk aanwezig maar voldoen niet aan de voorwaarden die in hoofdstuk 1 gesteld zijn. De trend is wel dat er steeds meer een regionale focus op Duitsland ligt voor particuliere vastgoedfondsen. Van de 10 Duitse fondsen zijn er 7 geïnitieerd in 2007 en het eerste kwartaal van 2008. De overige 3 fondsen dateren uit 2006. Homburg de

enige aanbieder is die fondsen op de markt heeft gebracht met Canadees vastgoed. Dit is tegenstrijdig met de in hoofdstuk 3 besproken bevindingen van Gieling (2001). Uit zijn onderzoek bleek de focus voornamelijk op vastgoed in Nederland en de Verenigde Staten te liggen. Dit verschil zou verklaard kunnen worden, doordat de onderzoekscriteria in dat onderzoek minder scherp zijn gesteld. Fondsen met Duits vastgoed zijn niet uit het onderzoek van Gieling (2001) naar voren gekomen.

4.2.2 Regionale spreiding en focus; stedelijk

De fondsen in Canada hebben allemaal, net als de fondsen met een focus op de Verenigde Staten, een focus op 1 plaats. De Duitse fondsen zijn meer gespreid, namelijk over 2, 3, 4, 5, en zelfs 9 steden. Tevens zijn deze steden over het algemeen goed gespreid over het land, voornamelijk in het westen van Duitsland en in de grotere steden. De fondsen met een nationaal regionale focus op Nederland zijn qua stedelijke spreiding zeer divers gestructureerd. Zo zijn er fondsen waarin slechts in 1 stad vastgoed is aangekocht, maar ook in een fonds met een spreiding over 42 steden. Gemiddeld is de spreiding aangebracht over circa 6 steden. Wanneer de extremen buiten beschouwing worden gelaten is de gemiddelde spreiding ongeveer 4 steden per fonds. De mate van stedelijke regionale spreiding is echter in grote mate afhankelijk van het fondsvermogen en het type vastgoed. Dit is tevens de conclusie van Van der Sar (2006) zoals besproken in hoofdstuk 3.

De steden waarin in vastgoed wordt belegd liggen veelal in of in de nabije omgeving van de grootste 4 steden van Nederland, namelijk Amsterdam, Den Haag, Rotterdam en Utrecht. In Noord, Oost en Zuid Nederland wordt ook wel belegd, maar op minder grote schaal. Hier betreffen het voornamelijk de grotere steden zoals Groningen, Eindhoven, Zwolle, Arnhem, Den Bosch en de nabije omgeving van deze plaatsen.

4.2.3 Sectorale spreiding en focus

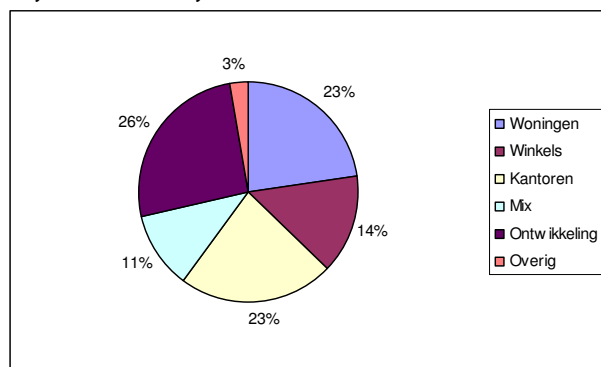
De breed regionaal gespreide fondsen betreffen de fondsen met een stedelijk regionale spreiding over 10 of meer steden. Deze spreiding is voornamelijk mogelijk door de lage eenheidsprijs van het vastgoed waarin belegd wordt. Deze fondsen concentreren zich voornamelijk op woningen, winkels of een mix van beiden. Ten opzichte van bijvoorbeeld kantoren is er door de hoogte van de verwervingsprijs makkelijker een grote stedelijk regionale spreiding in het fonds aan te brengen.

Het type vastgoed waarin de verschillende fondsen die in dit onderzoek zijn opgenomen beleggen, is traditioneel. In grafiek 4 en 5 wordt dit weergegeven. Er is onderscheid gemaakt naar twee periodes, de periode 2004 tot en met 2005 en de periode 2006 tot en met 2007. Dit is gedaan om de verschuiving van de sectorale focus aan te kunnen tonen. Er is gebruik gemaakt van blokken van 2 jaar lang vanwege het beperkt aantal fondsen dat in de analyse is opgenomen. De taartpunten geven aan welk percentage fondsen er ten opzichte van andere type fonds zijn geïnitieerd. De fondsen in Canada en de Verenigde Staten zijn voornamelijk ontwikkelfondsen. Het betreft dan in de meeste gevallen ontwikkelingen van woningen. De fondsen in Nederland en Duitsland zijn qua type vastgoed traditioneel. Woningen, winkels en kantoren zijn objecten die regelmatig een focus hebben binnen een fonds. Maar ook mixfondsen komen regelmatig voor. Voornamelijk mixen van woningen en winkels of kantoren en bedrijfsruimten komen veel voor. Ten slotte zijn er enkele fondsen die zich richten op grond(posities) en leisure.

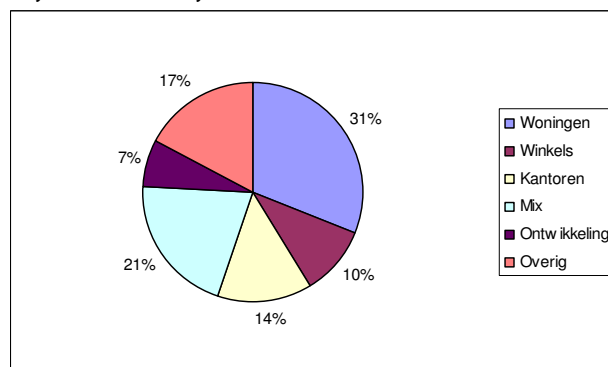
Uit de grafieken 4 en 5 is af te lezen dat het aandeel woningfondsen, mixfondsen en overige fondsen sterk toeneemt ten koste van de andere typen. Er is duidelijk meer aandacht voor alternatieve beleggingsproducten dan eerder, hoewel dit niet geldt voor de fondsen met Nederlands vastgoed. Onder het type overig vallen voornamelijk veel leisurefondsen. Enerzijds is deze aandachtsverschuiving gevolg van een verandering in de vraag. Hier wordt in het volgende hoofdstuk op ingegaan. Anderzijds is de situatie op de vastgoedmarkt van grote invloed. In paragraaf 2.3 is de werking van de vastgoedmarkt (figuur 2) mede uitgelegd door het DiPasquale-Wheaton Four-Quadrant Diagram (grafiek 1). Aan de ene kant moet er op de beleggersmarkt vraag zijn naar andere producten. Wanneer die vraag er is moet er op de ruimtemarkt een goede prijs tot stand komen. Wanneer er een goede vraag en aanbod verhouding op de ruimtemarkt is en de cashflow (huurinkomsten) dusdanig is dat er op de beleggingsmarkt een goed rendement geboden kan worden, heeft het product voldoende draagvlak. Daarbij moet ook rekening worden gehouden met andere beleggingsmarkten, zoals tevens blijkt uit de in hoofdstuk 3 besproken onderzoeken van Mangelmans (2005) en Verhoef (2007). Pas wanneer al deze 'puzzelstukjes' in elkaar passen kan er een nieuw product op de markt worden gebracht. Uit het onderzoek van Gieling (2001) bleek dat er voornamelijk fondsen op de markt

waren woningen of kantoren. Ook zijn het voor het grootste deel nog steeds de traditionele vastgoedtypen waarin het grootste deel (76%) van de vastgoedfondsen beleggen. Maar de meer traditionele segmenten worden meer opgezocht in het buitenland. De minder reguliere segmenten worden voornamelijk aangekocht in Nederland. Het is waarschijnlijk dat dit gebeurt omdat het vastgoed daar tegen een beter rendement kan worden aangekocht waarbij het risico niet onevenredig hard stijgt.

Grafiek 4: Sectorale focus 2004-2005



Grafiek 5: Sectorale focus 2006-2007



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

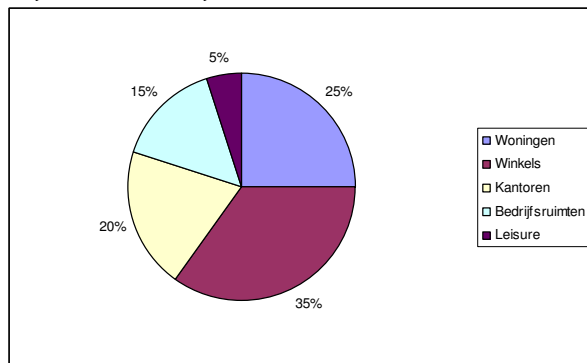
Zoals eerder besproken is met betrekking tot spreiding ook het aantal panden dat in het fonds is opgenomen van belang. Hoe meer panden, hoe beter de spreiding en hoe kleiner het risico, besproken in paragraaf 2.5.2, kan zijn. Dit heeft naast spreiding van het marktrisico voornamelijk te maken met het contract en leegstandrisico. De specifieke risico's worden gereduceerd zoals in grafiek 3 is weergegeven.

Bij de woningfondsen en de mixfondsen waarin woningen zijn opgenomen is het aantal panden het grootst. Er worden tussen de 100 en 900 eenheden in een fonds aangekocht. Dit is verklaarbaar door de relatief lage eenheidsprijs. Het is overigens niet vanzelfsprekend dat door een groot aantal eenheden in een fonds op te nemen er een grote regionale spreiding wordt gerealiseerd. Een flatgebouw bijvoorbeeld kan honderden eenheden bevatten. Hetzelfde geldt voor ontwikkelfondsen die zich richten op woningen. In dit onderzoek hebben ook de leisurefondsen meer dan 100 objecten in een fonds. Dit is verklaarbaar doordat alle leisurefondsen die onderzocht zijn zich richten op vakantiewoningen, waarvoor qua eenheidsprijs hetzelfde geldt als voor reguliere woningen. De fondsen die zich richten op kantoren hebben substantieel minder objecten in het fonds opgenomen. In alle gevallen minder dan 10.

4.2.4 Regionale sector of sectorale regio

Wanneer bovenstaande gegevens samen worden gebracht valt op dat de buitenlandse fondsen vaak ontwikkelfondsen zijn. Hoewel in Duitsland de nadruk op woningen ligt, voornamelijk door de vijf GRF fondsen van Bouwfonds Asset Management, worden hier ook veel fondsen geïnitieerd met verschillende typen vastgoed, namelijk leisure, kantoren, winkels en mixen. Het aanbod is, zoals tot uiting komt in grafieken 4 en 5, divers. De meeste fondsen zijn gevuld met woningen of kantoren. Maar ook mixfondsen hebben een groot aandeel. De meeste mixfondsen zijn samengesteld uit woningen en winkels. Maar ook de combinatie kantoren en bedrijfsruimten komt veelvuldig voor. In grafiek 6 is weergegeven uit welke typen vastgoed de mixfondsen zijn opgebouwd, ongeacht de daadwerkelijke mix. Hieruit blijkt dat winkels relatief gezien het meest gebruikt worden in een mixvorm.

Grafiek 6: Inhoud mixfondsen



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.3 Financiële analyse

Vastgoedfondsen hebben naast het type vastgoed en de locatie nog meer kenmerken. Voor de financiële analyse wordt gekeken naar de fondsomvang, het eigen vermogen en de leverage. Daarbij is mede van belang wat het rentepercentage op die leningen is. Hierbij is geen onderscheid gemaakt naar vaste of variabele rente. De volgende financiële kenmerken van de onderzochte fondsen zijn geanalyseerd:

- Fondsomvang
- Leverage
- Financieringskosten
- Participatiegrootte (en de minimale afname)

4.3.1 Fondsomvang

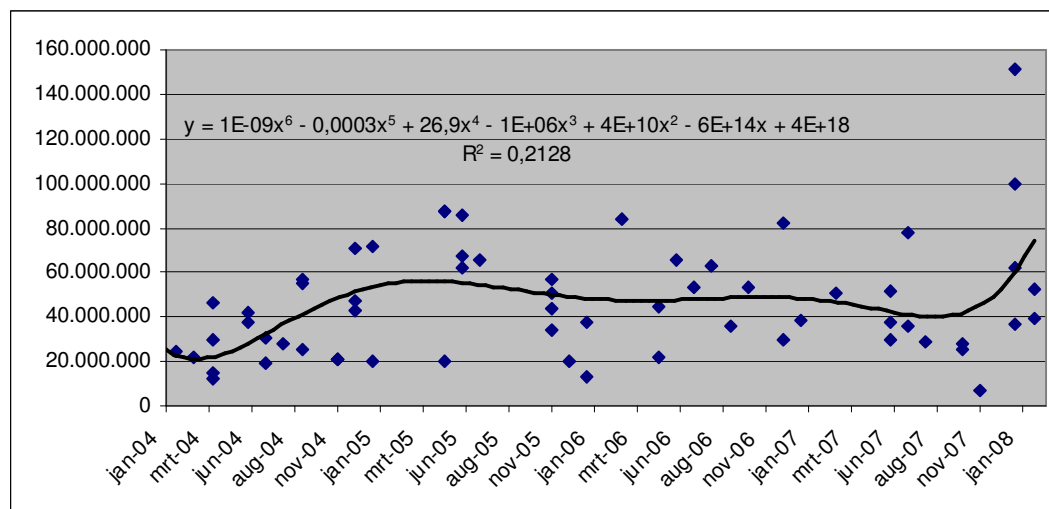
Door de jaren heen is de gemiddelde fondsomvang per fonds van de 64 onderzochte fondsen gestegen. In grafiek 7 is de fondsomvang per fonds van alle 64 onderzochte fondsen weergegeven. Op de x-as is de tijdslijn weergegeven. Aan de hand hiervan is te herleiden wanneer het fonds geïnitieerd is. Op de y-as is de fondsomvang weergegeven. Op basis van een polynomiale regressieanalyse is de trendlijn gemaakt. Deze regressie geeft de variantie die de waarde "1" het meest benadert, wat betekent dat de uitkomst van deze analyse het meest betrouwbaar is. De variantie en de berekening zijn weergegeven in de grafiek. De polynomiale regressielijn geeft het verband tussen de fondsomvang en de initiatiedatum weer. Dat de variantie slechts 0,2 is, geeft aan dat het verband niet zeer sterk is.

Wanneer er voor ieder jaar apart een gemiddelde wordt berekend is sprake van een sterke stijging. In 2004 is een fonds gemiddeld circa 34 miljoen euro en in 2005 44 miljoen euro. In 2006 is de gemiddelde fondsomvang van de 64 fondsen circa 49 miljoen euro en in 2007 inclusief de eerste fondsen van 2008 circa 50 miljoen euro. Uit grafiek 7 is te concluderen dat de gemiddelde fondsomvang voornamelijk het laatste jaar sterk stijgt. Wanneer beide extremen uit de regressieanalyse worden gelaten is, volgt de regressielijn dezelfde trend. De 2 extremen betreffen het Eastern European Fund van Homburg en B&S Vastgoed Nederland NV van B&S. Deze beide fondsen zijn fondsen met een blind pool en de genoemde bedragen zijn streefbedragen. Bij dergelijke fondsen is het bij aanvang van het fonds nog niet geheel duidelijk welk vastgoed in het fonds zal komen. Derhalve is de fondsomvang op het moment van het schrijven van dit rapport wellicht lager, maar is het goed mogelijk dat de weergegeven fondsomvang op termijn bereikt zal worden.

Er zijn meerdere redenen voor de stijging van de fondsomvang. Allereerst is er sprake van inflatie. Vastgoed wordt door de tijd duurder, waardoor de fondsomvang bij een qua vastgoed gelijkwaardig fonds op een later tijdstip groter zal zijn. Maar gezien de omvang van de stijging kan dit niet de enige reden zijn. Een tweede reden kan zijn dat aanbieders streven naar een grote spreiding waar meer vermogen voor nodig is. Er dienen dan namelijk meerdere panden aangekocht te worden. Een andere en meer belangrijke reden is de toegenomen concurrentie. De verschillende fonsaanbieders zijn in een strijd gewikkeld om de hoogste rendementen aan te bieden. Eén van de manieren om dat te kunnen realiseren is het omlaag brengen van de fees. Door de fondsomvang groter te maken kan het percentage van de fees omlaag terwijl deze in absolute

bedragen zelf kunnen stijgen. Dit effect is vergelijkbaar met wat in de economische wetenschap ook wel schaalvoordelen wordt genoemd. Ten slotte kan de stijgende omvang er voor zorgen dat het objectspecifieke risico verder gereduceerd wordt (Van der Sar, 2006).

Grafiek 7: Fondsomvang



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieder

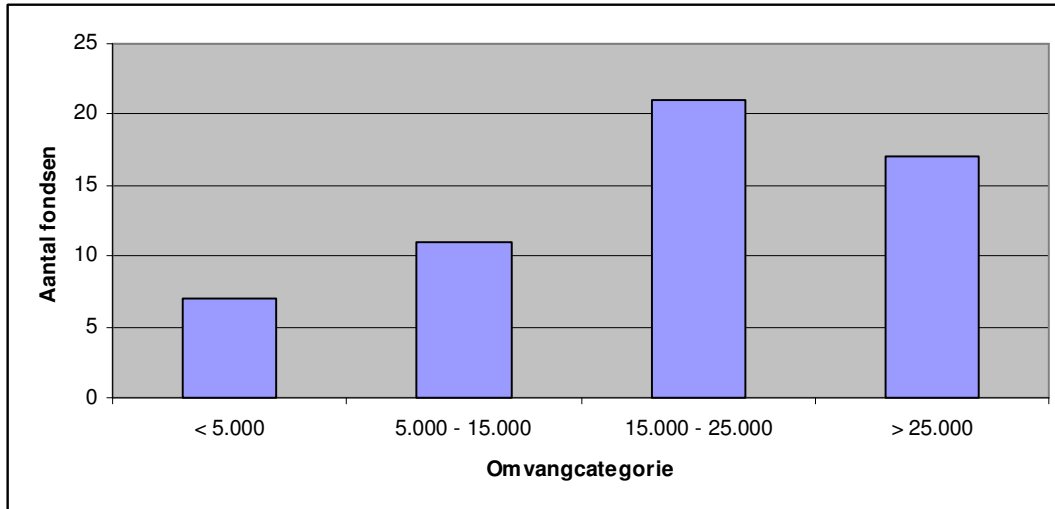
4.3.2 Participatiegrootte

Een stijgende fondsomvang zou bij een gelijkblijvende leverage (een gelijkblijvende verhouding vreemd vermogen t.o.v. het totale vermogen) ook een stijging van het eigen vermogen met zich mee moeten brengen. De participaties die door een fonds worden uitgegeven vormen het eigen vermogen van het fonds. Er zijn verschillende participatiegroottes die door de initiators gehanteerd kunnen worden. De fondsen die in dit onderzoek zijn opgenomen voldoen allemaal aan de richtlijnen van de AFM waardoor er vrijwel geen fondsen met participatiegroottes van € 50.000,- of meer voorkomen. Deze zijn op de particuliere vastgoedbeleggingsmarkt echter wel verkrijgbaar. In grafiek 8 is de minimale participatiegrootte van de onderzochte fondsen per participatie die in de loop der tijd gehanteerd zijn weergegeven. De participaties in een andere valuta zijn in deze vergelijking buiten beschouwing gelaten. Sommige fondsen verplichten de particuliere beleggers tot een minimale afname van een x aantal participaties. De minimale participatieomvang is weergegeven in grafiek 9.

Grafiek 8 toont een grote spreiding van participatiegroottes. De gemiddelde participatiegrootte gedurende de onderzoekperiode is circa € 15.000,-. Dit staat in schril contrast met het gemiddelde uit het onderzoek van Gieling (2001) van € 41.923,-. Dit komt hoogstwaarschijnlijk door het afwijkende kader dat voor dit onderzoek gesteld is.

De participatieomvang is een afgeleide van de participatiegrootte. Hoe lager het instapbedrag, hoe toegankelijker de particuliere vastgoedbeleggingsfondsenmarkt wordt voor ook de minder vermogende particuliere beleggers. Er zijn aanbieders die een minimale afname met betrekking tot het aantal participaties per belegger stellen. Dit is bijvoorbeeld het geval bij de geanalyseerde fondsen van Zeeland Investment Beheer (ZIB). Deze 3 fondsen hebben een participatiegrootte van € 2.500,-, maar de belegger moet minimaal 5 participaties afnemen, waardoor de minimale participatieomvang € 12.500,- is.

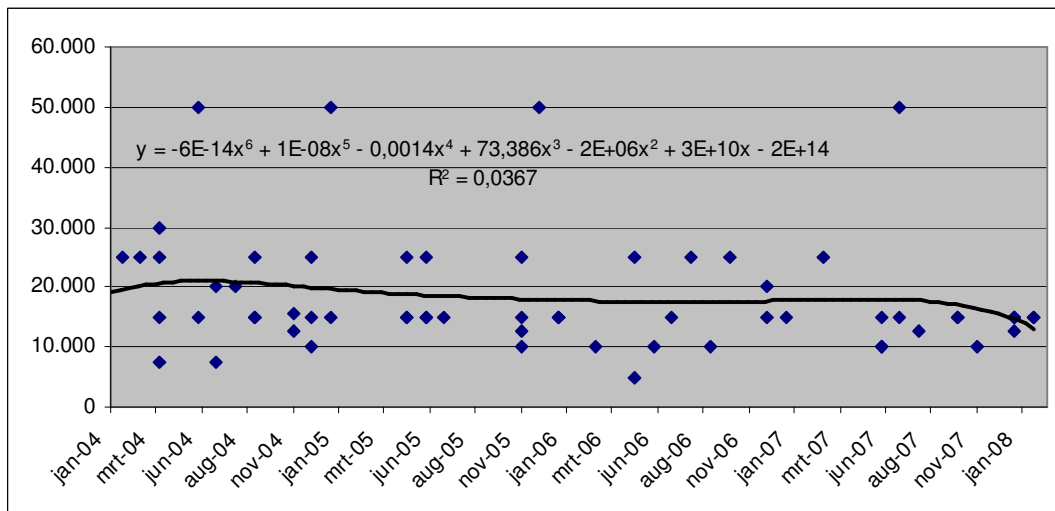
Grafiek 8: Participatiegrootte



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

In grafiek 9 is een licht dalende minimale participatieomvang te zien. De trendlijn is gemaakt door het uitvoeren van een polynomiale regressieanalyse. Een betere toegankelijkheid is daarmee echter niet aangetoond. Allereerst is gezien de kleine variantie van 0,04 de kans op fouten in deze regressie relatief groot. Daarnaast worden er nog niet veel fondsen op de markt gebracht met een participatieomvang van kleiner dan € 10.000,-. De minimale participatieomvang is op een enkele uitzondering daargelaten € 10.000,-. Hier ligt, indien er ook vraag naar kleinere participaties is, een kans voor de aanbieders. Wanneer er minder vermogende particuliere beleggers interesse hebben in vastgoedfondsen worden deze door de aanbieders uit dit onderzoek nog vrijwel niet bediend. Alleen B&S en de Holland Immo Groep hebben met een minimale participatieomvang van respectievelijk € 5.000,- en € 7.500,- met in totaal drie fondsen in 2004 en 2006 deze markt bediend.

Grafiek 9: Participatieomvang



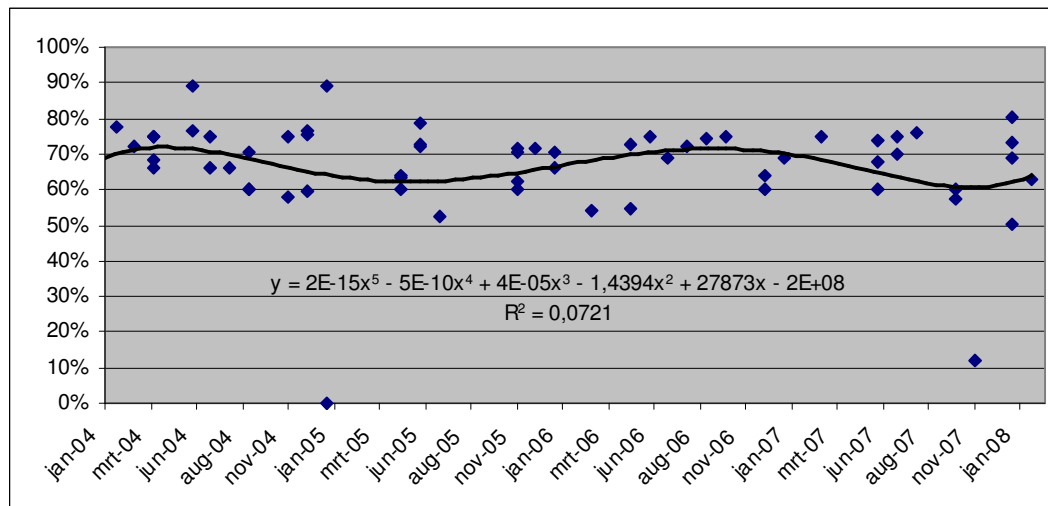
Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.3.3 Leverage

Het bedrag waarmee een particuliere belegger minimaal in een vastgoedfonds kan deelnemen neemt af. Naast het eigen vermogen worden veelal ook hypothecaire leningen aangetrokken. De verhouding waarin het fonds met vreemd vermogen ten opzichte van het totale vermogen wordt gefinancierd wordt leverage

genoemd. In grafiek 10 is de gehanteerde leverage door de tijd heen weergegeven. De regressielijn is ontstaan uit een polynomiale regressie.

Grafiek 10: Leverage



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

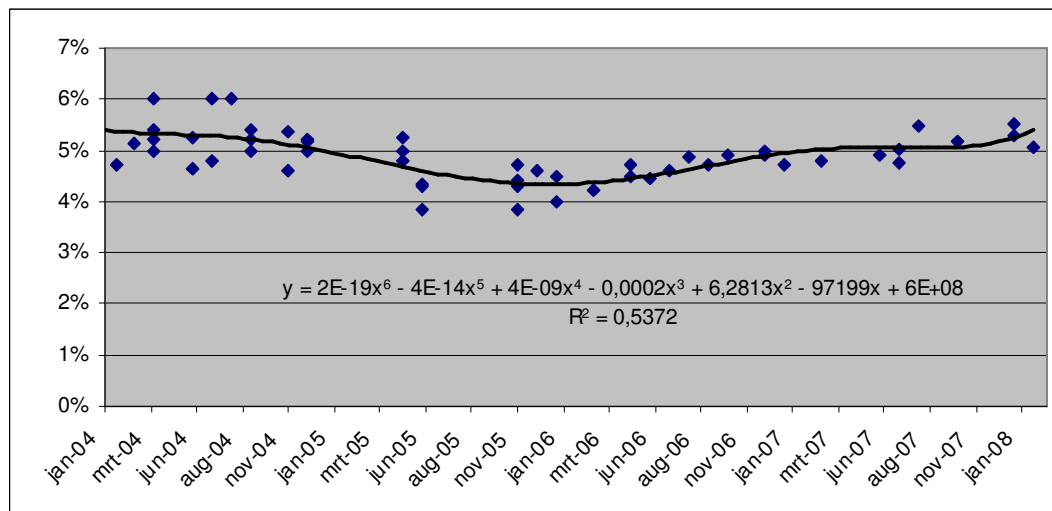
Hoe hoger de leverage, hoe groter de financiering met vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen en hoe groter de hefboomwerking kan zijn. Dit is nader toegelicht in paragraaf 2.5.2. De meeste fondsen hanteren een leverage van tussen de 70% en 80%. Het fonds dat een leverage hanteert van 0% is het ontwikkelfonds (obligaties) Homburg Bond 5 van Homburg. In verhouding tot andere fondsen hanteren de ontwikkel- en grondfondsen een lagere leverage. Dit wordt gedaan omdat deze fondsen vanwege het vastgoedkarakter weinig of geen (huur)inkomsten hebben, waaruit normaliter de financieringslasten worden voldaan. De gehanteerde leverage is gedurende de onderzoeksperiode redelijk constant. De golvende trend is verklaarbaar door de schommelingen in de rentestand. Dit is in grafiek 12 en 13 weergegeven. In 2007 neemt de gehanteerde leverage weer licht af en als de trend van de afgelopen 4 jaar zich doorzet zal er in 2008 weer sprake zijn van een lichte stijging. Met een toenemende fondsomvang en een dalende participatiegrootte neemt het aantal participaties per fonds de laatste jaren sterk toe. Gezien de concurrentie zou het waarschijnlijk zijn dat de leverage de laatste jaren gestegen zou zijn. Hiermee kan de hefboomwerking worden vergroot en daarmee het rendement. Aanbieders gebruiken dit blijkbaar niet als middel om zich te profileren in de concurrentiestrijd. Mogelijke reden hiervoor is de gestegen rente op de financiering waardoor het effect van de hefboom wordt verkleind, of zelfs een negatieve werking zou kunnen hebben (lees 'hoger risico'). Daarnaast is het goed mogelijk dat banken minder willen financieren. In paragraaf 4.2.3 is aangetoond dat er meer in alternatieve vastgoedsegmenten belegd wordt. Dit wordt door banken als meer risicovol gezien. Zij zijn in het geval van een hoger risico minder bereid tot financiering of in ieder geval bereid een kleiner percentage van de hoofdsom te financieren.

4.3.4 Financiering

De financiering, veelal in de vorm van een hypothecaire financiering, kan op verschillende wijze worden opgebouwd. Zo kunnen er verschillende hypothecaire financieringen voor één fonds worden afgesloten, met verschillende looptijden. Dit wordt voornamelijk gedaan wanneer er tussentijdse verkopen tijdens de fondslooptijd worden verwacht. Maar ook de kosten van de verschillende financieringen zijn hier debet aan. Wanneer de korte rente duurder wordt en de langlopende rente een gelijkblijvend niveau houdt of zelfs daalt, is het gunstiger om langer te financieren. Deze afname van de spread heeft als gevolg dat een aanbieder een zo lang mogelijke looptijd nastreeft. Om de verschillen te kunnen tonen is er een gemiddelde rentepercentage berekend, gewogen naar het leningdeel ten opzichte van het totale vreemde vermogen van het fonds. Dit komt tot uiting in grafiek 11. Er is één fonds buiten beschouwing gelaten. Dit is een ontwikkelfonds van de EAIG met een looptijd van anderhalf jaar en een gemiddeld gewogen rentepercentage

van 8,75%. Voor het overige hebben alle aanbieders het vastgoed in de fondsen gefinancierd tegen 4% tot 6% gemiddeld.

Grafiek 11: Gewogen gemiddelde rentekosten van de financiering



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

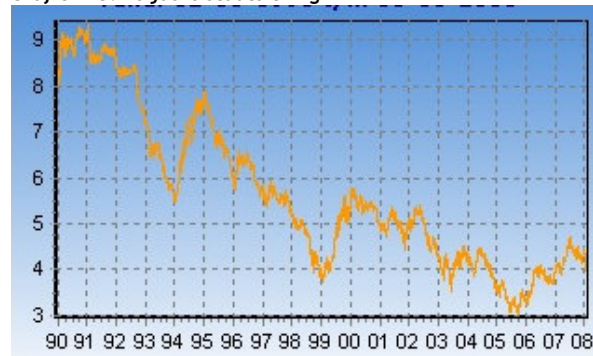
Gemiddeld kost de financiering berekend over de onderzoeksperiode circa 5%. Hier is echter wel een licht stijgende trend te herkennen. De trendlijn in grafiek 11 is tot stand gekomen door een polynomiale regressie uit te voeren. Het verloop van deze regressielijn is enerzijds het gevolg van economische ontwikkelingen waaronder bijvoorbeeld de invloed van de huidige kredietcrisis. Anderzijds is de stijgende korte rente hier oorzaak van. Dit is weergegeven in grafieken 12 en 13. De spread (het verschil tussen de rentekosten van de lange en de korte rente) neemt af wat een langere financiering aantrekkelijker maakt. Op dit moment is de korte rente zelfs duurder dan de lange rente.

Grafiek 12: 3-maands Euribor



Bron: Home Finance (2008)

Grafiek 13: 10 jaars staatslening



Bron: Home Finance (2008)

Om de financieringskosten te verlagen is er een aantal fondsen die in een valuta anders dan de eigen valuta financiert. Van de onderzochte fondsen zijn er 9 in een vreemde valuta gefinancierd en 2 gedeeltelijk. In 2004 en 2005 was dit niet ongewoon. Eind 2007 en begin 2008 is aanbieder Hanzevast Capital het vastgoed gedeeltelijk in vreemde valuta (Zwitserse franken) gaan financieren. Door in een andere valuta te financieren wordt er enerzijds valutarisico genomen, wat eventueel tegen bepaalde kosten (door middel van een valutaswap) kan worden afgedekt. Het voordeel dat hierbij ontstaat is dat er in andere valuta goedkoper kan worden gefinancierd. Bij grote valutafluctuaties kan, zoals in paragraaf 2.5.2 besproken, een groot risico ontstaan.

4.3.5 Aannames

Aannames die door verschillende aanbieders worden gedaan verschillen substantieel van elkaar. De aannames hebben een grote invloed op de exploitatiebegroting (Bakhuijsen, 2005). Hiermee verschillen ook de verschillende rendementsprognoses. De volgende aannames zijn van belang:

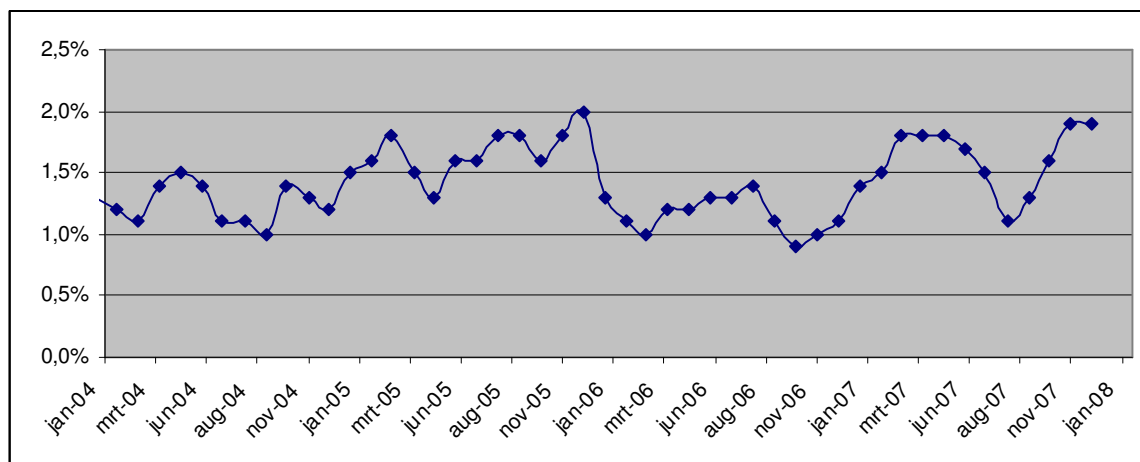
- Onderhoud
- Mutatiesnelheid
- Huurgroei
- Inflatie
- Leegstand
- Exit-strategie

Uit de prospectussen blijkt dat de meeste aanbieders een bepaald beleid lijken te voeren met betrekking tot de aannames. Verschillende aanbieders, waaronder Hombug en ING Real Estate, hanteren ongeacht de periode dezelfde aannames voor verschillende fondsen.

Huurgroei en inflatie

Opvallend zijn de aannames die gedaan worden voor de inflatie. Waar bijna iedere aanbieder voor 2006 uitging van 2,5% tot 3,0% inflatie is dat vanaf toen bijna altijd 2% geweest. De aannames worden niet agressiever maar realistischer, gezien de werkelijke inflatie weergegeven in grafiek 14. De aannames met betrekking tot huurgroei hebben een afnemende trend, maar liggen boven de door de CPB geprognosticeerde inflatie.

Grafiek 14: Inflatie 2004-2007



Bron: CBS-statline (2008)

Alle fondsen, woningfondsen buiten beschouwing gelaten, volgen met de huurgroei de inflatie, op één fonds na. Het Holland Immo Group XVI Winkelfonds cv verwacht een huurgroei boven inflatie. Dat de meeste vastgoedfondsen met de huurgroei de inflatie volgen komt doordat de onderliggende huurcontracten veelal geïndexeerd worden tegen inflatie. De prognoses voor inflatie tot 2011 is circa 1,75% gemiddeld per jaar (CPB, 2007). Op enkele uitzonderingen na gaat iedere fondsaanbieder uit van een inflatie van 2% of hoger. De aannames voor huurgroei zijn daarmee neutraal. Hier staat tegenover dat dezelfde stijging gehanteerd wordt voor de kostenstijgingen, welke over het algemeen boven inflatie stijgen. Er is echter nog geen rekening gehouden met de looptijden van de verschillende huurcontracten. Wanneer een huurcontract eindigt, wordt er een nieuwe, meestal marktconforme huurprijs afgesloten die veelal afwijkt van de daarvoor geldende huurprijs. Deze afwijkingen zijn niet of nauwelijks te herleiden uit de gedane aannames.

Onderhoud

Bij de aannames met betrekking tot onderhoud zijn er grote verschillen tussen de verschillende fondsen. Dit is niet erg verassend aangezien het onderhoud in direct verband staat met het type en de leeftijd van het vastgoed dat verworven is. Hoe ouder het vastgoed hoe hoger de onderhoudskosten worden. Ook de inflatie is

hier van invloed op. De verschillende fondsen zijn zeer lastig te vergelijken aangezien een groot deel van de fondsen de onderhoudskosten niet specificeren maar noemen als een onderdeel van de totale exploitatiekosten.

Exit-strategie

Bij de exit-strategie is in de loop der tijd ook een verandering waarneembaar. Waar sinds 2004 een looptijd van 7 jaar tot 10 jaar regulier was, zijn er in 2007 fondsen geïnitieerd die een looptijd tot 15 jaar hebben. Veel langer is bij de fondsen niet de uitgangssituatie maar wordt in het geval van tegenvallende biedingen bij verkoop wel als mogelijkheid gegeven. Aanbieders willen een zo lang mogelijke looptijd. Dit zorgt er namelijk voor dat het geprognoseerde rendement hoger wordt. Dit wordt veroorzaakt door de upfront fees en de kosten (zoals overdrachtsbelasting) die dan over meerdere jaren uitgespreid kunnen worden in de rendementsberekening. Daarnaast heeft de aanbieder langer zijn jaarlijkse inkomsten bij een langere looptijd.

Overige

Ten slotte blijkt uit de analyse van de prospectussen dat er over het algemeen veel aannames niet vermeld worden. Zeker aannames met betrekking tot onderhoud, huurgroei en mutatiesnelheid worden vaak niet vermeld. Dit zijn aannames die direct invloed uitoefenen op het rendement. Voor de beleggers is het moeilijk een beleggingsbeslissing te nemen op basis van onvolledige vermelding van aannames. Daarnaast blijkt dat aannames nog steeds onvoldoende onderbouwd worden. Dit kwam ook al naar voren in de onderzoeksrapporten van Sala (2004), Hoedjes (2004), Bakhuijsen (2005), Hensen (2005), Arendz (2006), Van Diem (2006) en Verhoef (2007). Hoewel het mogelijk is dat er door de aanbieders conservatieve of neutrale aannames gedaan worden, is het ook mogelijk dat er gerekend wordt met agressieve of zeer agressieve aannames om het gewenste rendement van de beleggers te kunnen prognosticeren.

4.4 Feestructuur

Particuliere vastgoedbeleggers hebben bij hun keuze voor een bepaalde vastgoedbelegging de mogelijkheid te kijken naar de kosten die gemaakt worden door de initiator. Deze kosten beïnvloeden de hoogte van het rendement. De feestructuur van een specifiek fonds is tweeledig. Er zijn upfront fees en prestatiegebonden, vaak jaarlijkse fees.

4.4.1 Upfrontfees

De fees die upfront geheven worden hebben invloed op de intrinsieke waarde van de participatie of deelname van de belegger. Alle kosten die vooraf gemaakt worden en door de initiator worden geïnd op de aanvangsdatum van het fonds gaan ten koste van de equity dat voor het daadwerkelijke vastgoed kan worden gebruikt. De fees komen bij de verschillende aanbieders in verschillende benamingen terug. In dit rapport zijn ze onder gebracht onder vier noemers:

- de structureringsfee
- de acquisitiefte
- de plaatsingsrisicofee
- de emissiefte

Structureringsfee

De structureringsfee is een vergoeding die gevraagd wordt voor het structureren van het fonds. Het structureringsproces loopt van het fonds idee tot de uitwerking ervan. Deze vergoeding wordt over het algemeen berekend als percentage van de aankoop prijs van de objecten.

Acquisitiefte

De acquisitiefte is een vergoeding die gevraagd wordt voor het verwerven van het vastgoed ten behoeve van het fonds. Deze vergoeding wordt over het algemeen berekend als percentage van de aankoop prijs van de objecten.

Plaatsingsrisicofee

De plaatsingsrisicofee is een vergoeding voor het risico dat de initiator loopt mocht het fonds onverhoopt niet geplaatst worden. Dan blijft al het vastgoed voor rekening en risico op de balans van de initiatiefnemer

staan, waarvoor hij een vergoeding wil. Deze vergoeding wordt over het algemeen berekend als percentage van de aankoopprijs van de objecten. De plaatsingsrisicofee is een niet veel gehanteerde fee.

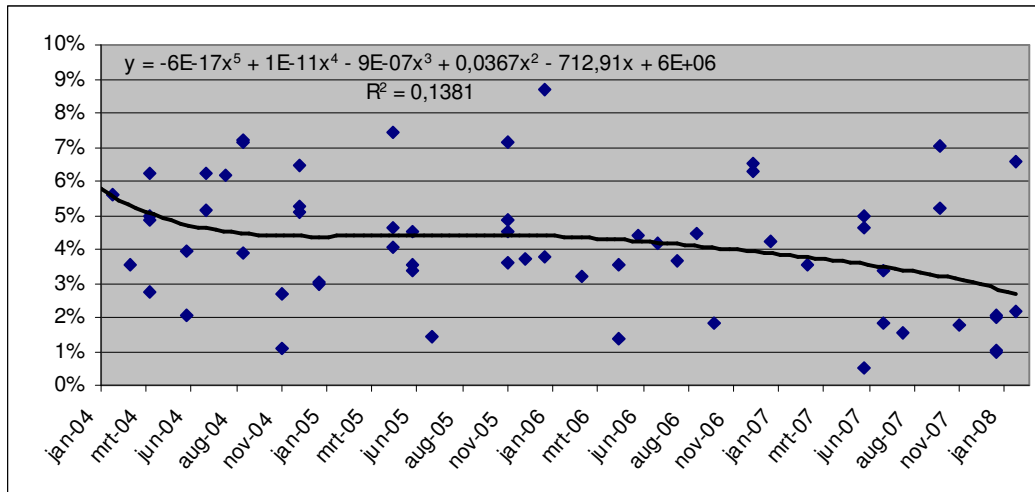
Emissiefee

De emissiefee is een standaardvergoeding die gevraagd wordt voor alle activiteiten verband houdende met de emissie van het fonds. Deze vergoeding wordt over het algemeen berekend als percentage van de equity. Vrijwel zonder uitzondering is deze fee 3%. Opmerkelijk is dat sinds januari 2008 aanbieder zoals Homburg en WVGH een afwijkende fee hanteren wanneer het aantal participaties per belegger toeneemt. Wanneer er bijvoorbeeld één participatie extra wordt afgenomen daalt de emissiefee voor die participant met 0,25%.

De upfrontfees van 2004 tot 2008

Wanneer we bovenstaande fees in absolute zin bij elkaar optellen is de totale upfront fee het resultaat. Omdat partijen bepaalde fees en kosten andere andere noemers hebben genomen, is er op deze manier een totaal beeld tot stand gekomen. In grafiek 14 is de trend op basis van een polynomiale regressie getoont. Er is gekozen om de upfront fees af te zetten tegen de totale fondsomvang. Hierdoor is het resultaat het beste vergelijkbaar met het oog op de verschillen tussen de fondsen, zoals bijvoorbeeld de leverage. Wanneer de upfront fees uitgedrukt word als percentage van de equity, lijken de fondsen met een hoge leverage namelijk duurder, terwijl hier wel de kans op een hoger rendement bestaat.

Grafiek 15: De upfront fees afgezet tegen de fondsomvang



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Uit grafiek 15 is een dalende trend waarneembaar. De variantie van 0,14 geeft echter aan dat het verband niet erg sterk is. Dit uit zich ook in de grafiek. De verschillende aanbieders brengen sterk uiteenlopende vergoedingen in rekening. Hierbij dient echter wel opgemerkt te worden dat veel aanbieders geen onderscheid maken naar kosten en fees. Dit maakt een vergelijking erg moeilijk. Zeker gezien de kosten per fonds ook sterk kunnen afwijken. De grote verschillen in feestructuur tussen de fondsen is ook in eerder onderzoek van Alberti (2003), Sala (2004) aan het licht gekomen. Hier is de afgelopen 4 jaar nog geen verbetering in gekomen. Tevens is de mate waarin fondsen op dit gebied kunnen worden vergeleken ook niet verbeterd. Bakhuijsen (2005) en Van Diem (2006) toonden al aan dat door verschillen vormen van definiëring en het wel of niet uitsplitsen van kosten en vergoedingen het vergelijk bemoeilijken. Dit is thans nog steeds het geval. Uit grafiek 15 blijkt echter wel een dalende trend. Dit zou betekenen dat de conclusie van Hoedjes (2004) en Van Diem (2006) dat particuliere vastgoedfondsen hoge fees hanteren destijds klopten, maar voor nu en de toekomst geschiedenis zou zijn. Een daling van deze fees is mogelijk doordat de fondsomvang zoals eerder is aangetoond stijgt. Doordat de aanbieders gebruik kunnen maken van schaalvoordelen kan de doorbelaste kostenvergoeding aan de belegger dalen.

4.4.2 Prestatiegebonden / Jaarlijkse fees

De prestatiegebonden en jaarlijkse fees worden, ofwel jaarlijks, ofwel bij het einde van het fonds, ofwel bij verkoop van één of meerdere objecten uit het fonds, in rekening gebracht. Deze fees bestaan uit:

- Property Managementfee
- Asset Managementfee
- Fundmanagementfee
- Performance fee

De eerste drie fees zijn de jaarlijkse fees. De performance fee is een prestatiegebonden fee die achteraf geheven wordt.

Property Managementfee

De Property Managementfee is een vergoeding voor alle operationele activiteiten gericht op de verhuur, het onderhoud en het energiemanagement van het vastgoed, evenals de budgettering en rapportages. Deze fee wordt over het algemeen berekend als percentage van de huurinkomsten. Dit kunnen ofwel de theoretische ofwel de daadwerkelijke huurinkomsten zijn. De Property Managementfee van de verschillende fondsen neemt relatief gezien af. Er zijn echter grote verschillen tussen de fondsen. Deze worden grotendeels veroorzaakt doordat veel aanbieders geen onderscheid maken in een fee en in kosten. Daarnaast is de fee procentueel gezien lager naar mate de fondsomvang toeneemt. Dit is grotendeels verklaarbaar door de schaalvoordelen die bereikt worden. Bij een groot aantal fondsen is het Property Management door de initiatiefnemer uitbesteed aan een lokale partij. Zij hebben namelijk de marktkennis die nodig is voor het optimale management. Gemiddeld komt de fee uit op circa 3,9%. Hieruit valt te concluderen dat aanbieders die het Property Management in eigen beheer hebben een voordeel kunnen hebben ten opzichte van de (vele) aanbieders die dit voor een fonds hebben uitbesteed. Dan is de Property Managementfee zonder uitzondering 5% of hoger. Wanneer er echter ook naar de kosten van het Property Management wordt gekeken zullen de verschillen niet heel groot zijn. Dit neemt niet weg dat de aanbieders die het Property Management zelf doen de mogelijkheid hebben om kostenbesparend te werken.

Asset Managementfee

De Asset Managementfee is een vergoeding voor alle tactische activiteiten gericht op de selectie van de objecten en allocatie ervan, het risicomanagement, de (des)investeringsbeslissingen en andere tactische managementtaken. Ook deze fee wordt over het algemeen berekend als percentage van de huurinkomsten. Dit kunnen ofwel de theoretische ofwel de daadwerkelijke huurinkomsten zijn. Over het algemeen stijgt de in rekening gebrachte Asset Managementfee. Gemiddeld komt de Asset Managementfee uit op circa 2,0%. Dit gemiddelde wordt sterk beïnvloed door de aanwezigheid van blind pools en ontwikkelfondsen. Deze buiten beschouwing gelaten geeft een gemiddelde van circa 2,7%. Sinds oktober 2007 zijn er fees gevraagd van 3,0% tot 3,5%.

Fundmanagementfee

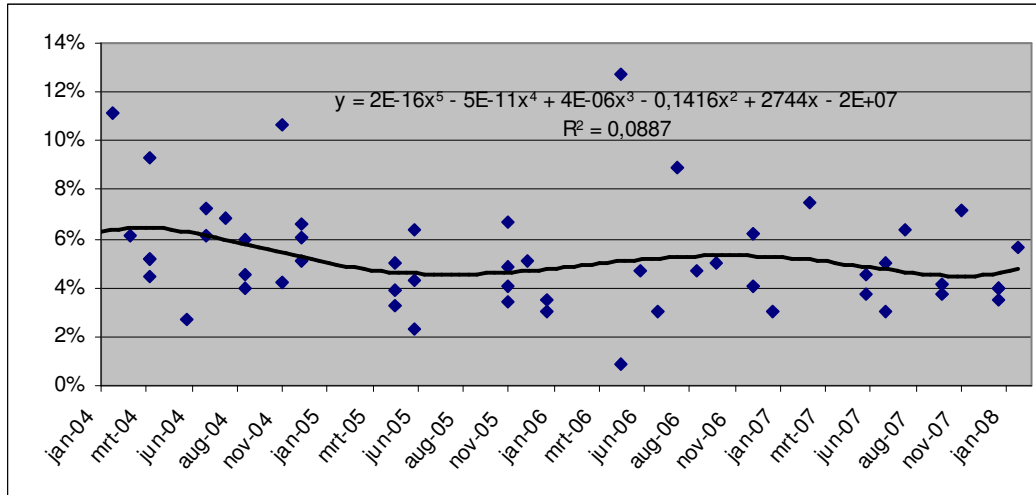
De Fundmanagementfee is een vergoeding voor alle strategische activiteiten gericht op het beleid, de allocatie, het risicomanagement, de financiering, de performancemeting, het waarderingsbeleid, de fiscaliteiten de rapportage en de verantwoording. In die zin geeft de fundmanager ook leiding aan de asset manager. De fee wordt over het algemeen berekend als percentage van de huurinkomsten. Ook dit kunnen ofwel de theoretische ofwel de daadwerkelijke huurinkomsten zijn. De Fundmanagementfee is gedurende de onderzoeksperiode licht dalend. Gemiddeld is de fee 1,64%.

De jaarlijkse fees van 2004 tot 2008

Bovengenoemde fees vormen gezamenlijk de jaarlijkse fees. Aangezien al deze fees worden berekend aan de hand van de huurinkomsten is de som van de jaarlijkse fees in grafiek 16 ook berekend als percentage van de huurinkomsten. Op basis van een polynomiale regressieanalyse is de trendlijn tot stand gekomen. In grafiek 16 is een redelijk schommelend verloop waarneembaar, waarbij er sprake is van een lichte daling van de jaarlijkse fees over de afgelopen 4 jaar. Hiermee worden de bevindingen van Hoedjes (2004) en Van Diem (2006), namelijk dat beleggen in particuliere vastgoedfondsen duur is, niet weerlegd. Het lijkt erop de kosten voor vastgoedbeleggingen redelijk stabiliseren. Bij een stijgend rendement betekent dit de bevindingen van Hoedjes (2004) en Van Diem (2006) wel weerlegd worden. Bij een dergelijke situatie krijgt de belegger meer

rendement tegen dezelfde kosten, wat effectief een lager kostenpercentage over het totale rendement betekend.

Grafiek 16: De jaarlijkse fees afgezet tegen de huurinkomsten

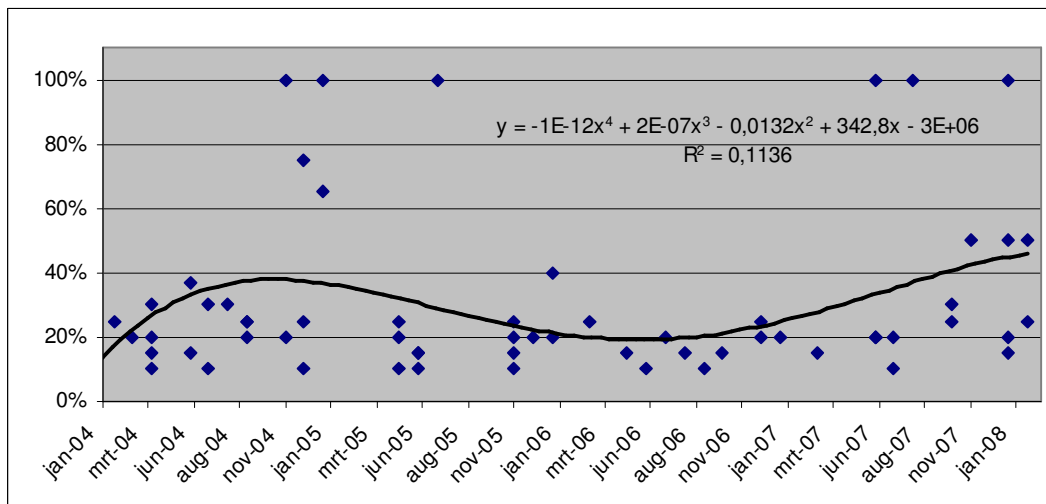


Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Performance fee c.q. winstdeling

De winstdeling, ook wel performance fee genoemd, is een vergoeding voor alle inspanningen van de beherend vennoot. De fee wordt over het algemeen berekend als percentage van de overwinst. Hiervoor worden in de markt verschillende definities aangehouden. Sommige aanbieders zien de overwinst als de winst die overblijft na uitkering van het rendement. Anderen zien de overwinst als de opbrengst minus de aanschafprijs en de kosten. Anderen zien de winst weer als het verschil tussen de aan- en verkoopprijs. Dit maakt het vergelijken van de verschillende fondsen erg lastig. In grafiek 17 is een weergave van de verschillende fees gegeven, ongeacht de definitie die gehanteerd wordt. Hierbij is nog geen rekening gehouden met een eventuele hurdle rate waar sommige aanbieders mee werken. Dit is een vastgesteld percentage waarbij de beherend vennoot geen winstdeling geniet alvorens de hurdle rate (een soort minimum rendement) gehaald is. Daarna en daarboven wordt de performance fee berekend.

Grafiek 17: Performancefee cq winstdeling t.o.v. de huur inclusief extremen

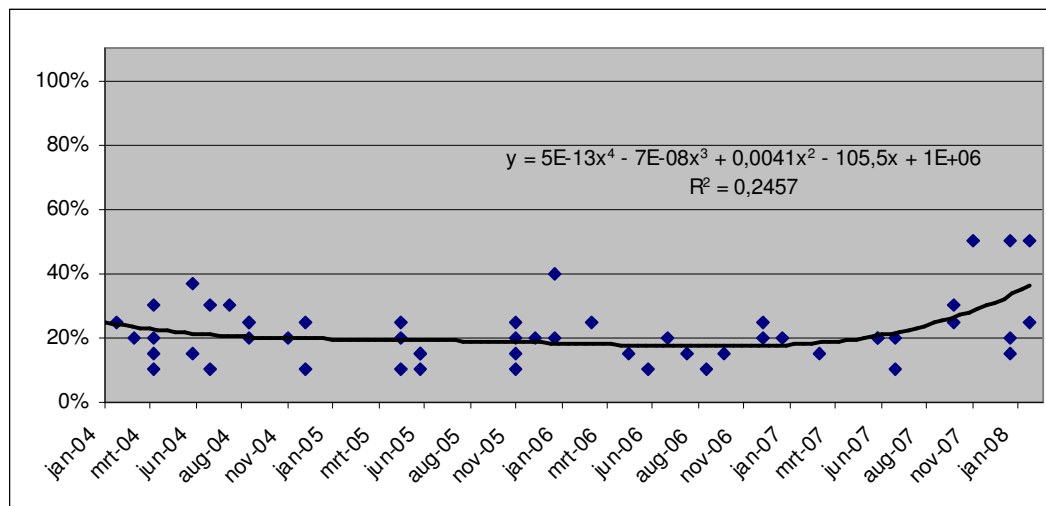


Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

In grafiek 17 is een stijgende trend zichtbaar. De trendlijn is gemaakt door een polynomiale regressieanalyse uit te voeren. Opvallend is het zestal fondsen dat een performance fee van 100% hanteert. Deze fondsen, van

Homburg, ZIB en Bakkenist & Emmens, zijn ofwel fondsen met een obligatie als deelname, ofwel cv's met een obligatoire structuur. Gemiddeld is de performance fee circa 31% inclusief de 6 extremen en circa 23% exclusief de 6 extremen. De andere 2 extremen van 65% en 75% zijn tevens ontwikkelfondsen van EAIG. Wanneer deze 8 extremen uit de analyse worden gelaten komt grafiek 18 tot stand.

Grafiek 18: Performance fee cq winstdeling t.o.v. de huur exclusief extremen



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Ook in grafiek 18 is een duidelijk stijgende trend te zien die eind 2007 wordt ingezet. Op basis van de variantie van 0,25 mag er gesproken worden over een duidelijk verband tussen de tijd en de hoogte van de performance fee.

4.4.3 Stijging of daling van vergoedingen

Hoedjes (2004) en Van Diem (2006) spreken van dure beleggingen als er gekeken wordt naar particuliere vastgoedfondsen. In de afgelopen 4 jaar zijn de vergoedingen die vooraf worden geheven procentueel gezien afgenomen. Ook de jaarlijkse fees tonen een licht dalende trend. De winstdeling daarentegen stijgt fors. Dit betekent niet direct dat het beleggen in particuliere vastgoedproducten goedkoper is geworden. Maar dit betekent wel dat aanbieders in tegenstelling tot enkele jaren geleden een groter gedeelte van hun vergoeding uit prestatiegebonden vergoedingen krijgen. Hoe beter de aanbieder presteert, hoer meer hij betaald krijgt. Het is de vraag of er dan sprake is van een dure belegging. Zeker als het rendement dat de particuliere belegger krijgt voldoende of zelfs hoog is.

4.5 Risico en rendement

De winstdeling is in vele gevallen afhankelijk van het rendement. Dit is misschien wel het belangrijkste aspect van de vastgoedbelegging. Maar met rendement wordt ook het aanvangsrendement waartegen het vastgoed wordt aan- en verkocht bedoeld. Dit is namelijk van invloed op het indirect rendement dat behaald kan worden. Wanneer er heel scherp (lees duur) wordt aangekocht, is het indirect rendement, ervan uitgaande dat er een goede verkoopprijs wordt bedongen, lager dan wanneer er goedkoop wordt aangekocht. Dit is onlosmakelijk verbonden met het verkoopprijsrisico. Kan er inderdaad een goede prijs bedongen worden bij de verkoop, ofwel, is er sprake van goede marktomstandigheden ten tijde de beoogde liquidatie van het fonds.

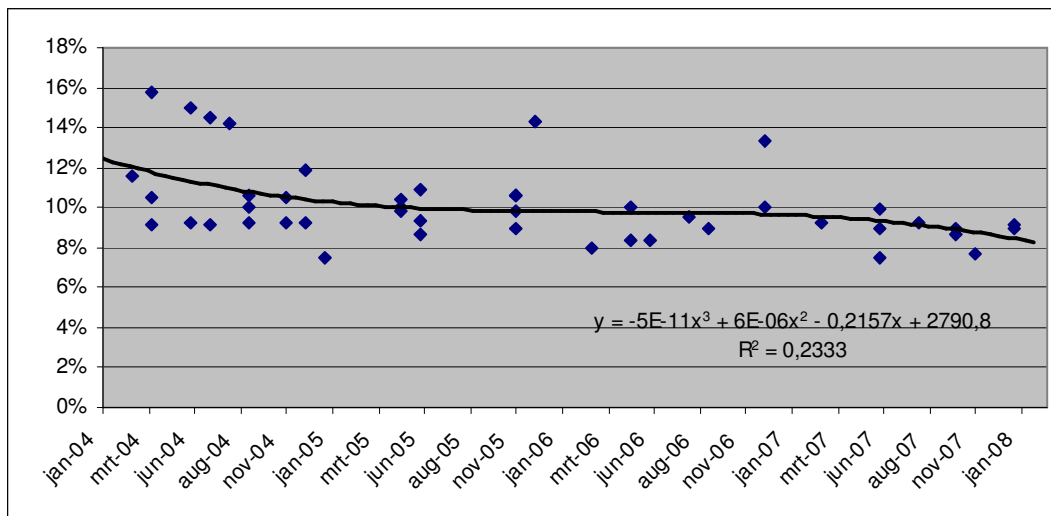
Zoals eerder vermeld gaan rendement en risico hand in hand. Van de geanalyseerde fondsen wordt hier bekeken in hoeverre de belegger gecompenseerd wordt, door middel van het directe en indirecte rendement, voor de mogelijk risico's. Met betrekking tot het rendement is gekeken naar het gemiddeld jaarlijks rendement, de Internal Rate of Return (IRR) en het enkelvoudig jaarlijks rendement. Deze verschillende rendementen worden alle drie vergeleken vanwege de grote verschillen in presentatie van

rendementsgegevens door de verschillende aanbieders. Alle risico's besproken in paragraaf 2.5.2 komen in deze paragraaf aan bod.

4.5.1 Gemiddeld jaarlijks rendement

Het gemiddeld jaarlijks rendement is het totaal van het directe rendement en het indirecte rendement per jaar, ongeacht het werkelijke tijdstip waarop er rendement wordt behaald en uitgekeerd. In grafiek 19 komt de trend gedurende de onderzoeksperiode naar voren. De trendlijn is gemaakt door een polynomiale regressieanalyse uit te voeren. Hieruit is een duidelijk dalend rendement waarneembaar. Het gaat hier om geprognosticeerde rendementen zoals beschreven in de geanalyseerde prospectussen. De werkelijke behaalde rendementen kunnen hier van afwijken. Sinds 2006 zijn er geen positieve extremen meer waar te nemen. In de loop van circa drie jaar is het gemiddeld enkelvoudig rendement fors gedaald van circa 12% tot circa 8%.

Grafiek 19: Gemiddeld jaarlijks rendement

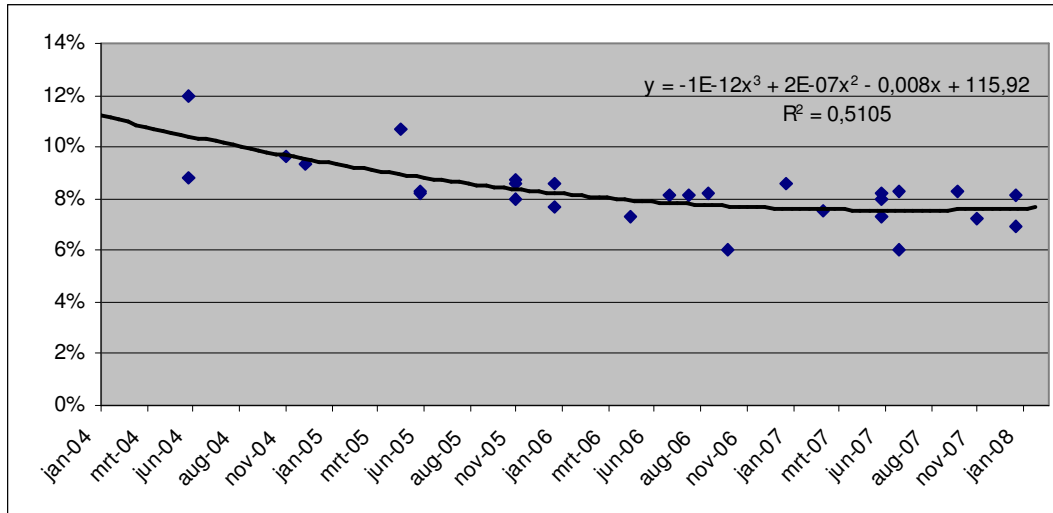


Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.5.2 De Internal Rate of Return

De IRR is het totaal rendement waarbij rekening wordt gehouden met de tijdswaarde van geld. In grafiek 20 is het verloop van de hoogte van de IRR over de onderzoeksperiode weergegeven. Een afzwakkend dalende trend is hier waarneembaar. De trendlijn is gemaakt door een polynomiale regressieanalyse uit te voeren. Het laatste jaar lijkt de IRR te stabiliseren. Zoals uit de grafiek ook blijkt zijn er slechts een beperkt aantal fondsen dat een IRR hanteert. Ten tijde van de onderzoeken van Alberti (2003) en Hoedjes (2004) was dit ook al een punt van kritiek op de markt. Van de 64 fondsen uit dit onderzoek zijn er 28 die een IRR opgeven. Ruim twee derde hiervan zijn fondsen geïnitieerd in de laatste twee jaar. Deze berekeningsmethode wordt duidelijk steeds vaker gehanteerd, wat de transparantie van de markt ten goede komt.

Grafiek 20: Internal Rate of Return (IRR)

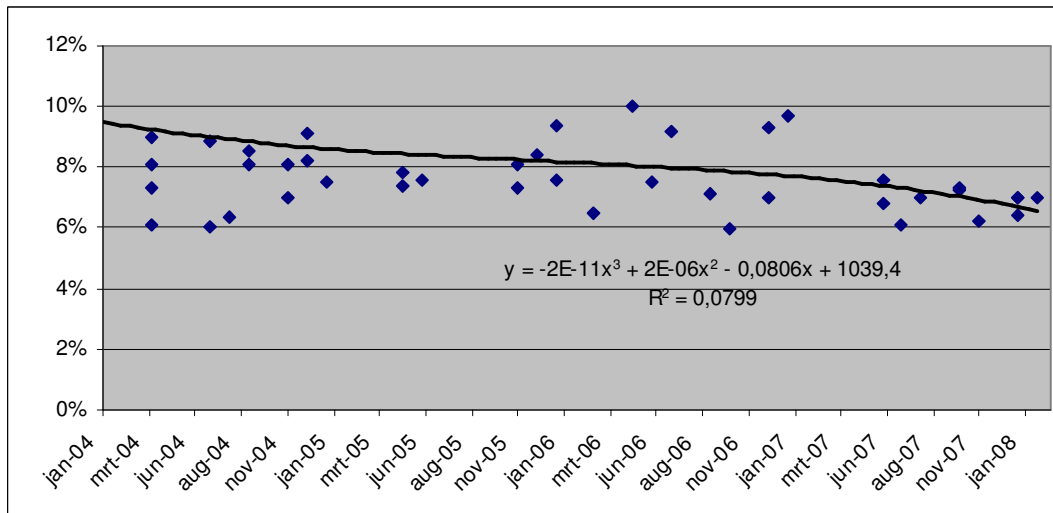


Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.5.3 Het enkelvoudig jaarlijks rendement

Het enkelvoudig jaarlijks rendement is het directe rendement. In grafiek 21 is de trend gedurende de onderzoeksperiode weergegeven. De trendlijn is gemaakt door een polynomiale regressieanalyse uit te voeren. Hier is een sterk dalende trend van circa 9% in 2004 tot 7% in 2007 waarneembaar. De extremen worden veroorzaakt door fondsen van EAIG en Homburg. Dit zijn alledrie ontwikkelingsfondsen. Sinds 2007 zijn er geen fondsen geïnitieerd met een geprognosticeerd enkelvoudig jaarlijks rendement boven de 8%.

Grafiek 21: Enkelvoudig jaarlijks rendement

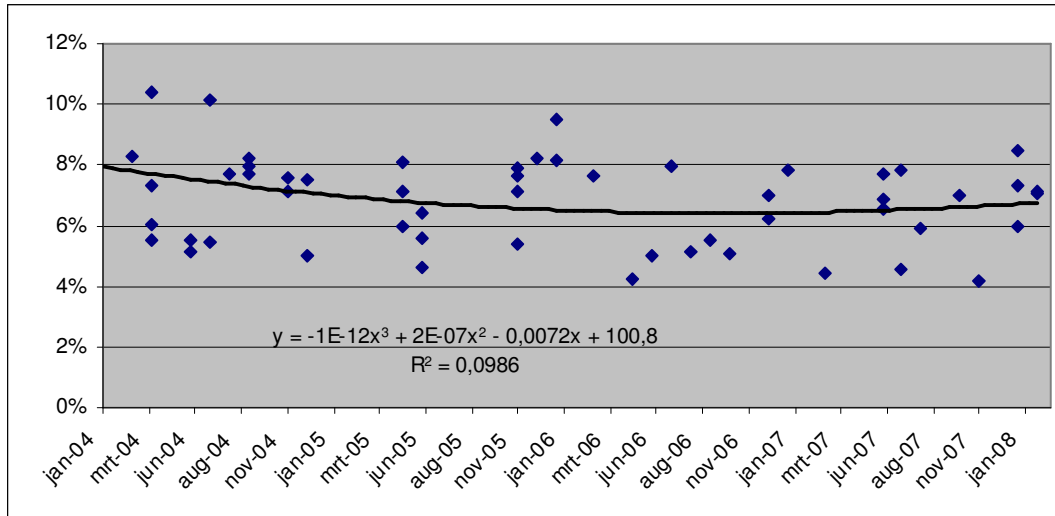


Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.5.4 Bruto Aanvangs Rendement (BAR)

Het BAR waartegen het vastgoed wordt aangekocht is licht afgenomen en is inmiddels gestabiliseerd. Dit blijkt uit grafiek 22 waar de weergegeven trendlijn op basis van een polynomiale regressieanalyse is gemaakt. Dit betekent dat het vastgoed duurder wordt, wat bijna een algemeen aanvaardbare stelregel is bij vastgoed. Na 2005 is er vrijwel geen vastgoed meer aangekocht met een BAR hoger dan 8%. De spreiding die in deze grafiek en ook in grafiek 23 waarneembaar is, wordt voornamelijk veroorzaakt door het verschillende type vastgoed die in de fondsen worden opgenomen.

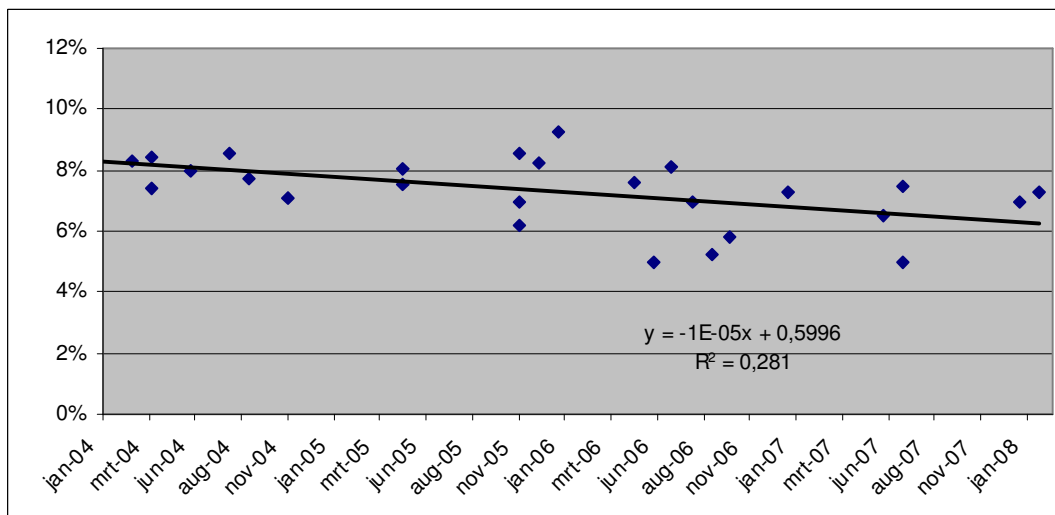
Grafiek 22: BAR



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Het BAR waartegen het vastgoed verwacht verkocht te worden, ook wel exit yield genoemd, heeft net als het BAR een dalende trend. Dit is weergegeven in grafiek 23. De trendlijn is tot stand gekomen door het uitvoeren van een lineaire regressieanalyse. Voorbehoud dat hierbij moet worden gemaakt is dat de looptijden van de verschillende fondsen afwijken. De fonds-aanbieder prognosticeert de exit yield op basis van zijn kennis over de marktomstandigheden tijdens de verkoopmomenten. Grafiek 23 toont dus niet de geprognosticeerde rendementen op de datum zoals op de x-as staat vermeld, maar aan het einde van de looptijd van het fonds dat op die datum is geïnitieerd. De spreiding zichtbaar in grafiek 23 is hier mede door verklaarbaar. De variantie van 0,3 toont echter aan dat er wel degelijk een verband is tussen de plaatsingsdatum en de hoogte van de exit yield.

Grafiek 23: Exit Yield



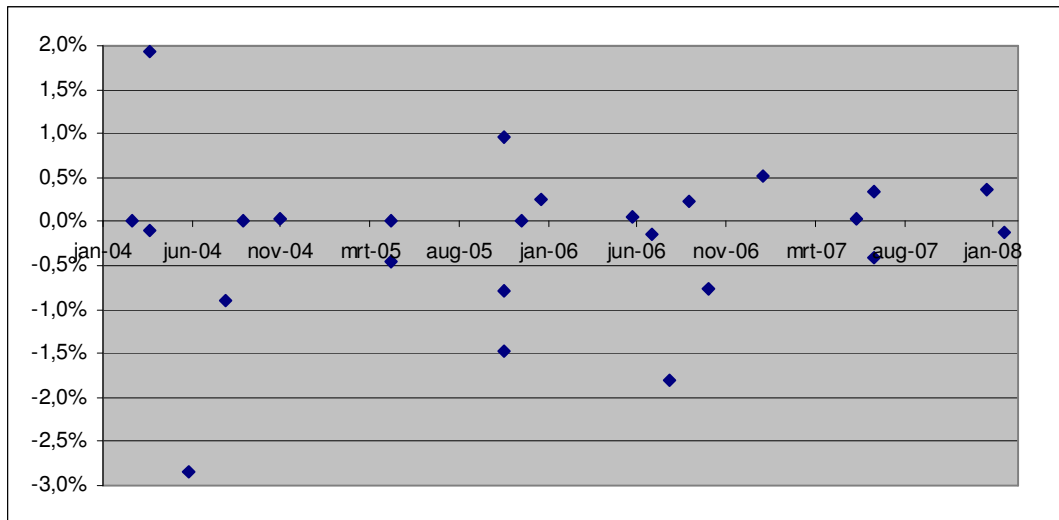
Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Door de geprognosticeerde exit yield van het BAR af te trekken is een gedeelte van de vertroebelde beeldvorming door laatstgenoemd voorbehoud verhelderd. Dit is weergegeven in grafiek 24. Over het algemeen neemt de exit yield sterker toe dan het BAR. Opvallend is echter dat de verschillende aanbieders ofwel een hogere exit yield ten opzichte van het BAR, ofwel een hogere BAR ten opzichte van de exit yield hebben. Wanneer de exit yield hoger is dan het BAR (de negatieve resultaten in grafiek 24) verwacht de

aanbieder het vastgoed tegen minder gunstigere voorwaarden te kunnen verkopen dan dat er is aangekocht. Dit is niet onlogisch gezien het feit dat de exploitatiekosten toenemen naar mate een object ouder wordt. Gezien dit feit is het opvallend dat er nog zoveel aanbieders een gunstigere verkoop te verwachten dan dat er aangekocht is (de positieve resultaten in grafiek 24).

Wanneer de verschillende resultaten worden bekeken op hetzelfde verkoopmoment blijkt dat de afwijking gehandhaafd blijft. Ook wanneer de uitkomsten vergeleken worden met het type vastgoed dat in het fonds is opgenomen is er geen duidelijk verschil zichtbaar. Dit kan er op duiden dat de verschillende aanbieders een andere marktperceptie hebben. Maar het kan ook betekenen dat de aanbieders die een hogere exit yield hanteren behoudender of misschien zelfs realistischer zijn in hun verkoopprognoses dan de aanbieders die dat niet doen. Het lijkt erop dat de verschillende aanbieders grote moeite hebben om voor de particuliere beleggers acceptabele en rendementen aan te bieden waarbij ze de concurrentie voor willen blijven. Ze trachten door zeer ambitieuze verkoopprognoses het geprognosticeerde rendement te verhogen. Over de haalbaarheid hiervan valt te twisten. Het verkooprisico is hiermee echter wel erg hoog.

Grafiek 24: Verschil BAR - Exit Yield



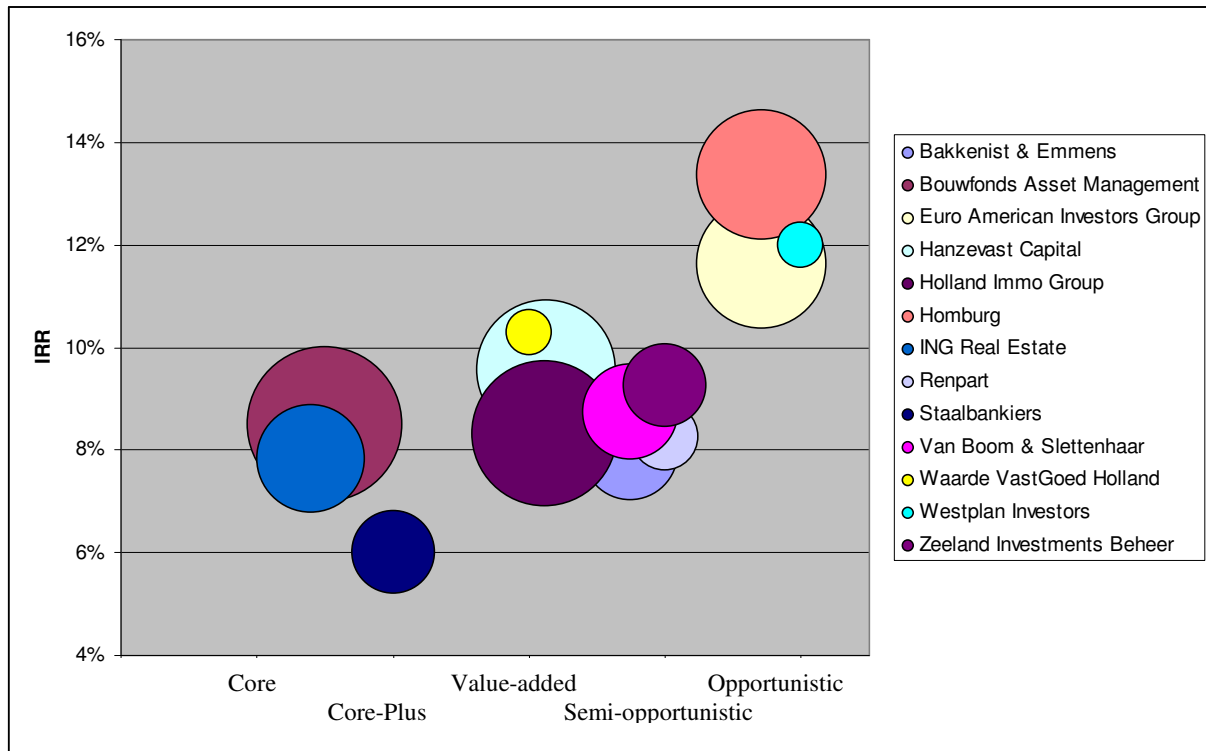
Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

4.5.5 Risico's

Het kwantificeren van risico's is een vak apart. Maar een kwalificatie van de verschillende risico's die zich voordoen bij de 64 geanalyseerde fondsen is wel mogelijk. Hieruit blijkt dat bij enkele fondsen van Homburg, Staalbankiers, EAIG en Bakkenist en Emmens weinig gemeld wordt over de feestructuur. Ook zijn er enkele fondsen van EAIG, Hanzevast Capital, Homburg, en Westplan Investors die valutarisico hebben ingebouwd zonder dit af te dekken. Maar dit heeft geen enkele waarde als de vergoeding, het rendement, dat daartegenover staat hier niet tegen wordt afgezet. Particuliere beleggers kunnen zelf kiezen welk risico ze wel of niet willen lopen. Wanneer de verschillende rendementen worden afgezet tegen de risico's uit dezelfde fondsen, blijkt dat de fondsen met een hoger rendement op enkele uitzondering na ook een hoger risico hebben. Deze uitzonderingen worden gevormd door het verkoop- en leegstandsrisico, waarbij het lijkt alsof de aanbieders hier in de rendementsprognoses geen rekeningen mee houden. Sowieso wordt leegstand in de exploitatieberekeningen amper tot niet meegenomen. Voornamelijk bij het fondseinde is het belangrijk voor de particuliere beleggers om in de gaten te houden wanneer de verschillende huurcontracten aflopen. Bij veel fondsen lopen de huurcontracten circa 1 á 2 jaar na de beoogde einddatum af. Maar het komt ook voor dat dit al voor het fondseinde gebeurt. Hier is dan sprake van ofwel een hoog leegstandsrisico, ofwel een hoog verkooprisico, ofwel een risico in de haalbaarheid van de prognoses van huurinkomsten na dat jaar. Om toch enige vergelijking te kunnen visualiseren is in grafiek 25 het gemiddelde geprognosticeerde IRR van alle geanalyseerde fondsen van een aanbieder afgezet tegen het rendement-risicoprofiel welke in paragraaf 2.5.2 zijn besproken. Het risico is gekwantificeerd op basis van een interpretatie van de verschillende aannames, het type vastgoed, de spreiding en focus en het geprognosticeerde rendement. Bij vijf

aanbieders, EAIG, Hanzevast Capital, Homburg, Waarde VastGoed Holland en Zeeland Investment Beheer was er geen IRR in de prospectussen vermeld. Bij deze fondsen is het gemiddelde jaarlijkse rendement genomen wat hoger ligt dan de IRR. De grootte van de bel geeft aan hoeveel fondsen van de desbetreffende aanbieder zijn geanalyseerd. Het gaat hierbij dus om een algemeen beeld van de producten van de aanbieder en niet om productspecifieke rendement-risicoverhoudingen. Tijdens de analyse is echter gebleken dat de aanbieders zich voornamelijk op één type rendement-risicoverhouding focussen waarmee een dergelijke analyse wordt gerechtvaardigd.

Grafiek 25: Rendement vs risico



Bron: Eigen onderzoek gebaseerd op 64 gepubliceerde prospectussen van 13 aanbieders

Uit grafiek 25 kan geconcludeerd worden dat rendement-risico verhoudingen per aanbieder nogal verschillen. De meest risicovolle producten worden aangeboden door Westplan Homburg en EAIG. Dit komt naast de gedane aannames voornamelijk doordat dit meestal ontwikkelfondsen betreft. De minst risicovolle producten worden aangeboden door Bouwfonds Asset Management, ING Real Estate en Staalbankier. Wanneer de gemiddelde rendementen van deze 6 aanbieders worden vergeleken dan is het meerdere geprognosticeerde rendement dat de particuliere belegger zou kunnen ontvangen circa 5%. Ten slotte blijkt dat er door verschillende aanbieders bij een hoger risico een zelfde rendement wordt geprognosticeerd. Hieruit blijkt het gevaar voor de particuliere beleggers die dit zelf moeten onderkennen alvorens een beleggingsbeslissing te maken.

4.6 Conclusie

Het aanbod en de aanbieders van vastgoedfondsen laten over de afgelopen 4 jaren duidelijke trends zien. De fondsen tonen steeds meer een regionale focus in Duitsland. Ook worden de fondsen steeds groter. Dit komt ten gunste van de spreidingsmogelijkheden, net als dat een lagere eenheidsprijs van het vastgoed meer (regionale) spreidingsmogelijkheden biedt. Vastgoedfondsen waarbij een spreiding over meerdere landen plaatsvindt, komen weinig voor. Hoogstwaarschijnlijk zijn de hoge managementkosten voor de exploitatie hier debet aan. Er wordt veelvuldig spreiding gezocht in het type vastgoed. Een mix van woningen en winkels is de meest voorkomende mix. Winkels zijn het meest voorkomende vastgoedtype die in een mix voorkomt.

De stijgende fondsomvang gaat gepaard met een gelijkblijvende leverage. Dit is verassend gezien het feit dat de aanbieders in een hevige concurrentiestrijd zijn verwickeld. De stijgende fondsomvang lijkt voor de aanbieders een manier om schaalvoordelen te behalen. Doordat er relatief gezien lagere fees gevraagd hoeven te worden kan het geprognosticeerde rendement stijgen. Het verhogen van de leverage kan ook een positief effect op het rendement hebben, maar dat wordt door de aanbieders niet gehanteerd. Gezien de stijgende rentekosten en de kleinere spread tussen de korte en de lange rente is dit overigens niet verwonderlijk. Een algemeen gehanteerde methode voor het verbeteren van de rendementen is het omlaag brengen van het percentage upfront fees in combinatie met een verhoging van de fondsomvang (lees verhoging van de absolute fees). Daarnaast blijven ook de jaarlijkse fees procentueel gezien gelijk of nemen iets toe. Deze stijging wordt voornamelijk veroorzaakt door de Asset managementfee. Ten slotte stijgt de performance fee ook. De particuliere vastgoedfondsenmarkt lijkt meer het karakter van een prestatie gedreven markt te krijgen. Ten tijde van mindere prestaties van particuliere vastgoedfondsen is het niet op voorhand de particuliere belegger alleen die hiervan de rekening gepresenteerd krijgt, maar ook de initiatiefnemer van dat fonds.

Bovenstaande conclusies zijn in het licht van de trend van het geprognosticeerde rendement vreemd te noemen. Het rendement van particuliere vastgoedbeleggingsfondsen laat namelijk een dalende trend zien. Het is heel goed mogelijk dat beleggers door tegenvallende resultaten uit andere beleggingscategorieën toch een groeiende interesse voor vastgoedbeleggingsproducten tonen. Dit is eerder aangetoond in onderzoeken van Alberti (2003), Mangelmans (2005) en Verhoef (2007). Dat de rendementen dalen is gezien de dalende aanvangsrendementen overigens niet vreemd. Hoewel de aanbieders verwachten dit goed te kunnen maken bij verkoop van het fonds moet men hier toch sceptischer over zijn dan dat de meeste aanbieders doen geloven. De laatste jaren is er op het gebied van rendement een verbeteringsslag gemaakt op de weg naar een transparantere markt. Steeds meer geïnitieerde fondsen houden rekening met de tijds waarde van geld, waardoor de rendementen van verschillende fondsen met verschillende looptijden beter vergelijken kunnen worden.

Ten slotte is het voor particuliere beleggers zaak om een goed inzicht te krijgen in de risico's van de verschillende fondsen alvorens erin te beleggen. Het komt met grote regelmaat voor dat fondsen die eenzelfde rendement bieden een geheel anders risicoprofiel hebben. Hoewel er grote stappen zijn gezet op weg naar een transparante markt is het voor de beleggers nog steeds zaak om het verse fruit tussen de rotte appels uit te halen.

"Your goal as an investor should simply be to purchase, at a rational price, a part interest in an easily understandable business whose earnings are virtually certain to be materially higher five, ten and twenty years from now"

- Warren Buffett, Amerikaans 'superbelegger'

5. De vraagzijde

De vraagzijde van de particuliere vastgoedbeleggingsfondsen markt wordt gevormd door particuliere beleggers. Door middel van een enquête is informatie over een groep van circa 1.000 beleggers verzameld. In dit hoofdstuk worden de volgende kenmerken van de beleggers geanalyseerd:

1. Algemene kenmerken
 - Leeftijd
 - Geslacht
 - Beleggingsproducten in portefeuille
 - Beleggingsmotieven
 - Beleggingshorizon
 - Belegbaar vermogen
2. Rendement-risicoprofiel
 - Zelfbeeld beleggers
 - Gewenst rendement
 - Verwacht rendement
 - Bereidheid tot het lopen van risico
3. Productinteresse
 - Voorkeur type vastgoed
 - Voorkeur beleggingsthema's
 - Voorkeur speciale producten
 - Locatievoorkeur en spreiding
 - Gewenste participatiegrootte
4. Informatiebehoefte
 - Waardeoordeel informatieverstopping en communicatie
 - Waardeoordeel prospectus
 - Waardeoordeel aannames

5.1 Algemene kenmerken

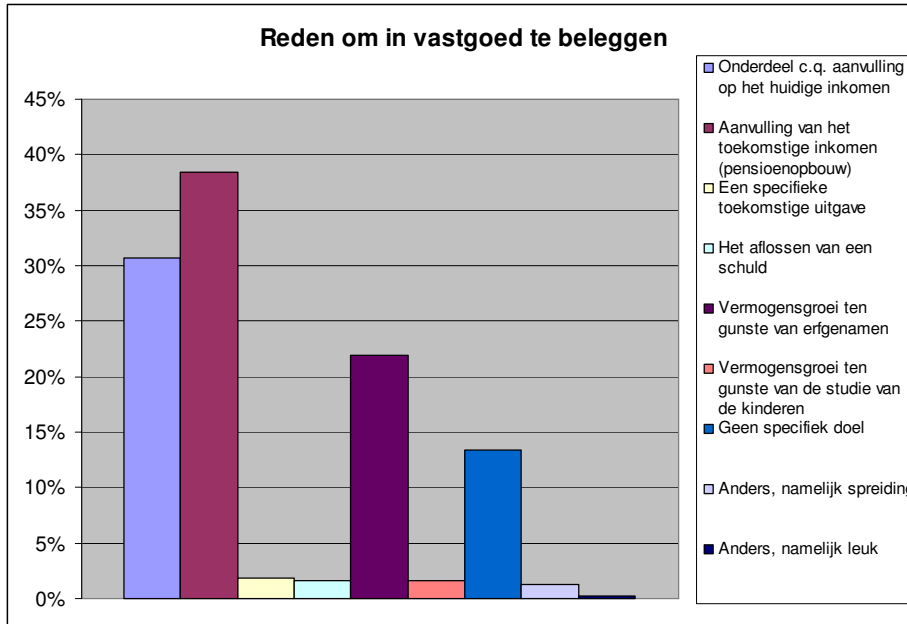
5.1.1 Demografische kenmerken

De gemiddelde leeftijd van geënquêteerde particuliere vastgoedbeleggers ligt tussen de 50 en 59 jaar. Meer dan de helft van de beleggers zijn tussen de 50 en 70 jaar oud (50,3% van de respondenten). Het overgrote deel (95,4% van de respondenten) van deze beleggers is van het mannelijke geslacht. De vastgoedbeleggingsmarkt voor particulieren is, hoewel er steeds meer vermogende vrouwen zijn, een mannenwereld (Huisjes, 2005). Maar dit betekent niet dat de vrouwen op de achtergrond geen invloed hebben op de beleggingsbeslissingen. Anderzijds zou het mogelijk kunnen zijn dat vrouwen minder geneigd zijn enquêtes in te vullen dan mannen. Over het algemeen zijn particuliere vastgoedbeleggers senioren mannen.

5.1.2 Beleggingsmotieven

Uit grafiek 26 blijkt dat de meeste beleggers (ca. 80% van de respondenten) beleggen in vastgoed om een aanvulling op het inkomen te creëren. Voor ruim 38% van de respondenten heeft de belegging een pensioenaanvullende functie. Een kwart van de vastgoedbeleggers belegt ter vergroting van hun erfenis. Dit is mede verklaarbaar doordat particuliere vastgoedbeleggers voornamelijk senioren mensen zijn en de vastgoedbeleggingen vaak een lange looptijd hebben.

Grafiek 26: Beleggingsmotieven; waarom vastgoed



Bron: eigen onderzoek

5.1.3 Beleggingskenmerken

Naast demografische kenmerken en motieven van particuliere vastgoedbeleggers hebben de beleggers ook beleggingsspecifieke kenmerken.

De beleggingsportefeuille

Ruim 80% van de respondenten heeft aandelen in zijn beleggingsportefeuille. Aandelen zijn van de verschillende beleggingscategorieën daarmee favoriet. Daarna volgen obligaties waarin, evenals in vastgoed-cv's of -maatschappen, door meer dan de helft (ruim 57% van de respondenten) van de particuliere vastgoedbeleggers in wordt belegd. Het minst belegt de particuliere belegger in vastgoedobligaties, scheepvaart-cv's en derivaten, namelijk respectievelijk circa 23%, 24% en 26% van de respondenten.

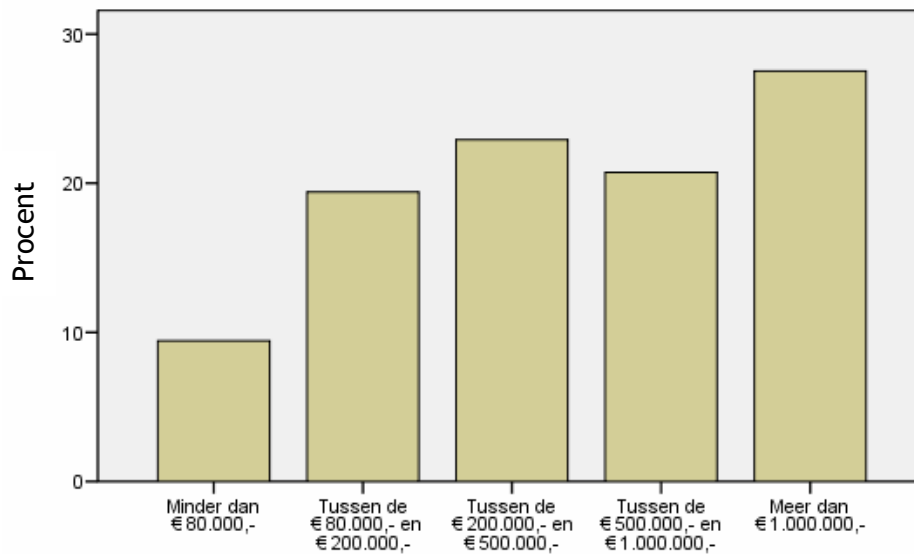
Beleggingshorizon

De meeste respondenten wenst een looptijd van zijn vastgoedbeleggingen tot 10 jaar. 11% vindt een beleggingshorizon van langer dan 15 jaar gewenst. Aangezien 10 jaar de meest voorkomende looptijd van vastgoedbeleggingsproducten is, is deze uitkomst niet vreemd. Het feit dat een derde van de respondenten een beleggingshorizon van 7 jaar of korter prefereert is dan ook een verrassende uitkomst. Beleggingsproducten met een dergelijke looptijd genieten hoogstwaarschijnlijk veel interesse.

Belegbaar vermogen

Het totale belegbare vermogen van de geënquêteerden varieert sterk (zoals ook blijkt uit grafiek 27). De meeste beleggers (25,4% van de respondenten) hebben aangegeven een belegbaar vermogen van meer dan € 1.000.000,- te hebben, terwijl 26,6% aangeeft een belegbaar vermogen van minder dan € 200.000,- te hebben. Daarnaast zijn er nog 61 respondenten die hebben aangegeven te beschikken over een HIR, waarover in paragraaf 2.2 is gesproken. Ruim 30% van deze groep geeft aan dat deze hoger is dan € 1.000.000,- en 16,4% heeft een HIR van tussen de € 500.000,- en € 1.000.000,- te beleggen. Hoewel optellen van deze bedragen niet mag geeft dit een goede indicatie van wat er onder de respondenten aan equity belegd wordt of kan worden. Minimaal (de HIR buiten beschouwing gelaten) is er circa 600 miljoen euro aan belegbaar vermogen beschikbaar. Hier zijn de respondenten die hebben aangegeven meer dan 1 miljoen euro kunnen beleggen meegerekend als zijnde beleggers met 1 miljoen euro aan belegbaar vermogen. Een grote markt aangezien het gemiddelde equity per fonds over de afgelopen 4 jaar circa 15 miljoen euro bedraagt. Hierbij dient echter wel gelet te worden op het percentage van het belegbaar vermogen dat de beleggers in vastgoed willen beleggen.

Grafiek 27: Totale belegbare vermogen

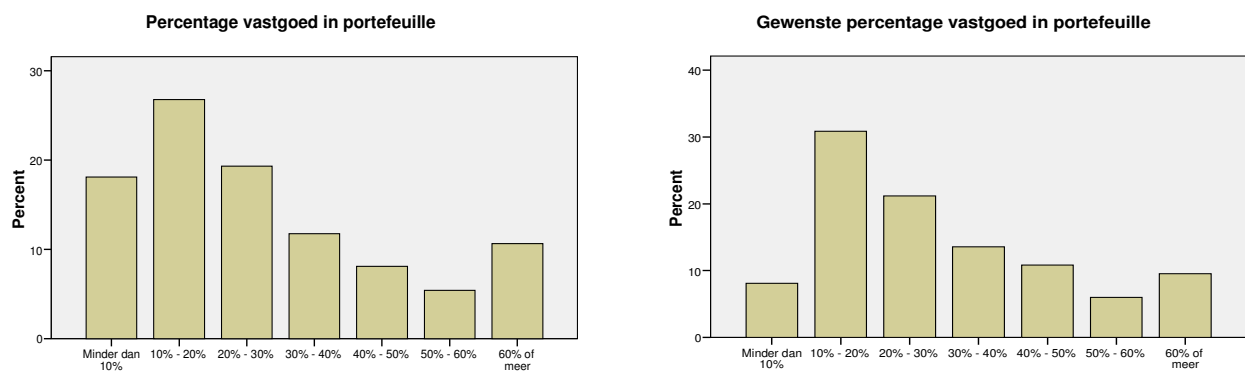


Bron: eigen onderzoek

De huidige beleggingsportefeuille

De inhoud van de beleggingsportefeuille loopt bij de respondenten sterk uiteen (grafiek 28). De grootste groep (26,8% van de respondenten) heeft tussen de 10% en 20% van hun belegbare vermogen in vastgoed belegd. Maar er is ook een groep van 10,6% die 60% of meer van hun belegbare vermogen in vastgoed belegt. Terugblikkend naar het belegbaar vermogen geeft dit uitgaande van een gemiddelde van 20% vastgoed een marktomvang van circa 120 miljoen euro. De aanbieders zouden in theorie bij de respondenten circa 8 fondsen kunnen plaatsen. Wanneer de respons van circa 20% representatief wordt geacht voor de gehele aangeschreven populatie zou dit in theorie in een marktpotentie van 40 vastgoedfondsen resulteren.

Grafieken 28 en 29: Huidige en gewenste percentage vastgoed in de beleggingsportefeuille



Bron: eigen onderzoek

De gewenste beleggingsportefeuille

Naast de huidige portefeuillesituatie die hiervoor genoemd is, is er ook gevraagd naar de gewenste situatie van het percentage belegbaar vermogen dat beleggers in vastgoed willen beleggen (bijlage grafiek 29). Van de geënquêteerden wil 8,1% van de respondenten minder dan 10% van hun totaal belegbaar vermogen in vastgoed beleggen en 9,5% zelfs meer dan 60%. 52% van de respondenten wil tussen de 10% en 30% van het vermogen in vastgoed beleggen. De verdeling van het huidige percentage vastgoed dat in de beleggingsportefeuille is opgenomen en het gewenste percentage lijkt vrijwel identiek (grafieken 28 en 29).

Maar het tegendeel is waar. Wanneer de statistische toets Wilcoxon Signed Rank Test wordt uitgevoerd, blijkt dat over het algemeen beleggers een hoger percentage vastgoed in hun beleggingsportefeuille willen dan dat ze nu hebben. Door middel van deze toets is er een rangnummer aan de antwoordmogelijkheden gegeven. Vervolgens is er per respondent bekeken of men meer of minder wil beleggen in vastgoed. In tabel 3 is dit weergegeven en valt af te leiden dat circa 62% (502 van de 811 ranks) het aandeel vastgoed op een gelijkblijvend niveau wil houden. Ruim 31% van de beleggers wil relatief meer vastgoed in portefeuille dan dat hij heeft en slechts 7% wil relatief minder vastgoed dan dat hij heeft. Hieruit blijkt dat er bij de huidige particuliere vastgoedbeleggers nog een groot afzetpotentieel aanwezig is.

Tabel 3: Wilcoxon Signed Rank Test; Vastgoed in portefeuille

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Gewenste percentage vastgoed in portefeuille	Negative Ranks	55 ^a	155,45	8549,50
- Percentage vastgoed in portefeuille	Positive Ranks	254 ^b	154,90	39345,50
	Ties	502 ^c		
	Total	811		

Bron: Eigen onderzoek

5.1.4 Informatiebehoefte

Op het gebied van informatieverzorging en communicatie is de geënquêteerden gevraagd een oordeel te geven over de verschillende prospectusonderdelen en over de gedane aannames. Daarnaast is gevraagd om kenbaar te maken wat de doorslaggevende argumenten zijn bij de keuze voor een specifieke aanbieder.

Het prospectus

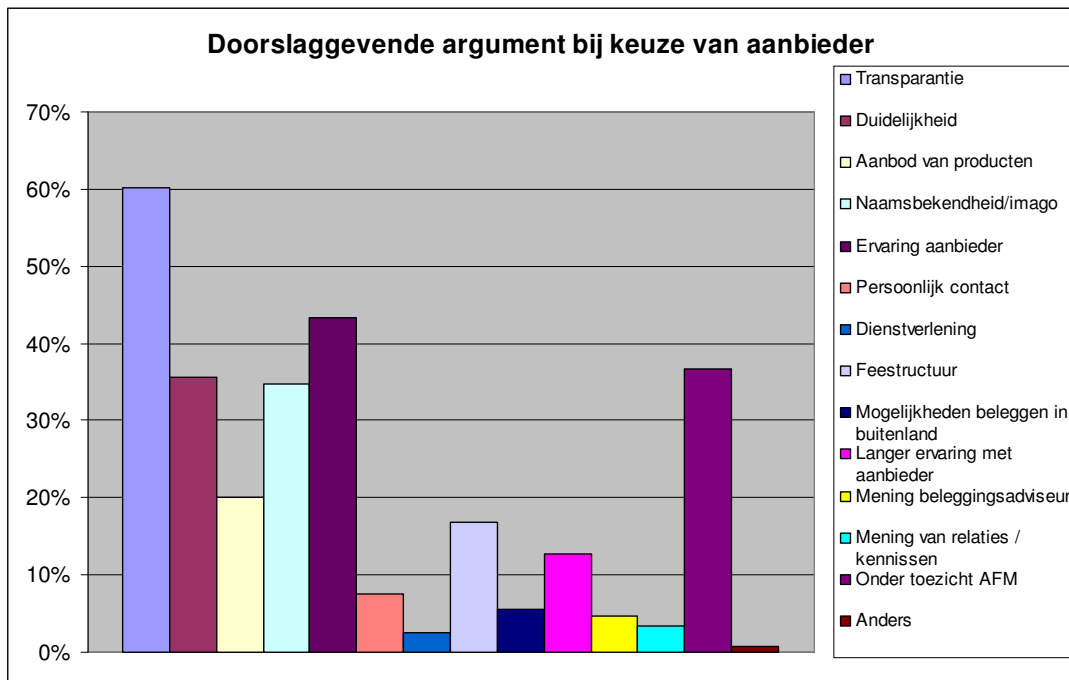
Voordat een investeringsbeslissing wordt gemaakt zeggen de meeste particuliere beleggers (ca. 53% van de respondenten) het bijbehorende prospectus goed door te lezen. Bijna 95% van de respondenten geeft aan het prospectus redelijk tot goed door te nemen. Toch zijn er beleggers die het prospectus geheel niet doorlezen (circa 1% van de respondenten). Hierbij dient echter het voorbehoud gemaakt te worden dat, hoewel de enquête anoniem is afgenomen, het mogelijk is dat de geënquêteerden zich niet negatief over zichzelf durven uit te laten.

De beleggers die het prospectus zeggen te bestuderen vinden de onderdelen 'financiële analyse' en 'risico analyse' het meest waardevol (66,8% en 60,5% van de respondenten). Ruim de helft van de geënquêteerden vindt ook de objectinformatie van grote waarde. De beleggers die bekend zijn met de fondsen van Bouwfonds Asset Management zijn gevraagd welke onderdelen van de prospectussen van Bouwfonds Asset Management zij zouden willen verbeteren. Hier komen dezelfde onderdelen naar voren die het hoogst gewaardeerd worden, namelijk de financiële analyse met 16,8% en de risicoanalyse met 23,5%. Met betrekking tot de aannames die in de prospectussen worden gedaan zijn de beleggers sceptisch. Slechts 22% vindt de aannames realistisch, 68% is neutraal en 10% vindt de aannames onrealistisch. Met neutraal wordt in dit verband niet realistisch en niet onrealistisch bedoeld. Het kan zijn dat de respondenten sommige aannames realistischer dan andere vinden, ofwel dat hij geen mening heeft met betrekking tot dit onderwerp.

De keuze voor een aanbieder

Ten slotte is het voor de karakterisering van de particuliere vastgoedbeleggers uit de steekproef interessant om te zien op basis van welke argumenten zij besluiten om bij een bepaalde aanbieder producten af te nemen. Uit het onderzoek is gebleken dat de meeste beleggers (58,4% van de respondenten) transparantie als zeer belangrijk waarderen. Dit resultaat is tot stand gekomen door de respondenten drie argumenten te laten geven en is weergegeven in grafiek 30. Naast transparantie vinden ze de ervaring die de aanbieder heeft, of de aanbieder onder toezicht staat bij de AFM, duidelijkheid en naamsbekendheid/imago erg belangrijk. Dienstverlening vindt slechts 2,4% van de respondenten een doorslaggevende factor. Ook blijkt uit het onderzoek dat weinig respondenten zich laten beïnvloeden door de mening van anderen, namelijk 4,5% door de beleggingsadviseur en 3,2% door relaties en kennissen. Dat uit onderstaande grafiek blijkt dat minder dan 20% van de beleggers de feestructuur als doorslaggevend noemt, is verassend te noemen. In de media is er volop aandacht voor de kosten die beleggen in vastgoed met zich mee brengen. Hieruit blijkt echter dat de beleggers hier veel minder waarde aan hechten dan de media doet geloven.

Grafiek 30: Doorslaggevende argument bij keuze aanbieder



Bron: eigen onderzoek

5.2 Rendement-risicoprofiel

De aanbieders van vastgoedfondsen bieden verschillende producten aan waarbij verschillende rendement-risicoprofielen passen. De beleggers die uit deze grote verscheidenheid aan producten kiezen hebben zelf een idee welk rendement-risicoprofiel op een bepaald moment bij hun past. De beleggers zijn gevraagd naar hun gewenste beleggingsstrategie.

5.2.1 Gewenste rendement-risicoprofiel

Beleggers zijn naar drie gradaties te typeren: defensief, neutraal en offensief. Veruit het grootste aandeel beleggers (69% van de respondenten) typeert zichzelf als zijnde een neutrale belegger. Dit betekent dat de belegger per belegging beoordeelt of het rendement en het daarbij behorende risico aanvaardbaar is. Een kwart van de respondenten typeert zichzelf als offensieve belegger. Deze beleggers prefereren een hoog rendement en zijn bereid een bijbehorend hoog risico te lopen. De defensieve belegger prefereert een laag risico en neemt genoegen met een bijbehorend lager rendement, 6,2% van de respondenten ziet zichzelf als defensieve belegger. Bijna 95% van de respondenten is bereid een hoog risico te lopen met beleggingen, als het rendement dat daar tegenover staat daar maar bij aansluit. Dit betekent dat vrijwel iedere belegger uit de steekproef zeer risicovolle beleggingen in zijn portefeuille heeft of wil hebben.

5.2.2 Participatiegrootte en verhandelbaarheid

Over het algemeen kan er bij vastgoed-cv's en -maatschappen tussentijds niet in participaties gehandeld worden. Van de respondenten zou 90% dit wel graag willen. Dit zou namelijk een grote risicoreductie voor de belegger met zich meebrengen. Opvallend is dat beleggers er toch voor kiezen in vastgoed cv's te beleggen. Klaarblijkelijk zijn risico en rendement in evenwicht.

De participatiegroottes die geprefereerd worden loopt sterk uiteen. Gemiddeld prefereren de beleggers een participatiegrootte tussen de €15.000,- en €20.000,-. De meeste beleggers (20,6% van de respondenten) prefereren een omvang van €10.000,- per participatie. Dit laatste is vrij verassend aangezien de meest gehanteerde participatiegrootte €15.000,- bedraagt. Er is schijnbaar een grote markt voor fondsen met een kleinere participatiegrootte.

5.2.3 Rendement

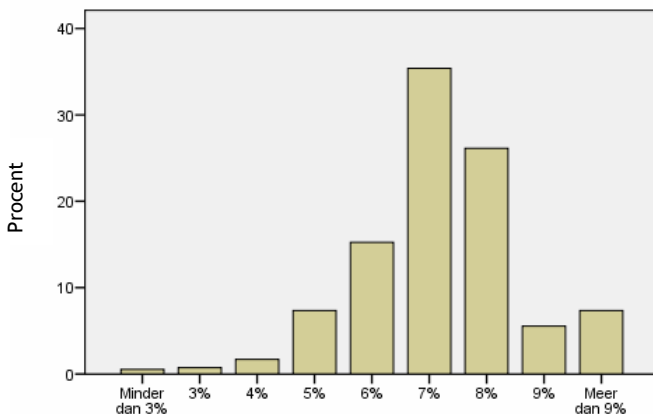
Type rendement

Het rendement dat op vastgoedbeleggingen behaald wordt is tweeledig. Enerzijds ontvangt de belegger direct rendement. Dit is een jaarlijkse uitkering die voornamelijk voortvloeit uit huurinkomsten. Daarnaast ontvangt de belegger mogelijk indirect rendement welk gerealiseerd wordt bij verkoop van het vastgoed en pas bij het fondseinde uitgekeerd wordt aan de participanten. Bijna een derde van de beleggers (30% van de respondenten) vindt dat het indirecte rendement een belegging meer interessant maakt dan het directe rendement. Dit is opvallend aangezien het risico dat het geprognosticeerde indirecte rendement niet behaald wordt, vele malen groter is dan het risico op het geprognosticeerde directe rendement.

Verwacht rendement

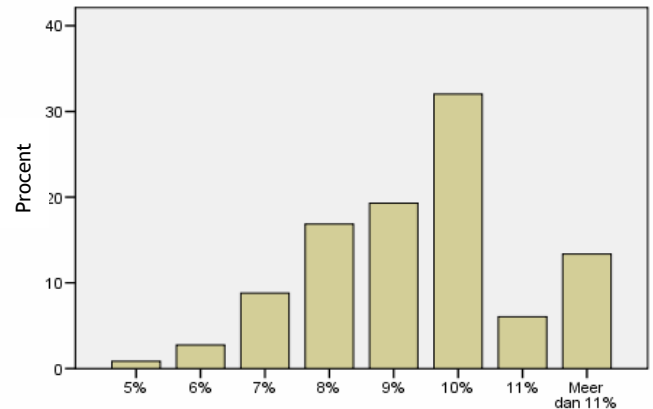
De respondenten verwachten gemiddeld jaarlijks ongeveer 7% direct rendement met een standaard afwijking van 1,42. Het verwacht totaalrendement op de vastgoedbeleggingen is gemiddeld 9% met een standaardafwijking van 1,59. Het totaalrendement is een samenstelling van direct en indirect rendement. Gemiddeld verwachten de beleggers 2,2% indirect rendement te behalen met een standaardafwijking van 1,59. De meeste beleggers (29% van de respondenten) verwachten 2% indirect rendement op hun vastgoedbeleggingen. In de grafieken 31 en 32 is een totaalbeeld weergegeven.

Grafiek 31: Verwachte hoogte direct rendement



Bron: eigen onderzoek

Grafiek 32: Verwachte totaal rendement



5.2.4 Risico

Relatie rendement

Risico en rendement zijn onafscheidelijke aspecten. In paragraaf 2.5.2 zijn de verschillende vormen van risico toegelicht. Aan de beleggers is een aantal scenario's voorgelegd waarbij ze een rendement-risicoverhouding gekoppeld aan een bepaald type vastgoed moesten kiezen. Circa 50% van de respondenten heeft de voorkeur voor een woning- of winkelbelegging met een bijbehorend risicoprofiel van respectievelijk laag en gemiddeld en een bijbehorend direct rendement van 4% tot 6%. Dit zijn de core en core-plus producten die in grafiek 2 zijn afgebeeld. Het rendement-risicoprofiel is een stuk lager dan wanneer er geen risicoprofiel bij de keuzemogelijkheden wordt gegeven zoals in paragraaf 5.2.3. Beleggers geven dus een waarde aan risico en zijn blijkbaar bereid rendement in te leveren om minder risico te lopen. Men zou tevens kunnen concluderen dat beleggers in werkelijkheid minder risico willen lopen dan dat ze zeggen.

Doorslaggevende risico's

Aan de beleggers die bekend zijn met de fondsen van Bouwfonds Asset Management is gevraagd of de reden om eventueel niet te participeren in een fonds van Bouwfonds Asset Management een bepaald risico is geweest. Slechts 14% van de respondenten geeft het risico van de belegging als reden op om niet te participeren in een fonds van Bouwfonds Asset Management. De meeste beleggers (41% van de respondenten die een risico ervaren) zien het leegstandsrisico als een storende factor. Het minst grote risico is het markthuurlrisico (16% van de respondenten).

Aan alle aangeschreven beleggers is gevraagd of zij eventueel in een andere valuta dan de euro zouden willen beleggen. Daarnaast is hun gevraagd of ze dit risico tegen een bepaalde opslag zouden willen afdekken. Van de respondenten geeft 42% aan interesse te hebben in een vastgoedbelegging met vreemde valuta. Wanneer ze de optie wordt geboden om het valutarisico dat daarmee gepaard gaat af te dekken, is circa een kwart (25,5% van de respondenten) bereid daar meer dan 1,5% van het directe rendement voor te willen betalen. De meeste beleggers (28,3% van de respondenten) willen voor het afdekken van het valutarisico 0,5% tot 1% van het directe rendement betalen.

5.3 Het gewenste vastgoedfonds

Vastgoedfondsen verschillen op een groot aantal gebieden van elkaar. Zo zijn er zijn verschillende entiteiten waarin belegd kan worden en daarnaast wordt bijna ieder fonds op een andere wijze gestructureerd. Niet alleen qua type vastgoed of locatie waar het vastgoed zich bevindt, maar er zijn ook specifieke thema's aan fondsen verbonden. Daarnaast kan er in derivaten belegd worden. Hierbij is de onderliggende waarde wel het vastgoed, maar de fondsconstructie is dusdanig dat er in een afgeleid product (zoals opties) belegd wordt. Hierdoor wijken de rendement-risicopofiel sterk van elkaar af.

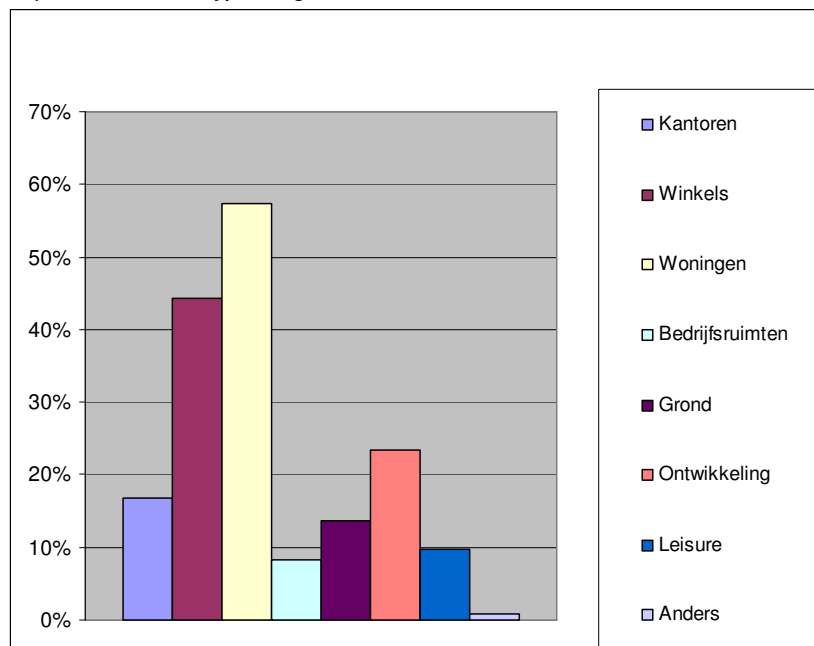
5.3.1 Entiteit

De entiteit van het fonds heeft gevolgen voor verschillende zaken zoals verhandelbaarheid, aansprakelijkheid en fiscale situaties. Beleggers hebben vrijwel geen voorkeur in welke entiteit het fonds opgericht is. Een groot deel (40,9% van de respondenten) geeft aan dat het hen om het even is welke entiteit een fonds heeft. Als er een wel een voorkeur wordt uitgesproken geniet de cv in de meeste gevallen de voorkeur (33,7% van de respondenten). Dit laatste is wellicht het gevolg van de kenmerken van de aangeschreven groep, die over het algemeen bekend is met cv's.

5.3.2 Segment en spreiding

In paragraaf 2.1 zijn de verschillende typen vastgoed besproken. De respondenten geven aan voornamelijk interesse te hebben in woningen en winkels met respectievelijk 57% en 44%. Dit is in grafiek 33 weergegeven. Opvallend is de matige interesse voor kantoren en de redelijk grote interesse voor ontwikkelfondsen.

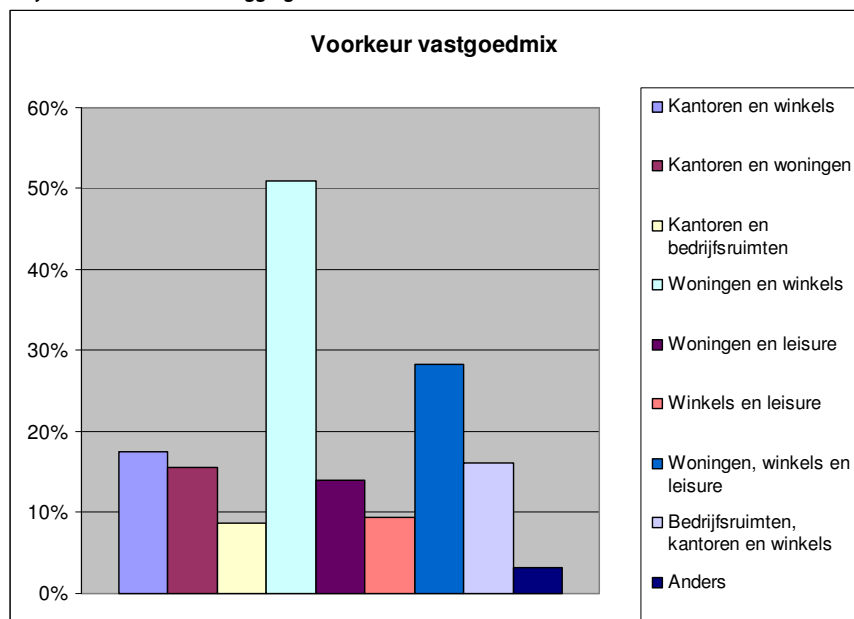
Grafiek 33: Voorkeur type vastgoed



Bron: eigen onderzoek

Wanneer de beleggers een aantal mixfondsen worden voorgelegd geniet een mix van woningen en winkels de voorkeur, zoals blijkt uit grafiek 34. Daarnaast is er veel interesse voor een mix van woningen, winkels en leisure. De particuliere beleggers lijken best wat risico te willen nemen, zeker gezien de interesse voor ontwikkelfondsen. Dit is echter tegenstrijdig met de resultaten besproken in paragraaf 5.2.4. Hier is namelijk geconcludeerd dat beleggers juist minder risico willen lopen en bereid zijn daar voor te betalen. Het is goed mogelijk dat de geënquêteerden de risico's van het beleggen in vastgoedfondsen met een hoog risicoprofiel zoals ontwikkelfondsen niet op waarde kunnen schatten.

Grafiek 34: Voorkeur beleggingsmix



Bron: eigen onderzoek

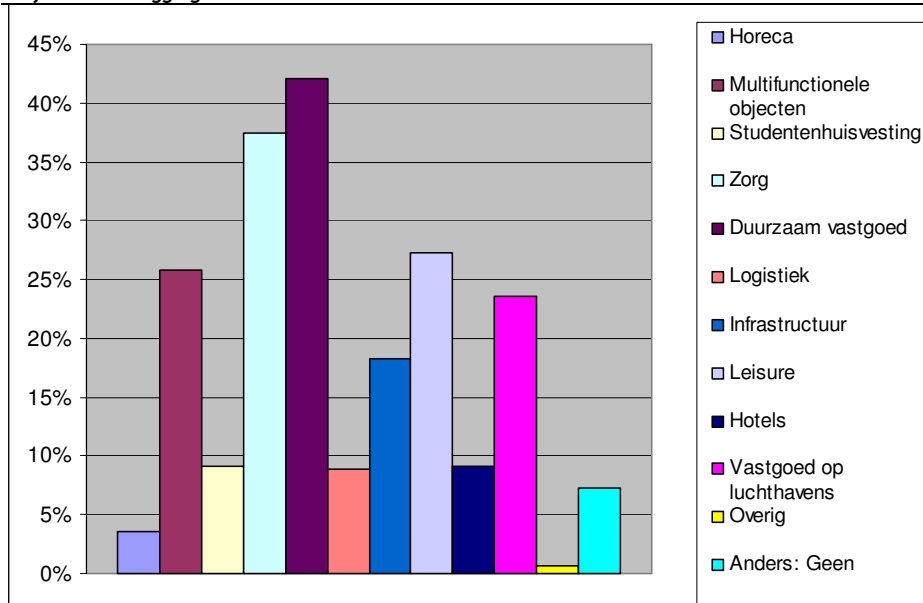
5.3.3 Locatie en type vastgoed

Naast de vraag wat de belegger wil, is het ook belangrijk om te weten waar hij dat dan wil. De top-3 landen waarin de respondenten de meeste interesse hebben zijn Duitsland, Nederland en Frankrijk met respectievelijk 45%, 38% en 20%. Omdat de deelmarkten in de verschillende landen van elkaar afwijken, is de beleggers ook gevraagd om het type vastgoed waar ze in geïnteresseerd zijn per land aan te geven. Voor de top-3 landen blijkt dat woningen en winkels de grootste interesse genieten. Voor de beleggers die interesse in vastgoed in Frankrijk hebben is ook leisure een interessant segment.

5.3.4 Thema's

Een andere manier om vastgoedfondsen een eigen kenmerk te geven is door er een bepaald thema aan te verbinden. De verschillende thema's zijn weergegeven in grafiek 35. Deze grafiek toont tevens de interesses van de beleggers. De thema's 'duurzaam vastgoed' en 'zorg' vinden de respondenten het meest interessant. Maar fondsen met de thema's 'leisure', 'multifunctionele objecten' en 'vastgoed op luchthavens' hebben ook de interesse van bijna een vierde van de respondenten. De thema's duurzaam en zorg zijn de meest opvallende uitslagen. Dit zijn namelijk thema's waar hoge exploitatielasten aan verbonden kunnen zijn. Bij duurzaam vastgoed kan er naast dat er sprake kan zijn van hoge onderhoudskosten ook sprake zijn van hoge bouwkosten. Dit kan ten koste gaan van het rendement. Zorg gerelateerd vastgoed kan ook minder courant (minder goed verhandelbaar) zijn dan andere objecten, wat het risico op de haalbaarheid van het geprognosticeerde indirecte rendement groter kan maken. De rendementen op beide themabeleggingen kunnen relatief laag zijn. Dit is tegenstrijdig met de besproken resultaten uit paragraaf 5.3.2. Wanneer de beleggers inderdaad meer risico en meer rendement zouden willen, zouden hier een thema zoals hotels naar voren moeten komen als favoriet. Dit is duidelijk niet het geval.

Grafiek 35: Beleggingsthema's



Bron: eigen onderzoek

5.3.5 Speciale producten

Sommige aanbieders bieden meer vernieuwende producten aan. Een fonds kan bijvoorbeeld zo worden opgebouwd, dat de onderliggende waarde berust op vastgoed, maar de beleggingsproducten zelf derivaten zijn (afgeleiden). De bereidheid van de particuliere beleggers om hierin te beleggen is echter verdeeld. Ongeveer 51% van de respondenten heeft hier op voorhand al geen interesse in. Wanneer er echter een uitleg van de producten volgt is circa 60% van de beleggers geïnteresseerd in een speciaal product. Hieruit blijkt dat beleggers na een verhelderende uitleg wordt gegeven de bereidheid om te beleggen toeneemt. Er zijn verschillende speciale producten aan de beleggers als potentiële fondsvorm voorgelegd. Deze verdienen enige toelichting. In grafiek 36 is een totaaloverzicht weergegeven.

Garantieproduct

Een garantieproduct kan een beleggingsproduct zijn, waarbij de belegger ten laste van het rendement, (gedeeltelijk) garantie krijgt op de initiële inleg. Wanneer een vastgoedfonds, door welke reden dan ook, onvoldoende winstgevend blijkt, dan krijgt de belegger zijn oorspronkelijke inleg (of een gedeelte daarvan) terug. Circa 47% van de respondenten heeft aangegeven interesse in een dergelijk product te hebben. De grootste interesse is er voor een product dat 90% van de inleg garandeert (ca. 15% van de respondenten).

Fonds met een hoger rendement-risicoprofiel

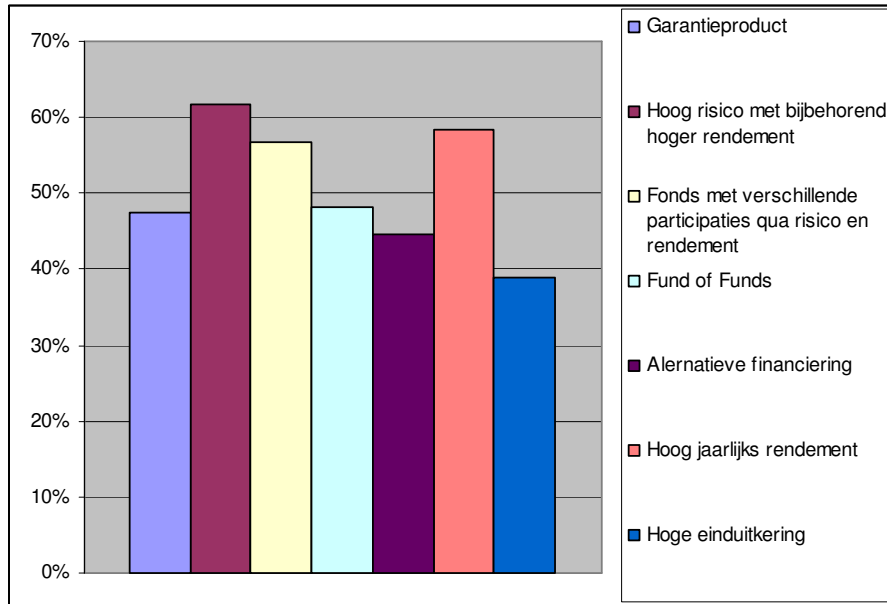
Door te beleggen in vastgoed met meer risico (bijvoorbeeld een hogere leegstand bij aanvang van het fonds) kan middels actief management van het vastgoed extra rendement worden behaald. Ongeveer 62% van de respondenten geeft aan een dussdanig risico voor een hoger rendement te willen lopen.

Fonds met verschillende rendement-risicoprofielen

Een voorbeeld van een fonds met verschillende rendement-risicoprofielen is een vastgoedfonds dat opgebouwd is uit Participaties A en Participaties B. De cash flows worden opgeknipt in een risicoarmer deel (Participaties A) en een risicovoller deel (Participaties B). Omdat Participaties A een percentage van de inleg uitgekeerd krijgen als dividend (welke preferent zijn boven Participaties B) krijgen Participaties B de overige winst van het fonds uitgekeerd. De hoogte hiervan is echter onzeker. Het verwachte directe rendement van Participaties A is lager (bijvoorbeeld 4,5%), maar vrij zeker. Het directe rendement van Participaties B is hoog (bijvoorbeeld 7,5%), maar vrij onzeker. Verder profiteren beide participaties gezamenlijk van een waardeinstijging van het vastgoed (indirect rendement). De belegger kan zelf bepalen in welke verhouding in de verschillende participaties wordt belegd, waardoor de belegger zelf het rendement-risicoprofiel bepaalt.

Ongeveer een 57% van de respondenten heeft interesse in een dergelijk product. De meeste respondenten die interesse in het fonds hebben prefereren een verhouding van 75% risicoarm en 25% risicovoller.

Grafiek 36: Interesse in speciale producten



Bron: eigen onderzoek

Fund of funds

Fund of funds, ook wel dakfondsen genoemd, zijn vastgoedfondsen die beleggen in de aandelen of participaties van andere vastgoedfondsen. Het voordeel van een dergelijke belegging is het spreiden van risico tegen beperkt hogere kosten. 48% van de respondenten heeft interesse in een dergelijk product. Circa 14% vindt dat een dergelijk product geen meerwaarde biedt. Ook zijn er respondenten die geen interesse in dit product hebben (4,8%) vanwege de dubbele managementkosten die worden gemaakt.

Fonds met alternatieve financiering

Een vastgoedfonds wordt, zoals uitgelegd in paragraaf 2.5.2, deels gefinancierd met leningen. Deze leningen kunnen ook afgesloten worden in een andere valuta. Dit brengt enerzijds valutarisico met zich mee (wat overigens ook afgedekt kan worden), maar zorgt anderzijds voor lagere financieringslasten en daardoor voor een hoger rendement. Van de respondenten geeft 45% aan interesse te hebben in een dergelijk product. Het risico dat met een fonds met een alternatieve financieringsstructuur gepaard gaat is voor het grootste deel van de respondenten (17,1%) reden om niet te participeren in een fonds met een dergelijke fondsconstructie.

Fonds met hoge jaarlijkse uitkeringen

Het rendement op vastgoed wordt opgesplitst naar direct rendement en indirect rendement. Het is mogelijk om naast de jaarlijkse directe rendementuitkering een voorschot op het indirecte rendement te nemen. Dit voorschot kan bijvoorbeeld gebaseerd worden op een vastgoedindex zoals de ROZ-IPD index, die de waardeverandering prognosticeert. Zo krijgt de belegger bovenop het directe rendement, het indirecte rendement al gedeeltelijk uitgekeerd, waardoor het jaarlijks uit te keren rendement aanzienlijk toeneemt. Indien de waardeverandering van de objecten afwijkt van de index, wordt dit verschil verrekend met de einduitkering. Bij de respondenten is een groot deel (58%) geïnteresseerd in een dergelijk fonds.

Fonds met een hoge einduitkering

Er kan een fonds gestructureerd worden waarbij het directe rendement grotendeels ingehouden wordt (welke door het fonds bijvoorbeeld wordt gebruikt om af te lossen op de financiering). Jaarlijks kan er wel een uitkering plaatsvinden ter grootte van 1,2% ter dekking van de vermogensbelasting. Het totale rendement bij het einde van het fonds (inclusief het ingehouden directe rendement plus een opslag) wordt substantieel hoger dan normaliter, conform het risicoprofiel van het fonds. In tegenstelling tot het fonds met een hoge

jaarlijkse uitkering geniet dit fonds minder interesse van de beleggers. 39% van de respondenten zou in een dergelijk fonds willen beleggen. Ruim een vijfde (20,6%) van de respondenten geeft aan expliciet wel het directe rendement uitbetaald te willen krijgen.

5.4 Beleggerprofiel

In deze paragraaf getracht een eenduidig beleggersprofiel te schetsen van de Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers. In de vorige paragrafen van dit hoofdstuk zijn allerlei eigenschappen besproken. In deze paragraaf worden deze eigenschappen met elkaar in verband gebracht. In enkele gevallen wordt naar de bijlagen verwezen waar de uitgevoerde toetsen zijn weergegeven. De volgende onderwerpen worden behandeld:

- Rendement
- Risico
- Vastgoed
- Locatie
- Soort belegging
- Informatievoorzieningen

5.4.1 Rendement

Huidige vastgoedbeleggers en niet-vastgoedbeleggers

Ten aanzien van rendement en risico kunnen er op verschillende vlakken onderscheid gemaakt worden. Allereerst is er een verschil tussen beleggers die reeds in vastgoed beleggen en beleggers die dat (nog) niet doen. Beide groepen hebben een verschillende verwachting met betrekking tot de hoogte van het totaal rendement (bijlage 6). Niet-beleggers in vastgoed verwachten, blijkens de significantie van kleiner dan 0,05, over het algemeen een lager totaalrendement op vastgoed dan de beleggers die reeds in vastgoed beleggen. Met betrekking tot het directe rendement is er gezien de significantie van boven de 0,05 geen verschil tussen de beide groepen. Beide groepen prefereren het directe rendement boven het indirecte rendement. Ook is er geen verschil in het type rendement dat de wel en niet-vastgoedbeleggers prefereren.

Rendement en leeftijd

Wanneer echter het type rendement waar de meeste waarde aan wordt gehecht, af wordt gezet tegen de leeftijdscategorie waartoe de beleggers behoren, dan blijkt dat voornamelijk de jongere beleggers het indirecte rendement prefereren boven het directe rendement (bijlage 7). Deze conclusie mag getrokken worden gezien de significantie van 0,16. Deze conclusie is verklaarbaar doordat de oudere groepen beleggers veelal beleggen voor hun nabestaanden en minder interesse hebben voor het indirecte rendement dan juist de jongste twee groepen beleggers.

5.4.2 Vastgoed en locatie

Huidige vastgoedbeleggers en niet-vastgoedbeleggers

Vastgoed in Duitsland, Nederland en Frankrijk geniet de meeste interesse van de vastgoedbeleggers. Voor het vastgoed in Nederland en Frankrijk is er geen verschil in interesse tussen beleggers die reeds in vastgoed beleggen en beleggers die dat nog niet doen. Qua interesse in Duits vastgoed is er echter wel een significant verschil tussen de wel en niet-vastgoedbeleggers. Beleggers die reeds in vastgoed beleggen hebben meer interesse in Duits vastgoed dan niet-vastgoedbeleggers (bijlage 8). Dit is mede te verklaren doordat de particuliere beleggers die benaderd zijn, bekend zijn met de vastgoedfondsen van Bouwfonds Asset Management en dus bekend zijn met de intensieve marktwerking van Bouwfonds Asset Management met Duitse vastgoedfondsen voor Nederlandse beleggers. In dit geval is de steekproef niet representatief voor de populatie.

Er is geen verschil in het gewenste type vastgoed tussen de huidige vastgoedbeleggers en niet-vastgoedbeleggers. De meeste interesse gaat bij beide groepen uit naar woningen en winkels. Bij de niet-vastgoedbeleggers is er relatief gezien meer interesse in grond en ontwikkelfondsen dan bij de huidige vastgoedbeleggers.

5.4.3 Informatievoorzieningen

Op het gebied van de aannames die door aanbieders worden gedaan is in paragraaf 5.1.4 geconcludeerd dat de beleggers deze niet erg realistisch vinden. Wanneer deze uitkomst wordt afgezet tegen de mate waarin de beleggers het prospectus lezen dan blijkt dat er een significant verschil is. Naar mate het prospectus beter wordt gelezen worden de aannames minder realistisch beoordeelt (bijlage 9). Dit betekent ofwel dat de aannames in de prospectussen over het algemeen matig worden beargumenteerd of zelfs onrealistisch zijn, ofwel dat de personen die het prospectus beter lezen kritischer zijn dan de mensen die dat niet doen.

5.5 Conclusie

Algemeen

Resumerend kan gesteld worden dat er verschillende typen beleggers bestaan. De meeste respondenten willen hun geld tot maximaal 10 jaar lang beleggen in één belegging. De keuze bij welke aanbieder dit bedrag wordt besteed is voornamelijk afhankelijk van de transparantie van die aanbieder. Daarnaast wordt er veel gelet op het toezicht van de AFM (als de aanbieder niet onder toezicht staat is dat negatief), duidelijkheid van de aanbieder en het imago van de aanbieder. Het prospectus zelf is minder van belang. Slechts iets meer dan de helft van de beleggers zegt het prospectus goed door te lezen alvorens te beleggen. De belangrijkste hoofdstukken van het prospectus vinden respondenten de financiële analyse en de risicoanalyse. Er is een grote groep respondenten die de gedane aannames niet realistisch vinden. Hoewel de particuliere beleggers spreekwoordelijk niet in een hokje kunnen worden gestopt is dit in tabel 4 toch gedaan. Hieruit blijkt onder andere dat de meeste vastgoedbeleggers mannen van ouder dan 50 jaar zijn. Vastgoed als beleggingscategorie wordt door de meeste beleggers gezien als aanvulling op het huidige danwel toekomstige inkomen.

Gewenst rendement-risicoprofiel

De meeste beleggers typeren zich zelf als neutrale beleggers. Maar als het rendement in verhouding staat tot het risico durven ze best wat risico te nemen. Er is hierbij geen verschil tussen beleggers die reeds in vastgoed beleggen en beleggers die dat nog niet doen. Wel verwachten de huidige beleggers meer rendement te halen op vastgoedbeleggingen dan niet vastgoedbeleggers. Wellicht is dat ook de reden dat men niet overgegaan is tot beleggen in vastgoed. Over het algemeen verachten beleggers 7% á 8% direct rendement en circa 10% totaal rendement op vastgoedbeleggingen. Met betrekking tot risico zijn de beleggers echter terughoudender dan dat ze willen. In sommige gevallen zijn er grote tegenstrijdigheden te ontdekken, zoals bij de themabeleggingen en speciale producten. Hier geven ze aan behoudender te zijn dan hun gewenste rendement-risicoprofiel doet geloven. Bij offensieve beleggers zou men verwachten dat ontwikkelfondsen sterk in trek zouden zijn. Voor de huidige vastgoedbeleggers is dit echter niet het geval. Dit is overigens wel in overeenstemming met het aangegeven verwachte rendement. De meeste beleggers vinden het directe rendement belangrijker dan het indirecte rendement. Een opvallend resultaat herleidbaar uit tabel 4 is echter dat zeker bij de huidige vastgoedbeleggers een zeer groot aandeel het indirecte rendement prefereert boven het directe rendement. Dit biedt zeker kansen voor nieuwe producten.

Vastgoedsegment

De vastgoedsegmenten winkels, woningen of een mix daarvan zijn het interessantste volgens de respondenten. Zelfs wanneer de verschillende rendement-risicoverhoudingen voor deze beleggingscategorieën worden afgezet tegen andere beleggingscategorieën met een betere rendement-risicoverhouding zijn winkels en woningen voor particuliere vastgoedbeleggers het meest interessant. Waarschijnlijk is dit een sentimentafhankelijk verschijnsel. De vastgoedsegmenten grond en ontwikkeling worden door beleggers redelijk interessant gevonden, maar wel in het buitenland.

Tabel 4: Typering van soorten beleggers

	Type belegger	Defensief	Neutraal	Offensief
Soort belegger	Interesse			
Vastgoedbeleggers	Leeftijd	60-69 jaar (33%)	60-69 jaar (30%)	50-59 jaar (31%)
	Motief	Onderdeel c.q. aanvulling op het huidige inkomen (35%)	Aanvulling van het toekomstige inkomen (36%)	Aanvulling van het toekomstige inkomen (32%)
	Direct rendement	7% (41%)	7% (37%)	8% (29%)
	Totaal rendement	9% (24%)	10% (34%)	10% (35%)
	Type rendement	Direct (71%)	Direct (70%)	Direct (58%)
	Type vastgoed	Woningen (32%)	Woningen (35%)	Woningen (30%)
	Type mix	Woningen en winkels (36%)	Woningen en winkels (33%)	Woningen en winkels (29%)
	Thema	Duurzaam vastgoed (26%)	Duurzaam vastgoed (22%)	Zorg gerelateerd vastgoed (16%)
	Land	Duitsland (17%)	Duitsland (15%)	Duitsland (14%)
	Speciale producten	26% wel	51% wel	54% wel
	Looptijd	Tot 10 jaar (35%)	Tot 10 jaar (42%)	Tot 10 jaar (42%)
	Type speciale product	Garantie op inleg (63%)	Fonds met hoge jaarlijkse uitkeringen (57%)	Fonds met hoger risico en hoger rendement (85%)
Niet-vastgoedbeleggers	Leeftijd	40-49 jaar (40%)	60-69 jaar (40%)	40-49 jaar (28%)
	Motief	Onderdeel c.q. aanvulling op het huidige inkomen (75%)	Aanvulling van het toekomstige inkomen (50%)	Aanvulling van het toekomstige inkomen (50%)
	Direct rendement	7% (56%)	8% (29%)	8% (34%)
	Totaal rendement	7% (44%)	10% (29%)	10% (30%)
	Type rendement	Direct (88%)	Direct (72%)	Direct (61%)
	Type vastgoed	Woningen (44%)	Woningen (32%)	Ontwikkeling (28%)
	Type mix	Woningen en winkels (30%)	Woningen en winkels (26%)	Woningen, winkels en leisure (18%)
	Thema	Zorg gerelateerd vastgoed (38%)	Zorg gerelateerd vastgoed (20%)	Leisure gerelateerd vastgoed (18%)
	Land	Nederlands (8%)	Duitsland (9%)	Nederlands (11%)
	Speciale producten	40% wel	45% wel	56% wel
	Looptijd	Tot 10 jaar (44%)	Tot 10 jaar (41%)	Tot 10 jaar (24%)
	Type speciale product	Garantie op inleg (60%)	Garantie op inleg (73%)	Fonds met hoger risico en hoger rendement (83%)

Bron: eigen onderzoek

Locatie en thema

Particuliere beleggers hebben de voorkeur voor vastgoed in Duitsland, Nederland en Frankrijk. In Frankrijk is leisure een interessant segment. Over het algemeen wordt het thema duurzaamheid als zeer interessant ervaren. Maar ook de thema's zorg, leisure en vastgoed op luchthavens worden als zeer interessant beschouwd.

Soort belegging

Het soort fonds waar het vastgoed in zit maakt voor de meeste beleggers niet uit. Van de verschillende entiteiten geniet de cv de voorkeur. Ongeveer de helft wil ook beleggen in fondsen met een speciaal karakter. Bij vrijwel alle voorgelegde producten is er ongeveer een derde van de beleggers die interesse heeft, behalve bij vastgoedproducten die een hoger totaal rendement bieden en fondsen met een alternatieve financiering. Laatstgenoemde is opvallend aangezien bijna de helft van de beleggers zelf wel wil beleggen in vreemde valuta.

Marktbeeld en potentie

Beleggers verwachten ongeveer 7% á 8% direct rendement en 10% totaal rendement op hun vastgoedbeleggingen te halen. Op het moment speelt voornamelijk leegstandrisico een rol bij de beslissingen van beleggers. Opvallend is dat leegstandrisico een grote rol speelt en de favoriete sectoren winkels en woningen zijn. De huidige winkelmarkt is dusdanig dat het leegstandspercentage nihil is. En ook de woningmarkt is momenteel goed en daar komt nog eens bij dat de meeste woningfondsen uitpond fondsen zijn, waarbij leegstand juist gewenst is. Dit doet echter niets af aan de marktpotentie die aanwezig is. Op portefeuilleniveau wil een groot deel van de beleggers meer in vastgoed gaan beleggen. Daarnaast is er ook een grote groep die een HIR te beleggen heeft. Dit houdt in dat er dus voldoende animo voor vastgoedbeleggingen bij particuliere beleggers is, zolang het type en het rendement maar aansluit bij de behoefte.

"Het geheel is meer dan de som van delen."

- Aristoteles Grieks filosoof (384 v.C. - 322 v.C.) -

6. Conclusie; de confrontatie

De aanleiding, paragraaf 1.1, van dit onderzoeksrapport begon met de regels *“Private vastgoedfondsen met een value added-investeringsstijl lijken in de huidige competitieve vastgoedmarkt het succesvolst te zijn in het plaatsen van kapitaal.”* (Vastgoedmarkt, 2007a).’ Op dit moment lijkt er de meeste vraag te zijn naar vastgoedfondsen voor particulieren waarin meer risico dan het gemiddelde is opgenomen.’ De uitkomsten van de gehouden enquête stemmen overeen met deze conclusie, maar spreken hem ook tegen. De beleggers hebben aangegeven interesse te hebben in meer risicovolle beleggingen. Maar zijn ze werkelijk op de hoogte van alle risico’s die verbonden zijn aan het beleggen in value added beleggingsproducten? De beleggers prediken meer risicovolle beleggingen te willen doen, maar zijn ondertussen bereid rendement in te leveren om meer risico’s af te dekken. Daarnaast blijkt dat bij de beleggingbeslissing het leegstandrisico een risico is dat doorslaggevend kan zijn om niet in een beleggingsproduct te stappen. Dit staat haaks op de rendement-risicoverhouding die een value added beleggingsfonds met zich mee brengt, waarbij er juist door bijvoorbeeld gebruikmaking van hoge leegstand meerwaarde wordt gecreëerd.

In hoofdstuk 3 zijn de verschillende onderzoeken besproken die voorafgaande aan dit onderzoek zijn gedaan. Hoofdstuk 4 behandelde het aanbod van de vastgoedbeleggingsmarkt voor particuliere beleggers en hoofdstuk 5 de vraagzijde. In dit hoofdstuk wordt getracht deze 3 verschillende hoofdstukken met elkaar te confronteren ten einde een eenduidige marktschets te kunnen geven. Hieruit moet blijken in hoeverre vraag en aanbod op elkaar aansluiten, waar er eventuele kansen voor aanbieders liggen en waar er verbeteringen noodzakelijk zijn. Daarnaast wordt gekeken in hoeverre voorgaande onderzoeken aansluiten bij de resultaten uit dit onderzoek, waar er tegenstrijdigheden bestaan en wat er aan nieuwe informatie bekend is.

6.1 Sector en locatie

Segment

Het type vastgoed dat opgenomen is in de fondsen waaruit de particuliere beleggers kunnen kiezen is de laatste vier jaren bij de top 25 aanbieders uit dit onderzoek traditioneel, bestaande uit woningen, winkels en kantoren. Er is geen vergelijking te maken met eerder onderzoek, aangezien er geen onderzoeken openbaar zijn gemaakt van een omvang zo groot als dit onderzoek. Op basis van dit onderzoek kunnen aanbieders wel concluderen dat er nog een grote kans is. De particuliere beleggers die aangeschreven zijn met de enquête hebben interesse in een grote verscheidenheid aan vastgoedfondsen. De traditionele vastgoedfondsen met woningen en winkels hebben veel interesse van deze beleggers, maar relatief veel respondenten hebben aangegeven ook interesse te hebben in andere soorten vastgoed en verschillende mixen daarvan, terwijl dit door slechts een paar aanbieders uit dit onderzoek wordt aangeboden. Ontwikkelfondsen, grondfondsen en leisurefondsen zijn voor particuliere beleggers naast de traditionele vastgoedfondsen interessant. Hierbij dient te worden opgemerkt dat voornamelijk beleggers die nog niet in vastgoed beleggen hier de meeste interesse voor tonen. Het is goed mogelijk dat deze beleggers wanneer zij de rendement-risicoverhouding van dergelijke producten bestuderen een andere mening hebben. Er is een afnemende interesse voor vastgoedfondsen met kantoren. Dit terwijl het aanbod fondsen voor ruim 25% uit kantorenfondsen bestaat. Nieuwe kantoorfondsen genieten minder voorkeur door verschillende andere fondsen. De meest gewilde fondsen met een concentratie op één segment zijn woningen en winkels.

Vastgoedmix

Bij mixfondsen is er sprake van een beter aansluitende markt. De meeste respondenten vinden een mix met woningen en winkels interessant. Maar ook leisure in combinatie met winkels en woningen is interessante mix volgens de respondenten (circa 28%). Het aanbod sluit daar goed bij aan. Woningen en winkels komen in het overgrote deel van de mixfondsen voor. Leisure daarentegen wordt slecht in 5% van de mixfondsen aangeboden. Een mix van winkels, woningen en leisure is door geen van de geanalyseerde aanbieders in de afgelopen 4 jaar aangeboden.

Themabeleggingen

De vraag naar minder traditionele producten wordt tevens weergegeven door de vraag naar themaproducten. Particuliere beleggers hebben door middel van de enquête aangegeven een grote interesse in themabeleggingen te hebben. Voornamelijk thema’s zoals duurzaam, zorg en leisure zijn relatief veel

genoemd, wat overigens gezien de huidige mediaaandacht voor die onderwerpen niet verassend is. Bij de aanbieders wordt er, hoewel er veel over gesproken wordt, nog weinig aangeboden op dit gebied. Een vastgoedfonds gericht op het thema zorg bestaat nog geheel niet. Er bestaat in Nederland één beursgenoteerd vastgoedfonds dat zich richt op duurzaam vastgoed (het Triodos Vastgoedfonds) en slechts 5% van de fondsen heeft leisure als thema. Indien de aanbieders aan de vraag willen voldoen, zouden er meer van voornoemde themafondsen op de markt moeten worden gebracht. Hierbij moet echter in het oog gehouden worden dat het niet duidelijk is of particuliere beleggers daadwerkelijk de risico's die bij dergelijke producten horen goed kunnen inschatten en of de rendementen die particuliere beleggers eisen ook daadwerkelijk gehaald kunnen worden.

Locatie

Spreading is volgens de geënquêteerden de belangrijkste reden voor particuliere beleggers om vastgoed in de portefeuille op te nemen. Ook de aanbieders hebben de afgelopen vier jaar op verschillende wijzen gezorgd voor risicospreiding en dan wel binnen de fondsen. Sommige aanbieders besteden hier meer aandacht aan dan anderen. De particuliere beleggers hebben door middel van de enquête aangegeven voornamelijk interesse te hebben in Duits, Nederlands en Frans vastgoed. Aanbieders van vastgoedfondsen hebben hier redelijk goed op ingespeeld door voornamelijk fondsen met Nederland vastgoed op de markt te brengen. De laatste tijd komen er ook steeds meer producten op de markt met Duits vastgoed. Voor Frans vastgoed ligt hiermee nog een grote kans voor de aanbieders. Hier wordt nog in mindere mate met vastgoedfondsen geacquireerd. Beleggers hebben aangegeven in Frankrijk voornamelijk interesse te hebben in woning-, winkel- en leisureprojecten.

6.2 Beleggersprofiel

Uit voorgaand onderzoek is gebleken dat particuliere beleggers (beleggers uit het adressenbestand van EAIG) zichzelf voornamelijk als neutrale tot defensieve beleggers beoordelen (Gieling, 2001). Dit in tegenstelling tot de beleggers uit het bestand van Bouwfonds Asset Management waarbij de beleggers zichzelf als neutrale tot agressieve beleggers typeren. Dit resultaat is opvallend aangezien EAIG meer risicovolle producten aanbiedt dan Bouwfonds Asset Management. EAIG biedt voornamelijk value-added tot opportunistische fondsen aan, terwijl Bouwfonds Asset Management zich voornamelijk richt op core en core-plus producten. Dit resultaat kan mede beïnvloed zijn door de tijd die tussen beide onderzoeken verstreken is (namelijk circa 6 jaar), maar in die tijd is er tussen de producten die beide partijen aanbieden in rendement-risicoverhouding weinig veranderd. Wat overigens opvallend is, is dat EAIG op het moment van schrijven failliet is verklaard aangezien een overgroot deel van hun fondsen (welke niet allemaal geanalyseerd zijn in dit onderzoek), het moeilijk hebben gekregen door onder andere de kredietcrisis in de Verenigde Staten (Vastgoedmarkt, 2008; Rengers, 2008). De twee fondsen die de meeste invloed hebben gehad (55 West in Orlando en Arnold Palmer Signature Golfcourse in Parijs) zijn overigens in dit onderzoek niet geanalyseerd (Vastgoedmarkt, 2008).

Beleggingshorizon en participatiegrootte

De looptijden die fondsen door de tijd hanteren worden langer, zoals blijkt uit paragraaf 4.3.5. Waar eerst 7 jaar regulier was en soms 10 jaar werd gehanteerd, is nu ook 8 jaar een veel voorkomende looptijd en 10 jaar meer regulier. De particuliere beleggers die de enquête hebben ingevuld hebben veelal een gewenste looptijd van 10 jaar, zoals blijkt uit paragraaf 5.1.3. Een derde van de respondenten heeft echter een gewenste looptijd van 7 jaar en korter. Er is van vraag naar fondsen met zowel een 'korte' als 'lange' looptijd terwijl de meeste fondsen langere looptijden bieden. In de concurrentiestrijd om de hoogste rendementen aan te kunnen bieden, is de fondsomvang toegenomen en zijn de fees gedaald en is de fondsl looptijd langer geworden. Door de looptijd langer te maken kunnen fees en kosten over meerdere jaren worden verspreid, waardoor het rendement stijgt. Door de participatieomvang te verkleinen zouden beleggers eventueel geprikkeld kunnen worden om hun geld langer in een fonds te willen beleggen. Beleggers willen over het algemeen participaties van € 10.000,-, maar ook kleinere participaties zijn gewenst. De meeste aanbieders bieden participaties van € 15.000,- aan, maar kunnen wellicht kleinere participatiegroottes hanteren.

Informatieverschaffing en communicatie

Op het gebied van informatie en communicatie is in het verleden al veel geschreven. Hierbij lag het accent op de slechte transparantie van de markt en de kennisasymmetrie tussen aanbieders en beleggers. De

beleggers gebruiken onder andere het prospectus als basis voor beleggingsbeslissingen. Uit de enquête lijkt dat de financiële analyse en de risicoanalyse het meest gewaardeerd worden. Hier is sprake discrepantie met de aanbodzijde. Hoewel de informatie die geleverd wordt van enkele aanbieder hierbij aansluit, zijn er fondsen waar in de ogen van de beleggers nog verbeteringen kunnen worden gemaakt. De aannames, besproken in de prospectussen, worden veelal niet duidelijk toegelicht of lijken optimistisch te zijn. Daarnaast blijkt uit paragraaf 4.5.4 dat veel aanbieders, hoewel hier in het verleden al aandacht voor is geweest, de exitprognoses erg optimistisch voorstellen. De financiële analyses van de verschillende producten zijn voor de particuliere beleggers nog steeds slecht vergelijkbaar. De grootste oorzaken hiervan zijn de grote verschillen in de gehanteerde definities (lees berekeningen) van de fees, evenals het gebrek aan een vergelijkbare rendementsvoorstelling. Laatstgenoemde doelt erop dat het grootste deel van de aanbieders uit het onderzoek niet of weinig rekening houden met de tijds waarde van geld. Gezien de verschillende looptijden van de fondsen is het daardoor moeilijk de fondsen met elkaar te vergelijken.

6.3 Rendement en risico

Een essentieel onderwerp dat in dit hoofdstuk nog niet aan de orde is gekomen is het rendement. Onlosmakelijk hiermee verbonden is het begrip risico. Uit de enquête is naar voren gekomen dat voornamelijk het leegstandsrisico zwaar weegt bij beleggingsbeslissingen. Hierbij is het echter wel dat naarmate de belegger offensiever is ingesteld, hij het leegstandsrisico minder snel als reden opgeeft om af te zien van een belegging. Het betreft dus een relatief klein deel van de geënquêteerde beleggers die interesse zou hebben in vastgoedfondsen met het profiel Value Added of risicovoller zoals in tabel 1 is weergegeven. Deze waarneming komt overeen met het verwachte rendement. Wanneer we alle risico's buiten beschouwing laten komt het gemiddelde jaarlijkse rendement dat de aanbieders uit dit onderzoek aanbieden uit op circa 9%. De IRR is circa 7% tot 8% en het enkelvoudig jaarlijkse rendement is circa 6% tot 7%. Particuliere beleggers hebben in de enquête aangegeven een enkelvoudig jaarlijkse rendement op hun vastgoedbeleggingen te verwachten van 7% en een gemiddeld jaarlijkse rendement van 9%. Hieruit blijkt dat de meeste aanbieders voldoen aan de rendementseisen van deze particuliere beleggers ten aanzien van het gemiddelde totaal rendement, maar dat het aangeboden enkelvoudige jaarlijkse rendement vaak te laag is. Het risico dat besloten ligt in de aangeboden vastgoedfondsen is in sommige gevallen te hoog in verhouding tot het rendement, zoals ook waarneembaar is uit grafiek 25. Dit is te verklaren door de grote concurrentiestrijd. Zoals eerder vermeld trachten aanbieders aan de rendementseisen te voldoen door de verkoop van het vastgoed bij het fondseinde zeer ambitieus te prognosticeren. Hierdoor wordt het door de markt geëiste totaal rendement wel gehaald. Het indirecte rendement dat hierin besloten ligt compenseert voor het directe rendement wat lager is dan het geëiste rendement van de particuliere beleggers. Op deze wijze wordt er aan de huidige vraag in een concurrerende markt voldaan.

6.4 De toekomst

Bovenstaande laat duidelijk zien dat er naast een grote afzetpotentie aan de vraagzijde van de particuliere vastgoedfondsenmarkt ook nog een moeilijke vraag aan de aanbieders van vastgoedfondsen wordt gesteld. In de huidige concurrerende markt wordt er namelijk van de aanbieders verlangd om met een grote verscheidenheid aan producten op de markt te komen. Er is vraag naar verschillende typen vastgoed met verschillende risicoprofielen. Daarbij moet het rendement de beleggers natuurlijk ook tevreden stemmen. Dit duidt op een grote mate van innovativiteit en flexibiliteit van niet alleen aanbieders, maar ook van de vastgoedfondsen. Door binnen vastgoedfondsen keuzemogelijkheden op te nemen op het gebied van rendement-risicoverhoudingen, maar ook op het gebied van looptijd en participatiegrootte kunnen aanbieders zich onderscheiden van elkaar. Daarnaast is hiermee een groter afzetgebied voor één fonds te creëren wat de plaatsingskracht van de aanbieder sterk vergroot.

"What we call the beginning is often the end and to make an end is to make a beginning. The end is where we start from."

- Thomas S. Elliot, Amerikaanse schrijver (1888-1965) -

Aanbevelingen

Hoewel dit onderzoek een goed beeld van de huidige markt schetst, blijft het slechts een momentopname. Voor toekomstige beleggingsbeslissingen is het noodzakelijk om verder onderzoek te doen naar de volgende onderwerpen:

- **Aanbiedersanalyse**
Hoewel de aanbodzijde in dit onderzoek excessief is onderzocht verdient het aanbeveling hier een zekere continuïteit in aan te brengen. Hiermee kunnen de bewegingen van de aanbodzijde geanalyseerd worden, wat voor de toekomst tot nieuwe inzichten kan leiden. Daarnaast is er een aantal aspecten van de vastgoedfondsen intensiever geanalyseerd dan andere. Voor de toekomst is het verstandig om verder te kijken naar het vastgoed dat opgenomen wordt in de vastgoedfondsen. Hiermee worden verschillende zaken bedoeld zoals, huurcontracten (looptijden, garanties, solvabiliteit van huurder), locatie en objectkwaliteit. Ten slotte zijn er in dit onderzoek 13 aanbieder met 64 fondsen geanalyseerd. Voor een compleet marktbeeld verdient het aanbeveling de het volledige aanbod te analyseren.
- **Omgevingsvariabelen**
In dit onderzoek is er geen rekening gehouden met omgevingsvariabelen. Voor optimale strategiebepaling is nader onderzoek op de omgevingsvariabelen die van invloed zijn op de vastgoedbeleggingsmarkt te onderzoeken. Het gaat dan naast het bepalen van de huidige situatie ook om trendbepaling om toekomstige situaties in te kunnen schatten.
- **Speciale producten**
In dit onderzoek zijn de particuliere beleggers verschillende speciale producten voorgelegd. Bij een duidelijk inhoudelijke uitleg hiervan is gebleken dat hier relatief veel vraag naar is. Het verdient aanbeveling om te onderzoeken welke producten op welke manier het beste bij de klant onder de aandacht kunnen worden gebracht.
- **Feestructuren**
Teneinde marktconforme fees te hanteren is het verstandig om buiten de feeomvang te blijven zoeken naar nieuwe structuren. Hoewel er al sprake is van meer prestatiegebonden fees zijn er wellicht nog andere mogelijkheden zoals bijvoorbeeld prestatiegebonden upfront fees. Achteraf een bonus of malus op de reeds vooraf door de aanbieder geheven fees op basis van prestatie is wellicht een manier om tot betere prestaties te komen.
- **Vraagzijde**
Hoewel dit onderzoek een goed beeld geeft van de huidige vraag van particuliere beleggers verdient het aanbeveling om een grotere groep beleggers te onderzoeken. Het is namelijk niet met zekerheid vast te stellen dat de enquêteerde groep beleggers representatief is voor alle Nederlandse beleggers. Daarnaast resulteren herhalingen voor een beter beeld van vraagveranderingen, wat in dit onderzoek niet naar voren kon komen. Ten slotte is in dit onderzoek ingegaan op de vraag van particuliere beleggers. Het verdient aanbeveling om ook te onderzoeken hoe deze beleggers bereikt moeten worden. Daarnaast is de enquête zeer uitgebreid geweest. Er is naast de informatie uit dit rapport nog meer informatie beschikbaar. Het verdient aanbeveling om meer verbanden te analyseren.