



rijksuniversiteit  
groningen

# Institutionele vastgoedbeleggers: Beleidsoverwegingen na de kredietcrisis

*Een onderzoek naar het beleid van institutionele vastgoedbeleggers ten aanzien van vastgoed sinds de kredietcrisis en nieuwe regelgeving.*



Jan Herre Zonderland  
Juni 2013

## **Institutionele vastgoedbeleggers: beleidsoverwegingen na de kredietcrisis**

*Een onderzoek naar het beleid van institutionele vastgoedbeleggers ten aanzien van vastgoed sinds de kredietcrisis en de nieuwe regelgeving.*

Rijksuniversiteit Groningen  
Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen  
Masterthesis Vastgoedkunde

Naam: J.H. Zonderland  
Studentnummer: S1917560

Begeleider: Rijksuniversiteit Groningen, dhr. A.R. Marquard  
Tweede lezer: Rijksuniversiteit Groningen, dhr. H.J. Brouwer

Groningen, juni 2013

# Voorwoord

Beste lezer,

Voor u ligt het eindresultaat van mijn afstudeeronderzoek ter afronding van de Master Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen, faculteit Ruimtelijke Wetenschappen. De kredietcrisis en de invloed daarvan op institutionele vastgoedbeleggers speelt een belangrijke rol in dit onderzoek. Natuurlijk is de focus uitgegaan naar de rol van vastgoed binnen de portefeuilles van institutionele beleggers. Maar er wordt in het bijzonder ingegaan op de vraag of het beleggen in vastgoed tijdens en na de crisis nog steeds hetzelfde is als daarvoor.

Door mijn werkzaamheden bij ING op de afdeling beleggen is mijn interesse steeds meer uitgegaan naar de beleggingskant van vastgoed. Ook tijdens de Master heb ik gemerkt dat mijn interesse vooral uitging naar de beleggen gerelateerde vakken van de opleiding. Het lijkt mij interessant om in de toekomst iets te doen met de combinatie vastgoed en beleggen, en dat is dan ook de reden geweest dat ik in deze richting mijn scriptieonderwerp heb gezocht. Het beleggen in vastgoed is dynamisch en constant onderhevig aan invloeden van buiten. Economische factoren en het politieke landschap zijn voortdurend beweging. Dat gegeven maakt het beleggen in vastgoed complex maar interessant.

Dit onderzoek heb ik uitgevoerd onder begeleiding van de heer A.R. Marquard. Hierbij wil hem danken voor de kritische blik en altijd opbouwende toevoegingen die mij hebben geholpen dit onderzoek uit te voeren. Ook gaat mijn dank uit naar de heer Brouwer voor het lezen en beoordelen van dit onderzoek. Mijn dank gaat ook uit naar alle geïnterviewde personen die hebben meegewerkt aan dit onderzoek. Mijn vriendin Jolijn wil ik speciaal bedanken voor haar geduld en ondersteuning tijdens het schrijven van mijn scriptie. Tot slot wil ik nog mijn ouders bedanken voor hun steun in alle opzichten tijdens mijn studieloopbaan.

Groningen, juni 2013,

Jan Herre Zonderland

## Samenvatting

Door de wereldwijde kredietcrisis, die in de Verenigde Staten is ontstaan door een vertrouwenscrisis als gevolg van de onzekere waarden van gebundelde hypotheekproducten, is de wereld er voor institutionele vastgoedbeleggers anders uit gaan zien. Mede door ingevoerde en strengere regelgeving sinds de kredietcrisis zijn liquiditeit en solvabiliteit belangrijke aspecten geworden voor financiële instellingen, pensioenfondsen en verzekeraars. Door middel van prudentieel toezicht zijn banken, verzekeraars en pensioenfondsen gehouden aan strengere liquiditeitseisen en solvabiliteitseisen. Deze eisen komen naar voren in de regelgeving van Basel III en Solvency II, waarvan eerstgenoemde voornamelijk betrekking heeft op banken en laatstgenoemde gevolgen heeft voor pensioenfondsen en verzekeraars. De regelgeving heeft dus invloed op het beleid van institutionele vastgoedbeleggers. Voor pensioenfondsen en verzekeraars in de vorm van asset liability management en de keuzes die daarin gemaakt worden sinds de kredietcrisis. Daarnaast voor beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers in de vorm van het (her)financieren van vastgoedobjecten. Deze problematiek heeft geleid tot onderstaande onderzoeksvraag waarmee is getracht het beleid van institutionele vastgoedbeleggers sinds de kredietcrisis en ingevoerde regelgeving in kaart te brengen.

*Op welke manier heeft de kredietcrisis het beleid van institutionele- en vastgoedbeleggers ten aanzien van beleggen in direct vastgoed veranderd, en hoe kan de institutionele vastgoedbelegger zich tegen de invloeden van de kredietcrisis wapenen?*

Institutionele vastgoedbeleggers als pensioenfondsen en verzekeraars beleggen in vastgoed volgens een bepaalde verhouding ten opzichte van andere assets (asset liability management). Volgens de Moderne Portefeuille Theorie zou vastgoed het risico binnen de portefeuille kunnen verlagen vanwege de beperkte correlatie ten opzichte van andere beleggingscategorieën. Daarnaast wordt vastgoed in de portefeuille opgenomen omdat het rendementsverhogend werkt, een constante kasstroom genereert en het historisch gezien een goede bescherming biedt tegen inflatie. Sinds de Solvency II regelgeving moeten pensioenfondsen en verzekeraars echter een kapitaalbuffer aanhouden, afhankelijk van de soort belegging, het risico en de volatiliteit van een belegging. Als gevolg hiervan kan vastgoed in de toekomst mogelijk een andere positie binnen de portefeuille gaan innemen. De Basel III regelgeving komt tot uiting in de balans van de banken, waarbij de regelgeving voorschrijft dat er voor elke lening een bepaalde hoeveelheid geld moet worden aangehouden door de banken. De regelgeving die bedoeld is om de balans van banken gezonder te maken heeft echter negatieve gevolgen voor de beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers. Bij het (her)financieren van vastgoed zal de mate van financiering met vreemd vermogen lastiger worden en in de toekomst eventueel afnemen.

De experts die deze ontwikkelingen zijn voorgelegd noemen als kernpunten de waardeontwikkeling van vastgoed, het vastgoed binnen de asset allocatie, regelgeving en de kenmerken van vastgoed. Door experts wordt de waardeontwikkeling niet als zorgelijk gezien op de lange termijn. Door de kenmerken van vastgoed kan de rol van vastgoed binnen de portefeuille juist belangrijker gaan worden. Daarnaast worden de gevolgen van regelgeving als problematisch gezien, maar kijkend naar risicoperceptie en risicotolerantie zien experts ook binnen de ingestelde regelgeving mogelijkheden voor vastgoedbeleggingen. Communicatie over rendementen, het zoeken naar vastgoed met een lagere volatiliteit, meer direct in plaats van indirect vastgoed en het modelleren van risico's worden door experts als de sleutel gezien naar een succesvol beleggingsbeleid ten aanzien van vastgoed binnen de huidige regelgeving.

Uit de jaarverslagen van pensioenfondsen PGGM, beursfondsen Vastned Retail en verzekeraar ASR blijkt dat het beleid ten aanzien van vastgoed enigszins is veranderd sinds de kredietcrisis. In de jaarverslagen is gekeken naar het beleid ten aanzien van solvabiliteit, risicomanagement en communicatie. Uit alle jaarverslagen is gebleken dat solvabiliteitsdoelstellingen niet drastisch zijn aangepast, maar dat er wel scherper op gestuurd wordt. In het laatste jaar wordt het vaak gekoppeld aan risicomanagement, terwijl dit voor de kredietcrisis meer los van elkaar werd gezien. Risicomanagement komt in de jaarverslagen als belangrijk item naar voren. Tot slot is communicatie een zeer belangrijk aspect in alle jaarverslagen van 2012. Ten opzichte van het begin van de kredietcrisis staat het belang van huurders en uitkeringsgerechtigden veel meer centraal.

Na het raadplegen van experts en het bestuderen van de jaarverslagen van vastgoedbeleggers is geconcludeerd dat de ontwikkelingen sinds de kredietcrisis invloed hebben op een aantal aspecten van het vastgoed.

1. Men heeft behoorlijk moeten afwaarderen op commercieel vastgoed en er wordt verwacht dat ook bij secundair vastgoed er nog meer afwaarderingen plaats zullen vinden.
2. Ook de beperkte financiering zal nog invloed hebben op de negatieve waardeontwikkeling van vastgoed. Op de lange termijn wordt het door experts niet als problematisch gezien omdat veel beleggers een horizon van dertig jaar hanteren.
3. Binnen de strategische beleggingsallocatie ziet men nog steeds een belangrijke rol voor vastgoed weggelegd. Pensioenfondsen en verzekeraars hanteren een minimale horizon van dertig jaar en over lange termijn bekeken zal de correlatie van vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën nog steeds gelden. Daarnaast wordt de inflatiebescherming en constante kasstroom als belangrijke reden genoemd om vastgoed toch in dezelfde mate aan te houden binnen de portefeuille.

Er wordt door de experts erkend dat de regelgeving invloed heeft op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en verzekeraars. De prikkel om grotere kapitaalbuffers aan te houden zal kunnen zorgen voor een defensiever beleggingsbeleid. De risicoperceptie van vastgoed wordt echter wel als kanttekening genoemd binnen de strategische asset allocatie. Wanneer er aangetoond kan worden dat het risico van een vastgoedbelegging beperkt is, zal vastgoed een belangrijke rol binnen de portefeuille blijven spelen. Ook de mate van financiering met vreemd vermogen zal een belangrijk aspect worden in het vastgoedbeleggingsbeleid. Zodra pensioenfondsen en verzekeraars kunnen beleggen in vastgoed dat met een beperkte hoeveelheid vreemd vermogen is gefinancierd, zal de rol van vastgoed binnen de portefeuille stand kunnen houden. Ook voor beursgenoteerde en niet –beursgenoteerde vastgoedbeleggers zal dit gegeven een ‘trigger’ zijn om objecten te financieren met meer eigen vermogen. Ook voor deze bedrijven is het namelijk van belang om aantrekkelijk te blijven voor de eindbelegger.

Als aanbeveling kan dat ook worden gezegd dat binnen het vastgoedbeleggingsbeleid communicatie steeds belangrijker wordt. Hiermee wordt bedoeld de communicatie naar huurders, beleggers en uitkeringsgerechtigden. Ook het verlagen van de mate van financiering met vreemd vermogen is een belangrijk aandachtspunt om vastgoed aantrekkelijk te houden als belegging. Voor pensioenfondsen en verzekeraars wordt risicomanagement en het lobbyen steeds belangrijker. Wanneer men kan aantonen bij de Europese Commissie en andere toezichthouders dat vastgoedbeleggingen in bepaalde opzichten beperkte risico's met zich mee brengt, kan vastgoed in de portefeuille een belangrijke rol blijven spelen.

# Inhoudsopgave

Voorwoord .....	3
Samenvatting.....	4
Inhoudsopgave .....	6
1. Inleiding.....	8
1.1 Aanleiding .....	8
1.2 Afbakening van de thesis .....	10
1.3 Probleem-, doel-, en vraagstelling.....	10
1.4 Relevantie.....	11
1.5 Onderzoeksmethodiek .....	11
1.6 Conceptueel model .....	12
1.7 Leeswijzer .....	13
2. Kredietcrisis.....	14
2.1 Ontstaan kredietcrisis .....	14
2.2 Oorzaken .....	14
2.3 Gevolgen .....	15
3. Institutionele beleggers en vastgoed .....	17
3.1 Institutionele beleggers .....	17
3.2 Moderne Portefeuille Theorie .....	19
3.3 ALM studies .....	20
3.4 Beleggen in Vastgoed.....	21
3.4.1 Risico's.....	21
3.4.2 Direct vastgoed.....	21
3.5 Waardeontwikkeling vastgoed .....	22
4. Politiek landschap en regelgeving .....	26
4.1 Toezicht.....	26
4.2 Gevolgen institutionele beleggers .....	28
4.3 Gevolgen (Niet) – beursgenoteerde vastgoedbelegger.....	30
5. Onderzoeksmethodologie.....	32
5.1 Koppeling theorie naar praktijk.....	32
5.2 Kwalitatief onderzoek .....	33
5.3 Casestudie.....	38
Figuur 8: Voorbeeld codering interviews (eigen bewerking).5.3 Casestudie .....	37
6. Resultaten .....	39
6.1 Waardeontwikkeling .....	39
6.2 Asset allocatie .....	40
6.3 Regelgeving.....	41
6.3.1 Kapitaalbuffer.....	43
6.3.2 Leverage .....	44
6.4 Kenmerken vastgoed .....	45
6.5 Hoofdpunten.....	47
7. Meervoudige casestudy.....	48
7.1 PGGM .....	48
7.2 Vastned Retail .....	50
7.3 ASR.....	51
8. Conclusie en aanbevelingen .....	53
8.1 Conclusie.....	53
8.2 Aanbevelingen.....	56

10. Literatuur.....	59
Bijlage A: Interview Hans Op 't Veld d.d. 20 februari 2013 .....	63
Bijlage B: Interview Marieke van Kamp d.d. 14 maart 2013 .....	67
Bijlage C: Interview Patrick Ruwiel d.d. 22 maart 2013 .....	71
Bijlage D: Interview Tom de Witte d.d. 22 maart 2013.....	75
Bijlage E: Interview Rodney Zimmerman d.d. 11 april 2013.....	80
Bijlage F: Interview Ton van Welie d.d. 22 april 2013.....	85
Bijlage G: Interview Coen Mica d.d. 25 april 2013 .....	89
Bijlage H: Interview Ingmar Bergmann d.d. 25 april 2013.....	93
Bijlage I: Codering interviews .....	97

# 1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal worden beschreven waarom er is gekozen onderzoek te doen naar het effect van de kredietcrisis op het beleggingsbeleid van institutionele vastgoedbeleggers, en dan met name het beleid ten aanzien van beleggingen in direct vastgoed. In de aanleiding wordt duidelijk waarom er voor dit onderwerp gekozen is, waarna er in de tweede paragraaf wordt weergegeven hoe het onderzoek is afgebakend. In de derde paragraaf wordt het onderzoek gedefinieerd door middel van een probleem-, doel-, en vraagstelling met de bijbehorende centrale vraag en deelvragen. Vervolgens zal met de onderzoeksmethodiek, het conceptueel model en de leeswijzer worden aangegeven hoe er een antwoord kan worden gegeven op de probleemstelling.

## 1.1 Aanleiding

De wereldwijde kredietcrisis die in de Verenigde Staten is begonnen met de sub-prime hypotheek, heeft indirect tot een ander beleggerklimaat geleid voor de institutionele vastgoedbeleggers. Door deze zogenoemde gebundelde hypotheek uit het lage segment is er een vertrouwenscrisis ontstaan op de interbancaire geldmarkt die grote gevolgen heeft voor de financiering van direct vastgoed (hollandimmogroup, 2009). Het groot aantal complexe producten, met in belangrijke mate de mortgage backed securities (MBS) en de daaruit voortkomende collateralized debt obligations (CDO's) hebben deze vertrouwenscrisis veroorzaakt. Door de complexiteit van deze verzekeringen was het moeilijk om de waarde van deze producten te kunnen inschatten. Daling van de huizenprijzen, betalingsproblemen bij Amerikaanse huishoudens en uiteindelijk de gebrekkige liquiditeit van deze verzekeringen hebben tot grote twijfels wat betreft de waarde van de activa geleid. En daarmee bleek ook de werkelijke waarde van een financiële instelling moeilijk in te schatten (hollandimmogroup, 2009).

Het is bekend dat hierdoor het vertrouwen tussen banken onderling is weggefallen, waardoor de geldmarkt is stil gevallen. Door ingrijpen van overheden en centrale banken is het bancaire systeem in beweging gebleven en is het vertrouwen van spaarders gewaarborgd. Deze noodzakelijke overheidssteun heeft ook het vertrouwen tussen banken onderling en de kredietverstrekking aan het bedrijfsleven moeten verbeteren. Maar zoals gezegd is er door een gebrek aan vertrouwen en liquiditeit op de geld- en kapitaalmarkt een probleem ontstaan bij het (her)financieren van vastgoed. Banken zijn in sommige gevallen gestopt nieuwe financieringen te verstrekken of zijn slechts bereid financieringen te verstrekken tegen veel hogere rentepercentages (Neprom). Als gevolg hiervan staat ook de waardeontwikkeling van direct vastgoed onder druk, wat negatieve gevolgen heeft voor het indirecte rendement van beleggers. Hoewel alleen beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers afhankelijk zijn van financiering met behulp van vreemd vermogen heeft de kredietcrisis ook invloed gehad op pensioenfondsen en verzekeraars. Deze laatstgenoemde beleggers investeren de ontvangen premies in de verschillende assets, maar merken als gevolg van ingevoerde regelgeving ook de effecten van de kredietcrisis (Neprom). Het ontstaan, de oorzaken en de gevolgen van de kredietcrisis zullen ook in hoofdstuk twee nog aan de orde komen.

Dit wordt mede veroorzaakt door nieuwe financiële wet- en regelgeving waaraan financiële instellingen moeten voldoen. Deze regelgeving heeft voornamelijk betrekking op de kapitaaleisen van de banken en institutionele vastgoedbeleggers. Deze strengere eisen, opgelegd vanuit het Basel III akkoord, worden noodzakelijk geacht om de financiële weerbaarheid van banken en het vertrouwen in de sector te vergroten (Rabobank, 2011). Banken moeten meer kapitaal aanhouden ten opzichte van hun uitstaande leningen. Door spaargeld aan te trekken kan de buffer worden vergroot. Maar doordat kapitaal en liquiditeit



schaars zijn, zullen banken risicovolle en kapitaalintensieve activiteiten verminderen (Rabobank, 2011). Het toezicht op institutionele beleggers is vergroot door de solvabiliteit richtlijn, Solvency II. Hierin wordt er door middel van prudentieel toezicht gekeken naar de risico's die deze partijen lopen, om zo solvabiliteitsproblemen te voorkomen. Er wordt daarom meer dan ooit aandacht besteed aan risicomanagement. Alle relevante risico's moeten worden meegenomen om een goed beeld te krijgen. Bij deze 'totale balans' benadering worden alle verplichtingen en middelen op marktwaarde gewaardeerd (Verbond van Verzekeraars, 2011). Dit alles heeft een grote impact op (her)financieringsbeslissingen van institutionele vastgoedbeleggers.

Met name op het terrein van commercieel vastgoed liggen deze financieringsbeslissingen gecompliceerd. De onzekerheden over toekomstige financieringsverhoudingen en daarmee samenhangende rendementen en vastgoedwaarden leveren een cirkelredenering op die de marktstagnatie versterkt (Neprom). De kritische opstelling van banken en beleggers zal maken dat minder partijen in commercieel vastgoed zullen kunnen beleggen, dat projectfinancieringen lastiger te verkrijgen zijn en dat – als het gaat om bestaand commercieel vastgoed – banken de teugels aan zullen halen. Ze worden strikter als het gaat om herwaarderingen en gaan meer eisen stellen aan het eigen vermogen wat beleggers moeten inbrengen. Door deze ontwikkelingen gaat de locatie van commercieel vastgoed weer meer tellen, evenals de verhuurbaarheid op lange termijn (Neprom).

Omdat direct vastgoed arbeidsintensief, kapitaalintensief en illiquide is, blijkt er steeds vaker te worden gekozen voor indirect vastgoed in de portefeuille (Van Gool et al, 2007). Maar uit verder onderzoek blijkt dat juist in crisistijden de rol van direct vastgoed in de portefeuille niet mag worden onderschat. Het blijkt namelijk dat direct vastgoed in moeilijke tijden een stabiel rendement laat zien, en beter presteert dan indirect vastgoed (Baum, 2011). Daarbij zal volgens Frijns, (2010) diversificatie in crisistijden minder effectief zijn, doordat de correlatie tussen de verschillende beleggingscategorieën dan oploopt. Dit kan dan omslaan in een krediet- en liquiditeitsrisico (Frijns, 2010). Ook blijkt uit cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek, dat er in 2008 als gevolg van de financiële crisis een kentering is gekomen in de verschuiving van direct naar indirect vastgoed in portefeuilles van institutionele beleggers. Door de financiële crisis is deze trend juist weer omgekeerd (CBS, 2009). Hieruit blijkt dat direct vastgoed juist tijdens de kredietcrisis een belangrijke rol in de portefeuille van institutionele beleggers kan vervullen. Direct vastgoed is niet onderhevig aan het sentiment op de aandelenmarkten en voorziet meestal in een constante kasstroom (Van Gool et al, 2007).

De keuzes hierin worden gemaakt aan de hand van Asset Liability Management – studies. De kredietcrisis heeft er in ieder geval toe geleid dat beleggers zich bewuster zijn geworden van de risico's. De ALM – modellen zullen nader worden bekeken en opnieuw worden ingevuld. Institutionele vastgoedbeleggers zullen zich met name bewust moeten worden van de gevolgen van stressscenario's als een kredietcrisis. Daarnaast zijn ALM – modellen vaak gebaseerd op constante lange termijnverwachtingen en houden ze geen rekening met het huidige stadium binnen de economische cyclus. Sinds de kredietcrisis is duidelijk geworden dat aan de hand van een rekenmodel geen voorspellingen gedaan kunnen worden. (AON, 2009). Juist daarom is het van belang om te kijken hoe de financieringsproblematiek als gevolg van de kredietcrisis, maar met name de regelgeving als gevolg van de kredietcrisis en de waardeontwikkeling van vastgoed, het beleid van institutionele beleggers ten aanzien van direct vastgoed beïnvloedt.

## **1.2 Afbakening van de thesis**

Het landschap voor vastgoedbeleggingen is wereldwijd dus behoorlijk veranderd onder invloed van de kredietcrisis. Met name de (her)financiering en waardeontwikkeling van vastgoed is onder druk komen te staan. Er zal in dit onderzoek daarom worden gekeken naar het direct vastgoed in de beleggingsportefeuille van institutionele vastgoedbeleggers. Beursgenoteerde vastgoedbeleggers en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers zullen in dit onderzoek worden meegenomen, evenals de pensioenfondsen en verzekeraars als eindbelegger van veel premies in direct vastgoed. Het onderzoek wordt uitgevoerd vanuit het perspectief van de institutionele vastgoedbelegger en wordt gehouden onder institutionele beleggers die verbonden zijn aan de Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland (IVBN). De focus zal zijn gericht op het beleid ten aanzien van direct vastgoed in de portefeuille, waarbij gekeken wordt naar de verschillende beleggingscategorieën die er te onderscheiden zijn binnen direct vastgoed. Daarnaast zal onderscheid worden gemaakt tussen primair en secundair vastgoed.

## **1.3 Probleem-, doel-, en vraagstelling**

### **Probleemstelling**

*Als gevolg van de kredietcrisis is voor institutionele- en vastgoedbeleggers het landschap voor beleggingen in direct vastgoed ingrijpend veranderd.*

### **Doelstelling**

*Het verkrijgen van inzicht in het beleggingsbeleid van institutionele- en vastgoedbeleggers ten aanzien van vastgoed, als gevolg van de kredietcrisis.*

### **Vraagstelling**

De centrale vraag luidt:

*Op welke manier heeft de kredietcrisis het beleid van institutionele- en vastgoedbeleggers ten aanzien van beleggen in direct vastgoed veranderd, en hoe kan de institutionele vastgoedbelegger zich tegen de invloeden van de kredietcrisis wapenen?*

Daaruit vloeien de volgende deelvragen voort:

1. Hoe is de kredietcrisis ontstaan en wat zijn de oorzaken en de gevolgen van de kredietcrisis?
2. Wat is de rol van vastgoed in de portefeuille van institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars?
3. Wat zijn de gevolgen van financiële wet- en regelgeving voor institutionele vastgoedbeleggers?
4. Is de waardeontwikkeling van vastgoed sinds de kredietcrisis nog voldoende voor beleggers en moeten er niet meer afwaarderingen plaatsvinden?
5. Kan vastgoed nog steeds dezelfde rol vervullen in de strategische asset allocatie sinds de kredietcrisis?
6. Is door politieke en financiële regelgeving vastgoed nog een aantrekkelijke belegging voor institutionele- en vastgoedbeleggers?
7. Kunnen de kenmerken van vastgoed nog steeds van hetzelfde belang zijn als voor de kredietcrisis, of worden er andere keuzes gemaakt met betrekking tot vastgoedbeleggingen?
8. Komt de opvatting van de geïnterviewden ook naar voren in het beleid van institutionele vastgoedbeleggers?

## **1.4 Relevantie**

In deze paragraaf wordt beschreven op welke manier dit onderzoek op zowel maatschappelijk als wetenschappelijk vlak een bijdrage levert.

### **Maatschappelijke relevantie**

Direct vastgoed vormt een belangrijke categorie is de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers. Zoals eerder gezegd staat sinds de kredietcrisis de financiering van vastgoed onder druk. De keuze die beleggers maken ten aanzien van vastgoed kan dus veranderd zijn als gevolg van de crisis. De verhoudingen tussen primair en secundair vastgoed, en ook de verhoudingen tussen de verschillende categorieën als kantoren, winkels en woningen kunnen hierdoor veranderen. Het beleid van institutionele beleggers ten aanzien van direct vastgoed kan maatschappelijk gezien doorwerken. Dit kan naar voren komen in de ontwikkeling van bepaalde locaties of nog te ontwikkelen locaties.

### **Wetenschappelijke relevantie**

Zoals al is benoemd, is er veel onderzoek gedaan naar de rol van vastgoed in de portefeuille van institutionele beleggers. Echter, door de kredietcrisis zullen beleggers anders tegen vastgoed aan zijn gaan kijken. Door de negatieve ontwikkeling van indirect rendement van direct vastgoed zal de portefeuille van beleggers er anders uit gaan zien. Dit onderzoek zal een bijdrage leveren aan de keuzes die beleggers, als gevolg van politieke regelgeving moeten maken, sinds het uitbarsten van de kredietcrisis. Het beleid ten aanzien van direct vastgoed sinds de aanvang van de crisis zal nader belicht worden. Met name of er door de beperktere financieringsmogelijkheden een switch merkbaar is in het direct vastgoed van de portefeuille.

## **1.5 Onderzoeksmethodiek**

Het onderzoek zal deels beschrijvend zijn omdat door middel van bestaande literatuur en expertinterviews een feitelijke registratie van de informatie plaatsvindt (Baarda en De Goede 1997). Daarnaast is er een vermoeden dat de kredietcrisis een dusdanige invloed heeft op de waardeontwikkeling van direct vastgoed, dat het beleid van institutionele vastgoedbeleggers ten aanzien van beleggen in direct vastgoed ook veranderd is. Daarom is er sprake van exploratief onderzoek. Hierbij wordt onderzocht of het beleid, besproken met professionals, ook terug te zien is in de portefeuille van institutionele beleggers (Baarda en De Goede, 1997). De volgorde van de deelvragen is zo opgesteld, dat er uiteindelijk naar een antwoord op de centrale vraag zal worden toegewerkt.

Het onderzoek kan worden samengevat in de onderstaande drie stappen:

### **Stap 1 (beschrijvend) - literatuurstudie**

Het onderzoek begint met een literatuuronderzoek waarin de eerste drie deelvragen zullen worden beantwoord. De kredietcrisis en haar ontstaan zal worden beschreven, evenals de oorzaken en gevolgen hiervan. In het theoretisch kader zal de rol van direct vastgoed in de portefeuille van institutionele beleggers zal naar voren komen en zal worden ingegaan op de voor- en nadelen van direct vastgoed. Het antwoord op de derde deelvraag zal worden gegeven aan de hand van het empirisch kader, waarbij de invloed van financiële wet- en regelgeving op de financiering van direct vastgoed uiteen zal worden gezet (Baarda en De Goede, 1997).

### **Stap 2 (exploratief) – interviews professionals**

Na een analyse van de rol van direct vastgoed in de portefeuille en de vernieuwde financiële wet- en regelgeving, zal met experts de gevolgen hiervan worden besproken. Door middel van interviews met experts zal getracht worden een antwoord te geven op deelvraag vier tot en met zeven. De manier waarop institutionele vastgoedbeleggers nu kijken naar de

verschillende soorten direct vastgoed zal worden onderzocht. Er zal worden besproken of de institutionele vastgoedbeleggers sinds de kredietcrisis anders omgaan met primair en secundair vastgoed. Eveneens zal onderzocht worden of er nu als gevolg van de crisis anders wordt omgegaan met de verschillende categorieën vastgoed als kantoren, winkels of woningen. Het gaat hierbij om kwalitatieve semigestructureerde expertinterviews waarbij inzicht wordt verkregen in ervaringen en opvattingen van experts (Baarda en De Goede, 1997).

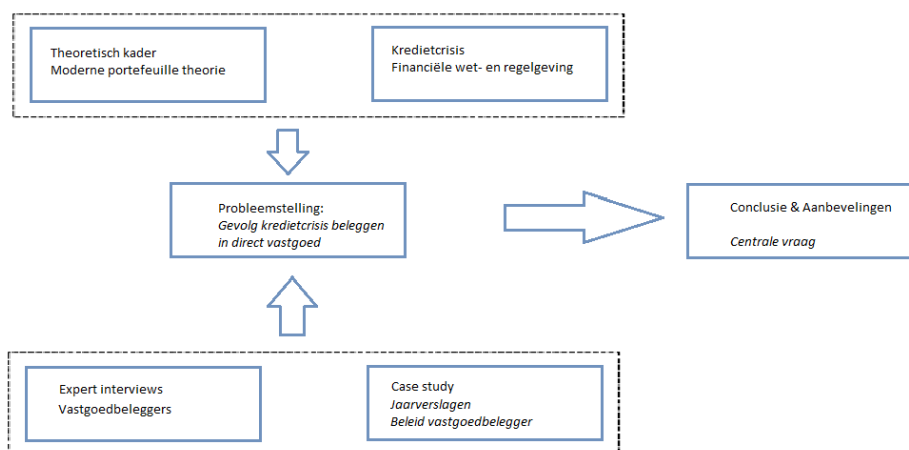
### Stap 3 (exploratief) – casestudie naar het beleid van vastgoedbeleggers

Nadat er op basis van de literatuur en expertinterviews een beeld is gevormd van de gevolgen voor institutionele vastgoedbeleggers sinds de kredietcrisis, zal er een casestudie worden uitgevoerd. Hierin zal worden gekeken of de uitkomsten van het literatuuronderzoek en de interviews is terug te zien in het beleid van institutionele beleggers. Het antwoord op deelvraag acht zal worden gegeven door de jaarverslagen van institutionele vastgoedbeleggers te raadplegen. Gekeken wordt of de gevolgen van de kredietcrisis en ingevoerde regelgeving, die naar voren zijn gekomen in de literatuurstudie en gesprekken met professionals, ook zichtbaar zijn in het beleid wat gevoerd wordt door de beleggers. Er zal worden getracht te beoordelen of er sinds de crisis een verandering van het beleid zichtbaar is geworden ten aanzien van het beleggingsbeleid van institutionele vastgoedbeleggers.

Op basis van het literatuuronderzoek, de interviews met experts en de casestudie naar het beleid dat gevoerd wordt door institutionele vastgoedbeleggers zal er antwoord worden gegeven op de hoofdvraag van dit onderzoek. Het beleid van institutionele beleggers ten aanzien van het beleggen in direct vastgoed zal mogelijk veranderd zijn als gevolg van de kredietcrisis en ingevoerde regelgeving. Het antwoord op deze hoofdvraag zal in de conclusie naar voren komen, waarna tevens aanbevelingen zullen worden gedaan ten aanzien van het beleid dat gevoerd kan worden in vastgoedbeleggingen sinds de kredietcrisis (Baarda en De Goede, 1997).

## 1.6 Conceptueel model

De uitwerking van dit onderzoek is schematisch weergegeven in onderstaand conceptueel model (figuur 1).



Figuur 1: conceptueel model (eigen bewerking)

## **1.7 Leeswijzer**

In hoofdstuk 2 zal is het kader van de kredietcrisis worden geschetst, waarin het ontstaan van de crisis, de oorzaken en de gevolgen aan bod zullen komen. Hoofdstuk 3 zal bestaan uit het theoretisch kader, waarin de Moderne Portefeuille Theorie naar voren zal komen. In hoofdstuk 4 zal te theorie omtrent de politieke en financiële regelgeving worden geschetst, alsmede de theoretische gevolgen van de regelgeving. Hoofdstuk 5 zal de onderzoeksmethodiek die gehanteerd is weergeven. In hoofdstuk 6 komen de resultaten aan de orde die uit interviews met experts naar voren zijn gekomen. Daarna zal hoofdstuk 7 een uitwerking laten zien van de meervoudige casestudie met betrekking tot de jaarverslagen van vastgoedbeleggers. Tot slot zal in hoofdstuk 8 met een conclusie antwoord worden gegeven op de hoofdvraag en zullen er tevens aanbevelingen gedaan worden.

## **2. Kredietcrisis**

In dit hoofdstuk zal de kredietcrisis die in 2007 is ontstaan aan de orde komen. Allereerst zal omschreven worden wat er met de kredietcrisis wordt bedoeld en hoe die is ontstaan. Daarna zullen de oorzaken van het ontstaan van deze crisis uiteen worden gezet en tot slot zullen de gevolgen voor verschillende partijen aan de orde komen.

### **2.1 *Ontstaan kredietcrisis***

De kredietcrisis is in 2007 ontstaan in de Verenigde Staten door stijgende rentes en dalende huizenprijzen. Doordat de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt oversloegen naar de internationale kredietmarkt is de kredietcrisis ontstaan. Volgens Caballero et al. (2008) zijn de problemen overgeslagen naar de kredietmarkt door de macro-economische onevenwichtigheden die een zeepbel op de huizen- en aandelenmarkt hebben gecreëerd. Ook de regulering van het financiële systeem liet te wensen over bij steeds meer innovatieve financiële producten (Caballero et al. 2008).

Na de internetcrisis (2000-2001) heeft het stelsel van centrale banken in de Verenigde Staten (FED) de rente stapsgewijs verlaagd van 6% naar 1,75%. Op deze manier werd het voor particulieren en bedrijven makkelijk gemaakt geld te lenen tegen ook nog een variabele rente. Vanaf 2006 heeft de FED, de centrale bank van de Verenigde Staten, de rente binnen twee jaar verhoogd naar 5%, wat gevolgen had voor de woningprijzen. Woningbezitters zaten als gevolg hiervan ineens met risicovolle leningen, ook wel de subprime leningen genoemd. Van Ewijk en Teulings (2009) noemen dit ook wel 'rommelhypotheken' omdat de woningeigenaren een financiering hebben gekregen die gebaseerd was op een verwachte prijsstijging van de woning. Het tegengestelde was echter het geval waardoor woningeigenaren in de problemen kwamen. Dit kwam mede doordat bij subprime-hypotheken veel meer gefinancierd werd dan de waarde van de woning. Toen de woningprijzen begonnen te dalen konden de subprime hypotheken niet meer worden ingeruild voor de prime-hypotheken. Dit zou een hypotheek zijn die wel overeen komt met de waarde van de woning en daarom een lagere rentevoet heeft. Door de stijgende rentevoet en dalende woningprijzen, werd echter het risico op wanbetalers steeds groter (Van Ewijk en Teulings, 2009).

Het probleem was dat de subprime hypotheken werden gebundeld in financiële producten die verhandelbaar waren (mortgage backed securities). Deze pakketten werden wereldwijd verhandeld, waardoor het onduidelijk was wie precies de risico's van eerder genoemde wanbetalers droegen. Door dit onderlinge wantrouwen is uiteindelijk de interbancaire geldmarkt stil komen te vallen en heeft de kredietcrisis zich wereldwijd verspreid.

### **2.2 *Oorzaken***

Hoewel in de vorige paragraaf al enigszins naar voren is gekomen wat de oorzaken van de kredietcrisis zijn, zullen in deze paragraaf de onderliggende oorzaken nader worden omschreven. Er is veel onderzoek gedaan naar de oorzaken van de kredietcrisis en die zullen hieronder kort worden samengevat.

#### **Securitisatie**

De grote toename in kredietverstrekking voorafgaand aan de crisis ligt volgens de Nederlandse Bank (2010) ten grondslag aan de kredietcrisis. Met name het verpakken van hypotheken, om ze daarna door te verkopen wordt vaak genoemd. Dit wordt ook wel securitisatie genoemd, waarmee het kredietrisico op hypotheken verhandeld en gespreid kan worden. Omdat deze pakketten vaak geplaatst werden in een speciale entiteit (special purpose vehicles) konden veel banken regelgeving ontwijken. Veel landen stelden geen kapitaaleisen aan SPV, waardoor de banken weer meer ruimte hadden voor de

kredietverstrekking. Op het moment dat de crisis uitbrak bleek echter dat de leningen alleen virtueel van de balans waren gehaald, waardoor veel banken in de problemen kwamen (Bijlsma et al., 2009).

### **Risicomanagement**

Mede door securitisatie heeft het risicomanagement van banken gefaald. Omdat banken het kredietrisico konden verzekeren of doorverkopen was de noodzaak tot het managen van de kredieten verdwenen. In beginsel moet de bank bedrijven of particulieren monitoren om zo het kredietrisico te beperken. Door securitisatie verdween deze noodzaak naar de achtergrond (Bijlsma et al., 2009). Ook worden door Bijlsma et al. (2009) kredietbeoordelaars als Standard & Poors genoemd als oorzaak van de crisis. Volgens de onderzoekers treedt er belangenverstremgeling op omdat banken tegen betaling de rating van de financiële producten kregen, waardoor banken de mogelijkheid hadden te kiezen voor de kredietbeoordelaar met de meest gunstige rating. Ook werd er geadviseerd door de beoordelaars, in de mogelijkheden met betrekking tot de meest gunstige samenstelling van de gebundelde leningen.

### **Balansoverschotten**

Volgens Bijlsma en Suyker (2008) was er voor het ontstaan van de crisis sprake van grote macro economische verschillen. In Aziatische en olieproducerende landen was een groot overschot aan geld wat in deze landen moeilijk belegd kon worden. Deze overschotten werden voornamelijk belegd in het westen, en met name de Verenigde Staten. Doordat er op deze manier een groot overschot aan kapitaal in het westen ontstond werd de rente gedrukt, waardoor geld lenen gestimuleerd werd (Bijlsma et al., 2009). Ook aandelen- en huizenprijzen stegen door de grote hoeveelheid geld die in omloop was, wat uiteindelijk leidde tot een zeepbel.

### **Great Moderation**

Ook wordt in het onderzoek van Bijlsma et. al. (2009) de lage volatiliteit van inflatie en van de productiegroei als oorzaak van de kredietcrisis genoemd. Het verschijnsel, ook wel omschreven als great moderation, is ontstaan na beleidsveranderingen als gevolg van de crisis in de jaren tachtig. Sindsdien heeft de Europese Centrale Bank met het monetaire beleid ervoor gezorgd dat de inflatie laag en stabiel bleef. Door economische ontwikkelingen als de opkomst van de dienstensector, lagere voorraadafhankelijkheid en globalisering is de volatiliteit ook afgenomen. Als gevolg van de lagere volatiliteit werden risico's lager ingeschat, wat geleid heeft tot het aangaan van hogere schulden, het aanhouden van kleinere kapitaalbuffers en meer investeringen. Achteraf blijkt dat de risico's door de lage volatiliteit te laag zijn ingeschat en dat veel bedrijven in de problemen kwamen (Bijlsma et. al., 2009).

## **2.3 Gevolgen**

De gevolgen naar aanleiding van de kredietcrisis zijn voor verschillende partijen groot. Met name de vraag, hoe lang en in welke mate de crisis doorwerkt in de prijzen van aandelen en woningen leidt tot grote onzekerheid. Deze onzekerheid heeft toegeslagen bij financiële instellingen en banken, bedrijven, consumenten en de overheid.

Als gevolg van de kredietcrisis is de vermogenspositie van banken zwaar aangetast. De overheid heeft zelfs moeten bijspringen om een aantal banken van een faillissement te redden. Als gevolg hiervan en toenemende regelgeving is het voor banken lastiger om kredieten te verstrekken. Omdat in het verleden met het verstrekken van kredieten veel geld werd verdiend, drukt dit op de winsten van financiële instellingen.

De invloed van de kredietcrisis op Nederlandse huishoudens komt voornamelijk naar voren in het grote verlies op de aandelenmarkten. Omdat de beurzen wereldwijd gehalveerd zijn is

er sinds begin 2008 ongeveer 60 miljard euro verdampt. Ook is door de daling van de woningprijzen een deel van het vermogen van huishoudens in rook opgegaan, omdat een groot deel van het vermogen van Nederlanders in de eigen woning zit. Tot slot is door de daling van de aandelenbeurzen ook het pensioen van Nederlanders geraakt door de crisis (Bijlsma et. al., 2009).

Voor bedrijven heeft de daling van het onroerend goed tot gevolg dat ze moeilijk aan krediet kunnen komen omdat het onroerend goed vaak als onderpand wordt gebruikt. Volgens Bijlsma et. al. (2009) is het beleggingsrisico in bedrijven ook toegenomen, waardoor het voor bedrijven lastiger is om aan vreemd vermogen te komen. Dit komt omdat de risico-opslag op obligaties toeneemt door de onzekerheid die de kredietcrisis met zich mee brengt. Het herfinancieren van onroerend goed is door deze factoren voor beleggers duurder geworden door de waardedalingen van vastgoed (Bijlsma et. al., 2009)

De gevolgen voor de overheid komen volgens Bijlsma et. al. (2009) met name naar voren in het begrotingstekort. De kredietcrisis heeft een negatieve invloed op de belastinginkomsten doordat de vermogenspositie van huishoudens en pensioenfondsen is verslechterd. Ook een lager Bruto Binnenlands Product zal het begrotingstekort negatief beïnvloeden en betekent dat de overheid minder kan uitgeven om het begrotingstekort op peil te houden. Ook is er nog steeds onzekerheid met betrekking tot de garanties die door de overheid zijn gegeven op slechte leningen. Als deze garanties moeten worden aangesproken heeft dit ook een negatief effect op de begroting van de overheid (Bijlsma et. al., 2009).

## Economie

Belangrijke economische factoren worden in het onderzoek van het Planbureau voor de Leefomgeving (2011) in een tabel weergegeven. Daar valt uit af te leiden dat de groei van het BBP sinds het uitbreken van de crisis is gedaald. Ook komt duidelijk naar voren dat de werkloosheid vanaf 2008 is opgelopen en dat de overheidsschuld sterk is opgelopen. Dit geeft aan dat de kredietcrisis een grote weerslag heeft gehad op de economische groei van Nederland. De effecten op de overheidsfinanciën zijn een gevolg van een lager BBP, een gestegen werkloosheid en dus lagere belastinginkomsten.

Economische kerngegevens Nederland, 2000-2011

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bbp, % economische groei	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,6	2,0	-4,0	1,5	2,0
Werkloze beroepsbevolking (niveau in %)	3,8	3,5	4,1	5,4	6,5	6,5	5,5	4,5	3,9	4,9	6,5	6,5
EMU-saldo (% bbp)	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,3	-4,9	-6,3	-4,9
EMU-schuld (% bbp)	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,5	58,2	61,8	66,5	68,9
Lange rente (niveau in %)	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,3	3,7	3,8	4,3
Consumentenprijsindex (CPI)	2,6	4,5	3,4	2,1	1,2	1,7	1,1	1,6	2,5	1,2	1,3	1,5

Bron: CPB, CEP 2010, bijlage 2

Figuur 2: Economische kerngegevens Nederland, 2000-2011 (PBL, 2011)

## Kernpunt theorie

- Bijlsma (2009) stelt dat naar aanleiding van de kredietcrisis vastgoed in waarde is gedaald en herfinancieren voor bedrijven daarom lastiger is geworden.**

Omdat voor de financiering van vastgoed het object zelf vaak als onderpand wordt gebruikt is door waardedaling van vastgoed het herfinancieren complexer geworden. Als de waarde van het onderpand gedaald is zal de risico opslag van een herfinanciering ook hoger worden. Ook is door de moeilijke economische tijden het beleggingsrisico in bedrijven toegenomen voor banken. Hierdoor is het voor bedrijven lastiger is om vreemd vermogen aan te trekken.



### **3. Institutionele beleggers en vastgoed**

In dit hoofdstuk zal de rol van vastgoed in de portefeuille van institutionele beleggers worden besproken. Allereerst zal de institutionele belegger aan de orde komen. Daarna zal door de moderne portefeuille strategie de positie van vastgoed nader worden belicht. Daarnaast zullen de kenmerken van vastgoed worden besproken, waarbij ook de voor- en nadelen van beleggen in direct vastgoed naar voren komen. Tot slot zal nog specifiek worden ingegaan op een belangrijk kenmerk van direct vastgoed, namelijk de waardevastheid. Of dit gegeven in crisistijd nog steeds op gaat is hier een belangrijke vraag. Er zal ook worden getracht te verklaren waarom de waardes van direct vastgoed in tijden van crisis wellicht overgewaardeerd zijn.

#### **3.1 Institutionele beleggers**

Volgens Van Gool e.a. (2001) worden onder institutionele beleggers de pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere beleggingsinstellingen bedoeld. In tegenstelling tot banken hebben institutionele beleggers voornamelijk toekomstige verplichtingen als pensioenen of schade-uitkeringen. De institutionele beleggers zijn allen aangesloten bij de Institutionele Vereniging voor Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN). Dit is een belangenbehartigingsorganisatie voor institutionele beleggers in Nederlands vastgoed. De leden hebben een vastgoedportefeuille van tenminste € 100 miljoen belegd vermogen in Nederland. Per 1 januari 2012 bestaat de IVBN uit 31 leden die ruim 60 miljard euro aan Nederlands onroerend goed vertegenwoordigen (IVBN).

#### **Pensioenfondsen**

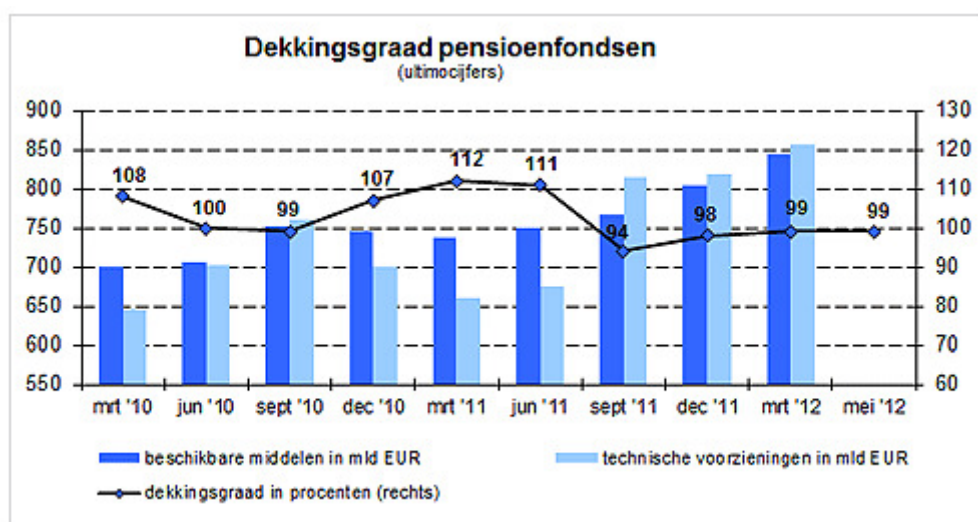
In Nederland zijn drie soorten pensioenfondsen te onderscheiden, namelijk de ondernemingspensioenfondsen, de bedrijfstakpensioenfondsen en de beroepspensioenfondsen. Het aantal ondernemingspensioenfondsen is de afgelopen jaren behoorlijk afgenomen doordat het bestuur van een pensioenfonds steeds complexer wordt. Maar de schaalvoordelen waar grotere pensioenfondsen van kunnen profiteren worden voornamelijk genoemd als oorzaak van de afname in ondernemingspensioenfondsen (Van den Oever, 2004). Hoewel er een trend zichtbaar is dat het aantal pensioenfondsen aan het afnemen is, gebeurt dit niet met de hoeveelheid belegd vermogen. Volgens Van den Oever (2010) wordt door pensioenfondsen nu een groter vermogen belegd, waar dat in het verleden nog gespreid was over een groter aantal institutionele beleggers.

#### **Verzekeraars**

Het Verbond van Verzekeraars (2012) onderscheidt drie soorten verzekeraars. Dit zijn de sectoren zorg, schade en leven waarbij meer dan de helft aan zorg wordt uitgekeerd. In de sector zorg bestaat 91% aan ziektekostenverzekeringen en het overige bestaat uit verzekeringen tegen inkomensderving als gevolg van arbeidsongeschiktheid, ziekte of ongevallen. De schadeverzekeringen kunnen worden opgedeeld in verplichte verzekeringen en verzekeringen die vrijblijvend kunnen worden afgesloten. De aansprakelijkheidsverzekering is een verzekering die wettelijk verplicht is. Een verzekering tegen schade als gevolg van brand of diefstal kan vrijblijvend worden afgesloten. Als laatste sector worden de levensverzekeraars genoemd die uitkeringen doen bij leven (pensioen) of overlijden. Ook zijn er hypotheekgerelateerde verzekeringen die het mogelijk maken om een deel van de hypotheek af te lossen wanneer de partner overlijdt (Verbond van Verzekeraars, 2012). Net als bij de pensioenfondsen is er ook bij verzekeraars een trend zichtbaar waaruit blijkt dat er schaalvergroting plaats vindt. Ook het aantal verzekeraars is de laatste jaren afgenomen door overnames en fusies.

## Solvabiliteit pensioenfondsen

Voor pensioenfondsen is de mate van solvabiliteit erg van belang. Hieronder wordt verstaan, in hoeverre een pensioenfonds aan de verplichtingen kan voldoen. Dit komt tot uiting in de verhouding tussen de activa en passiva van een pensioenfonds. Een veel gehoorde term die hiervoor bij pensioenfondsen vaak wordt gebruikt is de dekkingsgraad. Wanneer de solvabiliteit 100 % is, betekent dit dat de verplichtingen kunnen worden nagekomen door de activa die aanwezig zijn. Er is echter een minimum kapitaal eis van 105% door technische provisies en risico gebaseerd kapitaal (Broeders en Pröpper, 2010). De solvabiliteit van pensioenfondsen is met name tijdens economische neergang volatiel. Door waardedalingen van beleggingen en een lagere rente komt het de laatste jaren regelmatig voor dat de solvabiliteit van pensioenfondsen onder de vereiste 105% terecht komt. Er wordt door DNB voorgeschreven dat er in dat geval herstelplannen moeten worden opgesteld, waarin de maatregelen staan omschreven die de solvabiliteit van de pensioenfondsen weer doen herstellen. Volgens Broeders en Pröpper (2010) is de vereiste dekkingsgraad echter al 127% om te kunnen voldoen aan de indexatie van pensioenverplichtingen. In onderstaande figuur wordt de dekkingsgraad van pensioenfondsen weergegeven.



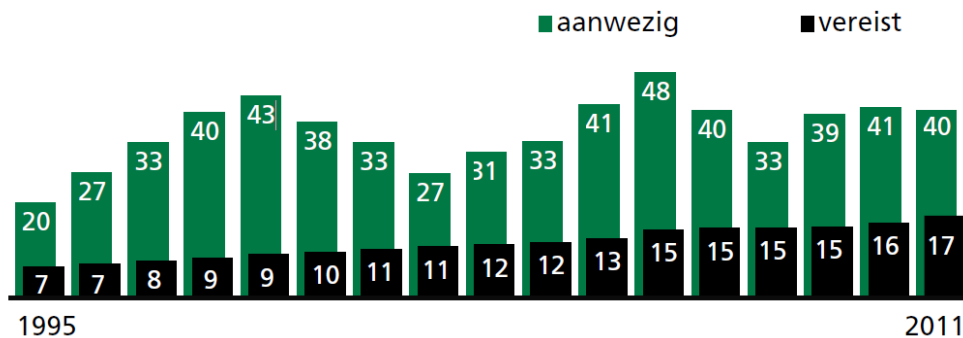
Figuur 3: dekkingsgraad pensioenfondsen (DNB, 2012)

## Solvabiliteit Verzekeraars

De solvabiliteitsratio bij verzekeraars wordt op een andere manier gehanteerd dan bij pensioenfondsen. Hier wordt namelijk bedoeld dat de aanwezige solvabiliteitsmarge gedeeld moet worden door de vereiste solvabiliteitsmarge (Knijnenburg, 2012). Met de solvabiliteit van een verzekeraar wordt aangegeven in hoeverre de verzekeringsverplichtingen kunnen worden nagekomen. De verzekeraar is dus solvabel als aan toekomstige verplichtingen voldaan kan worden. De vereiste solvabiliteitsmarge is hierin een belangrijke indicator. Hiermee wordt het extra kapitaal bedoeld dat verzekeraars als buffer moeten aanhouden boven op de technische voorzieningen. Tot de solvabiliteitsmarge worden de volgende vermogensbestanddelen gerekend; het gestorte aandelenkapitaal, de reserves en de onverdeelde winst of het verlies (Knijnenburg, 2012). De vereiste solvabiliteitsmarge voor verzekeraars wordt door regelgeving van de toezichhoudende autoriteit vastgesteld. Deze solvabiliteitsmarges zijn ervoor bedoeld om de consumentenbelangen te beschermen (Knijnenburg, 2012).

De solvabiliteitsratio is volgens Knijnenburg, 2012 secuurder dan de dekkingsgraad in het weergeven van de financiële stabiliteit van een institutionele belegger. Verzekeraars moeten volgens Knijnenburg, 2012 daarom een hogere zekerheid bieden. In onderstaand figuur wordt de solvabiliteitsratio van verzekeraars weergegeven. Volgens het Verbond van Verzekeraars (2012) ligt de solvabiliteit zelfs tijdens de crisis nog rond de 200%. Dit komt doordat de solvabiliteitsratio van verzekeringsmaatschappijen een ander beeld geven dan de dekkingsgraad die bij pensioenfondsen wordt gehanteerd (Knijnenburg, 2012).

Solvabiliteit (€ mrd)



Figuur 4: solvabiliteit verzekeraars (Verbond van Verzekeraars, 2012)

### 3.2 Moderne Portefeuille Theorie

Door het vermogen te spreiden kan de verhouding tussen rendement en risico worden verbeterd. Dit komt doordat de rendementen van de verschillende beleggingscategorieën niet allemaal in dezelfde mate en in dezelfde richting bewegen. Dit heeft als gevolg dat het risico van een gespreide belegging lager is dan het gemiddelde risico van de verschillende beleggingscategorieën die erin zijn opgenomen (NIBESVV, 2008). De basis van deze gedachte is ontstaan halverwege de vorige eeuw door het artikel "Portfolio Selection" van Harry Markowitz. Op basis van dit artikel is de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) in de loop der jaren steeds verder ontwikkeld. Centraal in deze theorie is de verhouding tussen rendement en risico. Naarmate het rendement groter wordt zal het risico evenredig toenemen (Gitman, 2003).

#### Samenhang of correlatie

Er kunnen twee uitersten worden onderscheiden bij het vergelijken van de rendementen van verschillende beleggingscategorieën. Wanneer het rendement van beide categorieën zich precies gelijk ontwikkelt is er sprake van volledig gelijkgerichte samenhang. Als de rendementen zich precies tegenovergesteld ontwikkelen is wordt dit omschreven als volledig tegengestelde samenhang (NIBESVV, 2008). De grilligheid van de rendementen geeft het risico weer gemeten in de standaarddeviatie. Wanneer de rendementen van twee zich precies tegengesteld bewegen zal het risico nul zijn en wordt het rendement berekend als het gemiddelde rendement van beide categorieën.

#### Correlatiecoëfficiënt

De samenhang van rendementen van verschillende categorieën wordt uitgedrukt in een getal van -1 tot +1, ook wel de correlatiecoëfficiënt genoemd. Bij een correlatiecoëfficiënt van +1 bewegen de rendementen van beide categorieën zich precies gelijk. Bij een getal van -1 zullen de rendementen zich precies tegengesteld bewegen (NIBESVV, 2008). Door de verschillende correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën kunnen er combinaties gemaakt worden waardoor het rendement gelijk blijft terwijl het risico wordt gereduceerd. Ook kan het rendement verhoogd worden terwijl het risico gelijk blijft.

## **Efficiënte grenslijn**

De meest efficiënte portefeuille heeft een zo hoog mogelijk rendement bij een gekozen risico. Bij elk gekozen risico bestaat er een portefeuille die het meest efficiënt is en dus het hoogste rendement geeft. Deze portefeuille ligt op de efficiënte grenslijn. De lijn die getrokken kan worden door deze efficiënte portefeuilles bij de gekozen risico's wordt de efficiënte grenslijn genoemd. Op deze manier kan een belegger bij een bepaald risico een zogenaamde modelportefeuille kiezen.

## **Risicoreductie**

Binnen een categorie is eveneens risicoreductie mogelijk doordat verschillende beleggingsobjecten binnen een beleggingscategorie zich anders ten opzichte van elkaar gedragen. Als voorbeeld kan worden gekeken naar een aandelenportefeuille waarbij elk aandeel zich anders beweegt ten opzichte van de benchmark, bijvoorbeeld de AEX index. Dit komt doordat het risico bestaat uit een systematisch risico (marktrisico) en een niet – systematisch risico (specifiek risico). Het specifiek risico wordt bepaald door factoren die invloed hebben op één specifiek aandeel of object. Dit risico kan worden weggenomen door diversificatie. Het marktrisico kan daarentegen niet worden beïnvloed door diversificatie (Gitman, 2003).

## **Kritiek**

De Moderne Portefeuille Theorie stuit ook op kritiek doordat in deze theorie het risico wordt aangeduid als volatiliteit. Bij het bepalen van de efficiënte portefeuille is dit een variabele, gebaseerd op historische gegevens, die gebruikt wordt voor toekomstvoorspellingen. Het is onmogelijk om de efficiënte portefeuille samen te stellen omdat de toekomst altijd onzekerheden met zich mee brengt (Vis, 2006). Ook Hubbard (2009) vindt het niet verantwoord dat institutionele beleggers hun beleggingsstrategie volledig afstemmen op de MPT. Volgens Hubbard (2009) is de theorie zeer bruikbaar bij het managen van risico, maar schiet de theorie te kort wanneer het gaat om het risico voor de toekomst meetbaar te maken.

Geltner en Miller (2007) gaan nog specifiek in op de vastgoedsector en dan met name het direct vastgoed. Volgens hen is het niet verstandig de MPT toe te passen op de vastgoedsector omdat de data met betrekking tot historische rendementen niet voldoende is. Ook is de kennis die men heeft over de elementen die de rendementen van direct vastgoed bepalen te beperkt (Geltner en Miller, 2007). Daarbij vinden Geltner en Miller (2007) dat de kenmerken van direct vastgoed zich niet lenen voor het toepassen van de MPT. Doordat direct vastgoed ondeelbaar en illiquide is, leent de theorie zich er in veel mindere mate voor dan bij de categorie aandelen of obligaties het geval is (Geltner en Miller, 2007).

## **3.3 ALM studies**

Alle institutionele beleggers maken gebruik van Asset Liability Management. Bij deze studies probeert men inzicht te krijgen in onderlinge relaties van beleggingscategorieën en de ontwikkeling van verplichtingen die de organisatie in de toekomst heeft. Asset Liability Management heeft als doel, inzicht te verkrijgen in financiële ontwikkelingen en de risico's van institutionele beleggers en daarbij het optimale beleggingsbeleid te vinden. Voor institutionele beleggers is het belangrijk om het surplus te handhaven. Dit betekent dat de waarde van de activa en de toekomstige verplichtingen in evenwicht moeten blijven bij verandering van verschillende factoren (Keeris, 2001). In het model kijkt men naar een aantal deelgebieden, waarbij de moderne portefeuille theorie zoals eerder beschreven een belangrijke factor is. Op basis van deze theorie wordt er gekeken welke rendementen er verwacht kunnen worden op basis van historische gegevens. In de ALM studies worden eveneens meegenomen de macro-economische verwachtingen, de bestaande pensioenregeling en de indexatie daarvan en tot slot het premiebeleid. Institutionele

beleggers zijn op grond van de pensioenwet verplicht om ten minste eenmaal in de drie jaar een ALM-studie uit te voeren (PW, 2006).

### **3.4 Beleggen in Vastgoed**

Met beleggen in vastgoed wordt het vastleggen van vermogen in onroerend goed bedoeld, met als doel via de exploitatie en verkoop van het onroerend goed geldelijke opbrengsten te genereren (Van Gool et al., 2007). Het investeren in onroerend goed is volgens Van Gool et al. (2007) het onroerend goed gebruiken als een productiemiddel. Hierbij wordt met onroerend goed een pand bedoeld en met vastgoed alle daar aan afgeleide producten.

Ook maakt Van Gool et al. (2007) een onderscheid tussen direct vastgoed en indirect vastgoed. In het geval van direct vastgoed wordt er belegd in een object om daar huuropbrengsten en verkoopopbrengsten uit te ontvangen. Bij het beleggen in indirect vastgoed koopt men participaties in een beursgenoteerde vastgoedonderneming of een beleggingsfonds. Er wordt bij deze beleggingsfondsen onderscheid gemaakt tussen de open end beleggingsfondsen en de closed end beleggingsfondsen. Binnen een open end beleggingsfonds kan men er voor zorgen dat de waarde altijd dicht in de buurt blijft van de intrinsieke waarde, omdat het aantal aandelen niet vast staat. Als er veel vraag is kunnen er dus meer aandelen worden uitgegeven. Bij closed end beleggingsfondsen is de prijs juist wel afhankelijk van de vraag en het aanbod omdat het aantal aandelen vast staat.

#### **3.4.1 Risico's**

De belangrijkste risico's die gepaard gaan met beleggen in vastgoed zijn door Boissevain (2002) omschreven. Er worden vijf risico's onderscheiden.

1. Het *bezettingsrisico* is volgens Boissevain (2002) aan de orde bij het aflopen van huurcontracten. Als de huurder besluit niet in te gaan een voortzetting van de huurovereenkomst zal er een andere huurder gezocht moeten worden. De bezettingsrisico's tussen de verschillende deelmarkten of regio's kunnen uiteraard verschillen.
2. Het *technisch risico* wordt door Boissevain (2002) omschreven als de frictie tussen de bouwkundige staat van gebouwen en de wensen van de markt. In de loop van de tijd veranderen de eisen die er aan onroerend goed worden gesteld, en dit brengt een risico met zich mee voor de belegger.
3. Het *economisch risico* komt tot uitdrukking in het rente- en inflatierisico. De rente is een belangrijke factor op het rendement van een belegging. Het beleid van de Europese Centrale Bank is mede gebaseerd op het inflatieniveau. Op basis van die ontwikkeling zal de ECB de rente verhogen of verlagen. Die rentewijzigingen kunnen dus van invloed zijn op het rendement van een belegging. Dit kan worden beperkt door de rente vast te zetten en de stijging van de huurprijzen te koppelen aan de inflatie (Boissevain, 2002).
4. De *juridische en fiscale risico's* komen voort uit wetgeving en politieke veranderingen. Doordat het politieke landschap constant in beweging is kan fiscale wetgeving die van invloed is op het rendement veranderen. Ook genieten huurders bescherming tegen verhoging van de huurprijs en kunnen ze kijken of de huurprijs marktconform is.
5. Tot slot noemt Boissevain (2002) nog een koersrisico voor indirect vastgoed. Hier wordt mee bedoeld dat de feitelijke ontwikkelingen in het onderliggend vastgoed niet tot uiting komen in de koers van het fonds.

#### **3.4.2 Direct vastgoed**

Zoals eerder genoemd, belegt men in direct vastgoed om daar huuropbrengsten en verkoopopbrengsten uit te ontvangen. Direct vastgoed is heterogeen, niet verplaatsbaar en daarom kwetsbaar voor veranderingen in haar eigen omgeving. Ook is direct vastgoed illiquide, bestaat het uit hoge eenheidsprijzen en is het erg managementintensief. Als men kijkt naar de verhandelbaarheid valt op dat de prijsvorming van direct vastgoed niet

transparant is en dat de transactiekosten erg hoog zijn (Van Gool et al., 2007). Deze kenmerken hebben uiteraard tot gevolg dat het beleggen in direct vastgoed voor- en nadelen met zich mee brengt. Voor het beleggen in direct vastgoed worden de volgende voor- en nadelen onderscheiden door Van Gool et al. (2007):

### **Voordelen**

- Stabiele cashflow: doordat vastgoed een relatief lange levensduur heeft en huurders vaak lange huurcontracten tekenen is er sprake van een stabiele inkomstenstroom. Informatievoorsprong: door goed bekend te zijn met de lokale omstandigheden kan op een inefficiënte markt als de vastgoedmarkt voordeel worden behaald. De vastgoedmarkt kenmerkt zich als imperfect, waardoor met name lokale beleggers met kennis van de markt grote winsten kunnen behalen.
- Mogelijkheden door intensief management: doordat een belegger zelf veel invloed kan uitoefenen op factoren die de kwaliteit van een object beïnvloeden is het rendement door een belegger te verhogen door intensief management.
- Diversificatie: vastgoed wordt gezien als categorie die een diversifiërende invloed heeft op de portefeuille. Dit heeft te maken met de correlatie ten opzichte van andere beleggingscategorieën. Belangrijke oorzaak is de mate waarop vastgoed reageert op economische ontwikkelingen.
- Inflatiebestendig: historisch gezien lijkt vastgoed enigszins te correleren met de inflatie waardoor het als belegging dus bescherming biedt tegen inflatie.
- Fiscale voordelen: een belegger kan jaarlijks afschrijven op het vastgoed omdat het kan worden gezien als productiefactor.

### **Nadelen**

Van Gool et al. (2007) noemen ook een aantal belangrijke nadelen die gepaard gaan met het beleggen in direct vastgoed:

- Managementintensief: vergeleken met andere beleggingscategorieën is er voor het beleggen in direct vastgoed meer kennis en tijd nodig.
- Hoge eenheidsprijzen: het is lastig om als kleine belegger diversificatie in de portefeuille aan te brengen doordat de eenheidsprijzen bij direct vastgoed erg hoog zijn.
- Illiquide: in vergelijking met andere beleggingscategorieën is direct vastgoed illiquide. Dit komt voort uit de hoge transactiekosten en door het heterogene karakter komt prijsvorming moeilijk tot stand.
- Politiek: door het ruimtelijke karakter kan het rendement worden beïnvloed door externe beslissingen van bijvoorbeeld de politiek.
- Performancemeting: doordat prijsvorming van direct vastgoed vaak subjectief is en er weinig inzicht is in de indirecte rendementen is het moeilijk de performance van direct vastgoed te vergelijken.
- Aantrekkingskracht op onderwereld: doordat prijsvorming niet altijd transparant is en vanwege de status die aan vastgoed ontleend wordt trekt het criminelen aan.

## **3.5 Waardeontwikkeling vastgoed**

Een door velen aanvaard voordeel van direct vastgoed is zoals eerder genoemd de inflatiebestendigheid. Vaak wordt aangenomen dat vastgoed 'waardevast' is en dat de waarde van direct vastgoed hoger wordt bij een stijgende inflatie. Toch moet er rekening mee worden gehouden dat er sprake kan zijn van een luchtbel. Over dit verschijnsel in de economie is veel gepubliceerd en geschreven.

Volgens de ECB (2005) bezit de prijs van vastgoed een bepaalde verwachtingswaarde. Verwachtingen van potentiële kopers bepalen de prijs en wanneer deze verwachtingswaarde te hoog ligt stijgt de prijs. Dit kan dan vervolgens leiden tot een bubbel. De definitie 'verwachting' wordt door Malpezzi en Wachter (2004) nader omschreven als een vorm van

speculatie. Hierbij zal een belegger kijken naar de verwachting op de korte termijn en daarop speculeren. Door prijsstijging zullen er steeds meer beleggers toetreden op de markt, wat een verdere stijging van de prijs als gevolg heeft (Malpezzi en Wachter, 2004).

Volgens Brown en Klingenberg (2006) is de waarde van vastgoed sterk afhankelijk van de beschikbare financiering. Er is een relatie gelegd tussen de kredietverstrekking en de waardeontwikkeling van onroerend goed. In het onderzoek komt naar voren dat het financieringsniveau in sterke mate de waardeontwikkeling beïnvloedt. Een beperkte kredietverstrekking in tijden van crisis kan in dat geval een negatieve invloed hebben op de waardeontwikkeling van vastgoed.

De vraag of waarderingen van vastgoed, met name op de kantorenmarkt, opgeblazen zijn wordt aan de orde gesteld door Van Gool en ten Have (2006) evenals Rolvink en van Wijnen (2005). Taxatiewaardes zoals opgesteld in jaarrekeningen worden vaak rooskleuriger weergegeven dan de daadwerkelijke marktwaardes (Rolvink en van Wijnen, 2005). Er wordt door Van Gool en ten Have (2006) gesteld dat de specifieke situatie van een object nauwkeuriger moet worden beoordeeld. Er wordt te vaak uitgegaan van referentiegegevens uit de markt welke door Van Gool en ten Have (2006) 'catalogushuren' worden genoemd. Ook wordt er bij de waardering geen rekening gehouden met huurincentives die worden verstrekt, waardoor het huurprijsniveau en dus de waarde van het object gehandhaafd blijft. Een mogelijke luchtbel wordt gecreëerd door een combinatie van meerdere factoren bij de taxateurs die niet gelijk reageren bij marktveranderingen. Dit kan komen door een gebrek aan informatie of het negeren van nieuwe informatie. Ook wordt optimisme of tijdgebrek als oorzaak aangedragen van de vertraagde uitdrukking van veranderingen in de markt in de vastgoedwaarderingen. Er zijn geen gegevens die er op wijzen dat Nederlandse institutionele portefeuilles substantieel overgewaardeerd zijn (Van Gool en ten Have, 2006). Toch komt het onder beleggers voor dat panden met relatief veel leegstand toch een waardestijging laten zien. Volgens Van Gool en ten Have (2006) kan dit komen doordat 'lagging' en 'smoothing' zich ook voordoen bij yielddalingen en dat de daling van aanvangsrendementen nog niet is vertaald naar hogere waarderingen van goed verhuurde panden. Dit wordt ook een bubbel genoemd, maar dan in de vorm van onderwaardering (Van Gool en Ten Have, 2006).

### *Behavioral Finance*

Een theoretische onderbouwing van het ontstaan van een bubbel in de directe vastgoedmarkt kan gezocht worden in het vakgebied behavioral finance. Volgens Tempelaar en Overmeer (2000) zijn de ontwikkelingen op de vermogensmarkt en beleggingscategorieën het gevolg van denkbeelden en inzichten die voortkomen uit het gedrag van beleggers. In tegenstelling tot de MPT is het gedrag van beleggers bij behavioral finance te verklaren aan de hand van emotie en cognitieve beperkingen (Westerink, 2011). De theorie dat beleggers volledig rationeel handelen op basis van de beschikbare informatie wordt bij behavioral finance dus weerlegd. Doordat vastgoed heterogeen is en beleggers gedreven worden door hypes en kuddegedrag gaan vertonen kunnen bubbels ontstaan in de directe vastgoedmarkt.

Door Kahneman en Tversky (1991) wordt aangetoond dat beleggers niet rationeel zijn, maar ook irrationele beslissingen nemen. Beleggers laten zich leiden door vooroordelen en maken vaak gebruik van standaard regels bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Een belangrijke term die door de onderzoekers gebruikt wordt is loss-aversion. Hiermee wordt bedoeld dat verlies op een belegging bij beleggers een veel grotere impact heeft dan een positief rendement. Beleggers maken vaak gebruik van een ankerpunt, waarmee een minimale verkoopprijs wordt bedoeld. Vaak wordt een belegging die verliesgevend is te lang aangehouden omdat beleggers niet willen verkopen onder dit denkbeeldige ankerpunt. Daar tegenover staat dat beleggers een winst vaak te snel willen verzilveren en daarbij ook niet rationeel nadenken (Genovese en Mayer, 2001). Ook noemen Kahneman en Tversky (1991)

het endowment-effect als irrationeel gedrag. Hiermee wordt bedoeld dat een belegger een object hoger waardeert wanneer het in bezit is van de belegger dan wanneer het object niet in het bezit is van de belegger.

Bokhari en Geltner (2010) tonen aan dat loss-aversion juist bij institutionele beleggers veel voor komt. Dit kan komen doordat institutionele beleggers minder binding hebben met de lokale markt. Een bubbel in de directe vastgoedmarkt kan dus aan de hand van dit irrationele gedrag worden verklaard. Ook nemen institutionele vastgoedbeleggers wellicht minder snel verlies op het vastgoed doordat beleggers van pensioenfondsen en verzekeraars niet voor eigen risico beleggen.



## Kernpunten theorie

- ***Van Gool (2009) stelt de voordelen en nadelen van het beleggen in direct vastgoed aan de orde, maar de vraag doet zich voor of alle voordelen nog steeds op gaan.***

Als voordelen van beleggen in vastgoed wordt de inflatiebestendigheid, de diversificatie en de constante kasstroom genoemd. Als belangrijke nadelen wordt de liquiditeit en het intensieve management genoemd. Door de moeilijke economische tijden en de risicobenadering van beleggingscategorieën die steeds belangrijker wordt, zal moeten blijken of de waardeontwikkeling van vastgoed sinds de kredietcrisis voldoende is om bescherming te bieden tegen inflatie.

- ***Brown en Klingenberg (2006) stellen dat waardeontwikkeling van vastgoed sterk afhankelijk is van de beschikbare financiering.***

Er wordt een verband benoemd tussen de mate van kredietverstrekking van banken en de waardeontwikkeling van vastgoed. Men stelt dat er in een crisis, waar sprake is van een beperkte kredietverstrekking, de waardeontwikkeling van vastgoed achterblijft. Wanneer banken door regelgeving meer buffers aan moeten houden en daardoor minder kredieten kunnen verstrekken kan dit dus mogelijk invloed hebben op de waardeontwikkeling van vastgoed.

- ***Geltner en Miller (2007) stellen dat de data over historische rendementen op direct vastgoed onvoldoende is om hier gebruik van te maken in de MPT.***

In ALM modellen wordt vaak gebruik gemaakt van historische rendementen om het verwachte rendement op beleggingscategorieën weer te geven. De kritiek hierop is dat de historische rendementen van vastgoed niet ver genoeg terug gaan om een reëel beeld te geven van de te verwachten rendementen. Bij de Moderne Portefeuille Theorie zou volgens Geltner en Miller dan ook niet alleen gebruik gemaakt moeten worden van de historische rendementen, omdat deze geen goed beeld geven van de in de toekomst te verwachten rendementen.

## 4. Politiek landschap en regelgeving

Als gevolg van de kredietcrisis worden er nieuwe eisen aan financiële instellingen gesteld, en is er nieuwe regelgeving tot stand gekomen. In dit hoofdstuk zal allereerst uiteen worden gezet welke nieuwe regelgeving er tot stand is gekomen sinds het uitbreken van de kredietcrisis. Daarna zal de invloed hiervan op institutionele beleggers als verzekeraars en pensioenfondsen worden besproken.

### 4.1 Toezicht

Internationaal is er sinds het uitbreken van de crisis een agenda tot stand gekomen, waarmee het toezicht op financiële instellingen is opgeschroefd. Enerzijds wordt dit gedaan met het stellen van regelgeving en eisen met betrekking tot het kapitaal en de liquiditeit van instellingen. Anderzijds wordt het toezicht uitgebreid door vooruitblikkend toezicht, verbeterd prudentieel toezicht, en wordt er aandacht besteed aan het crisismanagement van financiële instellingen (Hilbers, 2011).

#### Vooruitblikkend toezicht

Volgens Hilbers (2011) zal het toezicht niet alleen uit harde kapitaaleisen moeten bestaan, maar moet er ook aandacht zijn voor het beheersen van risico's in de toekomst door middel van vooruitblikken. Hierin worden twee aspecten genoemd, namelijk toezicht op de strategie van een bedrijf en toezicht op het gedrag en de integriteit van de bestuurders. Dit tweede aspect wordt omschreven met de term 'governance', waarmee bedoeld wordt dat er toezicht is op bestuurders en het personeel van een instelling. Door te voorkomen dat bestuurders en personeel verkeerde prikkels krijgen in bijvoorbeeld de vorm van bonussen zal de integriteit van een bedrijf gewaarborgd blijven. Het eerste aspect in de vorm van toezicht op de strategie van een bedrijf moet voorkomen dat er te veel risico's worden genomen.

#### Prudentieel toezicht

Een gevolg van de kredietcrisis is een verscherpt toezicht in de vorm van de zogenaamde stresstesten. Deze worden voornamelijk toegepast op banken, maar kunnen ook worden gebruikt in het toezicht op institutionele beleggers. Met dit prudentieel toezicht wordt bedoeld dat er wordt ingeschat hoe instellingen reageren op macro-economische ontwikkelingen. Door met modellen te bepalen wat de invloed van inflatiestijging, koersdalingen, valutaschommelingen, rentewijzigingen en dergelijke omstandigheden op de stabiliteit van een financiële instelling is kan een nieuwe crisis worden voorkomen. Door op deze manier zwakke punten aan het licht te brengen kan hier tijdig aan gewerkt worden (Hilbers, 2011).

#### Aanpak toezicht

Sinds de kredietcrisis is er opnieuw gekeken naar de aanpak van toezicht. Volgens Hilbers (2011) komt een verandering van de aanpak naar voren in drie aspecten. Waar in het verleden toezichthouders vaak achter de schermen optraden, heeft dit tegenwoordig minder effect. De aanpak van toezicht is aan het veranderen, met als doel stevig en snel in te kunnen grijpen. Als tweede komt naar voren dat de toezichthouder een duidelijke en onafhankelijke positie moet hebben. Ook zal een toezichthouder aan deze positie blijven werken door transparant en duidelijk te communiceren. Tot slot zal het toezicht steeds meer centraal vanuit Europa plaatsvinden. Internationaal is er een slag gemaakt door toezichtorganisaties op te richten voor banken (EBA), verzekeraars en pensioenfondsen (EIOPA), en effectenmarkten (ESMA). In Europa zorgt dit voor harmonisatie van de regelgeving tussen verschillende landen. Het Bazels Comité speelt wereldwijd ook een belangrijke rol hierin (Hilbers, 2011).

## **Crisismanagement**

Door Hilbers (2011) wordt ook een toename van plannen gezien met betrekking tot het managen van een crisis. Doordat tijdens de kredietcrisis in een korte tijd beslissingen moesten worden gemaakt om problemen bij financiële instellingen het hoofd te bieden, zijn er plannen in ontwikkeling om hier beter mee om te kunnen gaan. Deze plannen bestaan uit het ontwikkelen van een verbeterde grensoverschrijdende samenwerking en het oprichten van crisisgroepen. Deze commissies stellen plannen op waarmee een crisis op een ordelijke manier kan worden afgewikkeld en stellen wetgeving samen, waarmee tijdig ingrijpen mogelijk wordt gemaakt.

## **Buffers**

Bij het uitbreken van de kredietcrisis is gebleken dat financiële instellingen niet voldoende financiële buffers hadden om dit op te vangen. Naar aanleiding van deze ervaring is er regelgeving tot stand gekomen die aansturen op een verhoging van het beschikbare kapitaal en de liquiditeit. Daarnaast moeten de financiële reserves beter overeenkomen met de toekomstige verplichtingen en de risico's die financiële instellingen lopen. Belangrijke regelgeving omtrent het aanhouden van voldoende buffers komt naar voren in het Basel III akkoord en de Solvency II regelgeving.

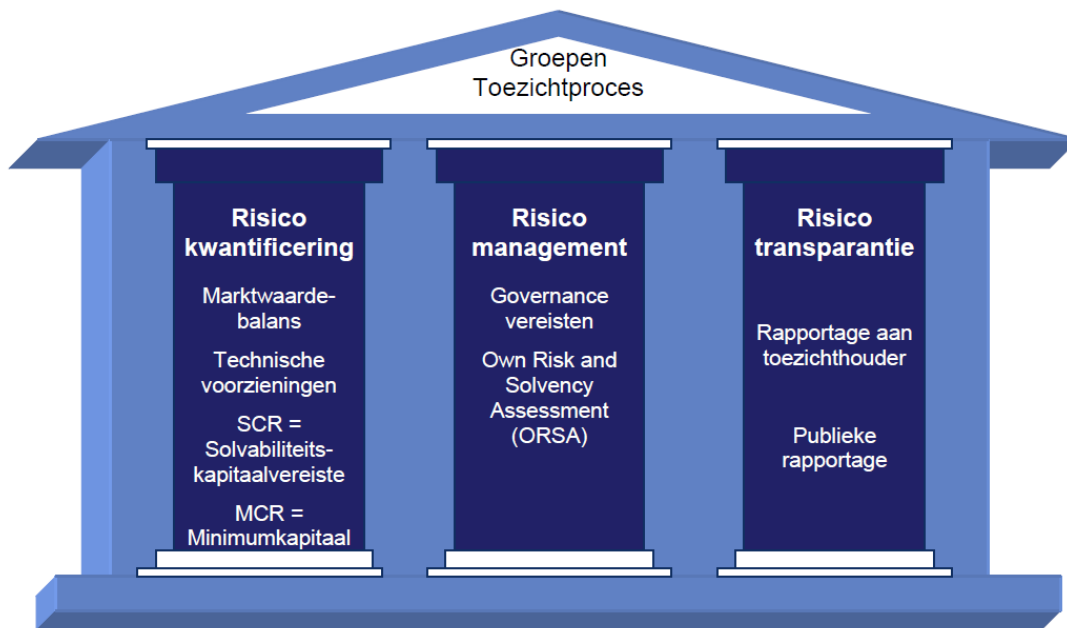
### **Basel III**

Het Basel III akkoord bestaat uit strengere internationale kapitaal- en liquiditeitseisen voor banken. De minimumeis voor het kernkapitaal, ook wel Tier 1 ratio, zal stapsgewijs worden verhoogd van 2% naar 4,5% van de risicogewogen activa. Hier zal een tweede buffer aan worden toegevoegd, namelijk een conservatiebuffer van uiteindelijk 2,5%. Deze kan in crisistijd worden aangewend, op de voorwaarde dat dit ten koste gaat van de winst en bonusuitkeringen. Deze conservatiebuffer zal ook uit kernkapitaal moeten bestaan. Wanneer de kredietgroei weer zal toenemen, kan er nog een anticyclische buffer van maximaal 2, % worden geëist door de financieel toezichthouders. Deze laatste buffer moet ook bestaan uit kapitaal wat verliezen volledig kan opvangen (Rabobank, 2011). De ratio's die centraal staan in het Basel III akkoord zijn de Liquidity Coverage Ratio (LCR) en de Net Stable Funding Ratio (NSF). De LCR is een ratio die meet in hoeverre financiële instellingen voldoende liquide zijn. Er wordt gekeken of de liquide activa voldoende aanwezig zijn om alle netto uitgaande kasstromen te kunnen dekken. De uitgaande kasstromen kunnen bijvoorbeeld opnames van spaargelden zijn. Tot de liquide activa worden tegoeden bij de Centrale Bank en verhandelbare staatsobligaties gerekend. Er worden sinds het uitbreken van de kredietcrisis ook strengere eisen gesteld aan de looptijd van leningen of investeringen en de funding die daar tegenover staat. Dit houdt in dat vastgoedbeleggingen die een lange looptijd hebben niet met kortlopende gelden gefinancierd mogen worden. Dit wordt ook wel de Net Funding Stable Ratio (NSF) genoemd. Het doel hiervan is om zo de zogenaamde 'mismatch' tussen de looptijd van activa en passiva te voorkomen, en daardoor ook het liquiditeitsrisico te verkleinen (Rabobank, 2011).

### **Solvency II**

In 2009 is er door het Europees Parlement en de Europese Raad een richtlijn aangenomen met betrekking tot solvabiliteit van verzekeraars. Ook pensioenfondsen worden hier in de toekomst wellicht mee geconfronteerd. Deze Solvency II regelgeving zal begin 2014 van kracht moeten zijn. De regelgeving met betrekking tot Solvency II is gericht op drie pijlers die in onderstaande illustratie zijn weergegeven. De eerste pijler wordt gekenmerkt door de kwantitatieve verplichtingen. Hierin worden twee waarden onderscheiden, namelijk de minimum kapitaalvereiste (MCR) en een na te streven solvabiliteit kapitaalvereiste (SCR). De toezichthouder kan ingrijpen door middel van maatregelen, wanneer het kapitaal onder de SCR komt. Als de solvabiliteit onder de minimumvereiste komt kan de toezichthouder de

instelling zelfs dwingen de activiteiten te staken. De tweede pijler is voornamelijk gericht op het risicomanagement van de instelling zelf. Hierbij zal de instelling een eigen inschatting van de toekomstige risico's en solvabiliteit moeten maken. Ook moet door risicomanagement alle risico's binnen de instelling in kaart worden gebracht. De laatste pijler richt zich op transparantie tussen de instellingen door het vergelijken van rapporten. De instellingen zijn verplicht om cijfers met betrekking tot de financiële positie openbaar te maken, zodat de toezichthouder eerder zicht heeft op negatieve uitschieters (Verbond van Verzekeraars, 2011).



Figuur 5: drie pijlers Solvency II (Verbond van Verzekeraars, 2011)

## 4.2 Gevolgen institutionele beleggers

Hoewel voornamelijk banken de effecten van verscherpte regelgeving ten aanzien van de financiële buffers ondervinden heeft deze regelgeving ook invloed op institutionele beleggers.

### Verzekeraars

Het bedrijfsmodel van verzekeraars is anders dan dat van banken, maar bovenstaande regelgeving heeft ook invloed op deze beleggers. In tegenstelling tot banken hebben verzekeraars eigenlijk alleen langlopende verplichtingen op de balans staan. Hierdoor zijn deze instellingen minder gevoelig voor liquiditeitsrisico's. Maar door Solvency II zal het toezicht op verzekeraars strenger worden, waardoor verzekeraars genoodzaakt zijn aanpassingen te doen in het beleid. Alleen door beleidsaanpassingen zullen verzekeraars kunnen voldoen aan het strengere toezicht en de hogere kapitaaleisen. Het vrije beschikbare vermogen zal kleiner worden als gevolg van de strengere kapitaaleisen, waardoor verzekeraars risico's zullen moeten afbouwen en hun beleggingsgedrag daarop moeten aanpassen (Hilbers, 2011). Volgens Jones Lang Lasalle (2011) kan de invoering van Solvency II tot gevolg hebben dat de allocatie naar vastgoed wordt teruggebracht, omdat volgens de richtlijnen voor iedere type investering een bepaalde hoeveelheid kapitaal moet worden aangehouden. Voor risicovolle investeringen als het beleggen in vastgoed zal een verzekeraar dan meer kapitaal moeten aanhouden, waardoor vastgoed minder aantrekkelijk kan worden als belegging. Het risico blijft echter een perceptie van de toezichthouder.

## Pensioenfondsen

Het toepassen van Solvency II regelgeving in het toezicht op pensioenfondsen kan gevolgen hebben voor de koopkracht van de deelnemers in de pensioenfondsen. Volgens (ESB, 2012) liggen de redenen hiervoor in de waardering van de verplichtingen, de gestelde zekerheidseisen en de duur van de hersteltermijnen. Door Solvency II kan de waarde van verplichtingen vijftig procent hoger uitvallen, afhankelijk van de mate van indexatie. Door de strengere zekerheidseisen van Solvency II zullen de buffers van pensioenfondsen fors moeten toenemen. Deze buffer zal afhankelijk worden van het beleggingsbeleid. Tot slot gelden bij Solvency II ook kortere hersteltermijnen, waardoor het verlies in koopkracht van deelnemers aan pensioenfondsen fors kan oplopen. Door minder beleggingsrisico te nemen kan deze achteruitgang op korte termijn worden beperkt (ESB, 2012).

Hoewel er in de Pensioenwet en het Financieel Toetsingskader voor Pensioenfondsen (FTK) vergelijkbare eisen worden gesteld aan pensioenfondsen, zijn deze eisen bij de uitwerking van Solvency II veel strenger. Zoals eerder vermeld, zal de indexatie van verplichtingen zoals uitkeringen aan pensioengerechtigden toenemen. Om de verlaging van de koopkracht van deelnemers te voorkomen zal het risico van de beleggingsmix verlaagd moeten worden. Maar door minder beleggingsrisico te nemen, zal juist op lange termijn een probleem gaan ontstaan omdat er niet voldoende rendement wordt gehaald. Omgekeerd, zal bij een groter beleggingsrisico nog meer worden gekort op pensioenen terwijl op de langere termijn de koopkrachtdaling beperkter is. Onderstaand overzicht laat zien dat bij Solvency II de prikkel om defensiever te beleggen groter wordt, om zo de korting op pensioenen te voorkomen. Het indexatiepotentieel van de pensioenen zal op langere termijn echter afnemen. Deze afname zal afhankelijk zijn van het moment waarop verplichtingen geïndexeerd moeten worden. Wanneer dit bij voorbaat al gedaan moet worden, zal de afname van koopkracht in de toekomst nog sterker zijn. De regelgeving zal dus een behoorlijke invloed gaan hebben op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen (ESB,2012).

	Veertig procent aandelen FTK	Twintig procent aandelen Solvency II (A)	Veertig procent aandelen Solvency II (A)	Zestig procent aandelen Solvency II (A)
<b>Verplichtingen in miljoen euro</b>	1000	974	974	974
<b>Dekkingsgraad bij aanvang</b>	117	120	120	120
<b>Minimumdekkingsgraad</b>	105	106	109	113
<b>Solvabiliteitsdekkingsgraad</b>	117	116	126	138
<b>Verwachte koopkracht jaar 3</b>	100	100	95	87
<b>Verwachte koopkracht jaar 15</b>	95	90	90	85
<b>Tegenvallende koopkracht jaar 15</b>	56	54	51	43

Figuur 6: Impact verandering in de beleggingsmix in procenten (ESB, 2012)

### **4.3 Gevolgen (Niet) – beursgenoteerde vastgoedbelegger**

Door het Basel III akkoord zullen banken hogere liquiditeitsbuffers moeten aanhouden en de balans tussen liquide verplichtingen en illiquide vorderingen op peil moeten brengen. De verscherpte liquiditeitsregels voor banken zullen naar verwachting hogere financieringskosten voor beleggers met zich meebrengen. Banken moeten de funding van hun financieringen meer in lijn brengen met het lange termijn karakter van vastgoed, en het daarom voor een groter gedeelte financieren met langlopende leningen in plaats van kortlopende leningen. De securisaties gelden niet meer als liquide activa waardoor de funding kosten van banken zullen stijgen. Deze stijging zorgt voor een hogere rente voor vastgoedfinanciering (Kerste, 2011). Als gevolg van politieke regelgeving zullen vastgoedbeleggers dus te maken krijgen met banken die vastgoed minder makkelijk zullen willen (her)financieren. Het gevolg voor beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers is dus dat de rendementen onder druk komen te staan. Door de Basel III regelgeving werken banken met kredietopslagen, waardoor de financieringslasten voor vastgoedbeleggers hoger worden. De rendementen van deze vastgoedbeleggers komen onder druk te staan doordat de financieringslasten oplopen, terwijl dit niet direct in de huurinkomsten kan worden doorberekend.

Bredin, et. al (2007) stellen dat vastgoedbeleggers juist erg afhankelijk zijn van de lange termijn rentes. Om minder afhankelijk te zijn van fluctuaties in de marktrente op de lange termijn zijn vastgoedbeleggers, vastgoed gaan financieren met vreemd vermogen. Door het uitgeven van lange termijn obligaties is de belegger verzekerd dat de rentelasten gelijk blijven. Om echter op korte termijn te kunnen investeren in nieuwe projecten zijn vastgoedbeleggers sterk afhankelijk van banken om een financiering rond te krijgen. Dit geeft aan dat Basel III een grote invloed heeft op korte termijn financieringen voor vastgoedbeleggers (Breden, et. al, 2007). De bank als financier voor de vastgoed beleggers zal ook scherper gaan kijken naar de kwaliteit van het vastgoed, en daarbij is het nog belangrijker geworden dat het vastgoed courant zal moeten zijn. Naast de investeringen in bestaande objecten zullen banken ook kritischer naar de financiering voor nieuwbouwprojecten zijn gaan kijken.

#### **AIFMD**

In juni 2011 is de Europese richtlijn, Investment Fund Managers Directive (AIFMD) aangenomen die voorziet in een aantal verplichtingen waaraan hedgefondsen en ook vastgoedfondsen moeten voldoen. Deze richtlijnen zijn opgesteld om het toezicht van nationale toezichthouders te kunnen verbeteren. Zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn onderhevig aan deze Europese Richtlijn. Op deze manier hebben DNB en de AFM meer instrumenten in handen om de vastgoedsector te kunnen monitoren en reguleren. Belangrijke regelgeving als gevolg van deze richtlijn heeft betrekking op de hefboomfinanciering. Hier is sprake van als een belegger naast eigen vermogen ook vreemd vermogen aantrekt om het vastgoed te kunnen financieren. De verplichtingen voor vastgoedfondsen die gebruik maken van hefboomfinanciering vindt hun weerslag in het risicobeheer, liquiditeitsbeheer en de verstrekking van informatie aan beleggers. Er zal vastgesteld moeten worden met welk percentage vreemd vermogen er maximaal gefinancierd mag worden door de beleggingsinstelling. Daarnaast is er de verplichting om een systeem te implementeren dat de liquiditeitsrisico's beheert. Vastgoedbeleggers die gebruik maken van hefboomfinanciering zullen ook een informatieplicht hebben naar DNB en de deelnemers in het beleggingsfonds (Bennebroek Gravenhorst en Destrée, 2012).

Door de nieuwe Europese richtlijn AIFMD zullen vastgoedbeleggers strenger gereguleerd worden. Met de implementatie en de informatieverstrekking gaan extra kosten gepaard. Om

de financieringsmogelijkheden van vastgoedbeleggers te bepalen heeft echter DNB een grote invloed gekregen, doordat ze de bevoegdheid gaan krijgen een bovengrens te stellen aan de mate van hefboomfinanciering. Hoewel deze bevoegdheid pas naar voren zal komen zodra de financiële stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar komt, zullen beleggers wel verantwoording moeten afleggen. Als gevolg van de Europese richtlijn zal de AFM een grotere invloed hebben, ook wanneer er geen gevaren zijn voor het financiële stelsel. Doordat de vastgoedbelegger periodiek informatie moet verstrekken aan de AFM over waarderingen van commercieel vastgoed, kan dit invloed hebben op financieringsmogelijkheden van vastgoedbeleggers. Wanneer de AFM vaststelt dat het commercieel vastgoed te hoog gewaardeerd is in de huidige markt zullen banken hogere risico opslagen rekenen of juist de (her)financiering volledig stopzetten (Bennebroek Gravenhorst en Destrée, 2012).

## Kernpunten theorie

- ***Volgens Jones Lang Lasalle (2011) zal er door pensioenfondsen en verzekeraars voor vastgoed meer eigen vermogen aangehouden moeten worden. Men kan zich afvragen of direct vastgoed dan nog steeds een aantrekkelijke belegging is.***

Omdat er volgens de Solvency II regelgeving meer kapitaal moet worden aangehouden voor een risicovolle belegging zal er voor een belegging in vastgoed meer kapitaal moeten worden aangehouden dan voor een belegging in vastrentende waarde. De risico's die aan een belegging hangen moeten nog worden vastgesteld, maar de perceptie is dat vastrentende waarden minder risicovol zijn dan vastgoed. Dit kan betekenen dat pensioenfondsen en verzekeraars vastgoed als minder aantrekkelijke belegging gaan zien.

- ***ESB (2012) laat zien dat er risicovoller moet worden belegd door pensioenfondsen om aan toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. De vraag doet zich voor of vastgoed hierin volstaat.***

Om toekomstige verplichtingen als pensioenuitkeringen te kunnen blijven indexeren zullen beleggingen een goed rendement moeten laten zien. Enerzijds moeten institutionele beleggers een kapitaalbuffer aanhouden voor elke risicovolle belegging, waardoor men de neiging kan hebben minder risicovol te beleggen. Anderzijds moet er rendement worden behaald om de uitkeringen te kunnen indexeren. Het verwachte rendement is juist het hoogst op een risicovolle belegging. Hier zal een evenwicht moeten worden gevonden en men kan zich afvragen of vastgoed hierin nog een rol kan spelen.

- ***SEO (2011) stelt dat banken strenger zullen zijn bij (her)financiering van vastgoed als gevolg van Basel III. De vraag doet zich voor hoe vastgoedbeleggers met de beperkte financiering omgaan.***

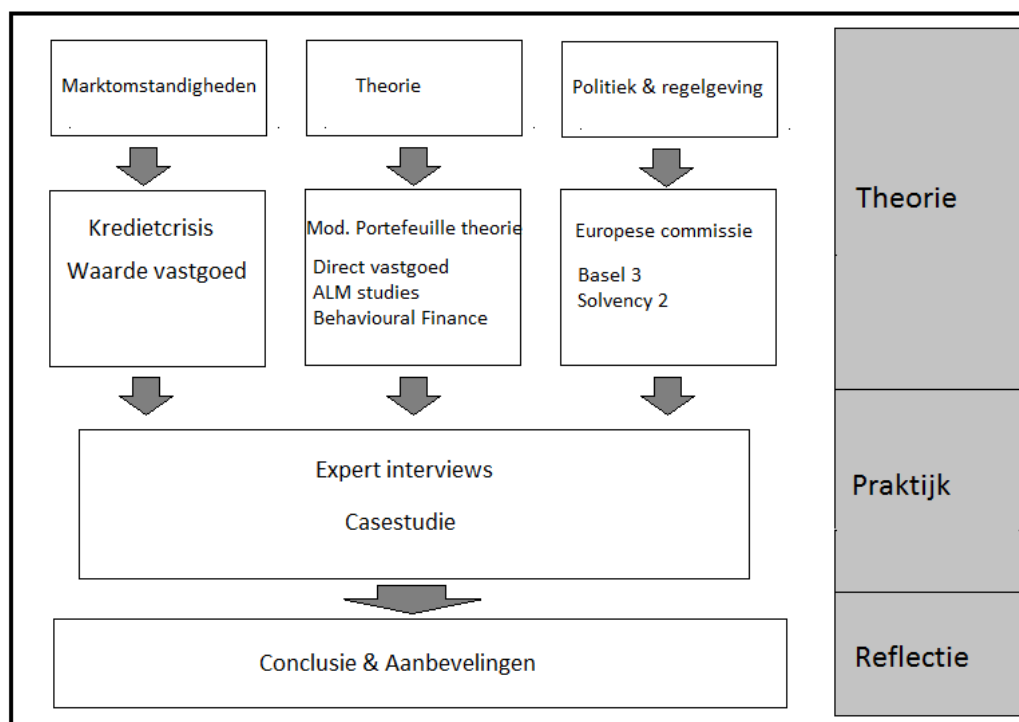
Door de ingevoerde regelgeving met betrekking tot Basel III zullen banken een grotere kapitaalbuffer aan moeten houden. Voor beursgenoteerde- en niet beursgenoteerde fondsen kan dit problemen geven om vastgoed te financieren met vreemd vermogen. Banken zullen kritischer kijken naar de vastgoedbelegger die vastgoedobjecten wil (her)financieren en ook naar de mate van risico die de financiering met zich meebrengt. Door de meer kritische houding en de beperkte beschikbaarheid aan financiering zullen beursgenoteerde- en niet beursgenoteerde vastgoedbeleggers moeilijker aan vreemd vermogen kunnen komen.

## 5. Onderzoeksmethodologie

In dit hoofdstuk zal aan de orde komen welke onderzoeksmethodologie is gebruikt voor dit onderzoek. Allereerst zal worden weergegeven hoe er een koppeling van de theorie naar de praktijk gemaakt wordt. Daarna wordt omschreven welke onderzoeksmethode wordt gehanteerd om te onderzoeken hoe vastgoedbeleggers in de praktijk omgaan met direct vastgoed in deze marktomstandigheden. Hierin zal naar voren komen hoe de data verzameld is en op welke manier de data verwerkt is om tot resultaten te komen. Tot slot wordt beschreven hoe door een meervoudige casestudie het beleid van de institutionele vastgoedbeleggers sinds de kredietcrisis is gewijzigd.

### 5.1 Koppeling theorie naar praktijk

In de vorige hoofdstukken is door middel van een beschrijvend literatuuronderzoek antwoord gegeven op de eerste deelvragen. Allereerst is er nader gekeken naar het empirisch kader, ten aanzien van de kredietcrisis. Ook is er door het schetsen van een theoretisch kader en empirisch kader voor met name het beleggen in direct vastgoed, een beeld gevormd van de manier waarop institutionele beleggers hun beleggingsbeslissingen maken. Tot slot is een empirisch kader neer gezet omtrent de financiële regelgeving waar institutionele- en vastgoedbeleggers mee te maken hebben. Het beschrijvend literatuuronderzoek (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005) zal een belangrijk handvat vormen om antwoord te kunnen geven op de deelvragen. Hieronder is een schema weergegeven waarin duidelijk wordt gemaakt hoe de koppeling van theorie met de praktijk wordt gemaakt.



Figuur 7: koppeling theorie naar praktijk (eigen bewerking)

In de vorige hoofdstukken die gericht waren op de literatuur, is gebleken dat de verscherpte kapitaaleisen voor institutionele beleggers, gevolgen kunnen hebben voor de beleggingscategorie direct vastgoed. Op basis van de strategische allocatie zouden eindbeleggers als verzekeraars en pensioenfondsen echter wel een bepaald percentage



moeten beleggen in deze beleggingscategorie. Daarnaast zal door Basel III, de (niet) – beursgenoteerde vastgoedbelegger getroffen worden doordat er beperktere financieringsmogelijkheden op de korte termijn voorhanden zijn. Door middel van kwalitatief onderzoek zal onderzocht worden of de effecten van financiële regelgeving, omschreven in de literatuur, in de praktijk ook terug zijn te zien in de visie en het gedrag van institutionele- en vastgoedbeleggers.

## 5.2 Kwalitatief onderzoek

Om te beoordelen hoe institutionele beleggers in de praktijk omgaan met direct vastgoed in de huidige marktomstandigheden, wordt een exploratief onderzoek uitgevoerd. Op deze manier wordt er een beeld gevormd van de beweegredenen die experts hanteren (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). Door achterliggende redenen van beleggingsbeslissingen te achterhalen kan worden beoordeeld hoe experts omgaan met de huidige marktomstandigheden en regelgeving.

Bij het interviewen van experts wordt gebruik gemaakt van semigestructureerde interviews. Hierbij zullen steeds dezelfde onderwerpen worden aangesneden, maar afhankelijk van de expertise van de geïnterviewde zal inhoudelijk op sommige onderwerpen dieper worden ingegaan (Baarda, De Goede & Teunissen, 2005). Omdat er verschillende institutionele- en vastgoedbeleggers zijn, en deze vaak ook andere belangen en verplichtingen hebben is ervoor gekozen om voor alle specialismen in ieder geval één expert te raadplegen. Hoewel elk interview met een centrale vraag zal beginnen, kan er door dit onderscheid op verschillende deelonderwerpen dieper worden ingegaan.

### Onderzoekspopulatie

Voor het onderzoek is gekozen acht experts te interviewen, en daarin hun visie over het beleggen in vastgoed sinds de kredietcrisis te onttrekken. De participanten zijn geselecteerd doormiddel van doelgerichte selectie. Hierbij is gekeken naar de kenmerken die de experts moeten bezitten om in aanmerking te komen voor de selectie (Boeije, 2008). De criteria waaraan de geselecteerde experts moesten voldoen waren allereerst dat ze actief werkzaam moeten zijn bij een vastgoedbelegger. Ook werd het van belang geacht om van verschillende soorten vastgoedbeleggers in ieder geval één expert te raadplegen. Hier wordt bedoeld dat er tenminste één expert van een pensioenfonds, een verzekeraar, een beursgenoteerde vastgoedbelegger, een niet-beursgenoteerde vastgoedbelegger en een expert van een technisch adviesbureau in het onderzoek zal worden betrokken. Daarnaast werd het van belang geacht dat de expert kennis heeft van de financiële en politieke regelgeving voor vastgoedbeleggers sinds de kredietcrisis. Tot slot moesten de experts voldoen aan kennis met betrekking tot de Moderne Portefeuille Theorie en de rol die vastgoed binnen de portefeuille inneemt. Op basis van deze criteria zijn onderstaande experts betrokken in het onderzoek.

Tabel 1: geïnterviewde experts

Expert	Functie	Bedrijf
Hans Op 't Veld	Head of Listed Real Estate	Pensioenfonds PGGM
Marieke van Kamp	Head of Real Estate	Verzekeraar Nationale Nederlanden
Patrick Ruwiel	Directeur Vastgoed	Delta Lloyd Vastgoed
Tom de Witte	CFO	Vastned Retail
Rodney Zimmerman	Senior Investment Manager	ASR REIM
Ton van Welie	CEO	Ortec Finance
Coen Mica	Hoof Vastgoedfinanciering	Zanders Treasury and Finance Solutions
Ingmar Bergmann	Head of Corporate Finance	Nieuwe Steen Investments

Door het interviewen van experts kan er dieper op bepaalde onderwerpen worden ingegaan. Mede door de specifieke ervaring van de experts kan bij dit kwalitatief onderzoek specialistische kennis worden achterhaald. Ook is het een voordeel dat er door de interviews aanvullende informatie naar voren kan komen die erg bruikbaar kan zijn om tot antwoorden op de deelvragen te komen. De ervaring die experts hebben opgedaan is in deze gevallen een zeer positieve aanvulling. Daarentegen is het risico dat door de specifieke ervaring op één deelgebied er een subjectief oordeel van de expert naar voren komt. Ook is het een uitdaging om in de antwoorden van de experts een gemeenschappelijk punt te formuleren. Het is daarom van belang om de interviews wel gedeeltelijk gestructureerd te houden (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005).

### **Dataverzameling**

De onderzoekgegevens omtrent de visie van experts met betrekking tot het beleggen in vastgoed sinds de kredietcrisis is verkregen door het houden van semigestructureerde interviews. Een aantal onderwerpen, die in onderstaande tabel zijn weggegeven is hierbij aan de orde gekomen. Door een open vraagstelling is het mogelijk geweest om door te vragen wanneer dit van belang was (Baarda, De Goede & Teunissen, 2005). In de semigestructureerde interviews zijn experts bevraagd over de invloed van de kredietcrisis en regelgeving op beleggingsbeslissingen. Elk interview heeft circa drie kwartier in beslag genomen en is persoonlijk afgenomen. De interviews zijn afgenomen op locatie, dus bij het bedrijf zelf. Alleen het interview met de heer Ruwiel van Delta Lloyd vastgoed is telefonisch afgenomen omdat dit de voorkeur van de heer Ruwiel was. In onderstaand overzicht kunnen de vragen worden teruggevonden die voorafgaand aan de semigestructureerde interviews zijn opgesteld. Wanneer er waardevolle informatie uit een interview naar voren komt, is er voor gekozen deze vraag ook voor te leggen aan de experts die later nog geïnterviewd werden. Op deze manier kunnen waardevolle inzichten van experts ook nog in de resultaten van het onderzoek verwerkt worden. (Baarda, De Goede & Teunissen, 2005). De volgende vraag is naar aanleiding van het interview met Marieke Van Kamp als enige nog toegevoegd aan de vragenlijst voor interviews met de nog volgende experts:

*Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid 'leverage' waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?*

De vragen die zijn voorgelegd aan de experts zijn terug te leiden naar de theorie die in de vorige hoofdstukken aan bod is gekomen. Achter elke vraag wordt vermeld op welk onderdeel van het theoretisch kader de vraag betrekking heeft en wat de relevantie van de vraag is die voorgelegd wordt aan experts. Aan het eind van de vorige hoofdstukken is kort samengevat wat de theorie stelt die in de vraagstelling behandeld wordt.

## Vraag voorgelegd aan expert

Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?

Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?

De MPT heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?

Om aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen is de vereiste dekkingsgraad al 127%. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) voldoende om hieraan te voldoen?

Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger deze rendementsverwachtingen?

Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed?

Men ziet nog steeds een waardestijging bij commercieel vastgoed. Is deze waardestijging wel terecht, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?

Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed?

## Relevantie

Deelvraag 4, hoe kijken experts naar de waardeontwikkeling van vastgoed.

Deelvraag 4, op basis waarvan wordt de waardeontwikkeling voorspeld.

Deelvraag 5, hoe zien experts de rol van vastgoed in de strategische asset allocatie.

Deelvraag 5, vinden experts het zinvol om vastgoed op te nemen in de portefeuille gezien de waardeontwikkeling

Deelvraag 4, hoe zien experts de verwachte waardeontwikkeling en rendementen van vastgoed.

Deelvraag 7, in hoeverre gelden de kenmerken van vastgoed nog sinds de kredietcrisis

Deelvraag 4, staan de waardes van vastgoed wel juist in de boeken gezien de recente ontwikkelingen

Deelvraag 5, in hoeverre wordt er binnen een asset allocatie rationeel belegd.

## Koppeling met de theorie

*H2 – (Bijlsma et. al. 2009)*

*H2 – Economische kerngegevens Nederland (PBL, 2011)*

*H3 – Moderne portefeuille theorie*

*H3 – Solvabiliteit (Broeders en Pröpper, 2010)*

*H3 – Kritiek Moderne Portefeuille Theorie (Geltner en Miller, 2007)*

*H3 – Kenmerken direct vastgoed (Van Gool et al., 2007)*

*H3 – Waardeontwikkeling vastgoed (Brown en Klingenberg, 2006) (Van Gool en Ten Have, 2006)*

*H3 – Behavioural finance (Bokhari en Geltner, 2010)*

Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III en solvency II akkoord?

Is direct vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?

Om de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol speelt direct vastgoed in hierin?

Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid 'leverage' waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre wordt daar rekening mee gehouden bij de (her)financiering van vastgoed

Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in primair en secundair vastgoed?

Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?

Deelvraag 6, in hoeverre zien experts de invloed van regelgeving al doorwerken in de markt

Deelvraag 6, zien experts de kapitaalbuffers als een obstakel om nog te beleggen in vastgoed.

Deelvraag 6, kan vastgoed in het evenwicht tussen beperkter risico, maar wel voldoende rendement nog iets betekenen

Deelvraag 6, passen fondsen het beleid aan om aantrekkelijker te zijn voor investeerders.

Deelvraag 7, op basis van welke kenmerken wordt vastgoed sinds de crisis opgenomen in portefeuille  
Deelvraag 7, op basis van welke kenmerken wordt vastgoed sinds de crisis opgenomen in portefeuille

*H4 – Financieel toezicht (Hilbers, 2011)*

*H4 – Kapitaalvereisten (Jones Lang Lasalle, 2011)*

*H4 – Indexatie (ESB,2012)*

Toegevoegd naar aanleiding van het interview met Marieke van Kamp

*H4 – Risico beleggingsmix (SEO, 2011)*

*H4 – Risico beleggingsmix (SEO, 2011)*

## Achtergronden analyse interviews

Tijdens de interviews is gebruik gemaakt van opname apparatuur, zodat de uitwerking gebruikt kon worden gebruikt voor de analyse. Bij de analyse van de interviews is gekozen voor de constante vergelijkingen methode. Er wordt bij deze methode gebruik gemaakt van drie soorten coderingen die elkaar opvolgen, namelijk de open codering, de axiale codering en de selectieve codering (Robson, 2011). Met de open codering wordt het onderzoeksveld verkend, worden aan de interviewdata begrippen toegekend en wordt het interview overzichtelijk gemaakt (Boeije, 2008). Elk interview is ingedeeld in verschillende fragmenten om op deze manier de beschikbare data te kunnen categoriseren. Aan de fragmenten die op deze manier zijn ontstaan, zijn labels toegekend door gebruik te maken van letterlijke bewoordingen die de experts gebruiken in het afgenomen interview (Mc Hatton, 2009). Door het toekennen van labels worden de standpunten van de geïnterviewde experts helder. De data is van maximaal zes labels voorzien om zo tot een nuttige samenvatting van de data te komen (Baarda, Goede & Teunissen, 2005). Bij het vierde interview is er gestopt met het labelen omdat de categorieën die konden worden toegevoegd op dat moment verzadigd waren (Baarda, Goede & Teunissen, 2005). Daarna is gestart met het maken van een vergelijking tussen de fragmenten uit de interviews omdat werd verwacht dat de experts dezelfde punten zouden benoemen bij de interviewvragen die zijn gesteld. De labels die gelijk aan elkaar waren zijn op dat moment samengevoegd tot één label, zodat er uiteindelijk een aantal verschillende labels resteerde. Vervolgens is er verder gegaan met de axiale codering, waarbij de data voortgekomen uit de open codering verder is gebundeld en gesorteerd. Bij de axiale codering zijn er kernlabels toegekend aan de fragmenten uit het interview die de informatie, benoemd door de expert, het best verwoorde. Er is dus aan alle fragmenten uit de interviews een kernlabel gehangen, waarbij de resterende labels als dimensie van de informatie gelden. Wanneer er meerdere kernlabels aan een fragment konden worden toegekend, is het fragment opgeknipt tot twee fragmenten. Uiteindelijk is door het toepassen van de axiale codering een lijst met kernlabels ontstaan, met daaraan gekoppeld de labels die de dimensies weergeven. Tot slot is door middel van de selectieve codering gekomen tot de meeste belangrijke kern categorieën, die de basis vormen voor de beantwoording van de onderzoeksvragen verwoord in de inleiding. Om tot de kern categorieën te komen is er gekeken naar de kernlabels die vaak voorkwamen bij de axiale codering. In onderstaande figuur op deze pagina is een voorbeeld opgenomen uit de bijlage van de gebruikte codering. De beantwoording van de onderzoeksvragen komt overeen met de volgorde van de onderzoeksvragen uit de inleiding (Baarda, De Goed & Teunissen, 2005). Om de resultaten duidelijk weer te geven is zo nu en dan gebruik gemaakt van citaten, zodat de visie van de expert goed naar voren komt. Ook wordt er bij de resultaten benoemd hoeveel experts dezelfde visie hebben over een een bepaald onderwerp (Boeije, 2008). Bij de onderzoeksresultaten zal de naam van de expert niet specifiek genoemd worden omdat een aantal experts de voorkeur gaven aan een anonieme vermelding van hun uitspraken in het onderzoek.

---

<b>Kernlabel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Regelgeving	Basel Solvency Perceptie Aantonen Tolerantie	Streng

---

Figuur 8: Voorbeeld codering interviews (eigen bewerking).

### **5.3 Casestudie**

Om het beleggingsbeleid van institutionele beleggers ten aanzien van direct vastgoed te beoordelen zal er gebruik gemaakt worden van een meervoudige casestudie, gebaseerd op het evaluatieonderzoek. Volgens Baarda, de Goede en Teunissen (2005) is bij een meervoudige casestudie een algemeen beeld gemakkelijker te vormen. Door meerdere cases te kiezen zal de interne validiteit van het onderzoek worden versterkt. Een casestudie wordt ook vaak gekenmerkt als kwalitatief onderzoek omdat het een vorm van empirisch onderzoek is, waarmee een gebeurtenis wordt omschreven of geïnterpreteerd. Bij de casestudie gaat het er om, een gebeurtenis of trend in kaart te brengen. Er is daarom sprake van een evaluerend, kwalitatief onderzoek (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005).

Voor de meervoudige casestudie zullen 3 jaarverslagen van institutionele vastgoedbeleggers worden geanalyseerd. De jaarverslagen zijn geselecteerd over de periode 2007 tot en met 2012. Hierbij zal worden gekeken naar het veranderende beleid van institutionele vastgoedbeleggers sinds 2007. In deze zachte kant van de casestudie zal worden bekeken of er een verandering zichtbaar is in de het beleid ten opzichte van vastgoedbeleggingen, sinds de kredietcrisis is begonnen (Baarda, de Goede en Teunissen, 2005). Uit de literatuur is gebleken dat er met de regelgeving vanuit de Europese Commissie sprake kan zijn van een afname aan belegd vermogen in vastgoed door institutionele beleggers.

## 6. Resultaten

In dit hoofdstuk zullen de resultaten en de visie van de geïnterviewde experts uiteen worden gezet. Zoals in de onderzoeksmethodiek is aangegeven zal de volgorde van de onderzoeksvragen, opgesteld in de inleiding, worden aangehouden. Op deze manier zal per onderzoeksvraag duidelijk worden wat de visie van de experts met betrekking tot dit onderwerp is. Allereerst zal aan bod komen hoe de geïnterviewde experts aankijken tegen de waardeontwikkeling van vastgoed. Op de vraag met betrekking tot de asset allocatie en de rol van vastgoed hierin zal daarna worden ingegaan. Vervolgens zal worden beschreven hoe de experts de ingevoerde regelgeving beoordelen en wat de invloed van kapitaalbuffers op het beleggingsbeleid zal zijn. Tot slot zal worden besproken hoe de experts de genoemde kenmerken van vastgoed hanteren in het beleggingsbeleid.

### 6.1 Waardeontwikkeling

De meerderheid van de geïnterviewde experts (6) noemt de waardeontwikkeling van vastgoed niet zorgelijk. Wel wordt voorzien dat er nog meer moet worden afgewaardeerd op commercieel vastgoed (7). Voornamelijk het vastgoed dat niet als 'core' vastgoed wordt gezien zal nog met afwaarderingen te maken krijgen. De afwaarderingen worden door veel beleggers uitgesteld, in de hoop dat het probleem zich in de loop van de tijd oplost. De experts (5) noemen de waardedaling van vastgoed veel heftiger dan was verwacht, hoewel benadrukt wordt dat met name bij het bestuur van beleggers er rekening mee werd gehouden dat er een daling zou kunnen komen.

De geïnterviewde experts maken zich geen zorgen over de waardeontwikkeling van vastgoed (6). De pensioenfondsen en verzekeraars hebben een lange beleggingstermijn en de waardeontwikkeling van vastgoed moet ook in dat perspectief worden gezien. Op korte termijn is het voor pensioenfondsen en verzekeraars wel zorgelijk omdat de toezichthouder de waardeontwikkeling onvoldoende vindt. *“de toezichthouder gaat zich steeds meer bemoeien met de korte termijn ontwikkeling van assets. Dat is voor pensioenfondsen en verzekeraars wel zorgelijk omdat de waardeontwikkeling over een lange termijn moet worden gezien”*. Beursgenoteerde- en niet beursgenoteerde vastgoedbeleggers hebben wel meer moeite met de waardeontwikkeling van vastgoed.

**De waardeontwikkeling en mogelijk verdere afwaarderingen wordt niet als zorgelijk gezien vanwege de lange beleggingshorizon van institutionele vastgoedbeleggers.**

De focus op kwaliteit (5) wordt door experts ook veelvuldig benoemd in de waardeontwikkeling van vastgoed. Er is ook een tendens zichtbaar onder retailers die bereid zijn contracten op toplocaties over te willen nemen. *“Of dus de waardes op toplocaties ook gaan dalen is moeilijk te zeggen, maar het ligt niet direct in de verwachting. De beperkte beschikbaarheid van kapitaal zal nog wel druk geven op de waardes en er zal dus echt een gemengd beeld te zien zijn tussen de verschillende locaties”*. Op de echt goede locaties zien de experts de waarde van vastgoed zelfs licht stijgen. In de waardeontwikkeling van vastgoed is dus duidelijk een spread aan het ontstaan, waarbij het topvastgoed juist iets stijgt en het mindere vastgoed nog afwaarderingen zal moeten ondergaan (5).

De meeste experts (6) voorzien een extra afwaardering op commercieel vastgoed doordat er op dit moment weinig transacties plaatsvinden in de markt. *“Het grote dilemma van marktwaarde is, of de prijs die tot stand komt tussen twee partijen echt waardevol is. Doordat er op dit moment weinig transacties plaatsvinden is de waarde van het vastgoed niet erg transparant”*. Doordat er weinig transacties plaatsvinden wordt de vastgoedmarkt dus niet als transparant gezien en kan het goed mogelijk zijn dat er nog meer moet worden

afgevaardigd (6). Wel is de vastgoedmarkt een inefficiënte markt, wat voor een belegger mogelijkheden biedt om waarde toe te voegen aan een object of er juist extra hoge rendementen kunnen worden behaald door een goede deal.

**Experts zien mogelijkheden in vastgoed hogere rendementen te behalen vanwege de inefficiëntie van de markt en de mogelijkheid waarde toe te voegen.**

Wel wordt het in deze tijd belangrijk geacht op een meer verstandige manier om te gaan met het te beleggen vermogen (6). Juist in tijden van crisis is het nog belangrijker dieper op markten in te gaan en nog meer blijven toetsen om te kijken of de juiste markten en partners zijn gekozen. *“Naast daadkrachtig handelen is een goede communicatie dus belangrijk omdat iedereen een beetje angstig is. Communicatie is sinds de crisis extreem belangrijk geworden”*. Het maken van verwachtingen met betrekking tot de waardeontwikkeling van vastgoed is nog belangrijker geworden. De experts (7) maken hierbij gebruik van kerngegevens die door het CBS worden gepubliceerd. Hieruit kan een bepaalde ontwikkeling en trend worden gehaald, maar er wordt wel benadrukt dat een eigen toekomstvisie erg belangrijk blijft aangezien het historische cijfers zijn (6). Kerncijfers worden dus belangrijk geacht, maar een vastgoedbelegger moet daarbij wel een duidelijke eigen toekomstvisie hebben. Demografische gegevens als vergrijzing en verstedelijking spelen een belangrijke rol en het maken van beleggingsbeslissingen.

## **6.2 Asset allocatie**

Vastgoed als asset in ALM-modellen is veelvuldig ter sprake gekomen. De geïnterviewde experts zien nog steeds een belangrijke rol voor vastgoed weggelegd binnen de strategische asset allocatie (7). Veelvuldig wordt er op gewezen dat vastgoed nog steeds diversificatievoordelen biedt, en het daarom nog steeds opgenomen moet worden in de portefeuille. Ondanks dat de correlatie ten opzichte van andere assets niet op ging tijdens de crisis zien de experts (8) dit nog steeds als een belangrijke eigenschap van vastgoed. Op korte termijn is gezien dat alle assets een negatief rendement gaven, maar op de lange termijn zal diversificatie nog steeds van toegevoegde waarde zijn. *“Over een termijn van 20 - 30 jaar gaat de correlatie nog steeds op en de diversificatievoordelen van vastgoed ten opzichte van obligaties en aandelen zijn er nog steeds”*. Er wordt echter wel gewezen op de risicobenadering van obligaties in de Moderne Portefeuille Theorie (2). Het risico van vastrentende waarden is nog nooit zo hoog geweest en zou eigenlijk herijkt moeten worden om weer tot een goede correlatie te komen ten opzichte van andere assets.

**Vastgoed binnen de portefeuille kan volgens experts op lange termijn nog steeds diversificatievoordelen bieden**

Een andere reden die experts (6) noemen om vastgoed toch op te blijven nemen in de portefeuille zijn de kenmerken die gelden voor een vastgoedbelegging. Er is tijdens de crisis gezien dat vastgoed een vertragende werking heeft en dus als laat – cyclisch kan worden gekenmerkt. Zowel naar boven als naar beneden zit er een vertraging in de waardeontwikkeling van vastgoed. Dit terwijl bij aandelen juist is gezien dat ze veel heftiger hebben gereageerd in de kredietcrisis. Daarnaast wordt door de laag gehouden rente een vorm van asset inflation gecreëerd. Door de toenemende inflatie die wordt verwacht kan vastgoed een belangrijke rol blijven spelen in de portefeuille. Ook werd door de geïnterviewde personen benoemd dat vastgoed wel eens een grotere rol kan gaan spelen in de portefeuille (5). *“Juist door direct te beleggen en daardoor kosten te vermijden, een stabiele inkomensstroom te genereren en doordat vastgoed inflatiebeschermend werkt kan het een hele stabiele factor zijn in de portefeuille”*. De kenmerken van vastgoed worden door de experts nog steeds als belangrijke reden gezien om de mate van vastgoed in de strategische asset allocatie minimaal in stand te houden.



De beleggingsrendementen op vastgoed worden door de participanten aan het onderzoek niet als zorgelijk gezien (5). Wel vraagt men zich af of er in de toekomst nog aan indexatieverplichtingen kan worden voldaan. Of de rendementen de komende 30 jaar weer zo hoog zullen zijn als de vorige 30 jaar is onzeker. Weer wordt er door experts (7) op gewezen dat een minimale beleggingshorizon van 30 jaar gehanteerd moet worden om de waardeontwikkeling van vastgoed te beoordelen. Vastgoed als asset in de portefeuille wordt dus nog steeds van belang geacht. De verplichtingenstructuur en de mogelijkheid om nog aan de verplichtingen te kunnen voldoen in de toekomst wordt wel aan de orde gesteld. *“Het grootste probleem is niet de rendementen die pensioenfondsen en verzekeraars halen, maar de ontwikkeling van de demografie in Nederland. Het systeem zal dus eigenlijk opnieuw geijkt moeten worden om nog aan de dekkingsgraden te kunnen voldoen”*. De groei die de economie voor de crisis heeft doorgemaakt is met de huidige vergrijzing de komende 15 jaar moeilijk te behalen. Ook komt naar voren in de gesprekken dat er volgens de modellen juist een te laag percentage vastgoed wordt opgenomen in de portefeuille van pensioenfondsen of verzekeraars. Reden hiervoor kan zijn dat vastgoed minder liquide is, de markt minder transparant is of dat veel premiegerechtigden al vastgoed in bezit hebben in de vorm van een eigen woning. *“het percentage vastgoed uit de modellen zie je echter nooit in de portefeuilles terugkomen en wordt dus eigenlijk handmatig gecorrigeerd”*. Communicatie over de te behalen rendementen wordt weer als erg belangrijk aspect van het toekomstige pensioen- en verzekeringstelsel gezien. Wanneer er duidelijk gecommuniceerd wordt wat de mogelijke negatieve waardeontwikkeling van vastgoed kan zijn, dan kunnen de premiegerechtigden hier ook een reëel beeld van krijgen. *“het is niet meer vanzelfsprekend dat de verplichtingen automatisch elk jaar geïndexeerd kunnen worden”*.

**Communicatie met betrekking tot rendementen op vastgoed en transparantie over beleggingen gaat volgens experts steeds belangrijker worden.**

Tot slot wordt er ingegaan op de Moderne Portefeuille Theorie en de kritiek die vaak wordt genoemd met betrekking tot de modellen voor strategische asset allocatie. Hierover wordt gezegd dat juist bij de beleggingscategorie vastgoed de modellen niet leidend hoeven te zijn. Het is juist een markt waar door de belegger waarde kan worden toegevoegd en er hoge rendementen behaald kunnen worden omdat de markt inefficiënt is (4). *“het is juist wel rationeel, waar wij denken dat de markten irrationeel zijn”*. *“Wij denken dat er dislocaties in de markt zijn en dat de markt niet volledig efficiënt is”*. Door de ondervraagden wordt irrationeel gedrag dus niet direct als negatief gezien binnen het vastgoedbeleggen. Het kan naast de modellen een goede toevoeging bieden op de rendementen binnen een portefeuille (4). *“in de markt voor vastgoedbeleggingen kunnen er juist voordelen behaald worden door de juiste partners te kiezen en voor een paar markten te kiezen waar je juist kennis van zaken hebt”*. De strategische asset allocatie zoals die volgens de modellen van de Moderne Portefeuille Theorie zouden moeten zijn wordt dus niet per definitie gevolgd door beleggers. Er wordt bewust gebruik gemaakt van trends en toekomstverwachtingen om de strategie met betrekking tot vastgoedbeleggingen te bepalen.

### **6.3 Regelgeving**

De verscherpte regelgeving in Basel III en Solvency II wordt door de geïnterviewde experts (8) gezien als toezicht, dat behoorlijk grote implicaties voor het beleggen in vastgoed gaat hebben. Het wordt gezien als regelgeving die voornamelijk voor pensioenfondsen en verzekeraars erg bepalend gaat zijn. Maar ook voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggers gaat de Basel III regelgeving grote gevolgen hebben voor de financieringsmogelijkheden. *“deze regelgeving heeft erg veel consequenties voor alle titels waar veel risico op zit”*. *“Ook voor vastgoed zal dit nadelige consequenties hebben en zal er soms voor gekozen worden dit van de balans af te gooien”*. Door de ondervraagden wordt benadrukt dat de regelgeving wel van belang is om ervoor te zorgen dat beleggers een gezonde balans krijgen. Het tijdstip waarop de regelgeving wordt ingevoerd wordt echter wel

als ongelukkig beschouwd (4). Ook wordt de regelgeving door de experts erg streng gevonden en is er op dit moment weinig ruimte voor een eigen interpretatie van de regelgeving (5). Een aantal ondervraagden (4) noemen risico namelijk een subjectief begrip, dat door iedereen anders geïnterpreteerd kan worden. De mate van risico vormt een belangrijke pijler van de regelgeving in Basel III en Solvency II. Aangezien het risico van een vastgoedbelegging lastig meetbaar is, moet nog gaan blijken wat de werkelijke impact op het beleggen in vastgoed zal zijn. *“Of het in deze vorm wordt doorgezet of dat het in de toekomst nog verandert zal nog moeten blijken, maar het is zeker een sentimentfactor die meegenomen wordt in het vastgoedbeleggingsbeleid”*.

**Sinds de ingevoerde regelgeving zal volgens experts het risico op beleggingen een belangrijke rol gaan spelen.**

Door de experts wordt ook gemerkt dat banken vanwege de Basel III regelgeving minder ruimte hebben om te financieren (6). Mede als gevolg van de regelgeving is te zien dat er minder transacties plaatsvinden in de vastgoedmarkt. De oorzaak van het beperkt aantal transacties in de markt wordt toegewezen aan de strengere regelgeving. *“Herfinancieren voor partijen wordt lastiger en dan met name voor bedrijven die weinig vet op de botten hebben. Dat leidt uiteindelijk tot de vicieuze cirkel dat banken straks nog meer moeten gaan afboeken”*. *“Beursgenoteerde bedrijven kunnen bij het financieren nog gebruik maken van een emissie, maar de kleinere niet – beursgenoteerde bedrijven hebben hier een groter probleem”*. Er wordt door de regelgeving een duidelijke trend gezien waarbij banken proberen de balans gezonder te maken en daarom beursgenoteerde en niet - beursgenoteerde vastgoedbeleggers verzoeken om af te lossen (4). Ook wordt door de experts (6) gezien dat banken kritischer kijken naar de bedrijven aan wie ze leningen verstrekken. In tegenstelling tot het verleden wordt een vastgoedbelegger sinds de kredietcrisis veel kritischer beoordeeld. Er wordt kritischer gekeken naar de objecten die in portefeuille zitten en naar de mogelijkheden die een belegger heeft om leningen terug te betalen. *“als vastgoedbelegger merk je dat door regelgeving als Basel III het lastiger is om een financiering rond te krijgen”*. Een ander effect van de Basel III regelgeving wordt gezien in de looptijd van financieringen die vastgoedbeleggers vragen (3). Het wordt voor banken duur om geld een lange tijd uit te lenen, waardoor het juist voor vastgoed nadelige gevolgen kan hebben. Omdat vastgoedfinancieringen een lange looptijd vragen zijn banken minder snel geneigd deze leningen te verstrekken aan vastgoedbeleggers. *“Hoewel de crisis is ontstaan door verpakte leningen, ligt de oplossing wel in het Amerikaanse model waarbij leningen worden doorverkocht aan verzekeraars”*. *“Door de verstrekte leningen door te verkopen drukt dit niet op de balans van banken”*. Zolang de leningen met een lange looptijd voor banken teveel risico met zich meebrengen, zullen beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers hierdoor merkbaar maar beperkt beschikking hebben over financieringsmogelijkheden (4).

**Financiering sinds Basel III is lastig door de lange looptijd van vastgoedleningen en de kritische houding van geldverstrekkers.**

De AIFMD regelgeving wordt door een aantal experts (4) als doorgeslagen bestempeld. De insteek van de regelgeving wordt als positief gezien omdat het bedoeld is om meer transparantie te creëren. Doordat beursgenoteerde bedrijven echter al verplicht zijn alles te verantwoorden in jaarverslagen wordt deze regelgeving als belastend beschouwd (2). *“voor beursgenoteerde bedrijven lijkt het beleid doorgeslagen omdat ze al onder toezicht vallen van de AIFM en volledig verantwoording afleggen in het jaarverslag”*. Om dan nogmaals de kasstromen te verantwoorden door invoering van deze regelgeving wordt zal kosten met zich meebrengen voor de uiteindelijke belegger in deze fonsen. *“Uiteindelijk wordt de rekening betaald door de belegger omdat het veel geld kost als een andere partij ook nog toezicht moet gaan houden op alle kasstromen van een vastgoedbelegger. Dit is tijdrovend en*

*daardoor erg kostbaar*". Hoewel de effecten van AIFMD nog niet helemaal helder zijn, is men nog niet overtuigd van de noodzaak van deze regelgeving op beursgenoteerde vastgoedbeleggers (2).

### 6.3.1 Kapitaalbuffer

Het aanhouden van een kapitaalbuffer als pensioenfonds of verzekeraar wordt door experts (7) als uitdagende regelgeving gezien. Genoemd wordt de irritatie over het feit dat de regelgeving erg generaliserend werkt (5). Er wordt weinig onderscheid gemaakt in de mate van de kapitaalbuffer die moet worden aangehouden. *"Onder Solvency II en Basel III moeten er wel kapitaalbuffers worden aangehouden en het is jammer dat er niet een onderscheid wordt gemaakt in de mate van buffers die moet worden aangehouden"*. Men vindt het jammer dat de mate van kapitaalbeslag deels van te voren al vastligt op basis van een percentage en afhankelijk van de soort belegging die men doet. Er wordt gesteld dat er weinig ruimte is om een eigen inschatting van de impact op kapitaalbuffers te maken (4). *"Ik hoop dat er nog een diversificatie komt in de buffers die aangehouden moeten worden wanneer een bedrijf kan aantonen in controle te zijn en de risico's goed in kaart heeft"*. Er wordt veelvuldig genoemd dat risicomanagement nog belangrijker gaat worden voor institutionele beleggers (5). Wanneer de risico's van beleggingen in vastgoed voldoende in kaart kunnen worden gebracht, dan is het voor een belegger mogelijk om binnen de kapitaaleisen van de regelgeving te blijven. Er zijn beleggers die actief zijn met het maken van modellen om beter te kunnen reflecteren hoe in vastgoedportefeuilles keuzes gemaakt kunnen worden, waardoor tegelijkertijd het risico omlaag gaat. Binnen deze modellen wordt er gefocust op landen in Europa die minder volatiel zijn. Daarnaast richt men zich in die modellen op diversificatie binnen de sectoren en huurders. *"Door diversificatie wordt de impact van vastgoed op de solvabiliteit beter gemanaged"*. Door het aantonen van de risico's die een vastgoedbelegging met zich meebrengt, en daardoor de impact die een vastgoedbelegging heeft op de volatiliteit, kan het Solvency kapitaalbeslag op een verstandige manier worden onder controle worden gehouden (3). *"Met name de rapportage is lastig omdat het belangrijk is, aan te kunnen tonen als bedrijf 'in control' te zijn"*. Ondanks dat de regelgeving met betrekking tot de kapitaalbuffers als streng worden beschouwd, zien experts nog wel mogelijkheden daar een eigen risicomodel voor te maken (3). De perceptie van risico wordt door veel beleggers anders gehanteerd. Maar wanneer een belegger het risico op een vastgoedbelegging goed kan aantonen en kan laten zien dat men weerbaar genoeg is om fluctuaties op te vangen, zal de impact op kapitaalbuffers worden gereduceerd. Risicoperceptie, risicotolerantie en het kunnen aantonen van de risico's gaan dus een belangrijke rol spelen binnen de nieuwe regelgeving (5).

De geïnterviewde experts zien vastgoed nog steeds als aantrekkelijke belegging, ondanks de hoeveelheid kapitaal dat moet worden aangehouden voor deze belegging (5). Omdat er relatief weinig in vastgoed wordt belegd zullen pensioenfondsen of verzekeraars daar geen grote verschuivingen in maken. De mate van risico is wel te arbitreren en qua kenmerken wordt er wel eens gezegd dat direct vastgoed aantrekkelijker is dan indirect vastgoed. *"De discussie die dus gevoerd zal moeten worden, is of vastgoed wel zo risicovol is als in de huidige regelgeving wordt geschetst"*. Als blijkt dat dit ten opzicht van vastrentende waarde mee valt kan vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging zijn (4).

**Direct vastgoed kan aantrekkelijker worden dan indirect vastgoed sinds de ingevoerde regelgeving. De discussie over de mate van risico met betrekking tot vastgoedbeleggingen zal daarin nog gevoerd moeten worden.**

Los van vastgoed kan het zijn dat men de overstap gaat maken van zakelijke waarden naar vastrentende waarden omdat het kapitaalbeslag dan lager zal zijn. *"Maar daarmee zal je*

*weer minder kunnen indexeren en minder rendement kunnen halen". In hoeverre dit nog een keuze is kan men zich afvragen doordat dit in principe door de toezichthouder wordt opgelegd". In de Solvency II regelgeving is er een aanname gedaan dat obligaties weinig risico kennen. Door experts worden vraagtekens gezet bij de risico perceptie van vastrentende waarden (4). Sinds de kredietcrisis is gezien dat het beleggen in deze asset categorie wel degelijk risico's met zich meebrengt. De risico's zouden dus eigenlijk opnieuw geijkt moeten worden en dan kunnen keuzes als gevolg van de regelgeving wellicht anders uitpakken (4). "ik zou Solvency II willen toepassen vanuit de werkelijke risicobenadering". Vastgoed kan dus nog steeds een belangrijke rol spelen omdat er moet worden afgestapt van de benadering waarbij obligaties risicoloos zijn". Ook wordt daarbij benadrukt dat juist direct vastgoed aantrekkelijker kan gaan worden omdat ze minder volatiliteit met zich meebrengt in vergelijking met beursgenoteerd vastgoed (5). Beursgenoteerd vastgoed hebben wel een hogere risicobuffer nodig omdat ze een hogere volatiliteit met zich meebrengen en een andere timing. Als de beleggingen in direct vastgoed dus goed gemoduleerd worden, er niet teveel risico aan hangt en de werkelijke risico's ten opzichte van andere assets duidelijk zijn, wordt vastgoed nog steeds als aantrekkelijke belegging gezien (5).*

De experts noemen ook het evenwicht dat moet worden gevonden als gevolg van de Solvency II regelgeving (6). Er wordt verwacht dat de beleggingsmix niet heel veel zal veranderen als gevolg van de regelgeving (4). Vastgoed is een te grote categorie voor pensioenfondsen en verzekeraars om te laten liggen. Er zal op korte termijn een mismatch geaccepteerd moeten worden door de institutionele belegger (2). Wel moet duidelijk worden gecommuniceerd dat met de huidige premies en verplichtingen, toekomstige uitkeringen moeilijk geïndexeerd kunnen worden (3). *"In de communicatie moet duidelijk naar voren komen dat de verplichtingen niet meer geïndexeerd kunnen worden zodra er voor gekozen wordt al het risico te reduceren en vastgoed te vervangen door vastrentende waarden".* Ook hierin wordt weer gesteld dat men verwacht dat het risicobeslag genuanceerd mag worden. *"Het reguleren en verantwoorden van de risico's wordt daarin ook steeds belangrijker".* Als dit zorgvuldig gebeurt kan vastgoed een belangrijke rol blijven spelen". Experts wijzen er ook op dat er al beleggers bezig zijn met modellen en dat het risicomangement steeds een belangrijker onderdeel van het beleid wordt (5). Wanneer de toekomstige regelgeving op pensioenfondsen van toepassing wordt, verwachten experts dat het pensioenstelsel er anders uit gaat zien (4). Direct vastgoed wordt in de portefeuille echter nog steeds als rendementsverhogend gezien, en kan daarom nuttig blijken voor het indexeren van verplichtingen. *"het zal uitdagend zijn om een evenwicht te vinden tussen een belegging die niet een te grote impact heeft op de buffers en tegelijkertijd wel genoeg rendement meebrengt".* Maar door de kenmerken van vastgoed kan het juist een belangrijke asset in de portefeuille zijn om aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen".

### **6.3.2 Leverage**

Als gevolg van de regelgeving wordt door experts veelvuldig het begrip 'leverage' gebruikt (6). Men stelt dat de mate van vreemd vermogen in financieringen steeds een belangrijkere rol gaat spelen in beleggingsbeslissingen (6). *"Met betrekking tot vastgoed is het belangrijk om te laten zien dat er een strategie staat hoe de leverage op termijn wordt afgebouwd en dus het solvency kapitaalbeslag naar beneden gaat".* Er wordt in de regelgeving nog niet een heel duidelijk onderscheid gemaakt in assets die gefinancierd zijn met vreemd vermogen, maar in de zelfontwikkelde modellen wordt hier al wel op vooruit gelopen. *"ik pleit er wel voor dat er voor vastgoed zonder leverage lagere kapitaalbuffers moeten gelden dan voor vastgoed met leverage".* Vastgoed als beleggingscategorie wordt in de toekomst steeds belangrijker geacht, wanneer geleidelijk de mate van 'leverage' kan worden afgebouwd. Het operationele resultaat gaat in dat geval namelijk verbeteren. *"Terwijl wel het geïnvesteerd bedrag in vastgoed gelijk blijft gaat het operationeel resultaat daardoor steeds meer omhoog. Het wordt dan steeds efficiënter om in vastgoed te zitten".* Het zal een geleidelijk proces

moeten zijn, waarbij de mate van 'leverage' teruggebracht gaat worden (3). *“Om als vastgoedfonds aantrekkelijk te blijven voor de eindbeleggers zullen ze bij (her)financiering dus wel degelijk rekening houden met de mate van 'leverage' van vastgoedobjecten”*. Voor beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers zal het beleid gericht zijn op het terugbrengen van 'leverage' om als fonds aantrekkelijk te blijven en als bedrijf gezond te zijn (2). Uit antwoorden van de experts blijkt dat er nog wel verschillende opvattingen zijn over de mate van 'leverage' die gezond is. Pensioenfondsen en verzekeraars willen dit graag naar de 30% terugbrengen, terwijl beursgenoteerde beleggers al tevreden zijn met een percentage rond de 50% (2). *“vooral pensioenfondsen en verzekeraars zijn conservatief en willen de hoeveelheid 'leverage' omlaag brengen”*. Ook wordt benadrukt dat het belangrijk is om door te kijken naar de stenen, om te bepalen met hoeveel vreemd vermogen een object is gefinancierd. Dit vergt extra inspanning en gaat dus kosten met zich meebrengen (4). *“Het blijft wel van belang om helemaal door te kijken naar de daadwerkelijke asset van een belegger. Het gaat er om met hoeveel 'leverage' en dus risico dat gefinancierd. Dat is namelijk wat uiteindelijk de impact op de buffer van een institutionele belegger bepaalt”*. Volatiliteit is volgens experts ook in grote mate afhankelijk van de hoeveelheid vreemd vermogen waarmee vastgoed gefinancierd is. Omdat de pensioenfondsen en verzekeraars grote waarde hechten aan een stabiele portefeuille is dat ook een belangrijke reden om de volatiliteit uit de portefeuille te halen. Op die manier zal de impact op kapitaalbuffers verlaagd worden en kan vastgoed onderdeel blijven uitmaken van de strategisch asset allocatie (5). Men zoekt daarom bewust naar fondsen die met weinig vreemd vermogen zijn gefinancierd, om op die manier de volatiliteit uit de portefeuille te halen. *“Er is daarin dus te zien dat de drang naar controle toeneemt”*. *“Een bedrijf zal de keuzes voor leverage vanuit een eigen visie overbrengen, maar is uiteindelijk gedwongen de leverage omlaag te brengen wanneer ze niet meer aantrekkelijk zijn voor een verzekeraar”*. *“Op dit moment wordt er door verzekeraars naar de mate van leverage bij fondsen gekeken, dus zullen fondsen daar de strategie met betrekking tot het financieren op aanpassen”*.

<p><b>Een hoge 'leverage' heeft grote impact op kapitaalbuffers, waardoor er zal worden opgebouwd in de mate van financiering met vreemd vermogen.</b></p>
--

## 6.4 Kenmerken vastgoed

Als gevolg van de kredietcrisis zien experts (8) dat er andere keuzes worden gemaakt met betrekking tot vastgoedbeleggingen. Allereerst ziet men een vlucht naar andere categorieën vastgoed en kwalitatief beter vastgoed (7). Er is sinds de crisis een trend waargenomen, waarbij men koos voor het 'core' vastgoed. Hierin zag men nog steeds de belangrijke kenmerken van vastgoed terugkomen. Volgens experts is het echte 'core' vastgoed nog steeds inflatiebestendig en beschikt het over een goede constante kasstroom (5). Men is bezig met risicomanagement en hierin zoeken beleggers naar vastgoed dat niet zo complex is. *“Er is zeker een trend zichtbaar naar steeds meer 'core' vastgoed. “Ook het risicomanagement is op allerlei fronten toegenomen”*. *“Iedereen is dus met risicomanagement bezig, waardoor beleggingen minder complex moeten zijn en men dus eerder uit zal komen bij investeren in West-Europees 'core' vastgoed”*. Binnen het 'core' vastgoed kiezen beleggers voornamelijk voor retailvastgoed en woningen als veilige belegging. Ook de kenmerken als inflatiebestendigheid en de constante kasstroom wordt door de geïnterviewden als belangrijke reden gezien van deze keuzes (5). *“Daarnaast blijven woningen en infrastructuur sinds de crisis voor beleggers een redelijk goed alternatief omdat ze ook een goede bescherming geven tegen inflatie op de lange termijn”*. Wel wordt benadrukt dat veel afhankelijk is van de kwaliteit van het vastgoed. Wanneer de kwaliteit van het vastgoed hoog is, dan wordt de categorie waarin belegd wordt minder belangrijk geacht (4). *“Het blijft echter zo dat het vastgoed dat goed in de markt ligt het ook goed zal blijven doen”*. Ook in de retailmarkt verwacht men nog afwaarderingen op het kwalitatief minder goede vastgoed, dus ook in die markt blijven experts voorzichtig (4). Een aantal experts zien

wel een lichte verschuiving weer naar het secundair vastgoed (4). Het 'core' vastgoed is dusdanig duur geworden dat met weer langzaam opzoek gaat naar zogenaamde koopjes in het secundair vastgoed. Experts noemen daarin de retailmarkt waarin er door sommige beleggers kansen worden gezien om weer in meer secundair vastgoed te stappen. Men zoekt dan met name naar objecten waar de belegger het idee heeft, echt waarde te kunnen toevoegen aan een pand (3). *“Als belegger wordt er gezocht naar echt goede locaties voor winkelvastgoed, maar ook of er waarde aan een pand kan worden toegevoegd”*.

Voor pensioenfondsen en verzekeraars is het belangrijk om aan de solvency II regelgeving te voldoen, waardoor er wordt gekozen voor 'core' vastgoed en met name de vastgoedcategorieën woningen, winkels en infrastructuur (3). Deze categorieën wordt als meest stabiel gezien, waardoor de impact op kapitaalbuffers beperkt wordt in een volatiele markt. Door de regelgeving zien pensioenfondsen de inflatiebescherming en constante kasstroom als belangrijkste eigenschap om in vastgoed te beleggen. Dit wil men juist bereiken door in kwalitatief goed en waardevast vastgoed te beleggen (4). *“men begonnen om een eigen strategie neer te zetten waarbij de volatiliteit uit de portefeuille gehaald moest worden, door meer in te zetten op winkels en infrastructuur. De crisis heeft alleen maar benadrukt dat het voor de toekomst belangrijk is om dat te blijven doen”*. Men ziet de genoemde voordelen van vastgoed als rendementsverhogend in de totale portefeuille en streeft daarbij naar een stabiele waardestijging van de vastgoedportefeuille (4).

**Door de lagere volatiliteit op 'core' vastgoed en de categorie woningen, winkels en infrastructuur zal dit volgens experts nog aantrekkelijker kunnen worden sinds de ingevoerde regelgeving.**

## 6.5 Hoofdpunten

De resultaten voortgekomen uit de interviews met experts zijn in de vorige paragrafen weergegeven. Hieronder worden de hoofdpunten van de besproken resultaten opgesomd die tevens een antwoord geven op de deelvraag vier tot en met zeven.

- De waardeontwikkeling van vastgoed wordt op de lange termijn nog steeds als voldoende verwacht.
- Pensioenfondsen en verzekeraars blijven vertrouwen houden in de waardeontwikkeling over een termijn van meer dan 30 jaar bekeken.
- De focus zal in de toekomst volgens de geïnterviewde experts worden gericht op kwalitatief hoogstaand vastgoed omdat dit vastgoed als meer inflatiebestendig wordt beschouwd.
- Door het beperkt aantal transacties wordt de waarde door experts als weinig transparant ervaren.
- Op commercieel vastgoed verwacht men op de korte termijn nog wel afwaarderingen. Met name in het kwalitatief mindere vastgoed waar weinig transacties plaatsvinden.
- Beleggers zullen kritischer omgaan met het geld wat nog geïnvesteerd moet worden. Men zal intensiever onderzoek doen naar beleggingsmogelijkheden dan in het verleden werd gedaan.
- Experts zien voor vastgoed nog steeds een belangrijke rol weggelegd in de strategische asset allocatie.
- Juist door de vertragende factor van vastgoed ten opzicht van andere assets en de constante kasstroom blijft vastgoed een belangrijke beleggingscategorie.
- Men verwacht dat de rendementen op vastgoed over een termijn van meer dan 30 jaar nog steeds voldoende zullen zijn.
- Vastgoed wordt als enige beleggingscategorie als inefficiënt gezien. Dit wordt als voordeel beschouwd omdat men door intensief management nog hogere rendementen kan behalen.
- De Basel III en Solvency II regelgeving gaan volgens de experts behoorlijke implicaties hebben op het vastgoedbeleggingsbeleid van institutionele beleggers.
- Er wordt in de markt duidelijk gemerkt dat banken kritischer zijn met het verstrekken van (her)financiering door de Basel III regelgeving. Door de lange looptijd van vastgoedfinancieringen worden vastgoedbeleggers hier harder door geraakt.
- Door de regelgeving zullen de kosten van beleggers uiteindelijk hoger uitvallen, mede door de 'governance' als gevolg van het AIFMD.
- Regelgeving werkt nog generaliserend waardoor er weinig onderscheid wordt gemaakt tussen beleggingen. Het modeleren van risico's wordt als oplossing gezien voor de strenge eisen met betrekking tot kapitaalbuffers.
- Direct vastgoed wordt nog steeds als aantrekkelijke belegging gezien omdat het minder volatiel is dan indirect vastgoed. Ook wordt de risicoperceptie ten opzichte van andere assets aangekaart.
- Communicatie met betrekking tot de risico's en de rendementen die door de regelgeving nog behaald kunnen worden wordt door experts van groot belang geacht.
- De mate van 'leverage' gaat in de toekomst een steeds belangrijkere rol spelen. Men verwacht een verschuiving naar vastgoed dat met minder vreemd vermogen is gefinancierd. Dit is minder volatiel en daarom een stabielere factor in het kapitaalbeslag.
- Omdat een stabiele portefeuille van belang is binnen het nieuwe toezicht kiezen beleggers sinds de crisis bewust voor het 'core' vastgoed.
- Retailvastgoed, woningen en infrastructuur zijn populaire categorieën binnen het risicomanagement van de vastgoedportefeuille. Met deze categorieën wordt de stabiliteit van de portefeuille beter beheersbaar.

## 7. Meervoudige casestudy

In dit hoofdstuk worden de uitspraken van de experts vergeleken met de standpunten die institutionele vastgoedbeleggers innemen in het jaarverslag. Drie belangrijke punten die benoemd zijn in de resultaten zullen worden getoetst aan bevindingen die uit het jaarverslag van de vastgoedbeleggers naar voren zijn gekomen. Er zal dus worden bekeken of de visie van experts overeenkomt met het beleid dat vastgoedbeleggers zijn gaan voeren sinds de kredietcrisis.

Uit de interviews met experts zijn er een aantal beleidsveranderingen naar voren gekomen waar institutionele vastgoedbeleggers zich sinds de crisis op richten of op zouden moeten focussen. Er is uit de gesprekken gebleken dat institutionele vastgoedbeleggers zich richten op het verbeteren van de solvabiliteit sinds de invoering van Solvency II en het verbeteren van risicomanagement. Daarnaast is er veelvuldig genoemd dat het sinds de crisis veel belangrijker is geworden om beter te communiceren naar huurder, beleggers en uitkeringsgerechtigden.

Om de bevindingen uit de interviews te toetsen aan het werkelijke beleid van vastgoedbeleggers zijn van het pensioenfonds PGGM, het beursgenoteerde bedrijf Vastned retail en tot slot verzekeraar ASR de jaarverslagen geanalyseerd. Om een goed beeld te krijgen van de ontwikkelingen sinds de crisis is ervoor gekozen van alle vastgoedbeleggers de jaarverslagen uit 2007 en 2012 te bekijken. Bij PGGM is gebruik gemaakt van het jaarverslag 2008 omdat dit van 2007 niet voorhanden was.

### 7.1 PGGM

PGGM, de uitvoeringsorganisatie van pensioenfondsen is opgericht door de sociale partners in de sector zorg en welzijn en heeft geen winstoogmerk. Namens institutionele klanten wordt er een vermogen van circa 140 miljard euro belegd. PGGM beheert de pensioenen voor pensioenfondsen in Nederland. Ze bieden als zelfstandige uitvoeringsorganisatie de diensten vermogensbeheer, pensioenbeheer en bestuurlijke advisering aan institutionele klanten (PGGM jaarverslag, 2012).

#### **Solvabiliteit**

Met de solvabiliteit wordt hier de maatstaf bedoeld van de uitvoeringsorganisatie om op de lange termijn aan betaling- en aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen. Deze is berekend als de verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal. De solvabiliteit moet hier niet verward worden met de dekkingsgraad zoals die benoemd is in hoofdstuk 3. De solvabiliteit van PGGM was in 2012 volgens het jaarverslag 38 procent, waarbij aangegeven wordt dat de ambitie is om aan een solvabiliteit van 30 procent te voldoen. Op deze manier wordt er voldaan aan de prudentiële kapitaalvereisten die door DNB wordt gesteld. (PGGM jaarverslag, 2012). Er wordt benoemd dat de kapitaalvereisten steeds belangrijker worden en dat solvabiliteit daarom een belangrijke pijler gaat worden in de toekomst. De essentie van solvabiliteit in combinatie met de risicotolerantie van beleggingen komt wel naar voren, hoewel er nog geen duidelijke doelstelling bij vermeld wordt.

In het jaarverslag 2008 wordt benoemd dat de solvabiliteit van het pensioenfonds 32 procent is en wordt er een doelstelling geformuleerd van 30 procent. Solvabiliteit wordt verder niet toegelicht als belangrijk aspect voor (PGGM jaarverslag, 2008). De eisen die worden gesteld aan de solvabiliteit zijn dus nauwelijks veranderd. Er is echter wel een verschil te zien in de benadering van solvabiliteit. In het jaarverslag van 2012 wordt de rol van de toezichthouder en de eisen waaraan voldaan worden duidelijker benoemd. Ook wordt het belang van solvabiliteit uitgelegd in combinatie met risicovolle beleggingen. Hoewel de doelstelling dus niet is gewijzigd wordt er sinds 2008 dus wel meer aandacht aan besteed.



## **Risicomanagement**

In het jaarverslag van 2012 komt risicomanagement als een belangrijke pijler naar voren. Met name de impact die verschillende beleggingen kunnen hebben op de ratio's van het pensioenfonds worden benoemd. Er worden nog geen consequenties aan gehangen, maar er wordt wel benadrukt dat risicomanagement een belangrijkere rol gaat spelen. (PGGM jaarverslag, 2012). De impact van regelgeving wordt dus wel aan de orde gesteld, maar er wordt nog niet benoemd wat dit gaat betekenen voor de rendementen ofwel de uitkeringen.

Risicomanagement is een belangrijke pijler in het jaarverslag van 2008. Er wordt echter meer ingegaan op operationele risico's, liquiditeitsrisico's en corporate governance. Risicomanagement met betrekking tot verschillende beleggingscategorieën wordt niet aan de orde gesteld in het jaarverslag. (PGGM jaarverslag, 2008). Risicomanagement is dus al jaren een belangrijk aspect binnen pensioenfondsen. Het is wel merkbaar dat men in het jaarverslag 2012 meer aandacht besteedt aan de risicobenadering van verschillende beleggingen. In het verleden was er aandacht voor liquiditeitsrisico's en operationele risico's, terwijl dit sinds de crisis meer is verschoven naar de impact van beleggingen op ratio's van pensioenfondsen. Er wordt nog niet concreet omschreven wat de impact kan zijn, wellicht omdat dit voor pensioenfondsen nog niet helemaal duidelijk is.

## **Communicatie**

PGGM geeft in het jaarverslag van 2012 aan meer aandacht te besteden aan het communiceren over risico's. Men geeft aan presentaties te geven aan klanten en men geeft klanten direct toegang tot risk managers bij PGGM. Ook zijn er vijf pensioendialogen georganiseerd zodat er over de ontwikkelingen binnen het pensioenstelsel van gedachte kan worden gewisseld. Dit wordt van groot belang geacht om ook de financiële kan van met name beleggingen te communiceren naar pensioengerechtigden. Daarnaast wordt kostentransparantie genoemd als belangrijke verantwoording richting klanten. (PGGM jaarverslag, 2012).

Ook in 2008 wordt de invloed door leden genoemd via klantenpanels. Er wordt echter alleen gesproken over het inzicht, overzicht en advies in de inkomenssituatie van uitkeringsgerechtigden. Communicatie wordt aan de orde gesteld in het jaarverslag maar gaat niet verder dan inzicht en overzicht in de uitkeringen (PGGM jaarverslag, 2008). Er is dus een stap gemaakt in de communicatie naar uitkeringsgerechtigden in het creëren van een bewustwording. Door communicatie richt men zich tegenwoordig meer dan een aantal jaar geleden op de bewustwording van risico's en rendementen die behaald kunnen worden. Belangrijk daarin is het communiceren van mogelijke negatieve uitschieters in tijden van crisis.

## **Conclusie**

- De solvabiliteitsdoelstelling is in de loop der jaren hetzelfde gebleven, maar er wordt tegenwoordig meer aandacht aan besteed in combinatie met risicomanagement.
- Sinds 2008 is risicomanagement zich meer gaan richten op het aantonen van risico's van beleggingen in plaats van risicomanagement door spreiding over verschillende categorieën.
- Communicatie is momenteel een veel belangrijker aspect binnen het pensioenfonds geworden dan een aantal jaar geleden. Men richt zich nu op klantdialogen om de bewustwording van risico's bij klanten te verbeteren en met name het inzicht in de risico's voor klanten.

## **7.2 Vastned Retail**

Vastned Retail is een beursgenoteerd bedrijf met een notering aan de NYSE Euronext Amsterdam en eind 2012 een beurswaarde van ongeveer 623 miljoen euro. Het bedrijf richt zich voornamelijk op winkelvastgoed in de landen Nederland, Frankrijk, België, Spanje Portugal en Turkije. Het bedrijf heeft een vastgoedportefeuille van circa twee miljard euro en richt zich voornamelijk op de belangrijkste winkelstraten van historische binnensteden (Vastned Retail jaarverslag, 2012).

### **Solvabiliteit**

Vastned Retail noemt in 2012 een financieringspercentage van de vastgoedportefeuille met vreemd vermogen van circa 40 tot 45 procent. Men noemt dit in het jaarverslag zelf een conservatieve financieringsstrategie die Vastnet retail wil optimaliseren door diversificatie aan te brengen in de financieringen. De diversificatie wil men aanbrengen door spreiding onder bancaire kredietverstrekkers en individuele kredietverstrekkers. Daarbij kiest men voor een spreiding tussen korte en lange rentevaste perioden om zo het renterisico te beperken (Vastned Retail jaarverslag, 2012).

Het jaarverslag 2007 wordt een doelstelling van 45 procent en maximaal 50 procent genoemd met betrekking tot het percentage vreemd vermogen waarmee vastgoed gefinancierd is (Vastned Retail jaarverslag, 2007). In de jaren na de crisis is er dus een afname van vijf procent zichtbaar geworden in de doelstelling van Vastned Retail. Het beleid ten aanzien van leverage zal niet binnen korte tijd drastisch te zijn veranderen, dus vanuit dat oogpunt is hier wel een verandering van inzicht terug te vinden in het beleid.

### **Risicomanagement**

Als trend komt in het jaarverslag 2012 naar voren dat de regelgeving invloed kan hebben op de bereidheid van financiële partijen om te investeren in vastgoed of vastgoed te financieren. Als financiële risico's worden daarom genoemd de gedwongen verkoop van vastgoedbeleggingen, onvoldoende financieringsruimte voor investeringen, hogere financieringskosten en een lager direct en indirect resultaat. Om deze risico's te beheersen noemt Vastned Retail de beperking van financiering met vreemd vermogen, het beperken van het aandeel kortlopende leningen, intensief contact met aandeelhouders en vreemd vermogen verschaffers en een spreiding van de financieringen over verschillende bronnen. Het percentage niet - bankfinancieringen wil men verhogen van 14,4% eind 2012 naar 25%. (Vastned Retail jaarverslag, 2012).

In 2007 wordt ook risicomanagement duidelijk genoemd in het jaarverslag, maar niet in de context zoals dat in 2012 naar voren komt. Men noemt in 2007 met name de operationele risico's die beheerst moeten worden. Er wordt echter weinig over diversificatie gesproken en het risicomanagement met betrekking tot de financiering richt zich ook niet specifiek op diversificatie. Men spreekt alleen over de renterisico's die ook in 2007 beheerst moeten worden, terwijl men in 2012 meer diversificatie zoekt in de bronnen van financieringen. (Vastned Retail jaarverslag, 2007). In het beleid komt naar voren dat in de loop der jaren risicomanagement doormiddel van diversificatie belangrijker is geworden.

### **Communicatie**

In de strategie komt duidelijk naar voren dat men zich richt op een versterkte relatie met huurders. Dit is één van de speerpunten en Vastned Retail besteedt daarvoor ook veel aandacht aan accountmanagement. Om trends binnen de retailmarkt te ontdekken en in te kunnen spelen op wensen en behoeften van huurders is de communicatie als speerpunt aangemerkt. Ook in de verhuuractiviteiten wordt communicatie met de huurders als belangrijk punt aangemerkt. In het jaarverslag 2012 wordt indexatie van de huurprijzen belangrijk geacht om het operationele resultaat te kunnen waarborgen. De communicatie en

uitleg naar huurders wordt hierbij genoemd als belangrijk aspect om dit te kunnen realiseren (Vastned Retail jaarverslag, 2012).

Het jaarverslag 2007 wordt geen enkel woord gerept over de communicatie met huurder in de missie en strategie van het bedrijf. De nadruk wordt binnen de strategie meer gelegd op het acquisitie beleid in plaats van op communicatie met de huidige huurders van Vastned Retail (Vastned Retail jaarverslag, 2007). In het beleid van Vastned Retail is sinds de crisis dus zichtbaar meer aandacht voor de relatie met huurders en andere stakeholders. Terwijl in 2007 in het jaarverslag nauwelijks aandacht wordt besteed aan het intensiveren van de relatie met verschillende stakeholders, komt dit in het jaarverslag van 2012 zelfs in de strategie van het bedrijf naar voren.

### **Conclusie**

- Het percentage vreemd vermogen is sinds 2007 licht afgebouwd in het beleid. Wel is de doelstelling met betrekking tot vreemd vermogen verlaagd met circa 5 procent.
- Sinds 2007 is risicomangement een belangrijker aspect geworden. Met name het begrip diversificatie komt naar voren als belangrijk aspect in de beheersing van risico's.
- In het jaarverslag 2012 komt naar voren dat men de communicatie met huurders en geldverstrekkers erg belangrijk acht. In het jaarverslag 2007 komt dit punt minder sterk naar voren.

## **7.3 ASR**

ASR verzekeringen is voor 100 % eigendom van de Nederlandse staat. Het is de op drie na grootste verzekeraar van Nederland met in 2012 een omzet van 4,3 miljard euro. De verzekeraar biedt verzekeringen op het gebied van schade, levensverzekeringen, pensioenen en is ook actief als vastgoedbelegger (ASR jaarverslag, 2012). In 2007 wordt het bedrijf nog Fortis verzekeringen Nederland genoemd waardoor ook hiervan het jaarverslag zal worden gehanteerd.

### **Solvabiliteit**

In de strategie van 2012 komt financiële soliditeit als een duidelijk aandachtspunt naar voren. Met solvabiliteit wordt hier de solvabiliteitsmarge bedoeld. Hierin wordt uitgedrukt wat de buffer is ten opzichte van de technische voorzieningen. Men noemt de financiële soliditeit als uitgangspunt om klantvertrouwen terug te winnen. Benadrukt in de strategie wordt de solvabiliteitspositie die voor een goede rating moet zorgen. Daarbij noemt men het belangrijk om de risico's in kaart te brengen die van invloed zijn op de solvabiliteitspositie van de verzekeraar (jaarverslag ASR, 2012). In het verslag van de raad van bestuur wordt benadrukt dat er gekozen wordt voor een balans met minder risico en minder riskante beleggingen om zo de solvabiliteit te versterken. Doelstelling van solvabiliteit komt ook duidelijk naar voren en is gestegen tot 230 procent (ASR jaarverslag, 2012).

De solvabiliteit van ASR/ Fortis wordt in het jaarverslag 2007 ook benoemd als kerncijfer maar komt niet in de strategie naar voren als belangrijke pijler. Met betrekking tot de solvabiliteitspositie van de verzekeraar wordt wel een doelstelling geformuleerd van minimaal 175 procent (Fortis jaarverslag, 2007). De solvabiliteitspositie van de verzekeraar en het belang daarvan wordt dus in 2012 meer benadrukt dan een aantal jaar daarvoor. Ook is het minimumpercentage sinds 2007 verhoogd van 175 procent tot 230 procent zoals blijkt uit de jaarverslagen. Solvabiliteit neemt dus een steeds belangrijker positie in binnen de strategie van de verzekeraar.

## **Risicomanagement**

In het verslag van de raad van bestuur wordt benoemd dat risicovolle beleggingen in Zuid Europese landen zijn afgebouwd en dat dit in minder risicovolle beleggingen is geïnvesteerd in Duitsland en Nederland. De focus ligt op een infrastructuur waarmee alert kan worden ingespeeld op ontwikkelingen in financiële markten en het versterken van de risicobeheersing. Genoemd wordt het Own Risk en Solvency Assessment (ORSA) dat is geïntegreerd om risico's te kunnen identificeren. De uitkomsten hiervan zijn volgens het jaarverslag richtinggevend voor de besluitvorming en het beleid op de solvabiliteit is daardoor inzichtelijker geworden (ASR jaarverslag, 2012).

In 2007 komt risicomanagement ook als duidelijk aspect naar voren in het jaarverslag. Kernbegrippen die hierbij genoemd worden zijn financieel risico, verzekeringsrisico, liquiditeitsrisico en operationeel risico. (Fortis jaarverslag, 2007). Echter, wordt hier bij het risicomanagement niet gesproken over de identificatie van risico's die vasthangen aan de verschillende beleggingen. Risicomanagement in combinatie met de solvabiliteit komt niet naar voren in het jaarverslag. Sinds 2007 is te zien dat risicomanagement dus altijd een belangrijke rol heeft gespeeld, maar dat het tegenwoordig meer gericht is op de mate van risico van een belegging en daardoor gekoppeld wordt aan de solvabiliteit van de verzekeraar.

## **Communicatie**

In het jaarverslag 2012 komt in de strategie het klantbelang als belangrijke pijler naar voren. Daarin wordt benoemd dat de communicatie met de klant geïntensiveerd moet worden door aan te sluiten bij maatschappelijke opvattingen over transparantie, informatieverstrekking en een lage kostenstructuur. Om de relatie met de uitkeringsgerechtigden te intensiveren worden klantpanels en intermediairpanels georganiseerd. Er wordt meer aandacht besteed bij het afsluiten van producten aan de startbrief waarin een duidelijke uitleg over het product van belang wordt geacht. Alle klantcommunicatie over polisvoorwaarden dienen te worden geschreven in begrijpelijk Nederlands om zo het klantbelang voorop te stellen (ASR jaarverslag, 2012).

In 2007 vormt klantbelang en de communicatie naar de klant geen pijler in de strategie van de verzekeraar. Men formuleert in het jaarverslag niet het belang van communicatie naar uitkeringsgerechtigden en het transparant overbrengen van polisvoorwaarden bij verzekeringsproducten. Ook wordt er nog geen gebruik gemaakt van de inbreng van klantpanels bij de ontwikkeling van producten zoals dat eerder benoemd is (Fortis jaarverslag, 2012). Er is dus een trend zichtbaar waarbij tussen de jaren 2007 en 2012 het klantbelang steeds belangrijker is geworden en dit wordt ook duidelijk geformuleerd in de strategie van de verzekeraar.

## **Conclusie**

- Risicomanagement is sinds 2007 al een belangrijk aspect binnen de verzekeraar, maar richt zich sinds de crisis steeds meer op risicoperceptie van beleggingen.
- Communicatie komt naar voren als een belangrijke pijler in 2012 terwijl dit in 2007 marginaal wordt benoemd in het jaarverslag. Klantbelang en duidelijke communicatie naar uitkeringsgerechtigden komt duidelijk in de strategie naar voren.
- De solvabiliteit is in 2012 kernpunt wat steeds terugkomt in het jaarverslag. Risicomanagement wordt daar veel aangekoppeld en samen vormt dit een steeds belangrijker uitgangspunt dan dit in 2007 was.

## 8. Conclusie en aanbevelingen

In dit hoofdstuk zullen de conclusies en aanbevelingen worden beschreven. De hoofdvraag, benoemd in de inleiding, zal eerst uiteen worden gezet aan de hand van de onderzoeksresultaten. Volgend op de conclusie zullen een aantal kritische punten worden benoemd met betrekking tot het onderzoek. Tot slot zullen aanbevelingen en handvatten worden gegeven voor vastgoedbeleggers in de praktijk en suggesties voor mogelijk vervolgonderzoek.

### 8.1 Conclusie

Het doel van dit onderzoek was om inzicht te verkrijgen in het beleggingsbeleid van institutionele- en vastgoedbeleggers ten aanzien van vastgoed als gevolg van de kredietcrisis. Om inzicht in dit beleid te verkrijgen zal terug worden gegaan naar de centrale vraagstelling zoals die ook geformuleerd is in de inleiding van dit onderzoek. De centrale vraagstelling luidt als volgt:

*Op welke manier heeft de kredietcrisis het beleid van institutionele- en vastgoedbeleggers ten aanzien van beleggen in direct vastgoed veranderd, en hoe kan de institutionele vastgoedbelegger zich tegen de invloeden van de kredietcrisis wapenen?*

### Waardeontwikkeling

Sinds de kredietcrisis zijn er veel afwaarderingen geweest op vastgoed, waarbij met name de kantorenmarkt en het winkelvastgoed met afwaarderingen te maken hebben gekregen. Door vastgoedbeleggers wordt deze ontwikkeling niet direct als zorgelijk gezien. Historisch gezien is de waardeontwikkeling van vastgoed nog steeds goed te noemen. De eindverantwoordelijken van grote institutionele beleggers zijn ook op de hoogte van de risico's en de negatieve uitschieters die beleggingen met zich mee kunnen brengen. De waardedaling van vastgoed had men niet zo sterk verwacht, maar kon volgens de modellen niet uitgesloten worden. Er wordt verwacht dat er op commercieel vastgoed nog meer afgewaardeerd zal moeten worden en dus de waardes in de boeken op dit moment te hoog is. Door de beperkte financiering sinds de kredietcrisis vinden er weinig transacties plaats, waardoor de waarde van vastgoed moeilijk is vast te stellen. De beperkte financiering wordt ook door experts genoemd als reden dat er nog meer zal moeten worden afgewaardeerd en komt tevens overeen met de theorie van Brown en Klingenberg (2006). Hierin wordt ook genoemd dat de financiering in sterke mate de waardeontwikkeling van vastgoed beïnvloedt. Doordat beleggers weinig verkopen wordt op deze manier getracht het probleem zichzelf op te laten lossen. Wanneer er niet verkocht wordt, hoeft er ook geen grote afwaardering op het vastgoed plaats te vinden. Op lange termijn zien vastgoedbeleggers de waardeontwikkeling nog steeds als goed omdat ook de explosieve stijging uit de jaren negentig moet worden meegenomen. Institutionele vastgoedbeleggers maken zich daardoor voor de lange termijn weinig zorgen over het kwalitatief goede vastgoed in portefeuilles. Op korte termijn wordt door de toezichthouder de waardeontwikkeling van vastgoed echter ook belangrijk gevonden. Dit wordt door de institutionele vastgoedbeleggers wel als zorgelijk gezien omdat op de korte termijn de waardeontwikkeling van vastgoed niet voldoende is om aan de toezichteisen te voldoen. Wanneer de toezicht houder blijft vasthouden aan de strenge eisen voor de korte termijn zal dit voor vastgoedbeleggers kunnen betekenen dat ze sneller dan gepland afscheid moeten nemen van vastgoed in de portefeuille. Volgens de experts kan dit een extra waardedaling van commercieel vastgoed tot gevolg hebben. De door Van Gool en ten Have (2006) genoemde oorzaak van de nog beperkte afwaarderingen wordt in de praktijk bevestigd door experts. De huren worden fictief hoog gehouden door huurincentives te bieden. Hierdoor lijken de rendementen goed en hoeft er in de boeken niet teveel te worden afgewaardeerd op het vastgoed. Ook hierin zien experts nog een reden voor meer afwaarderingen in met name het secundair vastgoed. Sinds de crisis wordt het onderscheid

tussen kwalitatief goed vastgoed en het kwalitatief mindere vastgoed extra duidelijk, waar dit voor de crisis nogal eens was vervaagd.

**De theorie van Brown en Klingenberg (2006) komt overeen met de uitkomsten van de interviews. Ook experts zien dat de waardeontwikkeling sterk afhankelijk is van de beschikbare financiering.**

### **Strategische asset allocatie**

Vastgoed wordt binnen de portefeuille nog steeds als belangrijke asset categorie gezien. Ondanks dat de correlatie tijdens de kredietcrisis ten opzichte van andere assets niet is opgegaan, speelt vastgoed nog steeds dezelfde rol binnen de portefeuille. Het percentage van vastgoed binnen de strategische asset allocatie zal daarom niet moeten worden gereduceerd. Hoewel tijdens de crisis is gebleken dat vastgoed net als andere categorieën een negatief rendement had, heeft de spreiding wel positieve effecten met zich meegebracht. Allereerst heeft vastgoed een vertragend effect gehad op de portefeuille omdat de categorie vastgoed later dan aandelen en obligaties een negatief rendement liet zien. Daarnaast heeft het kwalitatief goede vastgoed nog steeds een goede constante kasstroom binnen de portefeuille gegenereerd. Het operationele resultaat van vastgoed blijft daarom belangrijk aspect binnen het rendement op een portefeuille.

De kritiek op de Moderne Portefeuille Theorie van Geltner en Miller (2007) dat vastgoed en met name direct vastgoed zich niet goed leent hiervoor is door de experts juist tegengesproken. Men ziet de historische rendementen die volgens Geltner en Miller (2007) beperkt zijn, juist wel ver teruggaan. Ook de kritiek van Geltner en Miller (2007), dat vastgoed niet binnen de portefeuille past vanwege de liquiditeit wordt door experts niet beaamd. Juist door de kenmerken van vastgoed werkt het binnen de strategische asset allocatie als rendementsverhogend. Er wordt echter niet alleen gebruik gemaakt van de historische rendementen die binnen de Moderne Portefeuille Theorie gehanteerd worden. Er wordt door institutionele vastgoedbeleggers ook veel onderzoek gedaan, waarbij een eigen visie van de toekomstige rendementen wordt neergezet. Dit in combinatie met toekomstige rendementen bepaalt een verwachting voor het toekomstige rendement op vastgoed binnen de strategische asset allocatie. Tot slot blijkt ook hierin dat experts de correlatie van vastgoed, ten opzichte van andere assets tijdens de crisis, niet als zorgelijk ervaren. Ook hier wijst men weer op de lange beleggingshorizon van institutionele beleggers. De correlatie zoals geformuleerd binnen de Moderne Portefeuille Theorie is de afgelopen jaren niet uitgekomen, maar over een horizon van meer dan 30 jaar wordt er verwacht dat dit wel stand houdt. De risicoperceptie van obligaties moet wellicht wel worden herzien omdat gebleken is dat ook vastrentende waarden tijdens de crisis niet meer risicoloos waren.

**Experts vinden direct vastgoed in tegenstelling tot Geltner en Miller (2007) juist erg geschikt als beleggingscategorie binnen de portefeuille omdat het juist rendementsverhogend werkt.**

### **Kapitaalvereisten**

Als de regelgeving uit Solvency II in de huidige vorm van toepassing wordt op pensioenfondsen en verzekeraars zal dit gevolgen hebben voor de vastgoed allocatie in de portefeuilles. Dit komt overeen met de theorie die Hilbers (2011) schetst over de kapitaalvereisten van vastgoed binnen de portefeuilles van institutionele beleggers. Experts blijken hier hetzelfde over te denken, maar maken wel een kanttekening met betrekking tot deze gevolgen. Men ziet meer ruimte en mogelijkheden voor vastgoed binnen de portefeuille van institutionele beleggers dan wordt geschetst door Hilbers (2011). Als de belegger ervoor zorgt het risicomanagement intern op orde te hebben kan dit betekenen dat vastgoed minder grote kapitaalvereisten met zich mee brengt dan eerst werd voorzien. Volgens experts is het

risicomanagement binnen beleggers de afgelopen jaren veel belangrijker geworden en zal dit alleen maar toenemen met de strengere regelgeving sinds de kredietcrisis.

Volgens ESB (2012) zal de risicobuffer met name veel groter worden in vergelijking met vastrentende waarden. In de interviews met experts is gebleken dat dit deels wordt onderschreven. Echter, er wordt door experts wel een duidelijke kanttekening geplaatst bij de risicoperceptie van verschillende assets. Men vraagt zich af of vastgoed wel meer risico met zich meebrengt dan vastrentende waarden, zoals gesteld wordt in de regelgeving. Ook vindt men dat de mate van risico die op vastgoed van toepassing is te veel generaliserend werkt. Doordat binnen de categorie vastgoed ook veel onderscheid gemaakt kan worden tussen de kwaliteit van het vastgoed en de categorie vastgoed waarin wordt belegd. Voor 'core' vastgoed zal de impact op de buffer lager kunnen zijn dan bij secundair vastgoed. Ook zou tussen de categorie kantoren en winkelvastgoed een onderscheid moeten komen wat betreft de risicotolerantie. Institutionele beleggers zijn intern modellen aan het bouwen om de risico's beter te kunnen managen en verantwoorden. Wanneer de risico's van een belegging goed in kaart zijn gebracht kan dit betekenen dat de financiële buffer die moet worden aangehouden ook minder groot hoeft te zijn. Daarnaast kunnen de kapitaalvereisten op een beleggingsportefeuille verlaagd worden door te kiezen voor vastgoed met een lagere volatiliteit. Men komt daarom eerder uit bij direct vastgoed en de categorie woningen of het 'core' winkelvastgoed. Omdat deze categorie vastgoed wordt gezien als een stabielere belegging heeft dit minder grote impact op de kapitaalvereisten. Er kan daarom geconcludeerd worden dat in de toekomst de directe vastgoed beleggingen wellicht weer aantrekkelijker worden.

**Vastgoedbeleggingen en het risico daarop zal niet meer als één geheel moeten worden gezien, maar worden opgedeeld in verschillende risicoklassen. Elke categorie brengt een verschillend risico en dus andere impact op de portefeuille met zich mee.**

Uit het onderzoek blijkt dat het belangrijk is volgens experts om de mate van 'leverage' omlaag te brengen, zodat de impact op de kapitaalvereisten van een belegging lager worden. Pensioenfondsen en verzekeraars moeten daarvoor doorkijken tot de daadwerkelijke vastgoedobjecten waarin wordt belegd om het risico in te schatten. Experts zien als gevolg daarvan dat vastgoedfondsen de mate van 'leverage' terugbrengen om aantrekkelijk te blijven voor pensioenfondsen en verzekeraars. Het is echter een proces dat geleidelijk wordt doorgevoerd. Niet alle vastgoedbeleggers hebben gelijk de mogelijkheid om het percentage vreemd vermogen terug te brengen. Dit zou kunnen door het afstoten van vastgoed, wat echter in de huidige markt zeer lastig is te realiseren.

Solvency II is volgens ESB (2012) een prikkel om defensiever te gaan beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat experts niet direct verwachten dat er een andere keuze wordt gemaakt met betrekking tot de asset waarin wordt belegd. Er zal een evenwicht gevonden moeten worden waarbij de uitkeringen kunnen worden geïndexeerd, maar het risico beperkt blijft. Hierin speelt risicomanagement, de communicatie van risico's en het aantonen van risico's op een belegging een steeds belangrijkere rol. Door een betere communicatie met de beleggers, huurders en uitkeringsgerechtigden kan een institutionele vastgoedbelegger dit evenwicht volgens experts ook verantwoorden. Met de huidige demografische trends is het nog belangrijker geworden om in de communicatie naar uitkeringsgerechtigden aan te geven dat de uitkeringen in de toekomst niet automatisch geïndexeerd kunnen worden. De basis die in de theorie wordt geschetst wordt dus als een kern van waarheid gezien, maar experts zien nog wel uitgangspunten om een eigen interpretatie van de regelgeving te hanteren. Daarin wordt communicatie nog belangrijker omdat uitkeringsgerechtigden zich bewust moet worden van de risico's die een belegging met zich meebrengt.

**Het nuanceren van regelgeving zal erg belangrijk worden om vastgoed in de toekomst ook een belangrijke rol binnen de portefeuille te laten spelen.**

Volgens de SEO (2011) zullen banken door de Basel regelgeving kritischer zijn bij het (her)financieren voor vastgoed. Experts zien dit ook terug in de praktijk en noemen vooral de gevolgen voor beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers. Voornamelijk het kenmerk van een vastgoedfinanciering wordt als problematisch ervaren. Doordat het langlopende financieringen bederft, is het voor banken nog duurder om een dergelijke financiering op de balans te verantwoorden. Omdat niet – beursgenoteerde beleggers geen mogelijkheid hebben om geld op te halen doormiddel van een aandelenemissie, zullen deze beleggers ook de komende jaren moeite hebben om het vastgoed te (her)financieren.

Uit gesprekken met experts is gebleken dat het terugbrengen van ‘leverage’ en het verbeteren van de communicatie een belangrijke opdracht voor institutionele vastgoedbeleggers is om met de dynamiek van de crisis om te gaan. Uit jaarverslagen van institutionele beleggers is gebleken dat men sinds de kredietcrisis de focus meer heeft gericht op communicatie en naar het verlagen van de ‘leverage’. Het is niet te zeggen of de kredietcrisis de oorzaak is geweest van dit het beleid waarbij hier meer de focus op ligt, maar het heeft de beleidsveranderingen wellicht in een stroomversnelling gebracht.

## **Discussie**

De participanten die aan dit onderzoek hebben meegewerkt zijn doormiddel van doelgerichte selectie gekozen. Hierdoor kan worden gezegd dat statistische representativiteit niet wordt gerealiseerd omdat niet door het toeval bepaald wordt dat een eenheid in de steekproef zit (Boeije, 2008). Hierdoor is de kans aanwezig dat de resultaten uit de interviews niet kunnen worden gegeneraliseerd en daardoor alleen op de participanten van dit onderzoek betrekking hebben. Ook kan worden geconcludeerd dat de doelgroep met acht participanten relatief klein is waardoor de externe validiteit wellicht in het geding kan komen. De doelgroep is echter relatief klein omdat er kennis van vastgoed binnen de asset allocatie vereist is, samen met voldoende kennis over de financieel, politieke regelgeving en de gevolgen daarvan. Om op grote schaal onderzoek te doen met deze doelgroep is daarom complex te noemen. De semigestructureerde interviews die in dit onderzoek gebruikt zijn, is als positief ervaren. De experts zijn hierdoor in staat geweest veel kennis die ze met betrekking tot het onderwerp hebben te delen. De data is geanalyseerd doormiddel van de constante vergelijkingen (Robson, 2011). Bij het gebruiken van deze methode wordt hierbij niet direct aan theorievorming gedaan. Volgens Boeije (2008) heeft de onderzoeker hier een belangrijke rol bij het interpreteren en analyseren van de data. Hier wordt bedoeld dat bij kwalitatief onderzoek de resultaten ook voortkomen uit de manier van vraagstelling die gehanteerd wordt en de interpretatie die de onderzoeker zelf verbindt aan de antwoorden van experts.

## **8.2 Aanbevelingen**

Uit de resultaten is naar voren gekomen dat in de huidige marktomstandigheden een aantal prioriteiten moeten worden gesteld door institutionele vastgoedbeleggers. Dit is samen te vatten in een aantal kernwoorden die hier zullen worden toegelicht.

### **Communicatie**

Het is van belang de communicatie naar uitkeringsgerechtigden en huurders van vastgoedbeleggers te verbeteren. Door veranderende regelgeving en demografische ontwikkelingen gaat het pensioenstelsel er wellicht anders uitzien. Om in de toekomst uitkeringen te kunnen indexeren moet er risicovoller worden belegd. Door communicatie moet men zich er beter van bewust worden dat een risicovolle belegging met zich meebrengt, dat er ook forse negatieve rendementen kunnen ontstaan in crisisjaren. Door bewustwording van de risico's zal de acceptatie van lagere uitkeringen ook moeten komen. Door mensen uit te leggen wat de uitkeringen zijn bij het meest negatieve scenario van



bepaalde beleggingen is het makkelijker om te begrijpen welk risico een belegging met zich meebrengt. Er vinden nog collectieve beleggingen plaats, maar wanneer dit teruggebracht wordt naar individueel niveau zal dit het besef bij mensen doen laten toenemen. Het zal duidelijk moeten worden dat een automatisch waardeinstijging niet meer vanzelfsprekend is.

Als beursgenoteerd vastgoedbelegger of niet – beursgenoteerd vastgoedbelegger wordt communicatie ook steeds belangrijker. Om een constante kasstroom te kunnen waarborgen is een goed contact met huurders van steeds groter belang. Door communicatie kunnen kansen en bedreigingen worden opgemerkt in de lokale markt waarin men belegt. Ook is het belangrijk voortijdig in te kunnen grijpen als men merkt dat huurders in de problemen komen. Door intensieve communicatie van bepaalde keuzes die men maakt als vastgoedbelegger zal het begrip bij huurders ook groter worden. De wederzijdse betrokkenheid zal moeten worden versterkt om in economisch moeilijke jaren ook de kasstroom en dus het operationele resultaat te versterken.

**Communicatie zal een speerpunt moeten zijn in het beleid. Transparantie en verantwoording van de rendementen gaat steeds belangrijker worden.**

### **Leverage**

De volatiliteit van vastgoed dat gefinancierd is met veel vreemd vermogen is veel groter waardoor de impact op kapitaalbuffers veel groter is. De stabiliteit van een dergelijke belegging wordt daardoor lager waardoor het grotere risico's met zich mee brengt. Het is dus van belang voor institutionele beleggers om te beleggen in vastgoed dat in beperkte mate gebruik maakt van vreemd vermogen. Op deze manier zal vastgoed onderdeel van de portefeuille uit kunnen blijven maken en kunnen institutionele vastgoedbeleggers blijven profiteren van de positieve kenmerken van vastgoed. Door de focus meer te verplaatsen naar het directe rendement van vastgoed in plaats van het indirecte rendement worden de kenmerken van vastgoed op de beste manier benut. Door de mate van leverage af te bouwen zal ook het operationele resultaat op den duur toenemen. Tevens zullen beursgenoteerde vastgoedbeleggers en niet – beursgenoteerde vastgoedbeleggers moeten zorgen dat het percentage vreemd vermogen omlaag wordt gebracht om aantrekkelijk te blijven voor pensioenfondsen en verzekeraars. Het afbouwen van vreemd vermogen zal een geleidelijk proces zijn, maar zal wel een doelstelling moeten worden voor vastgoedbeleggers.

**De mate van 'leverage' zal moeten worden teruggebracht om de volatiliteit onder controle te kunnen houden.**

## **Risicomanagement**

Omdat risico een belangrijke rol speelt bij de impact op kapitaalbuffers van institutionele beleggers zal risicomanagement in de toekomst nog belangrijker worden. Het is aan te bevelen als belegger te investeren in risicomanagement. Men ziet in de regelgeving nog mogelijkheden een eigen interpretatie te geven wanneer de mate van risico van een belegging aangetoond kan worden. Als een institutionele vastgoedbelegger met modellen en onderzoek het risico kan aantonen zal de impact op de kapitaalbuffers verlaagd kunnen worden. Ook kan door risicomanagement de volatiliteit van een vastgoedportefeuille worden beperkt en dit heeft dan een positieve uitwerking op de kapitaalbuffer van institutionele vastgoedbeleggers. Uiteraard zullen institutionele beleggers al gebruik maken van risicomanagement. Door nog intensiever de ingevoerde regelgeving hierin te betrekken zal de volatiliteit van de kapitaalbuffer beter onder controle kunnen worden gehouden. Als de volatiliteit onder controle kan worden gehouden zal vastgoed op de lange termijn een waardevolle beleggingscategorie kunnen blijven binnen de strategische asset allocatie.

**Investeren in risicomanagement is van groot belang om risico's te kunnen inschatten en te kunnen verantwoorden.**

## **Lobby**

Op dit moment is de regelgeving van Solvency II erg generaliserend en maakt het dus weinig onderscheid tussen verschillende vastgoedbeleggingen. Experts noemen de verschillende soorten vastgoed en de verschillende risico's die daarbij horen. Het is aan te bevelen dat institutionele beleggers veel gaan lobbyen bij de beleidsbepalers van de Europese Commissie met als doel de regelgeving te specificeren. Wanneer in de regelgeving meer onderscheid gemaakt wordt tussen de verschillende vastgoedbeleggingen laat dit meer ruimte om vastgoed te blijven opnemen in de portefeuille, in plaats van over te moeten stappen naar vastrentende waarden. Men zal beleidsbepalers het belang duidelijk moeten maken van dit onderscheid omdat alleen op deze manier de spreiding tussen verschillende assets in stand kan worden gehouden. Er zal bij de Europese Commissie op aangedrongen moeten worden dat bij het zogenaamde 'core' vastgoed een minder grote kapitaalbuffer vereist is in vergelijking met het secundair vastgoed. Daarnaast zal moeten worden benadrukt dat kantoorbeleggingen meer volatiel zijn dan winkelvastgoed, zodat ook tussen de verschillende categorieën vastgoed andere kapitaalvereisten kunnen worden gesteld.

## 10. Literatuur

- Baarda, D.B., M.P.M. de Goede en J. Teunissen (2005). *Praktische handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Groningen/ Houten: Stenfert Kroese
- Baum, A. (2011). *Have property funds performed?* Londen: Urban Land Institute
- Bennebroek Gravenhorst, H. en C. Destrée, (2012), *De praktische implicaties van de Richtlijn AIFMD voor vastgoedfondsen*. Vastgoedrecht 2012
- Bijlsma, M., A. van der Horst en S. Kok, (2009) *De kredietcrisis – oorzaken, gevolgen en beleid*. Centraal Economisch Plan 2009
- Bijlsma, M. & W. Suyker (2008), *De kredietcrisis en de Nederlandse economie in acht veelgestelde vragen*, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Boeije, H. (2008). *Analyseren in kwalitatief onderzoek. Denken en doen*. Den Haag: Boomonderwijs.
- Boissevain, H. (2002). *Bouwen aan rendement: vastgoed binnen de beleggingsportefeuille*. Amsterdam/ Antwerpen: Business Contact
- Bokhari, S., Geltner, D. (2010). *Loss aversion and anchoring in commercial real estate pricing: empirical evidence and price index implications*, Paper prepared for the Real Estate Research Institute.
- Broeders, D. en M. Pröpper (2010). Risk-based Supervision of Pension Funds in the Netherlands. In: Micocci, M., g.N. Gregoriou en G.B. Masala (2010). *Pension Fund risk Management: Financial and Actuarial Modelling*. London: CRC Press, Taylor & Francis Group. Ch. 19
- Brown, R.J. en B. Klingenberg (2006). Real Estate Bubbles, Evidence in the Lender-Borrower Relationship. *Real Estate Issues*, fall, p. 37-46
- Caballero, R.J., E. Farhi en P.-O. Gourinchas, 2008, *Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances*, NBER Working Paper 14521.
- European Central Bank (2005), *Monthly Bulletin*, April 2005
- ESB, (2012), *De impact van Solvency II regels op pensioenfondsen*, Den Haag.
- Ewijk, C. van & C. Teulings (2009), De grote recessie. *Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Uitgeverij Balans
- Frijns, J.M.G, J.A. Nijsen en L.J.R. Scholtens (2010). *Pensioen: "Onzekere zekerheid": Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
- Geltner, D.M., N.G. Miller, J. Clayton en P. Eichholtz (2007). *Commercial real estate. Analysis and investments*. Mason: Thomson South-Western.
- Genovese, D. Mayer, C. (2001). *Loss-aversion and seller behaviour: evidence from the housing markt*, The Quarterly Journal of Economics, november p 1233-1260.
- Gitman, Lawrence J. *Principles off managerial finance*. 2003. Boston: Addison Wesley

- Gool, P. & ten Have, G.M. (2006) *Luchtbellen in de vastgoedwaarderingen door verkeerd gebruik taxatiemethoden?*, geschreven op persoonlijke titel.
- Van Gool, P. D. Brounen, P. Jager en R.M. Weisz (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen/ Houten: Wolters-Noordhoff
- Mc. Hatton, P.A. (2009). *Grounded theory*. In: James, P.L, Kleinhammer-Tramill, J., Fowler, K. *Qualitative Research Methods in Special Education*. Denver: Love Pub Co.
- Hilbers, P.L.C., (2011), *Nieuwe spelregels voor een sterke financiële sector*, Nyenrode
- Hubbard, Douglas W. 2009. *The failure of riskmanagement*. (s.l.): John Wiley & Sons
- Jones Lang LaSalle, (2011), *Dutch Capital Markets Outlook 2012 Guidance and perspective*, Amsterdam.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1991). *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, vol. 47, no. 2: p 263-292
- Keeris, W.G. (2001). *Vastgoedbeheer Lexicon*. Den Haag: Ten Hagen Stam Uitgevers.
- Kerste, M., J. Poort, P. Risseeuw, N. Rosenboom, (2011), *Sectorstudie vastgoedfinanciering*, SEO: april 2011
- Knijnenburg, R., (2012), *Het renterisico van verzekeraars en pensioenfondsen*, ING Insurance
- Malpezzi, S. en Wachter, S.M. (2004). *The Role of Speculation in Real Estate Cycles*. *The Journal of Real Estate Literature*, 2005
- De Nederlandsche Bank (2010), *In het spoor van de crisis. Achtergronden bij de financiële crisis*, Amsterdam: De Nederlandsche Bank NV.
- NIBE-SVV (2008), *Nederlands Instituut voor het bank-, verzekerings- en effectenbedrijf*, januari 2008.
- Van den Oever, B. *Is er toekomst voor kleine pensioenfondsen?* 2004. Rotterdam: Nederlands pensioen en beleggingsnieuw.
- Rabobank, (2011), *Themabericht 2011/01 Basel III: stevig maar realistisch*, Utrecht.
- Robson, C. (2011). *Real World Research a resource for users of social research methods in applied settings*. Chichester: John Wiley & Sons
- Rolvink, F. & van Wijnen, J.F. (2005) *'Het vastgoed drijft op optimisme taxateurs'*, Het financiële Dagblad, 10 mei 2005.
- Tempelaar, F.M., Overmeer, J.M. (2000). *Behavioral finance en begrensde rationaliteit; toegepast op het beleggingsmanagement*, Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie, augustus, p 342 – 352.
- Verbond van Verzekeraars, (2011), *Solvency II: evenwichtige kapitaaleisen versterken en beschermen*, Den Haag

Westerink, P. (2011). *Behavioral finance en leegstand; een onderzoek naar irrationele aspecten bij de besluitvorming van beleggers*, MSRE-scriptie

### **Gebruikte websites**

AON (2009) *ALM na de kredietcrisis* geraadpleegd op 10 september 2012 via [http://www.aon.com/netherlands/publicaties/pensioenbulletin/2009/artikelen/2009-11\\_ALM.jsp](http://www.aon.com/netherlands/publicaties/pensioenbulletin/2009/artikelen/2009-11_ALM.jsp)

CBS (2009). *Crisis zorgt voor afname indirect vastgoed van professionele beleggers*. Geraadpleegd op 14-04-2012 via <http://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/F4D1D9DF-EF28-4956-A887-0767489EEE48/0/2009oktvastgoedmarktinstbeleggersart.pdf>

Hollandimmogroup (2009). *Kredietcrisis en kansen voor vastgoedbeleggingen*. Eindhoven. Geraadpleegd op 14-04-2012 via: <http://www.hollandimmogroup.nl/PDF/kredietcrisis-2008-HIG.pdf>

IVBN

<http://www.ivbn.nl/> geraadpleegd op 10 september 2012

De Nederlandsche Bank

<http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuws-2012/dnb274299.jsp> geraadpleegd op 10 september 2012

Neprom

<http://www.neprom.nl/default.aspx> geraadpleegd op 10 september 2012

Planbureau voor de leefomgeving

PBL (2011). *Economische kerngegevens Nederland 2000-2011* <http://www.pbl.nl/> geraadpleegd op 10 september 2012

Sociaalzekerheidsrecht. *Pensioenwet*.

[http://www.st-ab.nl/wetten/1073\\_Pensioenwet\\_PW.htm](http://www.st-ab.nl/wetten/1073_Pensioenwet_PW.htm) geraadpleegd op 10 september 2012

Verbond van Verzekeraars

<http://www.verzekeraars.nl/home.aspx> geraadpleegd op 10 september 2012

### **Omslagfoto**

Refund Capital (2013) [www.refundcapital.nl](http://www.refundcapital.nl) geraadpleegd op 18 juni 2013

### **Jaarverslagen**

ASR Verzekeringen (2012), *jaarverslag 2012*, ASR

Fortis (2007), *jaarverslag 2007*, Fortis

PGGM (2008), *jaarverslag 2008*, PGGM

PGGM (2012), *jaarverslag 2012*, PGGM

Vastned Retail (2007), *jaarverslag 2007*, Vastned Retail

Vastned Retail (2012), *jaarverslag 2012*, Vastned Retail

### **Geraadpleegde experts**

Hans Op 't Veld, PGGM, 20 februari 2013

Marieke van Kamp, Nationale Nederlanden, 14 maart 2013

Patrick Ruwiel, Delta Lloyd vastgoed, 22 maart 2013

Tom de Witte, Vastned Retail, 22 maart 2013

Rodney Zimmerman, ASR Vastgoed, 11 april 2013  
Ton van Welie, Ortec Finance, 22 april 2013  
Coen Mica, Zanders, 25 april 2013  
Ingmar Bergmann, Nieuwe Steen Investments, 25 april 2013

## ***Bijlage A: Interview Hans Op 't Veld d.d. 20 februari 2013***

De heer Op 't Veld is hoofd van Listed Real Estate bij het pensioenfonds PGGM NV. Zijn loopbaan bestaat uit het ontwikkelen van vastgoed indices bij Global Property Research. Hier was hij partner tot het in 2001 verkocht werd aan Kempen & Co. Na ruim twee jaar bij Kempen & Co. werkzaam te zijn geweest als manager corporate finance in fusies en acquisities is dhr. Op 't Veld ruim drie jaar in het Verenigd Koninkrijk werkzaam geweest bij IPD, een bedrijf die benchmarks samenstelt voor direct vastgoed. Sinds 2007 is dhr. Op 't Veld werkzaam bij PGGM, verantwoordelijk voor 8,5 miljard euro aan beleggingen in beursgenoteerde vastgoedondernemingen.

### ***Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?***

Een aantal aspecten blijven erg belangrijk om rekening mee te houden. De eerste is diversificatie wat zeker in het vastgoed erg belangrijk blijft. Tijdens de kredietcrisis zag men dat de correlatie naar 1 gingen waarbij er wel een demping op de diversificatie kwam. Toch loont diversificatie, doordat er wel een bepaalde tijdsvertraging is waardoor het loont om gediversifieerd te zijn. Tweede punt is het handhaven van liquiditeit, omdat dit heel veel problemen snel kan oplossen. Waarderingen liggen wereldwijd niet meer onder het niveau van voor de crisis. In Nederland is dit een ander verhaal, wat ook aantoonde dat diversificatie loont. Liquiditeit kan je dus benutten om te voorkomen dat je te hard geraakt wordt. Het derde element is dat er veel zwaarder gelet wordt op het zogenaamde 'tail risk'. Hiermee wordt bedoeld dat er in de positionering rekening gehouden moet worden met de mogelijkheid van zware negatieve uitschieters. In een negatieve markt wordt het dus steeds belangrijker om helderheid te krijgen van de risico's. Wanneer die goed in kaart zijn gebracht kan er juist veel rendement worden behaald. Belangrijk is om duidelijk te hebben welke onderneming als eerst in problemen komt en welke de problemen kan doorstaan. In het private vastgoed is het van belang om te kijken waar de fondsen in financieringsproblemen komen en te beoordelen waar er geld bij moet.

### ***Het Planbureau voor de leefomgeving laat kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?***

Dhr. Op 't Veld; "daar ben ik erg sceptisch in de zin dat heel veel cijfers een zware terugkijkende component hier in hebben zitten. Men moet zich afvragen of hetgeen wat zich in het recente verleden heeft afgespeeld zich ook in de toekomst gaat afspelen. Typisch is dat wij het meeste rendement maken door van de consensus af te wijken". Ook geeft Dhr. Op 't Veld het volgende aan; "Hoewel we op dit moment dezelfde donkere bril op hebben als het CBS zijn wij constant bezig met vooruit kijken in plaats van naar cijfers van afgelopen kwartalen te kijken. Wat wij zien is dat het aanpassingsproces van prijzen op de nieuwe werkelijkheid een bijzonder traag proces is". In tegenstelling tot in de Verenigde Staten is in de Nederlandse markt een heel gradueel aanpassingsproces, waarbij prijzen jarenlang kunnen dalen. In de vastgoedmarkt komt nog eens extra druk op de prijzen doordat bijvoorbeeld Duitse open end fondsen minder actief zijn op de Nederlandse kantorenmarkt. In de private markt is het lastig om hier op in te spelen omdat het moeilijk liquide is te maken. Bij pensioenfondsen wordt er echter wel voor de lange termijn belegd en hoeft dit geen groot probleem te zijn. Wanneer echter toezichhouders steeds strenger naar de huidige financiële positie kijken zijn ook pensioenfondsen genoodzaakt naar huidige cijfers van het CBS te kijken. Dit omdat ook de korte termijn positie sterk moet zijn en daar gaan pensioenfondsen anders door beleggen.

***De MPT heeft het over de correlatie van vastgoed ten opzichte van aandelen en obligaties. Wat is het belang van direct vastgoed in uw beleggingsportefeuille, en waarop wordt het percentage direct vastgoed sinds de crisis gebaseerd?***

Dhr. Op 't Veld; "Dit is niet naar aanleiding van de crisis veranderd. De vraag is echter of de rendementen de komende 30 jaar hetzelfde zal zijn als de afgelopen 30 jaar. De beleggingen zijn door de lage rente echter wel hoger gewaardeerd omdat de prijzen door de lage rente gaan stijgen. Dhr. Op 't Veld; "we zijn door die kunstmatig lage rente, asset inflation aan het genereren". Kunstmatig worden de prijzen van assets hoger gemaakt omdat er meer geld de economie in gepompt wordt. ALM gaat eigenlijk over de vraag waarom bepaalde assets opgenomen moeten worden in de portefeuille. ALM geeft eigenlijk geen oordeel over de vraag of vastgoed op dit moment een grotere of minder grote rol in de portefeuille moet spelen. Als echter de inflatie zal toenemen wordt vastgoed wel aantrekkelijker om in de portefeuille op te nemen. In Japan en de Verenigde Staten zijn ze bezig om hun munt te verzwakken en geld in de economie te pompen. In die omgeving is het dus aantrekkelijk om in vastgoed te zitten. ALM geeft gegeven de situatie waar we nu in zitten dus geen oordeel of vastgoed een grotere of minder grote rol moet spelen.

***Om aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?***

De Nederlandsche Bank heeft daar serieus vragen over. Hoewel ze het niet met zoveel woorden zeggen is het wel duidelijk dat ze twijfelen aan de taxaties van vastgoed. Dat is ook logisch omdat voor een goede taxatie een 'winning buyer', een 'winning seller' en normale marktomstandigheden nodig is, en van geen enkele van deze drie is op dit moment sprake. PGGM omzeilt het aan de beursgenoteerde kant omdat ze zelf niet de taxaties hoeven te doen. Voor de private belegging is het echt een groot probleem omdat er veel ruis in de taxaties zit. In Nederland zijn er van dit soort issues, maar in een land als Spanje is dit nog veel erger. De toezichthouder zal er dus wel rekening mee houden dat het minder is dan wat er nu staat.

***Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger deze rendementsverwachtingen?***

Belangrijk is om te kijken wat de dynamiek van vastgoed is ten opzichte van andere beleggingen. Er wordt naar een aantal dingen gekeken om te kijken wat voor rendement je kan verwachten. Het historisch rendement is daar één aspect in, maar er spelen meerdere aspecten. Dus er wordt wel voorzichtig omgegaan met het doortrekken van historische rendementen. Formeel wordt bij de MPT uitgegaan van verwachte toekomstige rendementen, maar omdat die er niet zijn worden er historische rendementen ingeplakt. Dhr. Op 't Veld; "Directe vastgoedrendementen zijn infrequent en op basis van taxatiewaarde, dus geen goed beeld van het risico en bij het rendement kan je ook vraagtekens zetten". "We vinden dat we bij aandelenmarkten te maken hebben met een efficiënte markt en daarom beleggen we daar passief in". "Bij direct vastgoed zijn we nog actief aan het beleggen omdat we denken dat die markten niet efficiënt zijn". Daarmee wordt de MPT op een zijspoor gezet, maar concepten ervan spelen nog steeds een rol. "Bij vastgoed verwachten we dat er een soort natuurlijk rendement is wat uit vastgoed komt, en als het rendement wat we observeren teveel afwijkt van het natuurlijke rendement dan kopen of verkopen we".

***Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed?***

Direct vastgoed heeft een duale rol omdat het kan fungeren als bescherming tegen inflatie en als rendementsverhogend in de portefeuille. Academisch onderzoek laat echter zien dat de bescherming tegen inflatie tegenvalt. Doordat er nu wel veel geld in de markt komt, wordt er wel verwacht dat de inflatie zal oplopen. Als de inflatie toeneemt wordt vastgoed aantrekkelijker en daarom blijven de bekende voordelen wel bestaan. Ze moeten wel



genueanceerd worden omdat ook gebleken is dat de negatieve correlatie ten opzichte van andere assets in crisistijd niet helemaal leek op te gaan.

***Men ziet nog steeds geen grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?***

Dhr Op 't Veld; “dat is ontzettend moeilijk te beantwoorden”. “Ik denk echt dat taxateurs hun best doen om een goede waardering af te geven, maar die doen dat binnen de randvoorwaarden die ze binnen hun taxatieopdracht hebben en die sluiten niet aan bij de huidige marktcondities”. Het blijft daarom ook lastig om in te schatten wat het risico is wat er onder ligt, en daarom ook hoe aantrekkelijk de belegging is. Een pensioenfonds kan zeggen zich daar niet druk om te maken omdat de beleggingshorizon 75 jaar is, maar de toezichthouder denkt daar heel anders over. Kijkend naar de beursgenoteerde en niet – beursgenoteerde belegger, dan hebben die daar nog meer moeite mee.

***Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er niet sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?***

Dhr Op 't Veld; “het is juist wel rationeel, waar wij denken dat de markten irrationeel zijn”. “Wij denken dat er dislocaties in de markt zijn en dat de markt niet volledig efficiënt is”. “Als je daar niet in gelooft moet je naar kosten minimalisatie gaan en een index zo nauwkeurig mogelijk gaan volgen”. Vastgoed is één van de weinige beleggingscategorieën waarvan we denken dat er iets extra's is uit te halen. Het wordt wel steeds moeilijker omdat de markt steeds efficiënter wordt. Er is wel gekozen om indirect te beleggen en niet meer een winkelcentrum in Zuid – Frankrijk te kopen. “We zijn vooral bezig om over allocatie slim na te denken”. Het is wel separaat nog een discussie of er niet meer op de lokale markt belegd moet worden om in deze tijd de economie te stimuleren. Anderzijds hebben pensioenfondsen wel een duale verantwoordelijkheid, namelijk de maatschappelijke verantwoordelijkheid maar ook de verantwoordelijkheid om er voor te zorgen dat mensen een goed pensioen kunnen genieten. Daar zit dus wel een bepaalde spanning in.

***Sinds de kredietcrisis is strengere politieke regelgeving ingevoerd. Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III en solvency II akkoord? In hoeverre heeft deze regelgeving invloed op een pensioenfonds?***

Solvency II is nu nog niet van toepassing op pensioenfondsen maar in de toekomst kan dit grote implicaties hebben en het landschap enorm beïnvloeden. Het is niet alleen Solvency II, want er komt een heel scala aan regelgeving op pensioenfondsen af. Bijvoorbeeld de bankentaks (Financial transfer tax) waarvan nog niet precies duidelijk is wat dat gaat doen. Ook AIFMD gaat bij alle fondsen nog een belangrijke rol spelen. Solvency II kan ook invloed gaan hebben omdat pensioenfondsen ook beleggen voor toekomstige verplichtingen. Het is waarschijnlijk dat een variant daarvan ook van toepassing wordt op pensioenfondsen. Dat bepaalt ook indirect wat de asset allocatie wordt, omdat het bijvoorbeeld duurder kan worden om vastgoed aan te houden versus vastrentende waarden. Kijkend naar vastgoed kan het duurder worden om beursgenoteerd vastgoed aan te houden dan direct vastgoed. Dhr. Op t Veld; “in mijn optiek volslagen onzinnig omdat het alleen maar gaat over de perceptie van risico, en niet zozeer om het daadwerkelijke risico”. “De cashflow en het vastgoed verandert namelijk niet of het wel of niet aan de beurs genoteerd is.” “De volatiliteit verandert echter wel wanneer het beursgenoteerd is en dat kan echt ingrijpen op de allocatie”. De realiteit zal zijn dat de horizon steeds korter wordt en de risicotolerantie steeds kleiner wordt, en dat zal uitmonden op hogere pensioenpremies en lagere uitkeringen.

***Is direct vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?***

Dhr. Op 't Veld; “dat is een belangrijk punt, en dit kan betekenen dat er meer uit zakelijke waarden naar vastrentende waarden zal worden overgestapt”. “Maar daarmee zal je weer minder kunnen indexeren en minder rendement kunnen halen”. In hoeverre dit nog een keuze is kan men zich afvragen doordat dit in principe door de toezichthouder wordt opgelegd. Mede hierdoor kan het zijn dat pensioenregelingen er anders uit kunnen gaan zien, bijvoorbeeld meer op individueel niveau. Dit zal bijna onmogelijk zijn omdat dit voor heel veel mensen niet is te onderzoeken. Dhr. Op 't Veld; “dit kan worden gezien als een bom onder het huidige stelsel”.

***Om de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol speelt direct vastgoed hier in?***

Als de toekomstige regelgeving van toepassing wordt kan het zijn dat het pensioenstelsel er anders uit gaat zien. Of er dan nog zo risicovol belegd kan worden om de verplichtingen te kunnen indexeren zal moeten blijken. Direct vastgoed wordt in de portefeuille wel gezien als rendementsverhogend, dus in die zin kan het een goede belegging zijn om de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren. Wanneer er echter veel kapitaal voor moet worden aangehouden is de kans groot dat er overgestapt moet worden op vastrentende waarden. Dhr. Op 't Veld; “men kan zich echter afvragen hoe veilig staatsobligaties zijn”.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in primair en secundair vastgoed?***

Vanuit pensioenfondsen heeft er een grote trek plaatsgevonden naar kwalitatief het beste vastgoed. Daar zit een grote valkuil in, namelijk dat er een sterke bubble in ontstaat, terwijl secundair vastgoed niet wordt aangeraakt. Nu is te zien dat secundair vastgoed zeer moeilijk kwijt is te raken. Dat is een natuurlijke beweging, waarbij de Verenigde Staten al een stap verder zijn en volop in het kwalitatief goede vastgoed werd belegd. Op een gegeven moment wordt dit zo duur dat er geen rendement meer in te behalen is en er daarom weer gezocht wordt naar secundair vastgoed. Dit is vooral het geval bij privaat vastgoed omdat in beursgenoteerd vastgoed de belegging beter liquide is te maken. In het privaat vastgoed is heel nadrukkelijk de trend naar kwalitatief goed vastgoed zichtbaar.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?***

Dhr. Op 't Veld; “de grote institutionele beleggers hadden al hun voorkeuren en die zijn alleen maar nadrukkelijker geworden”. Het heeft ook te maken met filosofie waarbij PGGM zich vooral richt op de groeiende middenklasse. In de financiële crisis is echt zichtbaar dat kantoren, logistiek en hotels underperformer zijn, daarbij aangetekend dat alles zijn prijs heeft. Als een belegging echt heel goedkoop is wordt die kans zeker gepakt. In privaatvastgoed staat de allocatie vast en zijn er vooral voorkeuren te zien voor het winkelvastgoed.

## ***Bijlage B: Interview Marieke van Kamp d.d. 14 maart 2013***

Mevrouw Van Kamp is werkzaam bij Nationale Nederlanden, verantwoordelijk voor het beleggen van verzekeringspremies in zowel direct als indirect vastgoed. Na een studie bouwkunde aan de TU in Eindhoven en het volgen van de Master Vastgoed Beheer is mevrouw Van Kamp gaan werken bij de IVBN. Daarna is mevrouw Van Kamp werkzaam geweest bij de beleggingstak van Achmea die namens pensioenfondsen en de Achmea verzekeraars belegt in onroerend goed. Na een overstap naar ING Real Estate waar ook namens pensioenfondsen in niet – beursgenoteerd vastgoed werd belegd, is mevrouw Van Kamp sinds 2008 werkzaam bij ING verzekeringen waar ze verantwoordelijk is voor het beleggen van een vermogen van circa drie miljard in Europees onroerend goed.

### ***Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?***

In 2007 waren de prijzen enorm hoog en ook de rendementen fantastisch. Er was in de vastgoedwereld wel een beeld dat er een nieuwe norm aan het ontstaan was, waarbij structureel de risicopremie van vastgoed wel iets lager zou zijn dan in het verleden. Dat er een moment zou komen dat die sterke prijsstijgingen zouden eindigen of zelfs licht zouden dalen lag wel in de lijn der verwachtingen. Maar dat in 2008 de daling zo heftig zou zijn was daarvoor niet voorzien. Omdat vastgoed normaal gesproken traag reageert werd er wel rekening mee gehouden dat de jaren 2009 en 2010 ook verloren zouden zijn. In 2008 en 2009 is dat ook het beeld, terwijl juist 2010 weer boven verwachting was. Bij vastgoed is de volatiliteit niet zo hoog, maar omdat het om hele grote bedragen gaat heeft dat wel een hele grote impact terwijl de afwijkingen in percentage niet zo groot zijn.

### ***Het Planbureau voor de leefomgeving laat kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?***

Ze worden in ieder geval gebruikt voor de doorrekeningen met betrekking tot de verwachtingen van de gehele portefeuille die regelmatig gemaakt worden. Er is echter een contract met CBRE die 'forecast' modellen maakt, en die ze ook elk kwartaal updaten aan de hand van nieuwe informatie van bijvoorbeeld het CBS. Hierin staan de verwachtingen en trends en dit wordt samengevoegd in een strategie waarin staat hoe de vastgoedportefeuille zich in de toekomst moet gaan ontwikkelen. Ook staat erin wat op korte termijn aan waardeontwikkelingen wordt verwacht. Hoewel het historische cijfers zijn worden ze dus wel gebruikt om er bepaalde trends in te ontdekken. Mevrouw Van Kamp; "om een trend op de Nederlandse kantorenmarkt te kunnen ontdekken wordt bijvoorbeeld gekeken naar cijfers over werkgelegenheid, ontwikkelingen in de financiële dienstverlening, het aantal ZZP, ontwikkeling van het nieuwe werken enzovoort."

### ***De MPT heeft het over de correlatie van vastgoed ten opzichte van aandelen en obligaties. Wat is het belang van direct vastgoed in uw beleggingsportefeuille, en waarop wordt het percentage direct vastgoed sinds de crisis gebaseerd?***

Mevrouw Van Kamp; "ALM wordt door ons zelf gedaan en daarover is intern ook wel discussie over die correlatie." In het verleden was die correlatie erg klein en in een dergelijke crisis is die weer groter geworden. Toch niet zo sterk dat het beleggingsbeleid hier op aan gepast wordt, dus dat is vanuit vastgoedperspectief gunstig. Wel is door regelgeving als Solvency II een intern model gebouwd, waarbij wordt uitgegaan van worst case scenario's. Daarin wordt er wel rekening gehouden met de grote volatiliteit van vastgoed ook al is die nog niet waargenomen in de portefeuille. Dit is gewoon bedoeld om buffers aan te houden en heel prudentieel te beleggen.

***Om aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?***

Kijkend naar de beleggingen die gekocht zijn in 2007, en wanneer die nu verkocht zouden worden, dan zou er ongeveer een IRR van 1% gemaakt zijn en dat is niet voldoende. Er wordt op jaarbasis uitgegaan van een indexatie van drie tot vier procent. De verplichtingen zijn echter vaak contracten van 30 jaar en kijkend naar de lange termijn is vastgoed daarom nog steeds een goede belegging. Vastgoed wat al lang voor 2007 is gekocht heeft namelijk nog steeds een goede IRR. Bij doorrekeningen naar de toekomst wordt bij beleggingen in direct vastgoed nog steeds uitgegaan van een Total Return van 6,5% en dat kan over de tijd nog steeds worden waargemaakt. De verwachtingen zullen echter niet te hoog meer moeten worden opgeschroefd.

***Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger deze rendementsverwachtingen?***

Op een 5 jaar termijn worden de daadwerkelijke verwachtingen meegenomen en vanaf dat moment die norm van 6,5%. De volatiliteitgegevens zijn gebaseerd op historische reeksen, zoals taxaties die zijn verricht in het verleden zoals de IPD. Maar daarnaast wordt er ook gebruik gemaakt van transactiegebaseerde indices die bijvoorbeeld door CBRE worden gebouwd op basis van transacties die in de markt hebben plaatsgevonden. Die gegevens zijn veel meer volatiel dan die van IPD, en deze worden ook als input gebruikt om de daadwerkelijke volatiliteit en de correlatie met andere assets na te kunnen bootsen.

***Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed?***

Toch is het zo dat het elke keer andere momenten zijn dat er waardedalingen te zien zijn geweest. Het jaar 2008 en 2009 waren wel slecht, waarbij negatieve percentages van 8 – 9 procent te zien waren versus -30% voor aandelen. In 2010 hebben aandelen alweer een zeer positief resultaat gehaald, waarbij vastgoed zich nog redelijk rustig heeft gehouden. De vertraging die in vastgoed zit kan dus toch wel een belangrijk gegeven zijn in de portefeuille. Een heel belangrijk punt bij vastgoed is het operationeel resultaat in de zin van huurinkomsten die binnen blijven komen, terwijl dat bij aandelen het dividend opdroogt wanneer het mis gaat.

***Men ziet nog steeds geen grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?***

Mevrouw Van Kamp; "Ik denk zeker dat we de komende twee jaar nog afwaarderingen op vastgoed gaan krijgen. Het hangt er natuurlijk ook vanaf waar het vastgoed ligt. De Duitse vastgoedportefeuille doet het relatief goed en wordt ook elk kwartaal eigenlijk weer iets meer waard. Kijkend naar de Nederlandse woningportefeuille en kantorenportefeuille zien we dat die kwartaal op kwartaal daalt in waarde". Verkopen in de portefeuille gaan toch vaak wel voor iets boven de taxatiewaarde weg, ondanks dat in een neergaande markt men zou kunnen verwachten dat het juist iets onder de taxatiewaarde verkocht zou worden omdat er een verwachtingswaarde van de kopende partij in zit. Mevrouw Van Kamp; "Ik verwacht dat de macro-economie niet snel verbetert en de vastgoedwaardes langzaam af zullen nemen. Niet omdat de yields per definitie verder omhoog zullen gaan, maar wel omdat er meer huurissues zullen ontstaan en er wat minder kopende partijen in de markt zijn". Wanneer er assets verkocht worden is het misschien ook zo dat alleen de slechte assets niet verkocht worden en dat men zich kan afvragen of de waarde die in de boeken staat ook de werkelijke waarde weergeeft. Veel assets die goed verhuurd zijn voor de lange termijn zijn behoorlijk waardebestendig ondanks dat er vanwege beperkte investeringsbehoefte wel een waardedaling te zien zal zijn. In de toekomst zal dat langzaam ook wel weer aantrekken als het object goed verhuurd blijft. Als er echter net een huuropzegging is geweest en het pand staat op een locatie die net niet ideaal is, dan is het moeilijk een waarde daaraan toe te

kennen. Er wordt wel steeds gewisseld van taxateur om een objectieve waarde aan een pand te kunnen toekennen.

***Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er niet sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?***

De totale portefeuille wordt meer aangestuurd op strategisch niveau. Het bedrijf CBRE wordt echter ingehuurd om samen de strategie te maken en zij hebben ook de kennis op lokaal niveau. Elke stad waar in vastgoed wordt belegd, heeft CBRE ook een kantoor met eigen mensen die de markt daar goed kennen. Alleen een bedrijf met een omvang als Nationale Nederlanden en omvang van CBRE kan daar goed grip op houden. Sprake van een efficiënte markt is er echter niet. Mevrouw Van Kamp; “van een efficiënte markt is echter niet sprake omdat de riskpremiums niet altijd kloppen. Ik zie Italië als aantrekkelijke belegging waar de yields enorm zijn gestegen omdat iedereen vlucht als het over Italië gaat. Dat terwijl de macro economische vooruitzichten in sommige regio's vergelijkbaar zijn als met die van Duitsland. Iedereen wil in Duitsland beleggen omdat men dat als veilige haven ziet, waardoor de yields dalen”.

***Sinds de kredietcrisis is strengere politieke regelgeving ingevoerd. Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III en solvency II akkoord? In hoeverre heeft deze regelgeving invloed op een verzekeraar?***

Mevrouw Van Kamp; “twee jaar geleden is er aangegeven dat in het standaardmodel van Solvency II vastgoed verkocht moet worden omdat er dan inefficiënt met geld wordt omgegaan. Intern is er daarom een model gemaakt om beter te reflecteren hoe in een vastgoedportefeuille keuzes gemaakt kunnen worden waardoor het risico omlaag gaat. Dit wordt gedaan door te focussen op landen in Europa die minder volatiel zijn en veel diversificatie te zoeken binnen de sectoren en de huurders. Op die manier wordt de impact van vastgoed op de solvabiliteit beter gemanaged”. Hierdoor kan de portefeuille op niveau blijven, hoewel het zo is dat er ook in fondsen wordt geïnvesteerd die altijd van leverage gebruik maken. Mevrouw Van Kamp; “Er is besloten om helemaal door te kijken naar het risico wat er op de ‘stenen’ gelopen wordt om te beoordelen wat de impact op het solvency kapitaalbeslag is”. “Het geldgebruik wordt heel inefficiënt als er veel gebruik gemaakt wordt van leverage” “We zijn bezig om de leverage zoveel mogelijk af te bouwen en daarmee dus ook eigenlijk onze fondsenportefeuille”. “Daarmee bereik je wat men met vastgoed wil bereiken, namelijk huurinkomsten en op de lange termijn inflatiebestendigheid.”

***Is (direct) vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?***

Als het goed gemoduleerd en aangetoond wordt dat er een laag risico aan hangt is het nog steeds een goede belegging. Direct vastgoed voornamelijk omdat het met eigen vermogen gefinancierd wordt en indirect vastgoed als er wordt aangetoond dat fondsen niet te veel gefinancierd zijn met vreemd vermogen.

***Om de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol speelt direct vastgoed hier in?***

Dat is een worsteling om een balans te vinden en daarom een gezond bedrijf te blijven. Er moet goed worden gekeken naar de hoeveelheid kapitaal die beschikbaar is en hoeveel je kan gebruiken om te beleggen. Daarnaast zijn er veel mensen mee bezig die kijken naar de risico's die daarin genomen kunnen worden. Met betrekking tot vastgoed is het belangrijk om te laten zien dat er een strategie staat hoe de leverage op termijn wordt afgebouwd en dus het solvency kapitaalbeslag naar beneden gaat. Terwijl wel het geïnvesteerd bedrag in vastgoed gelijk blijft gaat het operationeel resultaat daardoor steeds meer omhoog. Het wordt dan steeds efficiënter om in vastgoed te zitten. Als dat goed wordt neergezet en als ook bewezen wordt dat de fondsen die gebruik maken van leverage worden afgebouwd, zal

vastgoed zeker een goede rol kunnen blijven spelen. In het verleden werd een leverage van 50% als bijna risicoloos werd gezien, terwijl tegenwoordig bewust de keus gemaakt wordt om dat af te bouwen en wordt dat eerder op 30% gezet.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in primair en secundair vastgoed?***

De rendementen van 'core' vastgoed blijven goed op niveau en daarin blijven transacties plaatsvinden. Bij meer secundair vastgoed is te zien dat de 'spread' gedurende de crisis steeds verder blijft oplopen. Er zijn transacties die wel tegen tien of elf procent gaan, terwijl er gewoon een kasstroom op zit. Er is wel een verschuiving te zien naar vastgoed op A-locaties,. Voor de crisis was er een irrationele beweging te zien waarbij men het vastgoed van mindere kwaliteit ging zien als 'core' vastgoed omdat de prijzen van het 'core' vastgoed al zo hoog lagen. Tijdens de crisis realiseert men zich dan het verschil in kwaliteit weer en lopen de verschillen weer heel erg op. Er ontstond meer interesse voor het vastgoed van mindere kwaliteit waardoor het ging renderen als 'core' vastgoed. Er worden nu soms alweer risico's genomen door te kiezen voor secundair vastgoed om nog wat rendement te kunnen halen.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?***

Historisch gezien is de kantorenmarkt de meest volatiele beleggingscategorie en winkels werden als minder volatiele categorie gezien. Het is goed om te zien dat dit in de huidige tijd ook terug is te zien. In 2007 is men begonnen om een eigen strategie neer te zetten waarbij de volatilititeit uit de portefeuille gehaald moest worden, door meer in te zetten op winkels en infrastructuur. De crisis heeft alleen maar benadrukt dat het voor de toekomst belangrijk is om dat te blijven doen. De keuzes werden dus al deels gemaakt, en de crisis heeft bevestigd dat deze strategie gehandhaafd moet worden om de volatilititeit uit de portefeuille te halen.

### ***Bijlage C: Interview Patrick Ruwiel d.d. 22 maart 2013***

De heer Ruwiel is directeur Vastgoed bij Delta Lloyd, verantwoordelijk voor alle vastgoedbeleggingen binnen de Delta Lloyd organisatie. Er wordt belegd in zowel direct als indirect vastgoed in Europa met een belegd vermogen van circa 3 miljard euro. De heer Ruwiel heeft altijd in het vastgoed gewerkt, waarvan de laatste jaren vooral aan de investeringskant. Voorheen is de heer Ruwiel werkzaam geweest bij MN services, verantwoordelijk voor de Europese niet-beursgenoteerde investeringen en ook heeft hij een eigen bedrijf gehad als adviseur in een aantal interim management opdrachten. Ook heeft de heer Ruwiel een aantal bestuursfuncties gehad bij de RICS, de NEVAB en is hij nog steeds actief als 'fellow' bij de ASRE. Sinds anderhalf jaar is de heer Ruwiel nu werkzaam als directeur bij Delta Lloyd vastgoed.

#### ***Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?***

Ook voor de crisis was het essentieel dat er duidelijk voor ogen was waar de portefeuille voor werd gebouwd en welke rendementen er worden nagestreefd. Dat betekende primair diversifiëren en als dus als de strategie goed op orde was en de bekendheid met risico's op de kantorenmarkt duidelijk was dan werd er dus al goed gespreid over de verschillende assets. Delta Lloyd zit overwogen in de woningsector en een beetje retail dus in die zin was de strategie van Delta Lloyd enigszins aangepast op de risico's op de kantorenmarkt. Wel is de mate waarin nu prijsdalingen plaatsvinden in Nederland wel uniek. Aan de andere kant is het wel naïef om te denken dat dit uniek is omdat bijvoorbeeld in Duitsland al jarenlang leegstand was op de kantorenmarkt. Dat was iets wat we in Nederland in het verleden niet kenden. Inmiddels zijn er wel projecten die voor 200 euro per vierkante meter worden verkocht.

#### ***Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?***

Er worden van allemaal verschillende bronnen gebruik gemaakt. Deze data wordt wel gebruikt binnen Delta Lloyd om strategie stukken op te stellen. Op dit moment is bijvoorbeeld de woningmarkt actueel en wordt er veel over geschreven. Fundamenteel bekeken is er een trend zichtbaar van verstedelijking, een trek richting het westen, vergrijzing, demografische factoren en op termijn ook schaarste. Om daar een strategie op te bouwen, wordt er gebruik gemaakt van cijfers van het CBS. Als vastgoedbelegger is het belangrijk om de 'hardheid' van aannames en de visie aan te kunnen tonen. Hoewel het dus historische cijfers zijn, worden ze wel gebruikt om een bepaalde trend aan te tonen en een strategie te onderbouwen.

#### ***De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?***

De laatste jaren zal het juist eerder meer dan minder vastgoed kunnen worden. Zeker omdat het vastgoed niet allemaal in Nederland genoteerd hoeft te zijn. Ook is de laatste jaren bewezen dat vooral een goede Nederlandse directe vastgoedportefeuille een hele belangrijke en stabiele factor kan zijn in het vastgoed beleggingsbeleid. Juist door gebruik te maken van diversificatie en het direct te beleggen zodat er niet teveel beheerfee in zit. Er is ook cijfermatig aangetoond dat bedrijven die een directe portefeuille hebben aangehouden, waarvan Delta Lloyd er een van is, dat die een goed rendement behaald hebben. Fondsen kunnen ook een goede belegging zijn, maar er moeten wel vaak bepaalde fee's betaald worden.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?***

Zeker op dit moment is dat best moeilijk. In de woningportefeuille ligt er ondanks de afwaarderingen toch wel een redelijk stabiele waarde onder. Ook komt er uit deze belegging een goede cashflow en dat is natuurlijk een positief element. Het is wel afhankelijk van het land welke yield er nodig is. Delta Lloyd belegt voor de Nederlandse levenportefeuille niet veel buiten Nederland. Maar er zou wel extra gekeken kunnen worden naar andere markten om op die manier wat diversificatie aan te brengen. Als er voornamelijk in 'core' vastgoed belegd wordt moet daar ook de rendementsverwachting op aangepast worden.

***Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?***

Bij voorspellingen van rendementen wordt er gebruik gemaakt van beschikbare data. De cijfers van IPD en andere benchmarks, het CBS en ontwikkelingen die door banken worden voorspeld op bijvoorbeeld de woningmarkt. Deze voorspellingen van bijvoorbeeld afwaarderingen op de woningmarkt moeten uiteindelijk vertaald worden naar de eigen portefeuille. De portefeuille van Delta Lloyd is niet vergelijkbaar met de woningmarkt in Nederland. Het percentage wat dan Rabobank bijvoorbeeld noemt van 7 tot 8 procent negatief wordt dus niet overgenomen, maar de vraag is wat het rendement dan wel is. Er wordt dan bijvoorbeeld gekeken naar de afwaarderingen van de portefeuille van een jaar eerder. Dit wordt dan weer afgezet tegen de markt en wat de IPD deed en hoe ze zich verhouden tot andere benchmarks. Op die manier wordt er gekomen te een eigen rendementsverwachting. Er wordt dus deels gebruik gemaakt van historische rendementen, maar die worden wel in het perspectief geplaatst van toekomstige voorspellingen.

***Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?***

Het argument met betrekking tot de inflatiebestendigheid van vastgoed is een aantal jaar naar de achtergrond verdwenen, maar zeker voor de woningen blijft het nog steeds een voordeel wanneer men kijkt naar de lange termijn. Voor andere categorieën vastgoed geldt het in iets mindere mate, maar over een groot aantal jaren bekeken zullen deze voordelen zeker nog op kunnen gaan. De contante cashflow blijft daarbij een factor die met name bij beleggingen in 'core' vastgoed nog steeds een voordeel is.

***Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?***

Dhr. Ruwiel: "Als je kijkt naar de kantorenportefeuille ben ik bang dat er nog wel behoorlijke afwaarderingen plaats zullen vinden". Wat betreft de winkelportefeuille zal daar een tweedeling te zien zijn. De nuancering moet wel aangebracht worden op basis van de verschillende landen waarin wordt belegd. In Duitsland bijvoorbeeld is het weer totaal anders dan in Nederland. In Duitsland zijn in de kantorenportefeuille hele andere bewegingen te zien dan in Nederland. Kijkend naar Nederland zal er op het slechtere deel van de kantorensector nog meer afgewaardeerd moeten worden. Winkelvastgoed is heel erg sentimentgedreven en in de economisch moeilijke periode zal het minder goede vastgoed en vastgoed op aanloopstraten het erg lastig krijgen. Daarnaast zullen een aantal sectoren in retail het moeilijker krijgen. Dhr. Ruwiel geeft aan minder bang voor het internet winkelen te zijn en dat dit de wereld niet over zal gaan nemen. Het zal eerder een duale strategie worden, maar het kan wel wat betekenen voor de retailmarkt en wat afwaarderingen tot gevolg hebben. Echter niet zo schokkend als in de kantorenmarkt.



***Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?***

Als belegger is het gevaar ook dat ze de werkelijke waarde uit het ook kunnen verliezen. Eigenlijk moet men als investeerder zeer terughoudend zijn om in de Nederlandse kantorenmarkt te investeren omdat het een cyclische markt is. Dit fenomeen is overal terug te zien, dus niet alleen in Amsterdam. Dit is allemaal in modellen te proppen, maar het betekent wel dat het echt een verhaal is van timing. Dit geldt voor 'core' vastgoed wel minder, maar dat het een cyclische markt is dat is wel duidelijk. Wanneer een belegger heel dicht op de markt zit dan is het moeilijker om deze cyclische trend te zien.

***Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?***

Zeker heeft deze regelgeving direct of indirect invloed op de fondsen van Delta Lloyd Vastgoed. Basel III voornamelijk, omdat een groot deel van de kopers voor de fondsen financiering nodig hebben. Op het moment dat die financieringsruimte er niet is en banken daarin terughoudend zijn heeft dit gevolgen voor de beleggers in de fondsen. Solvency II heeft direct invloed op Delta Lloyd als groep, wat betekent dat de verzekeraar en onderliggende onderdelen rekening moeten houden met de hoeveelheid vastgoed wat er op de balans staat. Daarnaast moet er rekening gehouden worden met de mate waarin dit vastgoed invloed heeft op de buffers die aangehouden moeten worden. Of het in deze vorm wordt doorgezet of dat Solvency II in de toekomst nog verandert, zal nog moeten blijken, maar het is zeker een sentimentfactor die meegenomen wordt in het vastgoedbeleggingsbeleid. De vastgoedallocatie zal naar verwachting dan ook niet vergroot worden, maar op niveau blijven zoals het nu is. Het AIFMD bevat een aantal interessante zaken voor de vastgoedmarkt. Voornamelijk het managen van de cashflows op dagbasis en hoe men dat zal moeten monitoren. Het is voor de branche goed om een stuk risicobeheersing op te nemen en meer transparantie in het vastgoed te krijgen.

***Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?***

De vraag is of er wel een grote hoeveelheid kapitaal moet worden aangehouden voor vastgoedbeleggingen. Er wordt nu nog wel rekening gehouden met bepaalde percentages, maar die percentages staan ook nog wel eens ter discussie. Ook de inzichten met betrekking tot het aanhouden van buffers op staatsobligaties zijn ook veranderd, dus dat kan met vastgoed ook gebeuren. Men vraagt zich binnen de vastgoedtak wel af of de percentages zoals die nu worden genoemd wel een reële situatie is.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?***

Er zal een evenwicht gevonden moeten worden en het is onderdeel van het beleid. Er zal gekeken moeten worden naar de argumenten en het wordt meegewogen in de beslissing wel of niet meer in vastgoed te beleggen. Waarschijnlijk zal de keuze dan eerder zo uitvallen dat er niet meer in vastgoed wordt belegd. Maar in Nederland zijn een aantal investeerders een eigen model aan het introduceren waarmee wordt aangetoond dat bepaalde beleggingen minder volatiel zijn dan dat in Solvency II wordt beweerd. Op het moment dat op dergelijke modellen akkoord wordt gegeven zullen die buffers minder groot hoeven te zijn. Dat zijn wel mogelijkheden om de regelgeving van Solvency II wat te nuanceren.

***Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid 'leverage' waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?***

De regelgeving is daar nog niet heel duidelijk in, maar uiteindelijk zal er worden doorgekeken naar de vastgoedkarakteristiek die een belegging heeft. Wanneer het echt een vastgoedkarakter heeft zal het een lagere impact op de buffer hebben. Maar als het een indirecte investering is valt het onder private equity en die worden tegen een behoorlijk hoger percentage op het kapitaal afgerekend. Een eerste stap is dus om alle indirecte investeringen te kunnen zien als direct. Bij Delta Lloyd wordt er wel rekening gehouden met de fondsen waarin wordt belegd. Dit is niet het grootste gedeelte, maar daar wordt wel vaak gekozen voor fondsen waar een lage 'leverage' op zit. Verder wordt er voornamelijk direct belegd.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in 'core' vastgoed en secundair vastgoed?***

Er is zeker een trend zichtbaar naar steeds meer 'core' vastgoed. Ook het risicomanagement is op allerlei fronten toegenomen. De invloed van toezicht ook op accountants en taxateurs is sinds de crisis steeds meer toegenomen. Iedereen is dus met risicomanagement bezig, waardoor beleggingen minder complex moeten zijn en men dus eerder uit zal komen bij investeren in West-Europees 'core' vastgoed. Als voorbeeld zou een West-Europees vastgoed woningfonds met 'core' vastgoed en een lage 'leverage' waarschijnlijk erg populair zijn. Wel is er een trend zichtbaar dat er ook weer gekozen wordt voor secundair vastgoed. Dit is voor Nederlandse verzekeraars nog te vroeg, maar er zijn wel buitenlandse investeerders die er naar kijken. Voor Delta Lloyd Vastgoed is het niet aan de orde om in een opportunistisch fonds te beleggen, maar er liggen zeker kansen voor beleggers om goede rendementen te halen. Beleggers die het goed vanuit macro oogpunt kunnen benaderen en niet te negatief naar de markt kijken zouden leuke transacties kunnen doen.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?***

Er is wel een trend zichtbaar waarin meer vraag is naar woningen. Ook retail, maar dan echt 'core' vastgoed op de retailmarkt. Logistiek wordt aantrekkelijk gevonden, maar dan ook echt de hele goede locaties. Dit is een specialistische markt, maar wel een mooi alternatief. Studentenwoningen worden vaak genoemd maar daar is de heer Ruwiel iets voorzichtiger in. Categorie hotels is een beetje onbekend in Nederland, maar vooral in het Verenigd Koninkrijk een leuke investeringscategorie. Verder zijn er nog mogelijkheden in de zorgsector, maar ook scholen en universiteiten. De heer Ruwiel geeft aan zich de komende jaren vooral te richten op het optimaliseren van het retail, wat ook inhoudt uitbreiden en renoveren. Daarnaast ook de woningmarkt die op dit moment zeer koopwaardig is.

## ***Bijlage D: Interview Tom de Witte d.d. 22 maart 2013***

De heer De Witte is nu 9 jaar werkzaam als CFO bij Vastned en is daarvoor werkzaam geweest in de accountancy bij Arthur Andersen. Daar is de heer De Witte begonnen in de accountancy en is zich daar na verloop van tijd gaan specialiseren in de vastgoedkant en daar controles gaan doen bij ontwikkelaars, vastgoedbeleggers, woningcorporaties en andere vastgoed gerelateerde bedrijven. Binnen Arthur Andersen is de heer De Witte ook werkzaam geweest binnen een soort vastgoedgroep die adviesopdrachten uitvoerde voor onder andere het ministerie van VROM. Sinds 2003 is de heer De Witte nu werkzaam bij Vastned, één van de twee statutaire directeuren, en is daar verantwoordelijk voor de financiering, rapportering en verslaglegging, een deel personeelsbeleid, fiscaliteit en een aantal andere facilitaire zaken.

### ***Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?***

Al voor de kredietcrisis was het voor Vastned van belang om een gezonde balans na te streven. Kijkend naar solvabiliteit had Vastned een ratio van rond de 50%. In de goede tijd is de waarde van vastgoed natuurlijk behoorlijk gestegen. Toen is besloten niet de ruimte die ontstond volop te gebruiken om te investeren. Op die manier is er een buffer ontstaan die gebruikt kon worden om waardedalingen op te vangen. Als beursgenoteerd bedrijf was er het voordeel dat er bij een relatief goede koers geld opgehaald kon worden doormiddel van een aandelenemissie. Enerzijds kon dit gebruikt worden voor mooie acquisities, maar ook duidelijk om de balans te versterken. Daarmee is een deel van de afwaarderingen opgevangen en de balans solide gehouden. Ook het verkoopbeleid, wat al ingezet werd, is daarnaast iets geïntensiveerd om op die manier ook de balans gezond te houden.

### ***Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?***

Dhr. De Witte: “zelf waren we al eerder van mening dat de demografische ontwikkelingen in bepaalde kleine plaatsen dusdanig lastig is, dat we besloten hebben vastgoed aan de onderkant van de portefeuille te verkopen om daarmee minder kwetsbaar te zijn”. In de ‘forecast’ wordt ook rekening gehouden met potentiële waardedalingen en daar worden scenario’s voor gemaakt. Ook de strategie is onder de loep genomen en kijkend naar de ontwikkelingen in de economie, demografische ontwikkelingen in het algemeen en de opkomst van internetverkoop is er bekeken welke richting er met de portefeuille moet worden ingeslagen. Dhr. De Witte: “we hebben de strategie aangescherpt waarbij we vooral inzetten op de kwaliteit van de portefeuille en waarbij de focus vooral ligt op binnenstedelijke locaties van aantrekkelijke middelgrote en grote winkelsteden”. Voorbeelden hiervan zijn het centrum van Amsterdam, Maastricht, Parijs Lyon, Bordeaux en Istanbul, en daarvan bepaalde winkelstraten waar de negatieve ontwikkelingen minder invloed op hebben. Binnen het bedrijf is er verder proactief ingezet op de relatie met de huurders. Op die manier wordt kennis gedeeld en wordt duidelijk wat er gebeurt bij retailers, waar zij mee bezig zijn en hoe Vastned daar als bedrijf op in kan spelen. Derde punt in de strategie update is de financiering, waarbij vastgehouden wordt aan een conservatieve ‘loan to value’ en het aandeel van ‘non banked debt’ financiering verhogen. De negatieve ontwikkelingen die de cijfers van het CBS laten zien worden dus meegenomen in het neerzetten van de strategie richting de toekomst. In de binnensteden worden de effecten van de crisis ook in Spanje nog nauwelijks gemerkt, dus dat bevestigt dat met de huidige strategie de goede richting is ingezet. Naar de toekomst geeft dat geen garantie, maar ook in gesprekken met huurders sluiten hun ideeën goed aan bij de verwachtingen van Vastned. Economische cijfers wegen dus mee in beslissingen, maar ook de informatie uit gesprekken met retailers worden meegenomen. Het succes van retailers bepaalt uiteindelijk ook het succes van Vastned.

***De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?***

Ondanks dat in de crisis alle verschillende assets in de crisis omlaag gingen, zal nog steeds de spreiding in een portefeuille belangrijk blijven. Kijkend naar aandelen valt op dat die veel heftiger hebben gereageerd, waar vastgoed duidelijk laatcyclisch is. Zowel naar boven als naar beneden zit er een vertraging in de waardeontwikkeling. En bij obligaties is het weer puur de vraag of het om staatsobligaties of bedrijfsobligaties gaat. Met de huidige onzekerheid is er een overwaardering voor assets met een laag risicoprofiel. Dit is te zien in staatsobligaties, maar ook in het vastgoed. Er is een toenemende vraag naar het goede vastgoed en de goede vastgoedaandelen, wat een prijsstijging veroorzaakt. Iets kleinere bedrijven met wat minder liquide middelen worden nu iets meer gemeden. Maar ondanks de negatieve waardeontwikkeling van alle assets blijft vastgoed een belangrijke rol spelen. Hoe vastgoed in de toekomst gaat correleren ten opzichte van de andere assets blijft een moeilijke voorspelling.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?***

Dat ligt erg sterk aan het vastgoed waar het over gaat. Bij bepaalde kantorenbeleggingen kan men zich afvragen of er voldoende 'hedge' is tegen de inflatie. Bepaalde kantorenfondsen waarvan men dacht dat het een goede 'hedge' tegen inflatie zouden zijn is nu gebleken dat de huurprijzen reëel gezien nauwelijks zijn gestegen. Kijkend naar deze ontwikkelingen kan men er aan twijfelen of ze kunnen voldoen aan indexatieverplichtingen. Dit komt ook doordat kantoren, anders dan bij retail en woningen, niet een hele sterke binding hebben met locatie. Het geld kan voor bedrijven op meerdere plekken worden verdiend, waardoor de locatie van kantoren minder belangrijk is dan voor retail en woningen. De schaarste voor een kantorenbelegger is daardoor kleiner dan bij een retailbelegger. Een retailer in hartje Amsterdam zou echt niet willen verhuizen naar bijvoorbeeld Almere om zijn producten te verkopen. De schaarste blijft in retail, waardoor prijs en locatie hierin wel enig met elkaar blijven houden. Op de lange termijn zal er dus wel een blijvend verband zijn tussen prijsontwikkelingen en toplocaties zal zijn. Op de korte termijn is het erg moeilijk te voorspellen of de waardes stabiel zullen blijven. Dit hangt erg af van de locatie en of de krapte voor financieringen lang zal aanhouden. Door deze beperkte financiering is er druk op de waardes van vastgoed. Als op lange termijn er weer wat meer evenwicht is, zullen vastgoedbeleggingen een prima instrument zijn om verplichtingen voor pensioenfondsen af te dekken.

***Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?***

Er wordt jaarlijks een inschatting gemaakt van de kasstromen voor de komende tien jaar. Dit is een soort IRR berekening. Hierin wordt een verwachting neergezet met betrekking tot ontwikkeling van de huren en de leegstand. De eerste paar jaar is enigszins in te schatten hoe dit zich gaat ontwikkelen, maar daarna is dat natuurlijk moeilijker. Op deze manier komen er bepaalde rendementen uit en daarin wordt dan gekeken hoe dit zich verhoudt tot andere alternatieven als bijvoorbeeld staatsobligaties of vastgoed op top locaties. Dan is het van belang om te bepalen of het extra rendement zich verhoudt tegen het risico wat er bij komt kijken. Hoewel het inschatten van de risico's niet volledig objectief is, wordt er zo een afweging gemaakt. Er wordt dus niet alleen gekeken naar het verleden, maar ook naar de verwachting van het rendement in de toekomst bij aankopen. Er wordt dus van beide gebruik gemaakt, namelijk historische cijfers en ook toekomstige verwachtingen van de inkomsten.

***Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?***

Historisch gezien is er niet een hele duidelijke correlatie tussen inflatie en vastgoed. In de woningmarkt is het nog wel enigszins aangetoond, maar in de kantorenmarkt is dit al lastiger. In bepaalde categorieën zal er dus te zien zijn dat vastgoed minder inflatiebestendig zal zijn doordat de locatie niet ideaal is of dat de financiering niet beschikbaar is. Op goede locaties zal er echter wel een relatie zijn met de inflatie. De jaren voor de crisis zijn de waardes op de woningmarkt bijvoorbeeld veel harder gestegen dan de inflatie. In deze tijd lijkt het voordeel inflatiebestendigheid dus niet op te gaan, maar kijkend naar een langere horizon en wanneer de gekte van de financieringsmarkt er uit wordt gehaald, zullen de waardes wel een correlatie met de inflatie laten zien. Belangrijk is, goed te kijken om wat voor vastgoed het gaat. Een kantoorpand in een weiland zal geen gelijke tred houden met de inflatie, maar een schaars pand in de binnenstad zal dit veel eerder laten zien. De voordelen gaan dus nog op, maar belangrijk is wel het goed gekwalificeerde vastgoed er uit te halen.

***Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?***

In Nederland zijn er per saldo afwaarderingen geweest, waarbij er wel een wisselend beeld is te zien. In kleinere plaatsen is er druk op de huren en is te zien dat de waardes omlaag gaan, mede ook door de beperkte financiering. Op echt goede locaties zijn de waardes echter licht gestegen. Dit komt door een vlucht naar vastgoed op toplocaties. Dit doen niet alleen beleggers, maar ook de retailers zelf. Ook retailers zijn bereid een contract over te nemen op toplocaties en hoge huren te betalen. Er is dus ook bij retailers een tendens te zien, waarbij ze echt op toplocaties willen zitten. De focus op kwaliteit is dus steeds belangrijker voor retailers, ook omdat door het internet de zichtbaarheid steeds belangrijker is geworden. Het heeft te maken ook met de demografische ontwikkelingen van steeds meer vergrijzing en ontwikkelingen in het verre oosten. Er ontstaat in deze landen een grotere middenklasse met mensen die ook een keer naar Europa willen, en dan met name de grotere steden. De retailers willen dus juist op die toplocaties zitten. Of dus de waardes op toplocaties ook gaan dalen is moeilijk te zeggen maar het ligt niet direct in de verwachting. De beperkte beschikbaarheid van kapitaal zal nog wel druk geven op de waardes en er zal dus echt een gemengd beeld te zien zijn tussen de verschillende locaties.

***Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?***

Bij pensioenfondsen zal dat mogelijk wel het geval kunnen zijn, maar bij een bedrijf als Vastned ligt de focus juist op een paar straten in de binnenstad van grote steden. Dhr De Witte: “we willen juist de lokale mensen en lokale partijen kennen”. “Daarmee zijn we er nog niet omdat we ook wel in kleinere plaatsen zitten, waardoor het moeilijker is om alles te weten wat er in de lokale markt gebeurt”. Dhr. De Witte: “maar doordat onze focus ligt op een paar plaatsen en we daardoor weten wat er in die plaatsen gebeurt hoop ik dat we juist wel dicht op dat vastgoed zitten en we ons daar ook kunnen onderscheiden ten opzichte van de gemiddelde belegger”. In deze tijd is het heel belangrijk om goede kennis te hebben van de markt omdat bij vastgoed de totstandkoming van prijzen niet heel transparant is. Taxaties in een markt waar weinig transacties plaatsvinden zijn gewoon minder betrouwbaar. In Nederland zijn er nog wel wat transacties gedaan en zou er nog een goede inschatting gemaakt kunnen worden, maar in bijvoorbeeld Spanje wordt er niks meer verkocht waardoor de waarde moeilijk is in te schatten.

***Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?***

Er wordt zeker gemerkt dat banken vanwege Basel III minder ruimte hebben om te financieren. Er wordt nu al gemerkt dat bij verkoop van assets aan andere partijen, ze het lastig hebben de financiering rond krijgen. Hierdoor vinden er minder transacties plaats, niet alleen in het retail maar ook in de woningmarkt. Banken zijn cruciaal in het zorgen voor 'smeerolie' voor de economie. Er wordt nu duidelijk dat de rem er op wordt gezet en dat er daardoor minder transacties plaatsvinden. Herfinanciering voor partijen wordt lastiger en dan met name voor bedrijven die weinig vet op de botten hebben. Dat leidt uiteindelijk tot de vicieuze cirkel dat banken straks nog meer moeten gaan afboeken. Er is een duidelijke trend zichtbaar dat banken de balans gezonder proberen te maken door bedrijven en particulieren te verzoeken af te lossen. De hoeveelheid slechte assets die hierdoor overblijven op de balans wordt zo relatief groter. Beursgenoteerde bedrijven kunnen bij het aflossen of herfinancieren nog gebruik maken van een emissie, maar de kleinere niet – beursgenoteerde bedrijven hebben hier een groter probleem. Het AIFMD is goed voor een betere governance en het verbeteren van transparantie. Dhr. De Witte: "voor beursgenoteerde bedrijven lijkt het beleid doorgeslagen omdat ze al onder toezicht vallen van de AFM en volledig verantwoording afleggen in het jaarverslag". Onbedoeld zouden de regels van het AIFMD ook van toepassing kunnen worden op beursgenoteerde vastgoedfondsen. Uiteindelijk wordt de rekening betaald door de belegger omdat het veel geld kost als een andere partij ook nog toezicht moet gaan houden op alle kasstromen van een vastgoedbelegger. Dit is tijdrovend en daardoor erg kostbaar.

***Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?***

De vraag is of vastgoed als een risicovollere belegging wordt gezien dan vastrentende waarden. Het rendement wat op Duitse staatsobligaties gehaald wordt ten opzicht van een vastgoedfonds is veel minder groot en dan kan men zich afvragen of dit opweegt tegen het risico wat er wordt gelopen. Als een verzekeraar het risicoprofiel van een belegging in een vastgoedfonds goed kan inschatten zou er nog steeds prima in belegd kunnen worden. Vooral in Amerika is te zien dat verzekeraars iets meer de rol van banken overnemen en de financiering voor hun rekening nemen. Als ze de kennis opbouwen wat betreft het inschatten van risico's op een vastgoed financiering, kan vastgoed een aantrekkelijke belegging zijn. Het is wel een moeilijk evenwicht die een verzekeraar moet vinden in verband met de huidige regelgeving. Met beursgenoteerde aandelen zal er wel voorzigtiger mee om worden gegaan omdat die waardes meer volatiel zijn. Op dit moment geven de verzekeraars de voorkeur om te beleggen in fondsen die extern 'gerate' zijn, waardoor ze zelf het risico niet hoeven in te schatten. Wel is er een trend zichtbaar dat ook verzekeraars steeds meer zelf het risico gaan inschatten.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?***

De rendementen van vastgoed moeten over een lange termijn van bijvoorbeeld 30 jaar worden bekeken, omdat de verplichtingen van pensioenfondsen of verzekeraars ook vaak ver in de toekomst liggen. Op dit moment lijkt een belegging in vastgoed dus niet voldoende om de verplichtingen te indexeren omdat er al veel moest worden afgeschreven. Maar over een langere periode bekeken zijn de rendementen nog steeds goed en kan vastgoed dus zeker een rol blijven spelen in een beleggingsportefeuille van pensioenfondsen en verzekeraars. Of er echt risicovoller belegd moet worden om de verplichtingen te kunnen indexeren zal nog moeten blijken omdat ook de rendementen van de verschillende assets over een langere periode bekeken moeten worden. Het risico op een vastgoedbelegger

wordt door verzekeraars wel steeds intensiever beoordeeld om de impact op Solvency II te kunnen bepalen.

***Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid 'leverage' waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?***

Er wordt enigszins rekening mee gehouden, maar het is in deze tijd lastig om te realiseren. Het is logisch dat dit mee speelt in de analyse van een verzekeraar omdat het een rol speelt in de impact op hun kapitaalbuffer. De enige manier waarop een vastgoedbelegger dit kan realiseren is het toevoegen van waarde aan bestaand vastgoed, het verkopen van assets of het ophalen van eigen vermogen. Dit is in deze tijd lastig dus het fors verlagen van de leverage is niet iets waar de focus heel erg op zal liggen op dit moment. In de strategie van veel vastgoedbeleggers is het wel zo dat ze de strategie hebben de loan to value niet te verhogen, maar er wordt dus niet direct een doel van bijvoorbeeld 30% gesteld als verzekeraars dit willen.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in 'core' vastgoed en secundair vastgoed?***

Er komt steeds meer focus op 'core' vastgoed. Maar men moet wel kritisch en terughoudend blijven bij de keuze in 'core' vastgoed. Er is nu een beeld zichtbaar dat er voor topvastgoed echt heel scherp moet worden betaald omdat iedereen hier naar kijkt. Dhr. De Witte: "wij proberen ons vooral te focussen op vastgoed waar we waarde aan kunnen toevoegen". Door bijvoorbeeld iets met een andere huurder te doen, of bepaalde dingen te kunnen combineren zijn er nog interessante mogelijkheden. Het blijft lastig in het 'core' vastgoed, maar bij goede kennis van de markt en het kennen van lokale partijen zijn er nog goede deals mogelijk. Doordat de vastgoedmarkt iets minder transparant is, blijft ook het 'core' vastgoed aantrekkelijk om in te beleggen. Uiteindelijk is het belangrijk dat de consument naar de winkel komt en gaat besteden. De focus ligt daarbij vooral op een leuke binnenstad met winkels, mooie architectuur, musea en horeca. Er is in die zin wel een trend zichtbaar naar steeds meer 'core' vastgoed. Dus niet alleen door beleggers maar ook door de retailers.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?***

In het algemeen is er een focus op minder risicovolle beleggingen en dat is in vastgoed op dit moment infrastructuur, retail en kantoren op alleen hele goede plekken. Ook logistiek is bij het verder groeien van de wereldhandel een goede belegging, maar het blijft wel oppassen dat daar ook te veel van komt. Beleggers kijken steeds kritischer naar het vastgoed waarin ze beleggen en kijken daarbij ook naar wie het beheert. Het is belangrijker dat degene die het beheert de juiste kennis en kunde heeft dan het predicaat residentieel, retail of kantoren. Residentieel vastgoed in Duitsland is nu bijvoorbeeld heel populair en daarbij speelt ook een stukje landenspreiding een rol. Per moment zal er bekeken worden wat een goede belegging is. Een positief punt van de crisis is dat men steeds kritischer is geworden ten opzichte van de beleggingen die men doet. Dit schept kansen voor de mensen die de juiste kansen hebben en de krenten uit de pap weten te halen. Er is wel een trend zichtbaar dat men kiest voor het topvastgoed in de categorie retail en residentieel, maar er blijven ook kansen liggen bij andere categorieën als men over de juiste kennis en kunde beschikt.

## ***Bijlage E: Interview Rodney Zimmerman d.d. 11 april 2013***

De heer Zimmerman is Senior Investment Manager bij ASR Real Estate. De heer Zimmerman is zijn carrière begonnen in de advisering bij DHV. In 1994 is hij gaan werken bij de voorganger van Syntrus Achmea en heeft daar te maken gehad met de acquisitie, dispositie en het asset management van direct vastgoed. In 2002 is hij gaan werken voor het pensioenfonds voor huisartsen en medisch specialisten. Hier was de heer Zimmerman hoofd vastgoed en private equity, en heeft hier een wereldwijde portefeuille opgebouwd in beursgenoteerd vastgoed en niet – beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hij is directeur geweest bij Akron Western Europe, adviseur bij Stena vastgoed en daarna is hij begonnen bij ASR. Hier is de heer Zimmerman verantwoordelijk voor het ASR property fund, verantwoordelijk voor de vastgoedbeleggingen van ASR bij derden en hij adviseert collega's die Nederlandse fondsen opzetten.

### ***Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?***

Er kan op twee manieren naar worden gekeken, namelijk het geld wat je nog moet investeren en het geld wat je al geïnvesteerd hebt. Het geld wat je nog moet investeren, daar moet heel geduldig mee worden omgegaan. Rustig afwachten totdat alles in een rustig vaarwater is gekomen, en als de prijzen dalen is het financieel ook aantrekkelijk om te wachten. Dit betekent niet dat er met de armen over elkaar moet worden gezeten, maar dat er steeds dieper ingegaan moet worden in de markten waar een belegger vertrouwen in heeft. Dit betekent dat het nodig is te blijven toetsen of de juiste markten en locaties gekozen zijn, maar ook of de juiste partners zijn gekozen. Kijkend naar geld wat al is geïnvesteerd, dan is het belangrijk de cashflow te beschermen en te zorgen dat de bezettingsgraag in orde is. Zorgen dat het betalingsgedrag van huurders op orde is en communicatie met de achterban is daarnaast erg belangrijk. Naast het daadkrachtig handelen is een goede communicatie dus belangrijk omdat iedereen een beetje onzeker is. Als er bijvoorbeeld een huurverlaging moet worden toegepast en het alternatief is leegstand, dan kan het belangrijk zijn om de achterban al in het voortraject mee te nemen. Communicatie is dus extreem belangrijk geworden sinds de crisis.

### ***Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?***

De geschiedenis wil zich nog wel eens herhalen, dus er zit vaak een kern van waarheid in als voorspelling naar de toekomst. Er worden meerdere bronnen gebruikt die nodig zijn voor het vaststellen van een strategie. De cijfers voor Europa geven aan dat het niet heel slecht gaat, maar dat het ook niet de beste markt en economie is om in te zitten. Het is daarom belangrijk om te diversifiëren naar diverse economieën. Buiten de eurozone is het belangrijk om te kijken of het valutarisico goed gehedged kan worden. Het is belangrijk het te focussen op kwaliteit. Dat wil zeggen de beste locaties en de beste huurders te vinden. Daarnaast moet de focus liggen op mobiliteit. Dit betekent dat er een goede bereikbaarheid, maar daarnaast verschillende vormen van gebruik van het vastgoed. Een combinatie van gebruik en bereikbaarheid van vastgoed maakt het tot een goede vastgoedlocatie. Deze 'mobiliteitsknooppunten' zijn daarom op dit moment zeer aantrekkelijke locaties, wat volgens de heer Zimmerman bevestigd is in onderzoek van DTZ. Bij het neerzetten van een strategie moeten historische cijfers dus wel worden meegenomen, maar er moet ook een duidelijke toekomstvisie in zitten.



***De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?***

Over lange termijn geldt de correlatie nog steeds. Wat in de periode voor de crisis over het hoofd is gezien, was dat de correlatie 1 was. Alle assets gingen namelijk omhoog en tijdens de crisis gingen juist alle assets omlaag. Over een termijn van 20 – 30 jaar gaat de correlatie nog steeds op en de diversificatievoordelen van vastgoed ten opzichte van obligaties en aandelen is er nog steeds. Wat interessant is in dit kader, is dat bij de risicobenadering de daadwerkelijke risico's die gelden voor de verschillende assets goed moeten worden bekeken. In de MPT is dit risico voor obligaties zeer laag, wat feitelijk eigenlijk nooit zo is geweest. Als de risicobenadering wordt gehanteerd waarbij de risico's voor obligaties hoger worden ingeschat, wat de afgelopen jaren ook te zien was, zal de assetallocatie er anders uit komen te zien. Voor aandelen was de daadwerkelijke volatiliteit altijd al hoog en als de hogere risico's van obligaties daarin worden meegenomen zal de allocatie meer naar vastgoed verschuiven. Dus de MPT gaat nog steeds op, maar de nieuwe benadering vanuit risicomodellen is interessant. Als de risico's van obligaties dan hoger wordt ingeschat dan men vaak aannam schuift de allocatie meer op richting vastgoed.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?***

Om nu te beleggen in vastgoed zal steeds aantrekkelijker worden omdat de waardes nog dalen. De waardeontwikkeling van vastgoed lijkt nu niet gunstig om aan de toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Maar wanneer dit weer over een periode van 20 – 30 jaar bekeken wordt zal vastgoed daarin nog steeds een rol kunnen blijven spelen. Het zal echter niet meer zo florissant worden als in de afgelopen 15 jaar gebruikelijk was. Kijkend naar de verplichtingenstructuur dan kunnen de dekkingsgraden nauwelijks meer gehaald worden op basis van de beleggingsrendementen. Het grootste gedeelte zal moeten komen van de grondslag waar verplichtingen op gebaseerd zijn. Het systeem zal dus eigenlijk opnieuw geijkt moeten worden om nog aan de dekkingsgraden te kunnen voldoen. Het grootste probleem is niet de rendementen die pensioenfondsen en verzekeraars halen, maar de ontwikkeling van de demografie in Nederland. De groei die de 15 jaar voor de crisis behaald werd zal niet meer behaald kunnen worden met de huidige vergrijzing.

***Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?***

Dhr. Zimmerman: "ik kijk ook puur naar vooruitzichten omdat er een aantal systemen en reeksen zijn die dit goed weergeven. De historie is dus te mengen in een bepaalde verhouding met een blik vooruit. Het is hierin wel belangrijk om echt het vastgoed rendement te pakken en niet het rendement van vastgoed inclusief leverage". Zodra er een leningstructuur aan vast zit moet goed worden uitgekeken met wat er daadwerkelijk aan de hand is. Er is namelijk een tijd geweest dat niet de stenen centraal stonden maar de structuur. Die effecten moeten eruit gehaald worden om een echte vastgoedreeks te krijgen. Er wordt dus gebruik gemaakt van beide, namelijk historische rendementen en toekomstige verwachtingen van het rendement op vastgoed. Beide moet echter wel gecorrigeerd worden voor het effect van leverage.

***Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?***

Bij een constante cashflow gaat het vooral om de kwaliteit van de huurder. Het is ervan afhankelijk of de huurder een gezonde businesscase heeft en of die in een stabiele of afnemende markt zit. Ook het gedrag van de huurder is belangrijk. Dat wil zeggen dat de huurder wel op tijd moet betalen. Als de huurder een goede business heeft, maar wel constant in discussie is over de huur dan is er een fout gedrag. Het voordeel van een constante cashflow geldt dus nog wel, maar als belegger moet er harder voor gewerkt worden. Inflatiebestendig kan het zijn, afhankelijk van hoe de huurmarkt is. Ook daar geldt dat de kwaliteit van de huurders weer belangrijk is omdat bij het indexeren van huurcontracten het wel weer van belang is of de huurder betaalt. Wat betreft de waardeontwikkeling van vastgoed zal die naar verwachting op de lange termijn nog wel inflatiebestendig zijn, maar op de korte termijn zeker niet.

***Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?***

In het algemeen zullen er nog wel afwaarderingen moeten komen. Het echte 'core' vastgoed zal waarschijnlijk haar waarde redelijk behouden of zelfs nog iets stijgen. Het secundaire of tertiaire vastgoed zal nog een keer afgewaardeerd moeten worden. Er zijn veel beleggers die dit proberen uit te stellen, maar waarschijnlijk zal dat niet lukken. Dit komt ook doordat er weinig transacties zijn in de markt. Vanwege de IPD systematiek hebben taxateurs geen referentiekaders en houden ze de waardes eigenlijk te hoog. Voor beleggers is dit best lastig omdat ze aan het bestuur ook moeten uitleggen dat de waarde eigenlijk niet klopt omdat er geen referentietransacties zijn. Wanneer er namelijk een bieding ver onder de waarde komt en er vindt geen transactie plaats heeft een belegger wel een indicatie van de waarde, maar wordt die niet door een taxateur meegenomen.

***Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?***

Allereerst kan een belegger ver afstaan van de lokale markt, maar een belegger kan ook een paar markten kiezen om daar alle tijd en research op te richten. Dhr. Zimmerman: "ik zou adviseren om een beperkt aantal markten te kiezen waarin je belegt zodat je ook de tijd hebt om daar kennis van te nemen. Daarbij is het belangrijk om ook de juiste lokale partners te zoeken in de markten waarin je belegt". Het is dus van belang goede lokale partners te vinden en de aandacht te richten op een paar markten. Dhr. Zimmerman: "Er is in het verleden irrationeel gedrag geweest en dit is er helaas nog steeds. Niet alle beleggers beseffen dat ze beleggen met het geld van anderen en doen dingen die ze met hun eigen geld niet zouden doen". Voor veel mensen is het belegde geld een inkomensverzekering dus daar moet een belegger zorgvuldig mee omgaan. Eigenlijk zou een belegger dus alleen beleggingen mogen voorleggen aan het bestuur die ze zelf ook zouden doen. Het integer gedrag van de belegger is hierin erg belangrijk.

***Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?***

Dhr. Zimmerman: “er zitten een aantal goede kanten aan de regelgeving en een aantal kanten die het uitdagend maken”. Met name de rapportage is lastig omdat het belangrijk is, aan te kunnen tonen als bedrijf ‘in control’ te zijn. Dat wil zeggen dat het niet voldoende is als een partner waarmee gewerkt wordt ‘in control’ is, maar dat het bedrijf dit zelf moet aantonen. Dhr. Zimmerman: “het is goed dat een belegger moet aantonen dat ze de juiste beleggingsbeslissing hebben genomen”. Wanneer het aantal markten waarin een belegger actief is wordt beperkt dan is een belegger ook in staat om dit aan te tonen. Onder Solvency II en Basel III moeten er wel kapitaalbuffers worden aangehouden en het is jammer dat er niet een onderscheid wordt gemaakt in de mate van buffers die moet worden aangehouden. Dhr. Zimmerman: “ik hoop dat er nog een diversificatie komt in de buffers die aangehouden moeten worden wanneer een bedrijf kan aantonen in controle te zijn en de risico’s goed in kaart heeft”. Kijkend naar de financiering is er een beperkte financiering en dit is een gecreëerde situatie. Banken hebben op dit moment geen ‘trigger’ om te ondernemen omdat banken bij de ECB een hogere rente ontvangen dan dat ze moeten betalen. Een bank kiest er daarom voor om de balans op te krikken in plaats van financieringen te verstrekken. De bank heeft op dit moment dus niet meer de rol van smeerolie van de economie, en er wordt op dit moment bij beleggers duidelijk gemerkt dat er een beperkte financiering is door de Basel III regelgeving. De AIFMD zal niet de zekerheid brengen die het uitstraalt. Het is goed dat er een extra controlelaag is waarbij zaken gerapporteerd moeten worden. Het brengt echter extra kosten met zich mee en de zekerheid is er ondanks het AIFMD nooit dat beleggers altijd integer zijn.

***Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?***

In de huidige benadering van Solvency II, waarbij er een aanname is dat obligaties geen risico’s kennen, dat vastgoed dan zelfs ook nog aantrekkelijk is. Dhr. Zimmerman: “ik pleit er wel voor dat er voor vastgoed zonder leverage lagere kapitaalbuffers moeten gelden dan voor vastgoed met leverage”. Ook vastgoed waar een verzekeraar of pensioenfonds enig eigenaar van is zou minder kapitaalbuffer moeten hebben dan vastgoed met meerdere aandeelhouders. Dit gaat over beslissingsbevoegdheid en controle. Vanuit een risicobenadering van Solvency II bekeken kan het risico van obligaties hoger worden ingeschat dan nul, waardoor men uiteindelijk weer bij vastgoed uitkomt. Dhr. Zimmerman: “ik zou Solvency II willen toepassen vanuit de werkelijke risicobenadering”. Vastgoed kan dus nog steeds een belangrijke rol spelen omdat er moet worden afgestapt van de benadering waarbij obligaties risicoloos zijn. Beursgenoteerd vastgoed hebben wel een hogere risicobuffer nodig omdat ze een hogere volatiliteit met zich meebrengen en een andere timing.

***Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?***

Als pensioenfonds of verzekeraar zou er eigenlijk een grote stabiele portefeuille moeten worden aangelegd waarmee het grootste gedeelte van de verplichtingen kan worden voldaan. Met een kleiner deel van de portefeuille zou er meer risico kunnen worden genomen omdat de rest dan redelijk veilig gesteld is. Daarin kan vastgoed dan nog steeds dezelfde rol spelen, namelijk een rendement – risico profiel wat tussen aandelen en obligaties in ligt. Dhr. Zimmerman: “nogmaals; hoe reëler een belegger het risico van obligaties inschat, des te beter is ook zijn inzicht in de portefeuille”. Als een pensioenfonds dus de portefeuille goed inricht en de risico’s van alle assets goed inschat, kan vastgoed nog steeds een rol blijven spelen.

***Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid ‘leverage’ waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?***

Dhr. Zimmerman: “op de beursgenoteerde markt wil men al onder de 30 procent zitten en op de niet – beursgenoteerde markt ontstaan er al steeds meer vehikels zonder leverage, en ik juich dit alleen maar toe”. Het zal waarschijnlijk nog een stuk verder gaan omdat in een internationaal (INREV) onderzoek de grotere beleggers al aangeven het liefst ook het aantal mede - aandeelhouders te willen terugschroeven. Dus ook daarin is te zien dat de drang naar controle toeneemt. Een bedrijf zal de keuzes voor leverage vanuit een eigen visie overbrengen, maar is uiteindelijk gedwongen de leverage omlaag te brengen wanneer ze niet meer aantrekkelijk zijn voor een verzekeraar. Op dit moment wordt er door verzekeraars naar de mate van leverage bij fondsen gekeken, dus zullen fondsen daar de strategie met betrekking tot het financieren op aanpassen.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in ‘core’ vastgoed en secundair vastgoed?***

De verschuiving naar ‘core’ vastgoed is wel te zien, hoewel het reguliere ‘core’ vastgoed al wel relatief duur is geworden. Als er een zeer goede huurder in zit dan is het ondanks de huidige waarderingen te overwegen om het toch te kopen. Als het ‘core’ is waarbij de huurder niet kredietwaardig is, dan zal het niet investeringswaardig zijn. Beleggers die heel gesegmenteerd willen beleggen gaan dan meer naar secundair vastgoed. Dhr. Zimmerman: “mijn advies is om minder naar de sector te kijken, maar meer naar de locatie. Als er een locatie is waar meerdere typen vastgoed is neer te zetten, een mobiliteitslocatie, dan is een ‘core’ locatie erg aantrekkelijk. Het is risicovol om voor secundair vastgoed te kiezen, dus een advies zou zijn om ‘core’ locaties te zoeken die meer functionaliteiten bieden”.

***Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?***

Er is een verschuiving te zien waarbij beleggers steeds meer naar winkelbeleggingen gaan. Daarnaast zijn er beleggers die ook kiezen voor kantoren, maar de locatie moet echt goed zijn en er moeten goede huurders in zitten. Er is ook een kleine verschuiving richting logistiek en woningen blijven erg populair. Maar ook bij woningen moet de focus echt liggen op kwaliteit. Wat tegenwoordig ook een goede belegging kan zijn is het aankopen van landelijke gronden en deze verpachten aan boeren. Samenvattend kan men zeggen dat er een voorkeur is te zien bij beleggers voor winkels, woningen, logistiek en het topsegment voor kantoren.

## ***Bijlage F: Interview Ton van Welie d.d. 22 april 2013***

De heer Van Welie heeft econometrie gestudeerd aan de universiteit van Rotterdam en is in 1995 afgestudeerd en toen ook gelijk bij Ortec gaan werken. In 1993 is de heer Van Welie student-assistent geworden en heeft binnen het bedrijf voor pensioenfondsen verschillende projecten gedaan en is daarna een aantal jaar als asset – liability manager werkzaam geweest voor woningbouwcorporaties. Binnen het bedrijf Ortec is De heer Van Welie daarna andere dingen gaan doen met betrekking tot risico management. Sinds 2008 is hij CEO van Ortec Finance en geeft hij dus leiding aan het bedrijf. Ortec Finance komt voort uit het Ortec en is daar in 2008 van afgesplitst. Binnen Ortec Finance wordt er met behulp van modellen getracht besluitvorming van bedrijven met grote financiële balansen te verbeteren. Hieronder vallen veel grote pensioenfondsen en verzekeraars.

### **Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?**

Het kwam voor de eindbeleggers niet als een complete verrassing. De besturen van grote pensioenfondsen waren zich er wel degelijk van bewust dat de scenario zich kon voordoen. Er zijn een aantal scenario's zoals de macro economische grootheden die een belegger niet zelf in de hand heeft. Binnen Ortec worden al deze variabelen in een model gezet, waarbij verschillende scenario's worden berekend. De afwijkingen binnen een model zijn vaak heel groot dus er zit ook een grote onzekerheid in. De gemiddelde Nederlander is zich daarvan niet bewust, maar voor de besturen van pensioenfondsen is dit heel helder. Kijkend naar de historische feiten wat betreft vastgoed zijn er nog grotere uitschieters. Hoewel het een behoorlijke dip is, zijn er nog wel negatievere scenario's berekend. Het was bij veel eindbeleggers dus wel bekend dat er een risico was, maar de heftigheid van de waardedaling was misschien niet geheel verwacht.

### **Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?**

De eindbelegger werkt zeker met deze cijfers omdat ze voornamelijk in scenario's denken. Het idee dat er rekening mee gehouden moet worden dat het alle kanten op kan gaan is nu wel duidelijk. Dhr. Van Welie: "Bij iedereen is er nu wel het besef dat het alle kanten op kan gaan, dus er wordt bij beleggers steeds meer in scenario's gedacht". Het schiet bijna te ver door omdat er veel beleggers zijn die denken dat de rente nog veel verder omlaag kan. Maar historisch gezien is de kans groter dat de rente weer omhoog gaat. Op zich is dat een positief punt dat steeds meer beleggers zich hier bewust van worden. De besturen van pensioenfondsen en verzekeraars nemen de kerngegevens dus wel degelijk mee in de scenario's die ze maken, maar zullen daar ook hun eigen verwachting aan vast plakken.

### **De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?**

Dhr. Van Welie: "ik denk zeker dat vastgoed en dus diversificatie nog steeds van groot belang is in de portefeuille en dat daar veel winst mee behaald kan worden". "het gaat wel allemaal omlaag, maar ook echt niet allemaal in dezelfde mate en op hetzelfde moment". Ook dit hebben de besturen van pensioenfondsen en verzekeraars allemaal in het vizier. De professionele partijen hebben heel bewust de risico's gelopen, maar hebben wel enigszins nagelaten dit goed met hun achterban te communiceren. De communicatie van pensioenfondsen en verzekeraars kan dus veel beter om het voor de deelnemers ook helder te maken wat de risico's zijn. Communicatie is dus cruciaal, en daarbij de afweging die gemaakt moet worden met betrekking tot risicovol beleggen. De mensen moeten zich ervan

bewust zijn dat de uitkeringen veel lager worden wanneer er geen risico's worden genomen. Vastgoed zal op lange termijn ook belangrijk zijn omdat het ook inflatiebeschermend is.

**Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?**

Het hangt natuurlijk af van het verwacht rendement wat er genomen wordt. Om een bepaald rendement te behalen is op dit moment een belegging in obligaties en liquiditeiten niet voldoende. Uiteindelijk kom een belegger dan dus toch uit bij aandelen en vastgoed. Op korte termijn zal er dan misschien nog wel een extra dip kunnen komen, maar op lange termijn is het wel een belegging wat een stabiele kasstroom geeft en logischerwijs met de inflatie oploopt. Dhr. Van Welie: "Kijkend naar de modellen zou een typische lange termijn belegger wel 25 – 30 procent onroerend goed moeten opnemen. "dit zie je echter nooit in de portefeuilles terugkomen en wordt dus eigenlijk handmatig gecorrigeerd". Reden hiervoor kan zijn dat het minder liquide is, maar ook beperkte transparantie van vastgoed kan hier een rol in spelen. Het laatste argument om het percentage vastgoed naar beneden bij te stellen kan zijn dat veel huishoudens al vastgoed in bezit hebben door een overwaarde op de eigen woning.

**Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?**

Ten eerste wordt er ook gekeken naar lange termijn data, hoewel die wel beperkt is. Als er naar karakteristieken wordt gekeken moet er niet alleen naar rendementen worden gekeken, maar ook naar correlaties, kruiscorrelaties en volatiliteit. Eigenlijk moeten ook frequenties gesplitst worden. Wanneer dit goed gedaan wordt heeft een belegger toch heel veel karakteristieken die over hele lange tijd zichtbaar zijn, niet heel veel veranderen maar wel heel bepalend zijn voor de uiteindelijke keuze. De rendementen zijn dus maar één onderdeel van de hele data, en er moeten dus meer verbanden meegenomen worden die bepalend zijn voor de keuze. Historische data is dus wel heel bruikbaar, maar een klein onderdeel van de aannames die een belegger maakt.

**Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?**

Dhr. Van Welie: "op de lange termijn gaan deze voordelen zeker nog steeds op". Er moet wel een onderscheid gemaakt worden in de lange en korte termijn. Op de korte termijn kan dit natuurlijk behoorlijk tegenvallen. Dan moet er toch bekeken worden om wat voor belegger het gaat en de meeste professionele partijen hebben een lange termijn doel. Als het op korte termijn fout gaat moet een belegger dus rustig blijven zitten. Door regelgeving wordt de druk natuurlijk wel steeds groter omdat er steeds meer gedacht wordt in marktwaarde. Automatisch komt daarbij ook het korte termijn meten, waarbij de druk veel groter wordt om van deze fluctuerende beleggingen af te komen. Op korte termijn kunnen echter niet alle risico's worden afgesloten. Dhr. Van Welie: "nu zie je dus dat op korte termijn veel risico's worden afgedekt, waardoor beleggers op lange termijn hun doel niet meer halen". Het wordt nog steeds onvoldoende uitgelegd door pensioenfondsen en verzekeraars dat verplichtingen niet worden behaald als op korte termijn alle risico's worden afgedekt. Er is dus zoals eerder vermeld een veel betere communicatie vereist. Per persoon kan dit natuurlijk verschillen omdat er ook huishoudens zijn die een huurwoning hebben.

**Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?**

Het is heel lastig te zeggen, maar waarschijnlijk zal er nog wel meer op moeten worden afgewaardeerd. Veel beleggers proberen bijvoorbeeld met incentives de rendementen overeind te houden. De huurprijs blijft dan constant en de vraag is of dat allemaal in de

rendementen terug komt. Het grote dilemma van marktwaarde is of de prijs die tot stand komt tussen twee partijen echt waardevol is. Doordat er op dit moment weinig transacties plaatsvinden is de waarde van het vastgoed niet erg transparant. Door die onzekerheid en ook de beperkte financiering die er momenteel is, zou er op commercieel vastgoed waarschijnlijk nog wat moeten worden afgewaardeerd.

**Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?**

De integriteit wordt wel steeds meer gewaarborgd door de mate van toezicht die er op dit moment is. Het bestuur van institutionele beleggers moet al zoveel verantwoorden om alleen al in direct vastgoed te kunnen beleggen. Ondanks dat de markt niet altijd transparant is, lijkt het toezicht momenteel zo goed dat irrationeel gedrag niet meer gebruikelijk is. Er worden zoveel eisen gesteld door het toezicht dat men zich kan afvragen of dat een reden is om juist over te stappen naar indirect vastgoed. De kennis van vastgoed verschilt wel per fonds en de fondsen die er van oorsprong intensief mee bezig waren hebben wel meer kennis van de markt. Deze partijen hebben lokaal goede contacten en kunnen daar door verstandiger keuzes maken met betrekking tot beleggingsbeslissingen.

**Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?**

Het is regelgeving die heel erg bepalend is er waar strak naar gekeken wordt door pensioenfondsen en verzekeraars. Over het algemeen is het natuurlijk bedoeld om buffers op te bouwen omdat die te laag waren om klappen mee op te vangen. Dhr. Van Welie: “deze regelgeving heeft erg veel consequenties voor alle titels waar veel risico op zit”. “ook voor vastgoed zal dit nadelige consequenties hebben en zal er soms voor gekozen worden dit van de balans af te gooien”. Op de korte termijn is het voor de economie erg kwalijk omdat banken zich steeds meer terugtrekken en terughouden zijn met het verstrekken van leningen. Als echter eenmaal de norm helder is zal waarschijnlijk iedereen zich hierop wel weer aanpassen. Maar vastgoedbeleggers hebben merkbaar last van Basel III doordat er minder geld beschikbaar is voor (her)financieringen. Belegger krijgen wel steeds meer de ‘mindset’ om niet meer teveel geleveraged te zijn in de investeringen die ze doen. Dhr. Van Welie: “er wordt ook wel gezegd dat de stappen die gemaakt worden en de snelheid van hervormen in Europa erg revolutionair zijn”.

**Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?**

Vastgoed is op hoofdlijnen meer te vergelijken met zakelijke waarden. In tegenstelling tot vastrentende waarden zal het dus meer als risicovolle belegging worden gezien. Op korte termijn zal het dus niet positief uitpakken voor vastgoed als beleggingscategorie. Dhr. Van Welie: “aan de andere kant wordt er al relatief weinig in vastgoed belegd, dus ik verwacht dat er niet hele grote verschuivingen zullen komen”. “vooral grote pensioenfondsen en verzekeraars zullen niet zomaar hun posities in vastgoed afbouwen”. De risico's zijn er bij alle assets wel, de vraag is alleen hoe die gemeten wordt. De mate van risico is wel te arbitreren en qua kenmerken wordt er wel eens gezegd dat direct vastgoed aantrekkelijker is dan indirect vastgoed. De discussie die dus gevoerd zal moeten worden, is of vastgoed wel zo risicovol is als in de huidige regelgeving wordt geschetst. Als blijkt en aangetoond wordt dat dit ten opzichte van vastrentende waarden wel meevalt kan vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging zijn.

**Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?**

Dat is een hele discussie die nu speelt in de pensioenakkoorden. Met de premies die nu betaald worden zal het lastig zijn om de verplichtingen in de toekomst te kunnen indexeren. Het is een lastig evenwicht wat gevonden moet worden met de huidige regelgeving. Volgens de modellen hoort vastgoed gewoon in de portefeuille thuis en als er op korte termijn niet voldoende buffers zijn moet dat geaccepteerd worden. Dhr. Van Welie: “de beleggingsmix zal door de regelgeving niet heel erg veranderen. Pensioenfondsen beleggen toch voor de hele lange termijn en dan blijft vastgoed gewoon erg interessant”. “de meeste fondsen accepteren dat er op korte termijn een behoorlijke mismatch kan zijn”. Vastgoed is een te grote categorie om te laten liggen en daarbij zorgt vastgoed voor een goede kasstroom op de lange termijn. Het grootste risico op dit moment is de communicatie naar de deelnemers en dat het hele stelsel ter discussie komt te staan. In de communicatie moet duidelijk naar voren komen dat de verplichtingen niet meer geïndexeerd kunnen worden zodra er voor gekozen wordt al het risico te reduceren en vastgoed te vervangen voor vastrentende waarden. Het reguleren en verantwoorden van de risico's wordt daarin ook steeds belangrijker. Als dit zorgvuldig gebeurt kan vastgoed een belangrijke rol blijven spelen.

**Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid ‘leverage’ waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?**

De eindbelegger, dus de pensioenfondsen of verzekeraars, willen zo min mogelijk ‘leverage’ zien. De Solvency regelgeving gaat dus zeker van invloed zijn op de vastgoedbeleggers omdat ze gedwongen worden de mate van ‘leverage’ terug te brengen. De professionele beleggers weten al lang dat hier naar toe gegaan moet worden, maar het zal nog wel geïmplementeerd moeten worden. Het is een langdurig proces waarbij de mate van ‘leverage’ zal worden teruggebracht. Het geld is helaas niet zomaar op te hoesten dus het zal heel geleidelijk moeten gaan. Om aantrekkelijk te blijven als vastgoedfonds voor de eindbeleggers zullen ze bij (her)financiering dus wel degelijk rekening houden met de mate van ‘leverage’ van vastgoedobjecten.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in ‘core’ vastgoed en secundair vastgoed?**

Het echte probleem in de vastgoedmarkt is de aansluiting tussen vraag en aanbod. Er komt steeds meer vastgoed waar weinig vraag naar is. Dit zit niet eens altijd in het prijsniveau, maar meer in de locatie en de staat van het vastgoed. Het verschil tussen het echte core vastgoed en het secundair vastgoed wordt steeds groter. In de crisis is er wel een vlucht geweest naar core vastgoed en dat zal ook nog wel even aanhouden zolang de regelgeving niet helemaal duidelijk is. Zodra men de risico's van objecten goed kan verantwoorden is het ook weer mogelijk om in te schatten wat de impact van een belegging in secundair vastgoed is op de buffers. Er zijn echter al wel wat partijen die kijken naar secundair vastgoed waar eventueel waarde aan toegevoegd kan worden.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?**

Voorals in de kantorenmarkt is de mismatch het grootst tussen wat partijen zoeken en wat er beschikbaar is. Bij retailvastgoed ontstaan er toch ook zorgwekkende verhalen, maar is tijdens de crisis wel gezien dat de A-locaties echt een veilige haven waren. Het blijft echter zo dat het vastgoed dat goed in de markt ligt het ook goed zal blijven doen. Daarnaast blijven woningen en infrastructuur sinds de crisis voor beleggers een redelijk goed alternatief omdat ze ook een goede bescherming geven tegen inflatie op de lange termijn.



## ***Bijlage G: Interview Coen Mica d.d. 25 april 2013***

De heer Mica heeft een opleiding civiele techniek gedaan en daarna bedrijfseconomie met als master Real Estate Finance. Hij is sinds 8 jaar werkzaam bij Zanders en is daar verantwoordelijk voor alles wat met vastgoed en financiering te maken heeft. Zanders is een consultancy bureau waar circa 150 mensen werkzaam zijn. Ze houden zich onder meer bezig met het beheer van interne kasstromen en risicomangement bij grote banken. Hiervoor worden onder andere modellen gemaakt ten behoeve van het prijzen van leningen. De heer Mica is voornamelijk bezig met Real Estate, waarbij herstructurering en herfinanciering moet plaatsvinden. Daarbij houdt hij zich ook bezig met het aantrekken van buitenlands geld, om daarmee de Europese markt te financieren.

### **Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?**

Voorheen was het zo dat elke belegger zo iets kon kopen, waarbij gold dat het toch wel meer waard zou worden. Heel veel partijen zullen geen rekening hebben gehouden met een waardedaling van vastgoed. Toch zijn er ook veel partijen die hier wel rekening mee hielden, maar dat de daling niet zo heftig zou zijn. Het blad 'The Economist' was bijvoorbeeld jaren geleden al erg negatief en heeft het in die zin enigszins voorspeld. Er waren dus partijen die deze grote waardedaling niet hebben zien aankomen. De beleggers die hier wel rekening mee hielden hadden niet ingecalculerd dat de daling zo fors zou zijn.

### **Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?**

Professionele beleggers zullen deze gegevens zeker meenemen in beleggingsbeslissingen. Hoewel het gaat om historische cijfers, zegt het toch wel degelijk iets over de stand van de economie. Wat vooral uit deze kerngegevens is af te leiden, is een bepaalde trend die kwartaal op kwartaal duidelijk in de cijfers naar voren komt. Op die manier wordt er een verwachting voor de toekomst door beleggers gerapporteerd. Professionele instanties hebben echter ook een eigen onderzoeksteam die ten aanzien van vastgoed veel onderzoek doen. Veel partijen voegen deze data samen in een model, waaruit ze dan beleggingsbeslissingen baseren.

### **De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?**

Uiteindelijk waren alle modellen gebaseerd op correlaties. Dat het zo hard fout kon gaan stond niet in de modellen omdat deze waren gebaseerd op circa 30 jaar. Dhr. Mica: "over 30 jaar bekeken zal de correlatie van vastgoed ten opzichte van andere assets nog steeds opgaan. Ook hebben we in de crisis gezien dat er een vertraging in de neergang van vastgoed zat. Vastgoed kan dus nog steeds een belangrijke rol spelen in de portefeuille". Er zijn ook wel krachten die zeggen dat er meer in vastgoed moet worden belegd. De banken en sommige andere assets zijn niet meer zo betrouwbaar als voor de crisis, dus dan zijn beleggingen in vastgoed een goed alternatief. In die gevallen heeft een belegger in ieder geval nog een bezit, zodra . Dhr. Mica: "je kan het zien als een herijking die heeft plaatsgevonden sinds de crisis. Over een looptijd van 30 jaar zullen de correlaties nog wel gelden. Maar in een crisis met deze omvang worden de correlaties van de assets ten opzichte van elkaar min of meer herijkt".

**Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?**

Indexatie is wel iets waar pensioenfondsen steeds naar op zoek zijn. Ze zullen dus blijven zoeken naar vastgoed of infrastructuur dat een goede inflatiebescherming biedt. Het verschil tussen goed en slecht vastgoed wordt steeds groter, waardoor het een uitdaging wordt het kwalitatief goede vastgoed voor de lange termijn te zoeken. Dhr. Mica: “om aan indexatieverplichtingen te kunnen voldoen speelt vastgoed nog steeds een belangrijke rol. Op dit moment lijkt het minder aantrekkelijk, maar over een termijn van 30 jaar bekeken is de waardeontwikkeling van vastgoed nog steeds aantrekkelijk gebleken”.

**Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?**

De historie gaat voor sommige assets wel 30 jaar terug en op die manier is er wel een bepaald rendement te verwachten. De uitschieters die we nu in de crisis zien moeten eigenlijk over een hele lange termijn bekeken worden. Veel beleggers zullen dus gebruik maken van de historische rendementen, maar plakken daar ook hun eigen rendementsverwachtingen in. Deze worden dan gebaseerd op eigen onderzoek en verwachting van economische groei. De combinatie van historisch rendement en eigen onderzoek zullen de basis vormen voor de rendementsverwachting op vastgoed.

**Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?**

Vooraf infrastructuur en woningen zijn wat dat betreft aantrekkelijk voor pensioenfondsen. Kantoren doen het al lange tijd minder en winkelvastgoed doet het ook langzaam minder. Het hangt dus wel enigszins van de vastgoedcategorie af of deze voordelen nog steeds opgaan. Voor indexatie en een constante cashflow zijn woningen dus vooral interessant voor pensioenfondsen en eventueel het topsegment van winkelvastgoed. Voor kantoren en kwalitatief minder winkelvastgoed is dit wat onzekerder vanwege de huurcontracten die maar een bepaalde looptijd hebben.

**Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?**

Er zijn heel veel partijen die op hun handen zitten. Er zijn heel veel partijen die nog met ongerealiseerde verliezen zitten. Ze hopen nu dat het verlies vanzelf verdwijnt door maar lang genoeg te blijven wachten en niks te doen. Ook doordat er maar weinig transacties plaatsvinden op dit moment is de waarde van het vastgoed moeilijk vast te stellen. Het ligt dus voor de hand dat er de komende tijd nog wel zal moeten worden afgeschreven op commercieel vastgoed. Hoeveel dit zal zijn is moeilijk vast te stellen omdat het ook afhankelijk is van economische ontwikkelingen.

**Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?**

Hier is het van belang of een belegger integer is en de beleggerkeuzes maakt op grond van overwegingen die hij in zijn privésituatie ook zou maken. Omdat de belegger niet voor eigen risico belegt is de kans aanwezig dat er irrationele keuzes worden gemaakt. Veel grote institutionele beleggers proberen ervoor te zorgen dat ze een goed lokaal netwerk hebben. Op die manier is de afstand tot de lokale markt al beperkt. Om goede keuzes te kunnen maken met betrekking tot het beleggen in vastgoed zal de belegger ervoor moeten zorgen ook op lokaal niveau bekend te zijn, of op niet teveel verschillende markten te beleggen.

**Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?**

Voor banken is de impact van Basel III natuurlijk behoorlijk groot. Dhr. Mica: “je ziet dat het voor banken niet meer aantrekkelijk is om geld voor lange tijd uit te lenen omdat dit te duur wordt”. Vastgoed moet natuurlijk vaak voor minimaal 10 jaar gefinancierd worden dus dat geeft in de vastgoedwereld veel problemen. Het is nu ook al goed zichtbaar dat vastgoedbeleggers het lastig hebben om de financiering rond te krijgen. Wat er waarschijnlijk gaat gebeuren is dat het Amerikaanse model naar Europa komt, waarbij banken een soort frontoffice worden. De leningen die ze hebben verstrekt worden weer doorverkocht aan verzekeraars. De AIFMD is de regelgeving die van toepassing is op fondsen. Dit kost veel tijd en werk om aan al deze eisen te voldoen. De waarde van vastgoed dat leeg staat is moeilijk te bepalen en door de regelgeving zijn banken helemaal niet meer bereid om dit te herfinancieren. Als vastgoedbelegger merkt men dus wel degelijk dat de financieringsmogelijkheden als gevolg van Basel III wel beperkt zijn geworden.

**Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?**

Het zijn regels dus dan zou er gekeken moeten worden of er een ander soort structuur van gemaakt kan worden. Het gaat nog steeds om vastgoed en de essentie is dus een stabiele kasstroom. Als de ‘pricing’ van vastgoed gewoon goed is, dan moet vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging kunnen zijn. Dhr. Mica: “als een belegger de risico’s van vastgoed goed in kaart weet te brengen en goed kan verantwoorden dan is vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging”. Het gaat in de regelgeving om de mate van risico die een lening of belegging met zich mee brengt. Wanneer een belegger dit goed weet te ‘managen’, dan hoeft de kapitaalbuffer voor vastgoedbeleggingen wellicht niet eens zo groot te zijn.

**Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?**

Door die regels zal een belegger inderdaad minder risico kunnen nemen, maar aan de andere kant heeft een pensioenfonds of verzekeraar vaak een horizon van 30 jaar. Volgens de theorie kan bij een horizon van 30 jaar best wat meer risico worden genomen. Het zal lastig zijn om een goed evenwicht te vinden, waarbij aan de ene kant de verplichtingen kunnen worden nagekomen en aan de andere kant het risico in de hand wordt gehouden. Vastgoed kan hier nog steeds een goede rol in spelen doordat het kwalitatief goede vastgoed een constante kasstroom heeft. De risico’s van het vastgoed zullen wel goed moeten worden gemanaged zodat het niet direct de buffers van een belegger beïnvloedt.

**Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid ‘leverage’ waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?**

Over het algemeen is te zien dat in Europa ‘leverage’ niet meer populair is. Dhr. Mica: “er is een trend zichtbaar dat er meer naar een leverage van 30% wordt gegaan”. “vooral pensioenfondsen en verzekeraars zijn conservatief en willen de hoeveelheid ‘leverage’ omlaag brengen”. Het blijft wel van belang om helemaal door te kijken naar de daadwerkelijke asset van een belegger. Het gaat er om met hoeveel ‘leverage’ en dus risico dat gefinancierd. Dat is namelijk wat uiteindelijk de impact op de buffer van een institutionele belegger bepaalt. Er is dus in de markt wel te zien dat partijen de hoeveelheid ‘leverage’ omlaag brengen om zo ook aantrekkelijk te blijven als fonds.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in 'core' vastgoed en secundair vastgoed?**

De yield cap tussen secundair en core assets worden steeds groter. Er is dus wel degelijk een verschuiving te zien naar 'core' vastgoed omdat er op dit moment geen interesse is in de zogenaamde blokkendoos aan de snelweg. Hoewel er al wel beleggers op zoek zijn naar secundair vastgoed vanwege het 'te dure' core vastgoed is dit nog niet een trend. Pas als de rentemarkt omhoog gaat zullen die keuzes wellicht weer meer worden gemaakt. Op dit moment kiezen beleggers nog echt voor het 'core' retail vastgoed, infrastructuur en woningen.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?**

In de Nederlandse markt is kantoren al 5 tot 10 jaar zeer matig en daar is men erg voorzichtig. In retail is ook een overaanbod, maar dat dringt sinds kort eigenlijk pas een beetje door. Dhr. Mica: "veel winkelvastgoed gaat naar mijn mening nog een vlucht naar beneden maken, hoewel de echte A locaties natuurlijk wel zeer aantrekkelijk zullen blijven". "maar in gemeenten waar een krimp zichtbaar is zal het winkelvastgoed nog wel afwaarderingen gaan zien". Op de woningmarkt is ook wel neerwaartse druk zichtbaar vanwege de regelgeving, onder andere met betrekking tot de hypotheekrenteaf trek. Maar toch blijft dit voor pensioenfondsen en verzekeraars een stabiele markt. Er is dus met name een verschuiving geweest naar woningen, infrastructuur en het hoge segment winkelvastgoed.

## ***Bijlage H: Interview Ingmar Bergmann d.d. 25 april 2013***

Ingmar Bergmann is hoofd corporate finance bij Nieuwe Steen Investments. Hier is hij verantwoordelijk voor de kasstromen en financiering van vastgoedobjecten. De heer Bergmann is zijn loopbaan niet begonnen in de vastgoedwereld. Voordat hij in dienst kwam bij Nieuwe Steen Investments heeft de heer Bergmann tal van treasury functies gehad bij andere bedrijven. Vorige dienstverbanden waren onder andere Treasury Manager & Funding bij CBRE Global Investors, Director Corporate Treasury bij Draka Holding en functies bij Eneco Energie, Exact Software, Mexx en Eastman Chemical. Sinds hij werkzaam is bij Nieuwe Steen Investments is hij zich bezig gaan houden met vastgoedfinancieringen.

### **Sinds de kredietcrisis hebben we een waardedaling van vastgoed gezien. Op welke manier hield u als belegger rekening met prijsdalingen van vastgoed naar aanleiding van de kredietcrisis?**

Voor veel beleggers is de kracht van de daling onverwacht gekomen. In aanloop naar de crisis is veel onroerend goed en vastgoedaandelen in waarde gestaag gestegen. Afhankelijk van het type belegger hebben ze of hun verlies genomen, of zijn ze blijven zitten. Veel professionele partijen hebben al verliezen genomen. Dat er een keer een correctie zou komen op vastgoedwaardes hebben professionele beleggers wel ingecalculeerd, maar dat de daling zo fors zou zijn hebben ze niet zien aankomen. Naar aanleiding van de daling is het beheer van vastgoed en de communicatie naar beleggers nog belangrijker geworden. Daarnaast moet met het geld wat kan worden belegd nog zorgvuldiger worden bekeken waar dit in geïnvesteerd moet worden.

### **Het Planbureau voor de leefomgeving en het CBS laten kerngegevens zien die een negatief beeld van de economie laten zien. Hoe laat u de economische kerngegevens meewegen in beleggingsbeslissingen ten aanzien van direct vastgoed?**

Er wordt voornamelijk belegd in kantoren en winkels. De kantorenmarkt is behoorlijk geraakt door de herwaarderingen. Er worden constant scenario's gemaakt en wat we zien is dat ook winkels te maken krijgen met afwaarderingen. De economische ontwikkelingen met betrekking tot bezuinigingen en daardoor minder bestedingen leiden er toe dat ook in de retailmarkt afwaarderingen zullen komen. Bij NSI worden de planbureaucijfers wel vertaald naar wat ze betekenen. Maar om de cijfers gelijk door te vertalen naar de portefeuille blijft lastig omdat het om heel veel vierkante meters gaat. Dhr. Bergmann: "Met betrekking tot beleggingsbeslissingen kijken wij naar de kerngegevens en plakken daarop onze eigen verwachtingen van de vastgoedmarkt. Deze twee pijlers vormen samen eigenlijk de basis waarop wij beleggingsbeslissingen nemen". Vroegtijdig proberen we ook met de huurders te communiceren waarvan er wordt veronderstelt dat ze het moeilijk hebben.

### **De Moderne Portefeuille Theorie heeft het over de correlatie van vastgoed tov aandelen en obligaties. Is het belang van vastgoed in de portefeuille nog steeds hetzelfde nu we in de crisis hebben gezien dat alle assets een negatief rendement gaven?**

Als alle assets naar beneden gaan blijft nog steeds de vraag hoe ze onderling gecorreleerd zijn. Dhr. Bergmann: "Ik weet niet of je een crisis kan gebruiken of een theorie wel of niet werkt". "Ik denk dat je moet blijven kijken naar de lange termijn en dit gaat vooral op voor pensioenfondsen en verzekeraars". De crisis gooit nu alles overhoop, maar er zou eigenlijk een aantal jaar na de crisis moeten worden bekeken of de theorie nog op gaat. Op de lange termijn zullen de correlaties nog steeds opgaan mede ook omdat vastgoed een vertragende werking heeft gehad. Alleen al doordat vastgoed een vertragende werking in de portefeuille heeft is het nog steeds een belangrijke asset om op te nemen in de portefeuille. Dhr. Bergmann: "op de lange termijn zal vastgoed nog steeds een belangrijke rol blijven spelen in de portefeuille in de zin van spreiding over verschillende assets".

**Om als pensioenfonds of verzekeraar aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen wordt er een vereiste dekkingsgraad gesteld. Is de waardeontwikkeling van beleggingen (direct vastgoed) nog wel voldoende om hieraan te voldoen?**

Op dit moment lijkt de waardeontwikkeling onvoldoende om aan de indexatieverplichtingen te voldoen. Dhr. Bergmann: “voor een pensioenfonds of verzekeraar is de horizon echter minimaal 30 jaar en op deze basis zal vastgoed nog steeds een waardevolle belegging zijn”. De waarde van vastgoed is in de jaren 90 ontzettend hard gestegen, dus wanneer ook dit wordt meegenomen in de cijfers is het nog steeds een waardevolle belegging gebleken. Er zal waarschijnlijk wel beter gezocht moeten worden naar kwalitatief goed vastgoed, dat ook aan de waardeontwikkeling kan voldoen. Er zal een groter verschil ontstaan tussen vastgoed dat niet inflatiebestendig is, en vastgoed dat juist wel aan voldoende waardeontwikkeling zal doormaken. Goed onderzoek en een goed beheer van het vastgoed in de portefeuille zal dus na de crisis wel belangrijker worden.

**Kritiek op de MPT is de beperkte data over historische rendementen op direct vastgoed. Op welke manier hanteert u als belegger de rendementsverwachtingen van direct vastgoed?**

De rendementen uit het verleden worden niet heel bewust meegenomen. Er wordt voornamelijk gekeken naar een rendement wat behaald kan worden op een vastgoedpand en daarbij de yield die geldt in de markt. Er wordt zeker wel teruggekeken naar het verleden, maar het is niet zo dat alleen deze data wordt gebruikt. Omdat de rendementen uit het verleden niet altijd opgaan wordt er dus gebruik gemaakt van een combinatie van factoren. Er wordt gekeken naar de historische rendementen in combinatie met een verwachting die er is op toekomstige rendementen op een object. Deze rendementen komen naar voor uit eigen onderzoek in combinatie met economische verwachtingen.

**Gelden voor u als belegger sinds de kredietcrisis nog steeds de bekende voordelen van het beleggen in direct vastgoed (inflatiebestendig, constante cashflow)?**

Op lange termijn wordt het ook wat uitdagender om de inflatie te kunnen volgen. Toch zal op lange termijn vastgoed nog steeds de waardeontwikkeling van vastgoed voldoende zijn om de inflatie te volgen. Veel is natuurlijk wel afhankelijk van overheidsbeleid, ook met betrekking tot regelgeving rond huurprijzen. De constante cashflow is er nog steeds, maar naarmate de leegstand toeneemt wordt het volume natuurlijk wel afnemen. Maar ook op lange termijn blijft de kasstroom de basis van de onderneming. Dus op dit moment is het voor een belegger uitdagend om de kasstroom te handhaven, maar op de lange termijn zal de kasstroom weer aantrekken als het economisch beter gaat. Er moet in de huidige tijd dus door de belegger iets harder gewerkt worden om de kasstroom op peil te houden. Een goede en relatie en communicatie met de huurder is hierin belangrijk.

**Men ziet nog steeds niet hele grote afwaarderingen wat betreft commercieel vastgoed. Moet er niet meer afgewaardeerd worden op commercieel vastgoed, gezien de beperkte financiering en vele leegstand?**

Er worden allerlei scenario's gemaakt, waarbij slechte en goede scenario's worden doorgerekend. Ook worden op basis van financieringsovereenkomsten de vastgoedobjecten minimaal één keer per jaar getaxeerd. Dan is het belangrijk welke waarde zelf aan de panden is toegekend en welke waarde externe bureaus hebben toegekend. Omdat er bijna geen transacties plaatsvinden is het lastig welk percentage er aan toegekend wordt. Uiteindelijk is het een discussie welke waarde er daadwerkelijk aan toegekend worden. Als vastgoedbedrijf is het belangrijk om vroegtijdig in te grijpen bij een pand. Ervoor zorgen dat er een goede huurder in zit, vroegtijdig onderhoud aanpakken en dus zorgen dat een pand kwalitatief goed in orde is. Doordat veel beleggers blijven afwachten en er dus weinig transacties zijn, is het zeer waarschijnlijk dat er nog afwaarderingen gaan plaatsvinden op commercieel vastgoed.

**Hoe gaat u als belegger om met de afstand tot de lokale markt, wat een beperkende factor kan zijn bij het beleggen in direct vastgoed? Is er geen sprake van irrationeel gedrag door de afstand tot de lokale markt en omdat men niet voor eigen risico belegt?**

Het is belangrijk als belegger om niet in teveel markten actief te zijn. Wanneer er teveel gespreid wordt over verschillende regio's of landen is het onmogelijk om overal voldoende kennis en kunde te kunnen waarborgen. Daarbij is het belangrijk om iedere investering te verantwoorden aan bijvoorbeeld een raad van commissarissen. Alleen op deze manier zal de integriteit gewaarborgd kunnen worden en zullen irrationele beleggingen voorkomen worden. Het belangrijkste is echter om een goed netwerk op te bouwen in de regio's waar een belegger actief is. Zoals gezegd kan dat alleen wanneer een belegger zich beperkt tot een klein aantal regio's, afhankelijk van de omvang van het bedrijf.

**Hoe gaat u als belegger om met het strengere financieel toezicht, vormgegeven in het Basel III, Solvency II akkoord en in het AIFMD? In hoeverre merkt u als belegger dat banken door het Basel III akkoord strenger zijn bij het (her)financieren van vastgoed?**

De AIFMD daar hebben beleggingsinstellingen mee te maken. Dhr. Bergmann: "het is nog niet precies duidelijk in welke mate deze regelgeving op beurgsgenoteerde bedrijven invloed hebben". "op zich is er niks mis mee, maar je moet alles dubbel doen en alle data met betrekking tot kasstromen komen op straat te liggen". De hele regelgeving omtrent de AIFMD is dus nog niet helemaal helder. De kosten voor deze corporate governance zal uiteindelijk bij de belegger of de huurder terecht komen. Basel III heeft indirect behoorlijk invloed op potentiële leners van banken en dus ook op bedrijven als Nieuwe Steen Investments. Banken moet meer eigen vermogen aanhouden voor het geld wat ze uitlenen en de mate van risico wordt veel meer meegenomen. Dit heeft op korte termijn het effect dat er minder geld wordt uitgeleend en dat ze kritischer gaan kijken aan wie het geld geleend wordt. In relatie tot vastgoedbeleggers zijn ze veel kritischer en kijken ze veel meer naar de kosten om hun eigen vermogen op peil te houden. Dhr. Bergmann: "als vastgoedbelegger merk je dat door regelgeving als Basel III het lastiger is om een financiering rond te krijgen".

**Is vastgoed voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een aantrekkelijke belegging nu er voor iedere risicovolle belegging een grote hoeveelheid kapitaal aangehouden moet worden?**

Het is er niet makkelijker op geworden omdat er een buffer moet worden aangehouden voor elke risicovolle belegging. In het verleden werden er veel hypotheek gebundeld en doorverkocht aan verzekeraars en pensioenfondsen. Dhr. Bergmann: "in die vorm van beleggen is het voor verzekeraars moeilijk aan te tonen welk risico er aan een belegging hangt". Het wordt dus uitdagender om goede vastgoedbeleggingen te doen als verzekeraar of pensioenfonds omdat het risico moeilijk in kaart is te brengen. Dhr. Bergmann: "Wanneer een belegger dit goed aantonen en ook onder controle kan houden zal vastgoed nog steeds een aantrekkelijke belegging zijn".

**Om als pensioenfonds of verzekeraar de toekomstige verplichtingen te kunnen indexeren zal er risicovoller moeten worden belegd. Welke rol kan direct vastgoed hier nog in spelen?**

Sinds 2008 is er eigenlijk een crisis gaande, maar een pensioenfonds kijkt naar een termijn van ruim 30 tot 40 jaar. Op de lange termijn kan de waardeontwikkeling van vastgoed nog ruim voldoende zijn omdat ze ook de grote stijging van vastgoed hebben meegemaakt. Vastgoed kan dus op lange termijn nog steeds een belangrijke rol spelen, ook door de constante kasstroom die er aan vast hangt. Doordat er indirecte eisen hangen aan de belegging die pensioenfondsen kunnen doen met betrekking tot het risico zal er wel beter onderzoek naar vastgoedbeleggingen vereist zijn. Dhr. Bergmann: “het zal uitdagend zijn om een evenwicht te vinden tussen een belegging die niet een te grote impact heeft op de buffers en tegelijkertijd wel genoeg rendement meebrengt”. Maar door de kenmerken van vastgoed kan het juist een belangrijke asset in de portefeuille zijn om aan de indexatieverplichtingen te kunnen voldoen”.

**Verzekeraars kijken door Solvency II naar de hoeveelheid ‘leverage’ waar een vastgoedfonds gebruik van maakt. In hoeverre houdt u daar rekening mee bij de (her)financiering van vastgoed?**

Dhr. Bergmann: “waar wij vooral mee bezig zijn is de loan to value, dus de mate van financiering ten opzichte van de onderliggende waarde”. Het doel is om onder de 55% ‘leverage’ komen zodat er zoveel mogelijk dividend uitgekeerd kan worden aan de aandeelhouders. Dit wordt gedaan door het verkopen van assets of het actiever waarde toevoegen aan vastgoedobjecten. Om aantrekkelijk te blijven voor de grote institutionele beleggers maar ook voor de stabiliteit van het bedrijf is het belangrijk om de hoeveelheid ‘leverage’ omlaag te brengen. Het hangt ook wel af van het type pand waarin belegd wordt en of er de mogelijkheid is om waarde toe te voegen.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in ‘core’ vastgoed en secundair vastgoed?**

In het begin van de crisis was er wel een vlucht zichtbaar van secundair naar core vastgoed. Wat op dit moment is te zien, is dat beleggers steeds meer waarde proberen toe te voegen aan hun pand om het weer verhuurbaar te krijgen. Ook de huurders op core locaties kunnen dit eisen omdat het ook daar lastig is om goede huurders in het pand te krijgen. Dhr. Bergmann: “het echte core vastgoed is wel erg gewild, maar het vastgoed wat daar onder zit en net niet helemaal core is blijft eigenlijk te duur”. “daar is wel een trend zichtbaar dat er juist weer iets meer naar secundair vastgoed wordt gekeken omdat daar niet de hele hoge prijzen betaald worden”. Samengevat is het echte core vastgoed dus wel populair, maar wordt er ook alweer enigszins gekeken naar goede secundaire locaties.

**Worden er sinds de kredietcrisis andere keuzes gemaakt ten aanzien van het beleggen in de verschillende categorieën direct vastgoed?**

De kantoren zijn natuurlijk behoorlijk geraakt, maar ook retail begint nu de effecten van de crisis te merken. Wat bij retail extra meespeelt is dat ook de grote ketens nu beginnen om te vallen. In het begin van de crisis was er wel een vlucht zichtbaar naar retailvastgoed, maar sinds kort wordt het ook daar spannend. De echte core locaties blijven wel gewild, maar de minder goede locaties krijgen ook met afwaarderingen te maken. Als belegger wordt er gezocht naar echt goede locaties voor winkelvastgoed, maar ook of er waarde aan een pand kan worden toegevoegd. Ook richting woningen en infrastructuur is een verschuiving zichtbaar als veilige haven.



## ***Bijlage I: Codering interviews***

### **Codes open codering**

Diversificatie  
Beschikbaarheid liquiditeiten  
Risicomangement  
Historische component  
Consensus ontdekken  
Toekomstvisie  
Trend  
Vertragende prijsaanpassing  
Toezichthouders  
Stimuleringen  
Asset allocatie  
Vastgoedtaxaties  
Marktomstandigheden  
Transparantie taxaties  
Inefficiënte markt  
Constante kasstroom  
Toenemende inflatie  
Economische stimuleringen  
Inflatiebestendig  
Correlatie  
Beleggingshorizon  
Regelgeving  
Toekomstige verplichtingen  
Perceptie  
Tolerantie  
Kapitaalbuffer  
'Core' vastgoed  
Secundair vastgoed  
Vlucht  
Volatiliteit  
Transactiegegevens  
Indexatieverplichtingen  
Afwaarderingen  
Strategische allocatie  
Leverage  
Afbouwen risico  
Streng  
Operationeel resultaat  
Financieringsvorm  
Retailvastgoed  
Kantoren  
Verschuiving  
Demografische gegevens  
Vergrijzing  
Verstedelijking

Stabiel beleid  
Terughoudend  
Discussabel  
Modeleren  
Aantonen  
Waarde toevoegen  
Communicatie  
Herijking  
Integriteit  
Waardeontwikkeling  
Percentages  
Basel  
Solvency  
Kenmerken vastgoed  
Risico

## **Codes axiaal coderen**

### **Waardeontwikkeling**

Afwaarderingen  
Inefficiënte markt  
Transparantie taxaties  
Toekomstvisie  
Transactiegegevens

### **Asset allocatie**

Beleggingshorizon  
Herijking  
Correlatie  
Diversificatie

### **Regelgeving**

Basel  
Solvency  
Perceptie  
Aantonen  
Tolerantie

### **Kapitaalbuffer**

Leverage  
Volatiliteit  
Percentages  
Risico

### **Kenmerken vastgoed**

Core  
Secundair  
Retailvastgoed  
Kantoren  
Inflatiebestendig  
Constance kasstroom

<b>Kernalbel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Waardeontwikkeling	Afwaarderingen Inefficiënte markt Transparantie taxaties Toekomstvisie Transactiegegevens Demografische gegevens	Vergrijzing Verstedelijking Communicatie

---

<b>Kernlabel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Asset allocatie	Beleggingshorizon Herijking Correlatie Diversificatie	Communicatie

---

<b>Kernlabel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Regelgeving	Basel Solvency Perceptie Aantonen Tolerantie	Streng

---

<b>Kernlabel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Kapitaalbuffer	Leverage Volatiliteit Percentages Risico Toekomstige verplichtingen	Afbouwen risico

---

<b>Kernlabel</b>	<b>Dimensie</b>	<b>Lading</b>
Kenmerken vastgoed	Core Secundair Retailvastgoed Kantoren Inflatiebestendig Constance kasstroom	Verschuiving Vlucht Stabiel

---