

Inbeeld

BOUWINVEST MAGAZINE

jaargang 4 | februari 2014

| 10

04 Diversificatie

Vastgoedbeleggers nemen voorzichtig risico's en kijken verder dan de gebaande paden

09 Op ontdekkingsreis

Beleggen in vastgoed kwestie van goed voorbereiden en einddoel in zicht houden

20 Nieuwe kansen

Hotel- en zorgvastgoed bieden groeimogelijkheden voor de toekomst

24 Beursgenoteerd

Niet alleen direct beleggen in stenen, maar ook in aandelen van stenen



‘Heldere focus op einddoel leidt tot beter resultaat’

Diversificatie



Terugblikkend op 2013 zien we een beginnend herstel van de markt. Dat was ook te merken aan de belangstelling van beleggers voor vastgoed. Eind vorig jaar heeft de eerste nieuwe investeerder in het Woningfonds, het Rabobank Pensioenfonds, getekend.

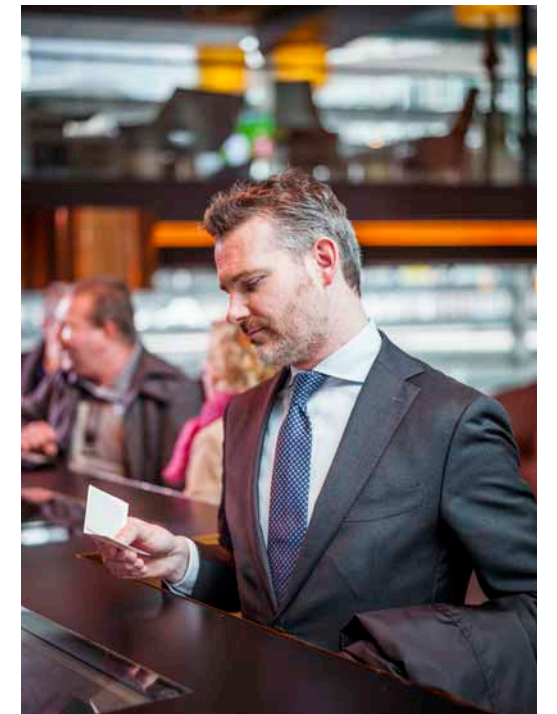
Qua timing is het een goed moment. We hebben vorig jaar 800 miljoen euro aan beleggingen gecontracteerd, vier keer zoveel dan in voorgaande jaren, waarvan 400 miljoen euro in Nederland en 400 miljoen euro in het buitenland. Er zijn duidelijke tekenen dat de markt gunstig is om in te stappen.

Diversificatie is één van grote voordelen van beleggen in vastgoed. De IVBN heeft, namens alle Nederlandse vastgoedbeleggers, onderzoek gedaan naar onder andere het diversifiërende effect van Nederlandse woningen op de vastgoedportefeuille. Dat rapport komt binnen enkele maanden uit en wij houden u op de hoogte.

Ook internationale beleggingen bieden diversificatie binnen het portfolio. De rendementen in het buitenland zijn aanzienlijk hoger geweest dan in Nederland. Er moet echter een zorgvuldige afweging worden gemaakt: het buitenland biedt een beter rendement, maar daar staan hogere kosten en risico's tegenover.

In 2014 verwachten we opnieuw een hoog beleggingsvolume te realiseren, daarnaast richten we onze blik op Nederlandse zorgvastgoed en zullen we ook verdere stappen zetten in duurzaamheid. We volgen met onze Global Market Monitor de ontwikkelingen in diverse markten op de voet. Een aantal markten begint oververhit te raken, er dreigt een procyclisch risico. Voor veel partijen wordt het ook nog spannend of zij in juli 2014 hun AIFMD-vergunning binnen hebben. Wij zijn er klaar voor!

*Ik wens u veel leesplezier,
Dick van Hal, directievoorzitter*



Colofon

Uitgave
Bouwinvest
La Guardiaweg 4
Amsterdam
Postbus 56045
1040 AA Amsterdam
T +31 (0)20 - 677 1600
F +31 (0)20 - 677 1700
info@bouwinvest.nl
www.bouwinvest.nl

Coördinatie en eindredactie
Afdeling Corporate Marketing &
Communicatie Bouwinvest

Redactioneel concept
Afdeling Corporate Marketing &
Communicatie Bouwinvest
viervier strategisch ontwerp

Grafisch ontwerp
viervier strategisch ontwerp

Tekst en redactie
Bouwinvest
Monique Harmsen

Fotografie
Twan de Veer

Druk
Akxifo

‘Beleggers moeten flexibel zijn en daarheen gaan waar de beste kansen liggen’

4 • Allocatie op basis van verwachte risico's

Trends in diversificatie binnen vastgoed
Analisten van Bouwinvest geven hun visie op diversificatietrends in de vastgoedmarkt. Beleggers zijn op zoek naar rendement maar wegen de alternatieven en risico's zorgvuldig af.

9 • Randvoorwaarden bepalen het risico

Wereldwijd diversifiëren in vastgoed
Investeren in vastgoed vergt net als de poolexpeditie van Amundsen een gedegen voorbereiding. Bouwinvest navigeert op de wereldwijde vastgoedmarkt met duidelijke randvoorwaarden en de Global Market Monitor als kompas.

14 • Diversificatie in kapitaalstructuur

Alternatieve benadering voor beleggen in vastgoed
Richard Urban van Cardano belegt voor klanten in hoog rendement

strategieën. Hij diversificeert niet alleen in geografieën en sectoren maar ook in de kapitaalstructuur. Hij kijkt naar vastgoedleningen, samengestelde beleggingsproducten en opportunistisch vastgoed.

20 • Beleggen in hotels en zorgvastgoed

Diversificatie biedt nieuwe kansen
Hotel- en zorgvastgoed zijn de nieuwe loten aan de boom van Bouwinvest. In de hotelmarkt richt Bouwinvest zich vooral op de vier grote steden. De markt voor zorgvastgoed is nog in ontwikkeling maar de vooruitzichten zijn veelbelovend.

24 • Diversificatie middels beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerde vastgoedbeleggingen complementair
Bouwinvest belegt sinds ruim een jaar actief in beursgenoteerde vastgoedaandelen die complementair zijn aan de internationale niet-beursgenoteerde portefeuille. Voordeel van beursgenoteerd vastgoed is liquiditeit en blootstelling aan vastgoed dat anders niet of moeilijk toegankelijk is.

En Verder

Column Patrick Verwijmeren 28
3x Diversiteit 29

Vakmanschap, durf en het nemen van gewogen risico's leiden stapsgewijs tot het gewenste eindresultaat.

TRENDS IN DIVERSIFICATIE BINNEN VASTGOED

Allocatie op basis van verwachte risico's

Niets was en is risicoloos. Dat is de les die kan worden getrokken uit de financiële crisis. Diversificatie is noodzakelijk, niet alleen in asset categorieën maar ook binnen deze categorieën om het risico binnen het beleggingsportfolio te verminderen. Met de forse correcties van de recente crisis nog vers in het geheugen is een sterk risico-avers universum ontstaan waarin de nadruk sterk op core vastgoed is komen te liggen.

Friso Berghuis en Leender Massier

Momenteel trekt dit weer bij en is er een toenemende behoefte aan een iets hoger risico-rendementsprofiel (core-plus en value added). Enerzijds worden beleggers hiertoe gedwongen door het relatief schaarse en daardoor dure core beleggingsaanbod, anderzijds door de behoefte aan een hoger rendement in de huidige lage renteomgeving. Veel meer dan voorheen wordt hierbij het te lopen risico afgewogen tegen het rendement,

en wordt meer tijd en energie gestoken in een due diligence van de investeringscasus. Door toenemende transparantie wordt de internationale markt voor vastgoedbeleggingen groter en dat biedt meer mogelijkheden voor risicospreiding. Daarnaast verbreedt de markt zich door de ontwikkeling van nieuwe categorieën vastgoed zoals zorgvastgoed, datawarehouses, studentenhuysvesting en infrastructuur.

Focus op risico

Een trend die duidelijk opgang maakt is allocatie op basis van risico. Het doel hiervan is om allereerst de risico's in kaart te brengen, en vanuit dat startpunt de optimale portefeuille te construeren. Met deze benadering wordt beoogd hetzelfde rendement te behalen met minder volatiliteit en risico of om betere resultaten te realiseren met hetzelfde niveau van risico en volatiliteit.

In de afgelopen periode zijn beleggers zeer risico-avers geweest. Binnen Europa lag de focus vooral op core vastgoed in veilige vastgoedhavens als Londen en Parijs. Door de toenemende interesse van beleggers zijn de prijzen van core vastgoed sterk gestegen, waarmee de risico's omtrent de toekomstige waardeontwikkeling zijn toegenomen. Core vastgoed verwijst over het algemeen naar vastgoed op toplocaties, met een zeer beperkte leegstand, solvabele huurders en relatief lange huurcontracten. De garantie van deze toekomstige huurinkomsten zit al grotendeels in de huidige prijzen verwerkt. Het fors geprijsde vastgoed laat weinig ruimte voor verdere waardegroei door optimalisatie van de huurstream, dan wel een verdere aanscherping van de rendementseis op de beleggingsmarkt.

'Soms is het opportuun om te investeren via beursgenoteerd vastgoed'

De vastgoedmarkt in Londen is een core markt, maar wel met een aantal kanttekeningen. De markt is zeer liquide en dat is voor veel beleggers een voordeel, de keerzijde is dat de volatiliteit ook groot is; beleggingen kunnen in een korte tijd sterk fluctueren zoals ook in de crisis bleek. Dat is een nog steeds onderschat risico. Liquiditeit droogt op in tijden van stress. In deze markt heb je meer zekerheid dat je er uit kunt maar een goede timing is essentieel, anders vervalt de

investeringscase. In een markt als Londen zijn de verhandelde volumes hoger, waardoor ook de prijsvorming volatieler is. Mede dankzij de liquiditeit, in combinatie met de aantrekkelijkheid van deze metropool, zijn beleggers bereid tegen relatief lage rendementsvergoedingen in te stappen.

Andere categorieën

De aandacht van beleggers richt zich inmiddels ook op core plus en value added vastgoed dat buiten het prime segment valt maar nog wel een goed product is. Er wordt meer gekeken naar vastgoed dat ofwel op een goede locatie ligt, ofwel goede huurders en dito huurcontracten kent. Een voorbeeld is het Atrium op de Zuidas: een gebouw waarbij de bezettingsgraad iets lager ligt dan die van de omliggende objecten, maar dat op de lange termijn, vanwege de zeer goede locatie, aantrekkelijk is. Naar dit soort product-marktcombinaties wordt nu gezocht. Hier is op de middellange termijn meer rendement te behalen. Beleggers zijn op zoek naar nieuwe kansen, naar vastgoed met potentieel, maar met aanvaardbare risico's.

Binnen de beleggingscategorie vastgoed is veel keuze. Het is dan ook belangrijk dat beleggers duidelijk kaders stellen. Niet de allocatie naar vastgoed bepaalt het risico maar de randvoorwaarden die je aan de allocatie naar vastgoed stelt. Je kunt bijvoorbeeld in vastgoedleningen stappen, maar zie je dat als een obligatie of zie je dat als vastgoed? Of beursgenoteerd vastgoed: is dat een aandeel of vastgoed? Het antwoord hangt af van verschillende factoren zoals de beleggingsovertuigingen, de beleggingshorizon, de liquiditeitsbehoefte, volatiliteit of risico-aversie van de belegger.

Bekeken vanuit portefeuillediversificatie is beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed een goede keuze omdat er sprake is van een lage correlatie met aandelen. De beschikbaarheid van een product speelt echter ook een belangrijke rol. Soms is het opportuun om in bepaalde regio's en sectoren te investeren via beursgenoteerd vastgoed vanwege de beschikbaarheid of aantrekkelijkere waarderingen. Zo is bijvoorbeeld het topsegment van de grootschalige regionale winkelcentra in Amerika in handen van



beursgenoteerde partijen. Blootstelling aan dit vastgoed kan dus vrijwel alleen via beursgenoteerde vastgoedaandelen.

De vastgoedbeleggingsmarkt is wereldwijd een volwassen asset categorie geworden. De markt voor beleggen in vastgoed is de afgelopen jaren groter geworden door de toegenomen transparantie wereldwijd. De kwaliteit en frequentie van taxaties nemen toe, en steeds meer landen worden als transparant gezien. Partijen kunnen nu kiezen uit meer markten en hun beleggingen beter

afstemmen op hun randvoorwaarden. Vastgoed blijft een categorie van tastbare activa met stabiele inkomstenstromen, die goed past in een lange termijn beleggingshorizon.

Internationale beleggers

Van nature is vastgoed laat-cyclisch. De afgelopen jaren hebben verschillende Nederlandse vastgoedsectoren een matige performance laten zien, maar het ziet er naar uit dat de markt aan het uitbodemmen is. Nu is het moment waarop internationale kapitaalstromen zich weer richting vastgoed

begeven. Dat komt ook terug in verschillende rapporten. De hoeveelheid kapitaal die wordt opgehaald is fors. Beleggers zijn zich echter veel meer bewust geworden van de risico's en zijn terughoudend ten aanzien van het gebruik van vreemd vermogen. Er is nu ook meer aanbod van fondsen en andere proposities met een lagere leverage. Deels is dit ook het gevolg van het feit dat financiers terughoudender zijn geworden en zij geen hoge leverage meer kunnen krijgen. In dat opzicht is de crisis wel heilzaam geweest en heeft het gezorgd voor een kentering: voor de crisis werd veel leverage gehanteerd in opportunistische proposities, daar is een eind aan gekomen. Beleggers kijken ook anders naar correlaties tussen verschillende asset categorieën. Risico is niet volledig weg te diversifiëren, maar bij een

‘Beleggers zijn op zoek naar nieuwe kansen, naar vastgoed met potentieel, maar met aanvaardbare risico’s’

toenemend internationaal aanbod is het eenvoudiger om spreiding aan te brengen. Hierbij moet wel worden aangetekend dat internationale diversificatie niet automatisch het risico reduceert: spreiding over kantoren in New York, Londen en Singapore maar met huurders uit dezelfde sector, bijvoorbeeld de financiële industrie, biedt slechts een beperkt diversificatievoordeel.

Amerikaanse (private equity) beleggers, die vaak wat opportunistischer zijn dan institutionele beleggers en voorop lopen in de cyclus, richten nu hun pijlen op Europa. Voor een deel is dat het gevolg van de beperkte vooruitzichten op de eigen vastgoedbeleggingsmarkt. De Amerikaanse economie vertoont al enige tijd een sterk herstel en dat werkt door op de vastgoedmarkt. De positieve ontwikkelingen op de gebruikersmarkt zijn reeds grotendeels ingeprijsd op de beleggingsmarkt. Met de normalisering van de rentes in het

verschiet lijkt een verdere waardeontwikkeling alleen mogelijk door huurgroei. Partijen die voorop lopen zien daarom meer in Europa waar de krappe financieringsmarkt en opgedroogde ontwikkelingskansen bieden. Kansen worden vooral gezien in markten die door de correctie nu aantrekkelijk geprijsd zijn in historisch perspectief.

Renteontwikkeling

De grote vraag voor de komende periode is of we te maken krijgen met een deflatie- of inflatiescenario en hieraan gekoppeld: blijft de rente laag, wordt deze normaal of schiet de rente door naar een substantieel hoger niveau? De renteontwikkeling wordt stevast geprojecteerd op vastgoed: een stijgende rente zou slecht zijn voor vastgoed. Dat is voor een deel waar, maar aan de andere kant is de financieringsgraad van vastgoed lager geworden dus het risico is kleiner. Bovendien zijn inflatie en een hoge rente vaak een resultante van een hogere economische groei en dat is ook positief voor vastgoed.

De samenstelling van de optimale vastgoedportefeuille verschilt per (institutionele) belegger en wordt in hoge mate bepaald door de rol van en de behoefte aan liquiditeit. De liquiditeit verschilt per vastgoedsector, regio en over de tijd. Voor de belegger geldt dan ook dat de doelstellingen van de vastgoedallocatie helder moeten zijn. Ook investeren in vastgoed vereist een gedegen voorbereiding en planning waarin het doel helder is en alle stappen zijn uitgewerkt.

[Friso Berghuis is sinds 2010 Strategisch Beleggingsanalist bij Bouwinvest](#) en [Leender Massier is sinds 2012 Marktanalist bij Bouwinvest](#).

WERELDWIJD DIVERSIFIËREN IN VASTGOED

Randvoorwaarden bepalen het risico

Aan het begin van de 20^e eeuw waren de ontdekkingsreizigers Amundsen en Scott verwickeld in een felle strijd om als eerste de Zuidpool te bereiken. Hoewel de weersomstandigheden voor beiden hetzelfde waren liepen de uitkomsten zeer uiteen: Amundsen plantte als eerste zijn vlag op de Zuidpool en overleefde de tocht. Scott bereikte de Zuidpool twee weken later maar vond met zijn team op de terugweg een tragische dood.

De overwinning van Amundsen was niet zonder reden: hij stelde dat er niet zoiets bestaat als geluk en liet niets aan het toeval over, hij was op alles voorbereid en hield te allen tijde het einddoel voor ogen.

Investeren in vastgoed vergt volgens Friso Berghuis, Strategisch Beleggingsanalist van Bouwinvest, en Leender Massier, Marktanalist van Bouwinvest, net zo'n gedegen voorbereiding en planning als die van Amundsen. Het doel moet helder zijn en alle stappen moeten zijn uitgewerkt. Binnen de categorie vastgoedbeleggingen is enorm veel keuze. Het is belangrijk dat beleggers duidelijk kaders stellen. Niet de allocatie naar vastgoed bepaalt volgens hen het risico, maar de randvoorwaarden die aan de allocatie naar vastgoed worden gesteld.

Strategie

“Bouwinvest diversifieert wereldwijd in vastgoed, daarbij wordt gekeken naar belegbare markten die

voldoen aan de voorwaarden die onder meer worden gesteld ten aanzien van transparantie en corruptie. De uitkomsten van dit onderzoek worden gematcht met het beschikbare spectrum aan vastgoedbeleggingen, zoals: beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd, directe of indirecte beleggingen, club deals, joint-ventures of fondsinvesteringen”, aldus Berghuis. “We zijn een core vastgoedbelegger. We streven een portefeuille na met een laag risicoprofiel en hebben internationaal een beperkte exposure naar ontwikkelende landen en meer risicovolle projectontwikkeling.”

Marktmonitor

Met behulp van de door Bouwinvest Research ontwikkelde Global Market Monitor worden alle belegbare vastgoedmarkten gevolgd. Minimaal eens per half jaar, en waar de data het toelaat ieder kwartaal, wordt de monitor gevoed met de meest recente marktverwachtingen. “De monitor is in staat om de aantrekkelijkheid van landen en

‘Je probeert voor de kudde uit te lopen of de andere kant op te lopen’

vastgoedmarkten wereldwijd te kwantificeren. De attractiviteit wordt vastgesteld op basis van een groot aantal indicatoren. Door markten per indicator ten opzichte van elkaar te vergelijken en hieraan een weging mee te geven ontstaat een totaalscore die een helder beeld geeft over waar markten staan ten opzichte van elkaar in het wereldwijde spectrum”, aldus Massier. “Zo kun je een gefundeerde discussie voeren om wel of niet in een bepaalde markt te investeren.”

Bij het vaststellen van de beleggingsstrategie wordt onder meer gekeken naar de omvang van de verschillende markten en hoe liquide ze zijn. “Wat zijn de risico’s die je wilt lopen? Meer liquiditeit betekent doorgaans ook meer volatiliteit. We kijken naar lacunes in de portefeuille: waar moet met het oog op diversificatie nog wat worden ingevuld via fondsen of via aandelen? Daarbij wordt ook de vraag gesteld of de timing juist is”, aldus Massier.

Blootstelling

Als eenmaal de beslissing genomen is om te investeren in een bepaalde markt is de vraag hoe je dit het beste kunt doen. “In Nederland investeren we direct in vastgoed en in het buitenland nemen we deel in vastgoedfondsen, joint ventures of beursgenoteerd vastgoed. Vanuit de Business Unit Internationale Investerings wordt gekeken naar: wat zijn onze rendementsdoelstellingen en wat voor risico’s zijn wij bereid daarbij te lopen? Dat wordt langzaam afgepeld naar sectoren en regio’s om te komen tot de gewenste streefportefeuille. Op basis van huidige marktomstandigheden kijken we hoe we dat op een verantwoorde wijze kunnen realiseren en wat daarvoor moet worden toegevoegd aan de portefeuille.”

Nieuwe categorieën

Vastgoed is volgens Berghuis in potentie een grotere asset class dan aandelen of obligaties. In het verleden werd vastgoed beschouwd als een alternatieve belegging, inmiddels is het al geruime tijd een mature asset class. De markt groeit bovendien nog steeds met nieuwe categorieën. Een van die nieuwe categorieën is mogelijk zorgvastgoed. “We onderzoeken op dit moment de markt van zorgvastgoed. Het is nog steeds wel een beetje de vraag in hoeverre de zorgmarkt klaar is als beleggingscategorie. Er is nog een mismatch tussen gebruikers en beleggers, zij spreken een andere taal, maar de vraag naar zorgvastgoed is er, daar twijfelt niemand meer aan.”

Sinds 2010 heeft Bouwinvest ook een Hotel Fund. “Een hotelbelegging wordt nog wel eens vergeleken met kantoren, maar er zijn belangrijke verschillen in het beleggingsprofiel. In veel gevallen wordt met een hotelexploitant een contract van 20 tot 25 jaar aangegaan. Meer dan bij kantoren is een hotelexploitant gebaat bij een uitstekende ligging en een courant gebouw. Mits met de juiste hotelketens wordt samengewerkt, en afhankelijk

van het type hotelcontract, kan een hotelbelegging een zeer stabiele langjarige inkomstenstroom genereren. Dit sluit uitstekend aan bij de karakteristieken van een pensioenfonds”, stelt Massier.

Internationale diversificatie

Nederland heeft een enorme pensioenpot ten opzichte van andere landen die niet alleen in Nederland kan worden belegd. Internationaal belegt Bouwinvest indirect. Berghuis: “Vorig jaar bijvoorbeeld hebben we in Japan een deelname genomen in een logistiek fonds. Na de aardbeving werden de logistieke centra in Japan weer opgebouwd volgens nieuwe regelgeving om ze beter bestand te maken tegen aardbevingen. Dit heeft de ontwikkeling van nieuwe state-of-the-art logistieke centra teweeg gebracht die tegen aardbevingen bestand zijn. Dit bood een interessante mogelijkheid om in het beste product op de beste locaties te investeren.”

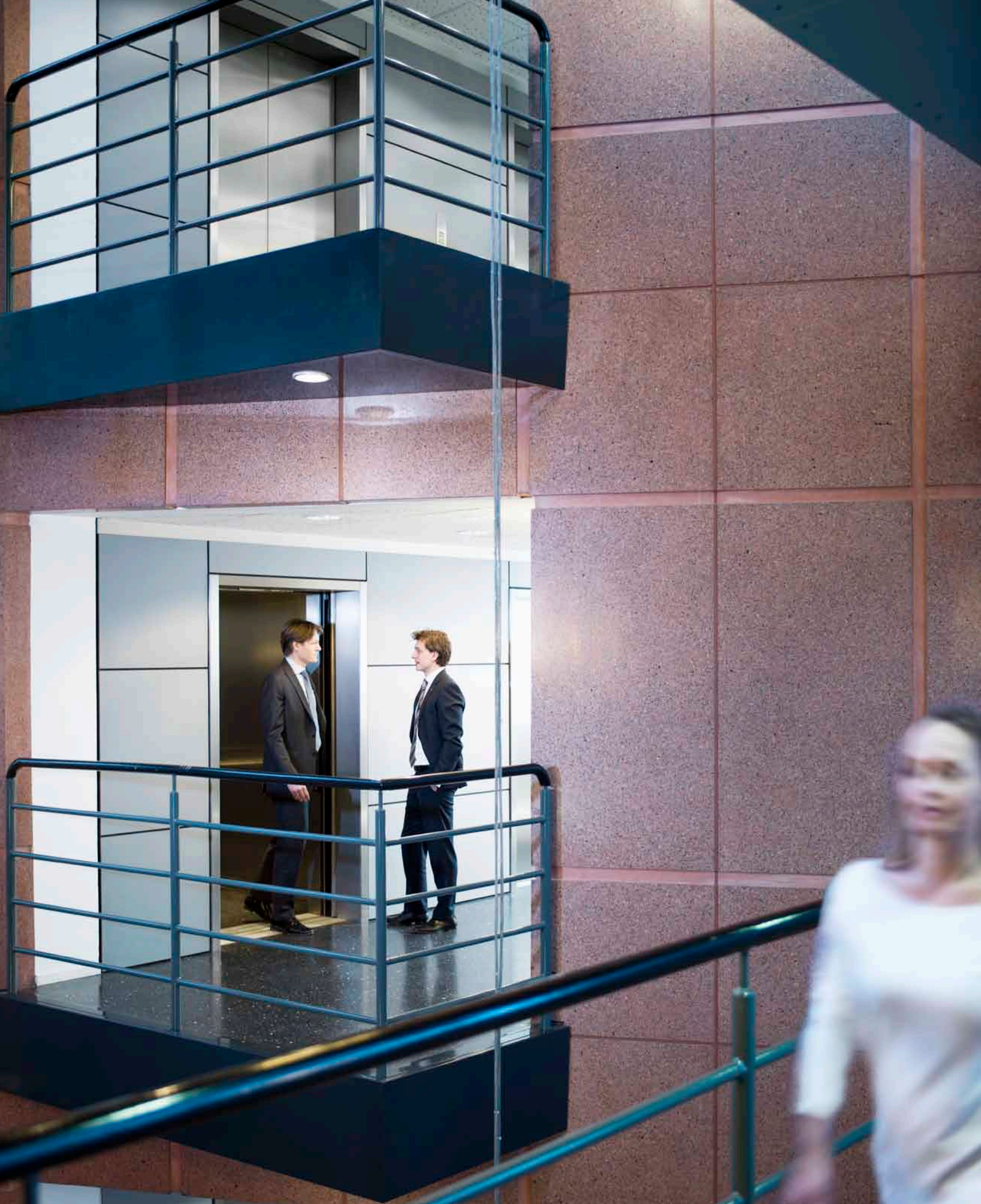
Vanuit de maatschappij klinkt de oproep aan pensioenfondsen om in hypotheek te stappen. “Het is aan de pensioenfondsen om te bepalen of zij hierop ingaan of niet, zij zullen eerst heel

duidelijk de kaders moeten vaststellen: zien ze het als obligaties of meer als vastgoed, in de vorm van collateralised asset (of mortgage) backed securities? Als dat helder is kun je binnen die vakjes weer uitsplitsingen maken”, aldus Berghuis. “Je kunt kijken naar inflation linked bonds of naar vastgoed om inflatie te hedgen. Het is niet voor niets dat we overwogen zijn in woningen omdat huren jaarlijks geïndexeerd worden. Dat geldt niet altijd direct voor de waarde van de woningen maar op de lange termijn zal deze ook toenemen als gevolg van actief portefeuille management.”

Terwijl een jaar geleden de aandacht vooral was gericht op core vastgoed als veilige haven, kijken beleggers weer om zich heen op zoek naar nieuwe kansen. “Internationaal werken we met een lage leverage. De aanvangsrendementen voor core zijn door de grote belangstelling dusdanig laag dat het risico naar de onderkant groter is dan naar de bovenkant. Secundair vastgoed is niet opportunistisch, maar je moet er een goede balans in vinden. Je probeert voor de kudde uit te lopen of de andere kant op te lopen”, aldus Berghuis.



Beeldhouwer Ingrid Bekers in samenwerking met Dirk Lansink Dodero



dat is een feit

“
Investeren in
vastgoed vergt
een gedegen
voorbereiding”

FRISO BERGHUIS, STRATEGISCH BELEGGINGSANALIST

LEENDER MASSIER, MARKTANALIST VAN BOUWINVEST

ALTERNATIEVE BENADERING VOOR BELEGGEN IN VASTGOED

Diversificatie in kapitaalstructuur

Richard Urban, Head of Real Estate Investment van Cardano

Beleggen in vastgoed had de afgelopen jaren veel weg van een ritje in de achtbaan met verschillende hoogte- en dieptepunten. Dit werd ook weer- spiegeld in het gedrag van beleggers. Angst is een belangrijke drijfveer en de volatiliteit van de afgelopen twee jaar heeft er toe geleid dat het merendeel van de beleggers op zoek ging naar een veilige haven die werd gevonden in core vastgoed.

Dit deel van de markt bestaat uit vastgoed met een goede locatie dat goed is verhuurd via lange termijncontracten met een stabiel rendement. Dat is het type vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers. Maar omdat het een laag risico heeft is de opbrengst ook laag.

Hogere rendementen

Wij zijn van mening, omdat we geen vaste allocatie naar vastgoedklassen hebben, dat als we 5 of 6 procent rendement willen, we dit ook kunnen verkrijgen in een andere beleggingscategorie die veel meer liquide is zoals de obligatie- of aandelenmarkt. Wij zoeken dan ook naar hogere opbrengsten in vastgoed omdat we compensatie willen voor de illiquiditeit van vastgoed. Als we beleggen voor klanten kijken we naar hoog rendement strategieën. We praten over diversificatie en dat doen we niet alleen in regio's en sectoren maar ook in de kapitaalstructuur. Dat betekent dat gekeken wordt naar kansen op het gebied van vastgoedleningen, samengestelde beleggings- producten en wereldwijde beleggingen in opportunistisch vastgoed. Hierbij wordt rekening gehouden met de verschillende fases in de vastgoedcyclus. Onze aandacht is de afgelopen vijf jaar vooral uitgegaan naar de schuldenkant van de markt.

Alternatieve beleggingen

In 2008 deden we de eerste alternatieve beleggingen in mortgage backed securities (MBS, waardepapieren met als onderliggende waarde een bundel hypotheeken red.) Rond de val van Lehman Brothers heerste er veel angst en onzekerheid in de markt over giftige leningen en MBS en dat creëert kansen.

Veel leningen en MBS waren inderdaad giftig en de kans was klein dat ze ooit zouden worden terugbetaald, maar er waren er ook veel die wel een goede belegging vormden en die door de heersende angst en onzekerheid te laag geprijsd waren. We hebben ons gericht op het kopen van te laag geprijsde obligaties waarvan de verwachting was dat ze uiteindelijk zouden terugbeta- len. Je kon deze kopen voor een fractie van de werkelijke prijs en ze betaalden uiteindelijk ruim boven de aanschafprijs uit.

We belegden vervolgens ook in 'non-performing loans', leningen die in gebreke bleven omdat de eigenaar financiële problemen had en niet langer kon betalen. Veel leningen bleven ook in gebreke door een sterke daling van de waarde van het onderliggende vastgoed waardoor de verhouding tussen de lening en de waarde van het onderpand, de 'loan to value ratio' (LTV), te hoog werd. Door extra kapitaal in te brengen kan de eigenaar van het gebouw de bank tevreden stellen. Dat is echter lastig in crisistijd. Het biedt beleggers echter extra kansen.

Leningen

Op dezelfde manier waarop we konden profiteren van afgeprijsde MBS, was het mogelijk om leningen met korting te kopen. Je koopt een lening met een korting op de waarde, belangrijk is echter dat onder deze lening vastgoed ligt dat meer waard is. Door deze leningen te kopen van lokale en regionale banken voordat andere partijen er lucht van krijgen of voordat er een veiling komt, wordt een concurrentiestrijd met de daarbij horende prijsopdrijving voorkomen.

Het is niet altijd onze bedoeling om bij het kopen van een leningenportfolio ieder individueel stuk vastgoed over te nemen. Het biedt echter de mogelijk- heid om met de hypotheekgever te onderhandelen over een oplossing. Deze oplossing komt in verschillende vormen. Soms wordt een gedeelte van de schuld aan ons betaald en dan is het opgelost: wij hebben de lening goedkoop gekocht en verdienen er nog steeds aan en de hypotheekgever krijgt korting op zijn schuld. Als de huurder niet wil meewerken, kan hij de sleutel van gebouw inleveren om van alles af te zijn. Dat voorkomt een juridische strijd en zo verkrijgt je een gebouw dat je sneller kunt verkopen.

We hebben ook leningen gekocht met het vooropgezette doel het onderlig- gende vastgoed in bezit te krijgen om het opnieuw te ontwikkelen, de zogenoemde 'loan to own strategie'. Wij zijn in dit geval niet geïnteresseerd in het vinden van een oplossing. Wij hebben ons niet alleen geconcentreerd op bestaand vastgoed maar zijn een stap verder gegaan en hebben ons ook gericht op het kopen van grote in gebreke blijvende bouwleningen. Bijvoor- beeld: de ontwikkelaar van een hotel gaat, nadat de helft van het gebouw af is, failliet. De bank zit met een half afgemaakt gebouw en een lening van 80 miljoen dollar aan de failliete ontwikkelaar. Dat is een slechte situatie voor de bank, er is geen markt voor een gebouw dat niet af is. Wij hebben met behulp van fondsmanagers, die verstand hebben van vastgoedontwikkeling en

“

RICHARD URBAN

Richard Urban is sinds oktober 2008 Head of Real Estate Investment van Cardano. Hij richt zich op het onderzoek naar en het selecteren van vastgoedbeleggingen voor klanten van Cardano. Voor hij in dienst trad bij Cardano was Urban werkzaam in het vastgoed finance team van CB Richard Ellis. Daarvoor was hij werkzaam bij Moody's waar hij deel uitmaakte van het Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) team en verantwoordelijk was voor het beoordelen van CMBS transacties. Urban heeft ook gewerkt als taxateur voor GVA consultants en maakte deel uit van het beleggingsteam van SEGRO, een Brits beursgenoteerd vastgoedfonds.

”

beschikken over financiële kennis, het gebouw overgenomen om het verder af te bouwen. Deze markt is een erg lastige markt met een hoge toetredingsdrempel, maar daar staan hoge rendementen tegenover.

Waardecreatie

Een belangrijk deel van onze strategie is gericht op waardecreatie. We kiezen voor minder aantrekkelijke gebouwen en vastgoed waar we met onze kennis waarde aan kunnen toevoegen. Je koopt op een markt waar niemand naar kijkt en je verkoopt het in een markt waar iedereen naar kijkt. Onze strategie is om tegengesteld aan de markt te opereren of er voor te zorgen dat we een stukje voorlopen op de markt.

Alles wat we doen is gefocust op voor risico gecorrigeerd rendement. We willen gecompenseerd worden voor de risico's die we lopen bij de activiteiten die we doen. We kopen op het dieptepunt van de cyclus tegen korting. Het neerwaarts risico is hierdoor al laag. Verder kopen we, als we investeren in MBS, in de meeste gevallen senior bonds waarbij het risico van niet betalen zeer laag is, alle andere obligaties moeten onder water staan voor wij geraakt worden. Dat is een erg beschermde positie.

Complex

Pensioenfondsen zijn terughoudend ten aanzien van deze markten. Dat heeft te maken met het begrip van en de bekendheid met deze markt. Vooral het begrip van de markt vormt een hindernis; het gaat om ontzettende complexe zaken en die complexiteit maakt het erg moeilijk voor niet-specialisten. Er zijn maar weinig mensen die zich hier prettig bij voelen, maar complexiteit betekent niet altijd extra risico. Je moet de markt goed begrijpen. Er komt ook een factor angst bij kijken, de crisis begon met complexe producten. Pensioenfondsen hebben een moeilijke tijd in vastgoed gehad de afgelopen vijf jaar en het laatste wat ze willen doen is beleggen in complexe producten.

Voor de toekomst is het belangrijk dat beleggers flexibel zijn en daarheen gaan waar de beste kansen liggen. Die kans kan liggen in een bepaalde regio of sector maar ook in de kapitaalstructuur. Afhankelijk van de fase in de cyclus moet worden gekeken waar de beste kansen liggen. Flexibiliteit is belangrijk, en je moet de kennis en de ervaring hebben om te diversifiëren in de kapitaalstructuur. Als je zelf ervaring niet hebt, zoek dan een adviseur die de kansen aangeeft.

De afgelopen vijf jaar hebben we ons voornamelijk op de schuldmarkt gericht, maar de afgelopen 18 maanden zijn we weer begonnen met beleggen in echt vastgoed in de Engelse markt. In een snel groeiende markt wil je niet alleen in schuld zitten, als de markt omhoog gaat bieden stenen ook weer kansen.

CARDANO

Cardano is in 2000 opgericht door Theo Kocken. De onderneming ondersteunt institutionele beleggers, voornamelijk Europese pensioenfondsen, bij het realiseren van hun strategische doelstellingen door het bieden van maatwerk op het gebied van Solvency Management en Risk Management.

In 2007 richtte Kerrin Rosenberg Cardano UK op. Inmiddels heeft de onderneming meer dan 120 professionals in dienst en kantoren in Rotterdam, Amsterdam en Londen. In de afgelopen jaren heeft de onderneming een sterke groei doorgemaakt in omzet, klanten en personeel.

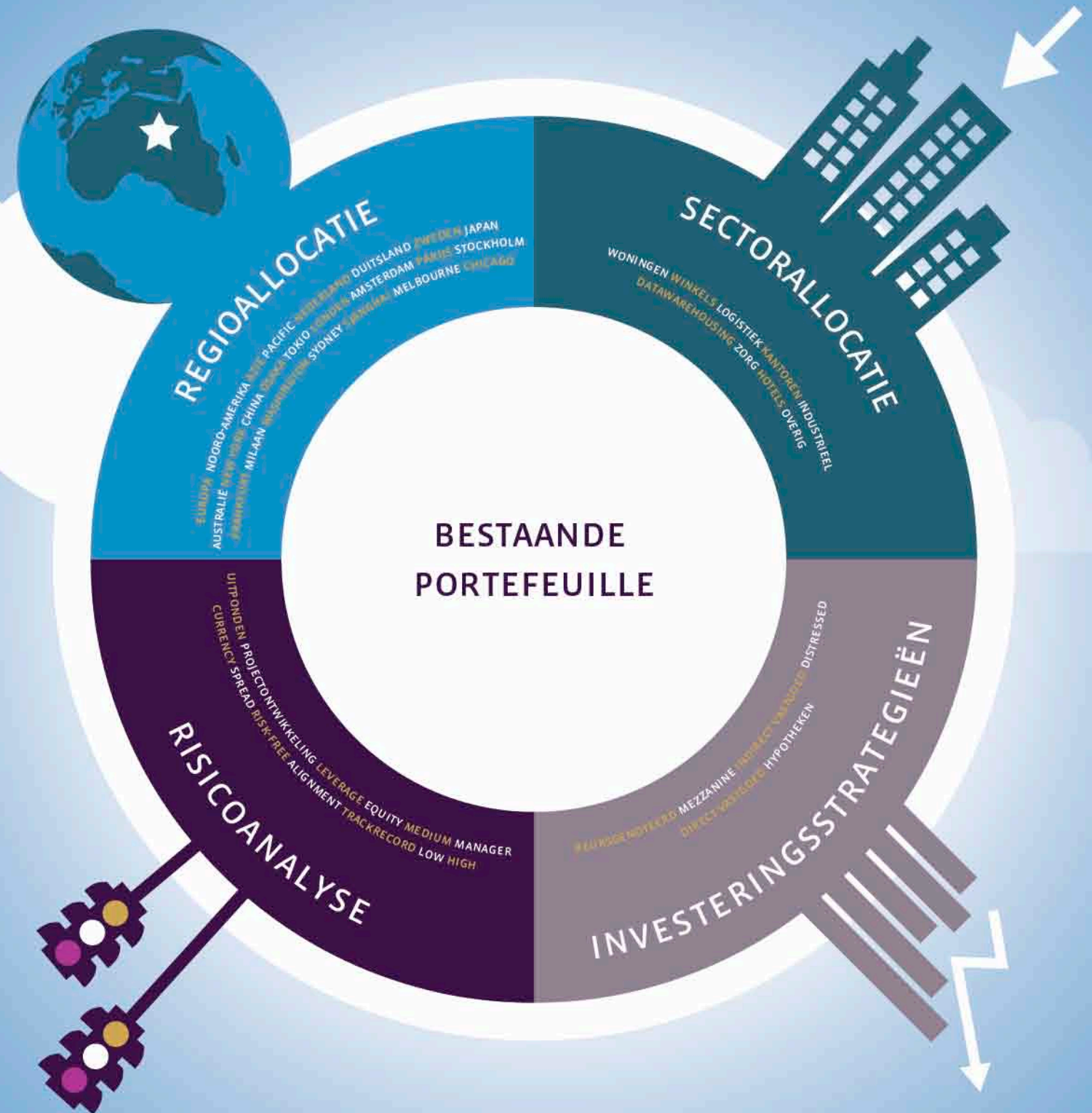
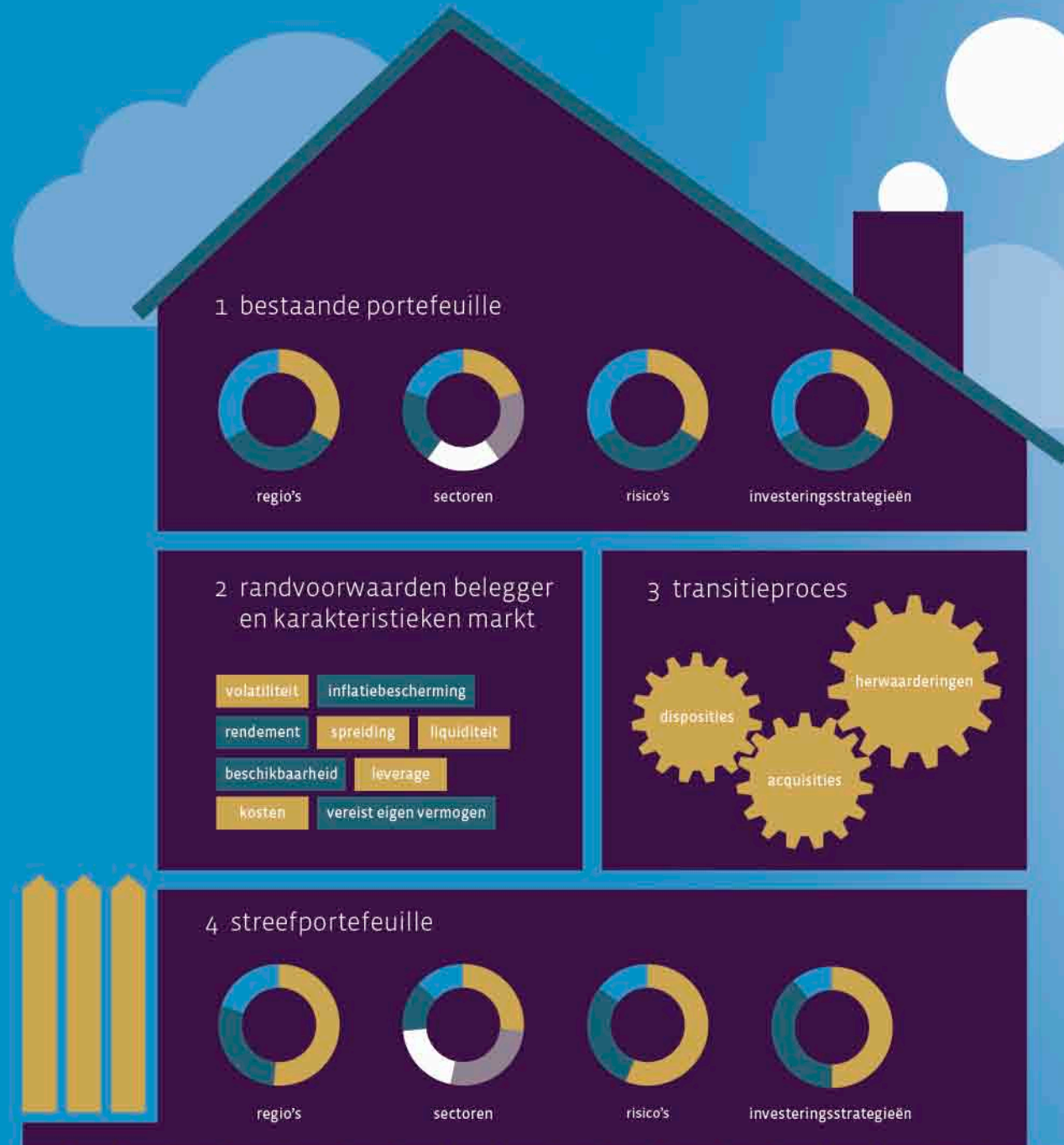
“

Alles wat we doen is gefocust op voor risico gecorrigeerd rendement ”

RICHARD URBAN, HEAD OF REAL ESTATE INVESTMENT VAN CARDANO

Het 4 stappenplan

RICHTING STREEFPORTEFEUILLE



DIVERSIFICATIE BIEDT NIEUWE KANSEN

Beleggen in hotels en zorgvastgoed

Een gedifferentieerde vastgoedportefeuille kan de risico's voor beleggers beperken. Diversificatie gaat echter niet alleen over het beheersen van risico's maar ook over het creëren en benutten van nieuwe kansen en groeimogelijkheden.

Bouwinvest ziet deze groeimogelijkheden in hotel- en zorgvastgoed. De komende jaren zal aanzienlijk worden geïnvesteerd in deze categorieën.

Bas Jochims is Hoofd Asset Management Kantoren en Hotels en Erwin Drenth is Manager Zorgvastgoed van Bouwinvest. Beiden geven hun visie op de risico's en kansen van deze nieuwe loten aan de boom.

Hotels

“Het doel van onze opdrachtgever bpfBOUW is een goed, stabiel en voorspelbaar rendement. In dat kader vormen hotels een interessante beleggingscategorie”, stelt Jochims. “Er is groei in de markt en er is een goed aanbod van hotels omdat veel hotelexploitanten die het vastgoed nog in bezit hebben, dit willen verkopen. Dat biedt kansen. Bij hotelinvesteringen is sprake van lange, geïndexeerde huurcontracten en mits je contracten sluit met een goede (basis)huur en met goede debiteuren, is het rendement voorspelbaar en stabiel.”

Critici wijzen op de conjunctuurgevoeligheid van de hotelmarkt, maar de risico's en beheersmaatregelen zijn volgens Jochims goed in kaart gebracht. “We kijken allereerst heel goed naar de locatie.

Daarnaast analyseren we de bezetting van het hotel waarbij we scherp letten op de spreiding tussen zakelijke en particuliere markt: teveel op één van de twee markten leunen, met name op de zakelijke markt, is risicovol. We werken met lange huurcontracten en sluiten geen managementcontracten af waarbij je volledig afhankelijk bent van de prestaties van de exploitant.”

Specialistische kennis

De exploitatie van een hotel vergt specialistische kennis. Dat is volgens Jochims ook de reden dat Bouwinvest alleen werkt met professionele, veelal internationale, hotelketens waar deze kennis ruim aanwezig is. “We blijven echter meedenken: wij eisen bijvoorbeeld dat de exploitant jaarlijks voldoende geld reserveert voor de vervanging van

de inrichting en verder monitoren we ook de bezettingsgraden en kamerprijzen van concurrenten. Deze benchmark is een goed discussiestuk om de exploitatieresultaten met huurders te bespreken.”

Het bijzondere aan de hotelmarkt is volgens Jochims dat een hotelexploitant verknocht is aan zijn gebouw. “Dat is met kantoren vaak niet zo, je kunt zo je bureau oppakken en aan de overkant in een gebouw gaan zitten. We vinden de hotelmarkt in die zin een mooi alternatief naast kantoorbeleggingen.”

Het Hotelfonds richt zich op de vier grote steden en Maastricht waarbij de focus in de acquisitie ligt op Amsterdam. “We hebben nu wel discussie of we de beoogde fondsomvang van 300 miljoen euro in 2016 alleen in Nederland moeten investeren of dat we misschien ook naar een aantal andere Europese steden moeten kijken zoals München, Londen of Parijs.”

Amsterdam

Hoewel er sprake is van een sterke groei in het aantal hotelkamers in Amsterdam, kunnen volgens Jochims nieuwe hotels nog steeds wat toevoegen. “Je ziet een groei in kwalitatief goede hotels met scherpe kamerprijzen. Wij zitten vooral het drie en vier sterrensegment. Tijdens de crisis is het wegvallen van de zakelijke markt aardig opgevangen door de particuliere markt. Het voordeel van het drie en vier sterrensegment is dat je in prijssetting iets kun zakken, zodat het voor toeristen haalbaar wordt, zonder afbreuk te doen aan je concept. Bij vijf sterren kan dat bijna niet.”

De stad kan volgens Jochims de nieuwe hotelbedden goed gebruiken. “Amsterdam mist nu grote congressen omdat er niet genoeg bedden zijn, hopelijk komen die congressen wel als aan de randvoorwaarde van voldoende bedden is voldaan. Daarnaast heeft de heropening van de grootste Amsterdamse musea bijgedragen aan de groei van het toerisme in onze hoofdstad.” De verwerving van het juiste hotelvastgoed is niet altijd eenvoudig ook al beschikt Bouwinvest over

voldoende kapitaal. “Het relatief lage risicoprofiel van deze investeringen trekt steeds meer partijen aan. Op dit moment is het belegd vermogen van het Hotelfonds 135 miljoen euro. Het beoogde gemiddeld lange termijn fondsrendement is 7 procent.

Zorgvastgoed

Naast een flinke uitbreiding in hotels onderzoekt Bouwinvest de mogelijkheid om de komende jaren in zorgvastgoed te beleggen. Of dit gebeurt via een specifiek zorgfonds of dat het vastgoed wordt ondergebracht in het Residential Fund, wordt nog onderzocht. De uitkomst is afhankelijk van waar de beste beleggingskansen liggen binnen het containerbegrip ‘zorgvastgoed’ dat zowel de cure markt (gericht op herstel) als de care markt (gericht op langdurige zorg) omvat.

‘Bouwinvest gaat de komende jaren ook aanzienlijk in zorgvastgoed beleggen’

“Een van de redenen waarom we bouwen aan het fonds is om voor bpfBOUW nog meer diversificatie te creëren in de Nederlandse directe vastgoedbeleggingen”, stelt Drenth. “Het is een nieuwe categorie waar verschrikkelijk veel vraag naar is. In de markt van de langdurige zorg (care), wordt de vraag gedreven door de dubbele vergrijzing maar ook door het scheiden van wonen en zorg, een extreme vervangingsvraag van bestaand vastgoed uit de jaren zestig en zeventig en een rationalisering van de zorgsector waarbij zorgaanbieders zich afvragen of ze vastgoed nog langer op de balans moeten laten staan. Zij zien zorg veel meer als te leveren diensten en vastgoed wordt beschouwd als een middel om die diensten te kunnen leveren op een efficiënte manier. Dat speelt ook een rol in het zogenaamde cure segment.”

Nieuwe categorie

Door deze ontwikkelingen is er nieuwe categorie vastgoed aan het ontstaan. Als het gaat om care zal

HOTEL FUND

Het Hotel Fund heeft vier hotels in portefeuille. In 2010 bestond het fonds uit: Casa 400 en het NH Hotel in het Prinsenhof complex in Den Haag. In 2013 kwamen daar bij: het Novotel in het Forum Rotterdam, een multi-use project met woningen en winkels dat in 2017 wordt opgeleverd, en het Aitana Hotel van Room Mate dat onlangs is geopend.

Bas Jochims, Hoofd Asset
Management Kantoren en
Hotels Bouwinvest



VOORDELEN VAN BELEGGEN IN ZORGVASTGOED

- Het heeft een aantrekkelijk risicorendementsprofiel
- Zorgvastgoed is een groeiemarkt
- Het maatschappelijke element, banken en corporaties haken af
- Het biedt een soort 'vergrijzingshedge', door te investeren in zorgvastgoed kan rendement worden behaald uit de vergrijzing.

Erwin Drenth, Manager
Zorgvastgoed Bouwinvest



met name het middensegment, door de scheiding van wonen en zorg, een interessant segment worden. "Wat betreft cure zien we vooral de gespecialiseerde for-profit partijen kansen benutten in bepaalde niches, zoals privé klinieken. Vastgoed van bijvoorbeeld ziekenhuizen valt buiten de scope, die markt is nog veel te onrustig", aldus Drenth.

Er wordt gestreefd naar een fondsrendement van 6,5 procent. "Een dikke plus ten opzichte van het rendement op woningen. Gezien de nieuwigheid van de markt is dat gerechtvaardigd. Bovendien hebben pensioenfondsen dat rendement nodig om de lange termijnverplichtingen af te dekken. En hoewel er in Nederland nog weinig data beschikbaar zijn, zien we in de ons omringende landen, dat deze rendementen goed haalbaar zijn."

Ten aanzien van de te behalen rendementen is er een verschil tussen de zorgaanbieders en vastgoedbeleggers. "Een corporatie werkt met een rendement van tussen de 5 en 6 procent. Corpora-

ties haken echter nu af. Het voordeel van Bouwinvest ten opzichte van andere partijen in de markt is dat wij onze financiering rond hebben: het pensioenfonds bpfBOUW heeft in haar driejarenplan 300 miljoen euro gealloceerd voor zorg."

Risicoprofiel

Hoe het risicoprofiel van zorgvastgoed eruit ziet is nog niet duidelijk. "Samen met andere beleggers en vanuit het IVBN (Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland) laten we onderzoek doen naar het rendement op zorgvastgoed. Het is lastig risico's in te schatten omdat er geen vergelijkingsmateriaal is. Het enige dat we zeker weten is dat de markt verandert: voor de care markt geldt dat verzorgingstehuizen verdwijnen, maar de doelgroep niet. Er zijn 280.000 zorgzwaartepakket (zzp)-indicaties en de schatting is dat tussen de 30 en 50 procent van die indicaties extramuraal zullen worden de komende jaren.

Er komt een golf aan van mensen die lichte zorg nodig hebben en behoefte hebben aan een omgeving die levensloopbestendig is en eenzaamheid tegengaat.

Het risico bestaat uit de vraag of we er in slagen de juiste producten aan te bieden", aldus Drenth. Om het risico laag te houden, wordt goed gekeken naar de courantheid van het vastgoed, dus of het aantrekkelijk genoeg is voor eventuele andere zorgaanbieders, maar ook naar de alternatieve aanwendbaarheid van het vastgoed. "Door huurgaranties te vragen en een uitgebreide due diligence bij de zorgaanbieder te doen, wordt geprobeerd het risico te beperken. Daarnaast passen we onze vastgoed- en zorgkennis toe: we screenen de locaties heel goed."

De eerste stappen in zorgvastgoed zijn gezet in de high end markt in een zorgvilla van Rosorum. Er zullen er meer volgen, verwacht Drenth, ook bij de 'reguliere' zorginstellingen. "Zorgaanbieders willen vastgoed van de balans halen, zowel in de care als de cure markt."

Overheid

Een onzekere factor voor de toekomst van zorgvastgoed is de overheid, maar dat moet

volgens Drenth niet worden overdreven. "Als er één ding zeker is, is dat we in de toekomst meer zelf gaan betalen en meer op onszelf zijn aangewezen. Dus om niet te afhankelijk te zijn van de overheid kijken we nu nadrukkelijk naar de totale betaalbaarheid van huur en zorg. We moeten zorgen dat mensen het kunnen betalen, ook als de overheid nieuwe bezuinigingen doorvoert."

Om zorgvastgoed aantrekkelijk te maken voor beleggers moet er nog het nodige veranderen bij de overheid. "We lopen nu aan tegen het feit dat door het scheiden van wonen en zorg we niet alleen te maken hebben met de wethouder die zorg in portefeuille heeft maar ook met de wethouder van volkshuisvesting. Dat leidt tot een totaal andere discussie. Waar eerder zorgplekken werden aangeboden, zegt volkshuisvesting: dat zijn nieuwe woningen dus 30 procent moet sociale woningbouw zijn. Beleggers haken dan af."

Diversificatie middels beurs- genoteerd vastgoed



Mark Roberts



Boris van Warmerdam

In het verleden werd beleggen in vastgoed als een alternatieve investering of niche beschouwd. Vastgoed is echter een volwassen beleggingscategorie geworden. In de VS is de NCREIF-index voor niet-beursgenoteerd vastgoed sinds de jaren negentig, als gevolg van een betere governance, meer transparantie en informatie voor beleggers, met 20 procent per jaar gegroeid.

Naast investeren in direct vastgoed of private vastgoedfondsen is ook het beleggen in beursgenoteerd vastgoed sterk gegroeid. Het ontstaan van Real Estate Investment Trusts (REITs), die voor beleggers fiscaal aantrekkelijk zijn, is hier een belangrijke reden voor. De invoering van het REIT regime in Nederland in 1969 volgde negen jaar nadat de Verenigde Staten het regime introduceerden.

De populariteit van vastgoed onder institutionele beleggers en verzekeraars is volgens Mark Roberts, Hoofd Research & Strategie, Alternatives en Real Assets van Deutsche Bank Asset & Wealth Management (DeAWM), voor een belangrijk deel het gevolg van de sterke inflatiehedge die vastgoed biedt. Een bijkomende factor die volgens Boris van Warmerdam, Senior Portfolio Manager Listed Real Estate van Bouwinvest, sinds de financiële crisis heeft bijgedragen aan het volwassen worden van vastgoed als beleggingscategorie is de lage rentestand waardoor beleggers op zoek zijn naar beleggingen met een hoger dividendrendement.

Vastgoed of aandeel

Een veelgestelde vraag is of beursgenoteerd vastgoed beschouwd moet worden als vastgoed of als een gewoon aandeel.

Voor Roberts is het duidelijk: “Ik kijk naar vastgoed, of het nu beursgenoteerd is of niet, als een aandeel dat anders reageert op economische cycli en andere resultaten laat zien dan de brede aandelenmarkt. REITs zijn vastgoed als je kijkt naar de opbrengsten over een langere periode en als je corrigeert voor zaken als leverage. REITs hebben weliswaar een grotere correlatie met de aandelenmarkt dan niet-genoteerd vastgoed, maar als je met deze verschillen rekening houdt, krijg je de resultaten van een vastgoedportefeuille op lange termijn.”

Ook Van Warmerdam ziet beursgenoteerde vastgoedfondsen als vastgoed. “Wij kijken er naar als vastgoed op lange termijn en omdat we een lange termijnbelegger zijn, past het prima bij onze doelstelling. Maar we erkennen ook de verschillen,

vooral in operationeel opzicht. We hebben de tijd genomen om er goed bekend mee te worden. Het is een ander beleggingsproduct door zijn aard, daarom werken we ook samen met experts op dit gebied.”

Bouwinvest belegt sinds ruim een jaar actief in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Van de 6 miljard euro onder management (ultimo 2013) wordt 4 miljard euro belegd in Nederlands vastgoed en de andere 2 miljard euro wordt wereldwijd belegd, grotendeels in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Het beursgenoteerde deel maakt momenteel ongeveer 15 procent uit van de totale internationale portefeuille. Volgens Van Warmerdam zal dat groeien tot 25 procent, conform de gewenste strategische portefeuille.

“We managen een goed gediversifieerde wereldwijde portefeuille van niet-beursgenoteerd vastgoed, maar er zijn landen en sectoren in de wereld waar we niet via private fondsen kunnen of willen beleggen” stelt Van Warmerdam. “We hebben sinds 2012 de mogelijkheden om te onderzoeken of beursgenoteerd vastgoed een goed alternatief is in zulke gevallen. We zien onze beursgenoteerde vastgoedbeleggingen als complementair aan onze internationale niet-beursgenoteerde portefeuille. Er zijn ook andere

‘We zien onze beursgenoteerde vastgoedbeleggingen als complementair aan onze internationale niet-beursgenoteerde portefeuille’

voordelen aan dit type investeringen verbonden waarvan liquiditeit de meest voor de hand liggende is. We hebben nu in feite liquiditeit-opties toegevoegd voor de toekomst om de portefeuille te kunnen herbalanceren.”

Diversifiëren

De mogelijkheid om investeringen goed te spreiden over landen en sectoren is volgens Roberts een ander belangrijk voordeel van beursgenoteerd vastgoed. “Beleggen in vastgoed biedt een sterk dividendrendement, goede inflatiehedging karakteristieken en concurrerende opbrengsten vergeleken met de aandelen- en obligatiemarkt. Vastgoed is erg aantrekkelijk als je in een multi-asset portefeuille de voor risico gecorrigeerde rendementen wilt verhogen en het neerwaarts risico wilt minimaliseren. Afhankelijk van de risico- en rendementsdoelstelling heeft een gemiddelde belegger ongeveer 5 – 10 procent van zijn portefeuille in vastgoed belegd. Institutionele beleggers die hogere opbrengsten nastreven, hebben ongeveer 10-25 procent vastgoed in hun portefeuille. De grote uitdaging voor beleggers die zo'n portefeuille willen opbouwen is diversificatie. Om dat goed te kunnen doen is veel kapitaal nodig. De gemiddelde omvang van een kwalitatief hoogwaardige asset ligt tussen de 30 en 50 miljoen euro. Beursgenoteerd vastgoed biedt de mogelijkheid om, met aanzienlijk minder kapitaal, toegang te krijgen tot goed gediversifieerde vastgoedportefeuilles in verschillende sectoren.

John Robertson, Hoofd Vastgoed en Infrastructuur Securities van DeAWM, vult zijn collega Roberts aan. “Veel van het meest waardevolle vastgoed in de wereld, gezichtsbepalende gebouwen, is in handen van beursgenoteerde fondsen. Ook in de private markt zijn zulke assets te vinden, maar deze worden niet vaak verhandeld.”

Dat ondervond ook Bouwinvest toen zij tot de conclusie kwamen dat ze onderwogen waren in retail in de Verenigde Staten. “Dat kwam met name door het tekort aan aanbod van kwalitatief hoogwaardige winkelcentra via niet-genoteerde vastgoedfondsen.”, verklaart Van Warmerdam. “Het grootste deel van de A-kwaliteit winkelcentra is immers in handen van REITs. Toen we de kans kregen om beursgenoteerd vastgoed aan het portefeuille toe te voegen, was dit het eerste waar we naar keken. De gemiddelde waarde van een winkelcentrum ligt rond de 200 tot 250 miljoen

dollar. We zouden nooit dezelfde exposure naar dit onderliggende vastgoed hebben gehad als we dit direct of via een niet-beursgenoteerd fonds hadden moeten doen.”

‘Veel van het meest waardevolle vastgoed in de wereld, gezichtsbepalende gebouwen, is in handen van beursgenoteerde fondsen’

Met een totale marktkapitalisatie van 1 biljoen dollar wereldwijd, maken vastgoedaandelen slechts een klein deel uit van totale waarde van de aandelenmarkt. De kans dat Bouwinvest met beursgenoteerde vastgoedfondsen meer van hetzelfde toevoegt aan de totale portefeuille van het pensioenfonds bpfBOUW is dan ook klein. “Als je kijkt naar de genoteerde fondsen waarin wij investeren en de vastgoedondernemingen die onderdeel uitmaken van de algemene aandelenportefeuille van het pensioenfonds, is sprake van een beperkte overlap.”

Volatiliteit

Naast liquiditeit en beschikbaarheid heeft de keuze voor beursgenoteerd vastgoed ook te maken met de volatiliteit van de aandelenmarkt. “Volatiliteit op korte termijn biedt ons als lange termijnbelegger kansen”, stelt Van Warmerdam. “Het creëert mogelijkheden om te kopen tegen gunstige prijscondities in vergelijking met niet-genoteerde investeringen. Ook het verschil in timing van rendementen zorgt voor diversificatie in de portefeuille. Diverse onderzoeken tonen aan dat de rendementen op beursgenoteerd vastgoed voorlopen (sneller veranderen) op direct en niet-beursgenoteerd vastgoed. De afgelopen tijd heeft dat voor een hogere Sharpe-ratio (rendement per eenheid risico) gezorgd in de vastgoedportefeuille.”

Roberts en zijn collega's van DeAWM publiceerden recentelijk een onderzoek naar de impact van beursgenoteerd vastgoed op een multi-asset portefeuille vanuit het perspectief van risico en rendement. “We hebben gekeken naar de totale opbrengsten, waarbij vooral het dividendrendement belangrijk is voor de allocatie van kapitaal naar vastgoed. Beleggers die streefden naar hogere opbrengsten en betere risicogecorrigeerde rendementen schoven op van de private markt naar de beursgenoteerde markt. Daar krijgen ze meer te maken met volatiliteit, REITs gaan van tijd tot tijd door perioden van correcties, maar op de lange termijn zie je dat de prijzen zich herstellen. In tegenstelling tot de producten van financiële instellingen heeft vastgoed een intrinsieke waarde, in de vorm van stenen, die een bescherming biedt voor neerwaarts risico.”

Dividendrendement

De afgelopen twee decennia blijken REITs volgens Robertson een goede investering. “Een investering van 100 dollar in REITs in de jaren negentig is op dit moment zeven keer zoveel waard. Als je had belegd in de bredere aandelenmarkt zou die 100 dollar nu 375 tot 400 dollar waard zijn. De totale opbrengsten over de lange termijn zijn beter dan die van de aandelenmarkt, dat komt vooral door het dividendrendement. De afgelopen tien jaar is zowel de markt van REITs als de brede aandelenmarkt zeer volatiel geweest. Eind 2012 versloeg de REIT-markt de aandelenmarkt met 4,7 procent, dit gebeurde met een dividendrendement van 4,9 procent terwijl het dividendrendement van de S&P 500 2,1 procent bedroeg. Sommigen zeggen dat dit komt doordat REITs meer gebruik maken van leverage, maar de verschillen in het gebruik van leverage tussen REITs en de S&P 500 lopen niet meer zover uiteen.”

Volgens Roberts is Bouwinvest leidend met haar strategie om voordeel te behalen uit arbitrage. “Zij hebben het vermogen om wereldwijd te kijken naar individuele steden, de waarde van vastgoed en de prijs van beursgenoteerde bedrijven om zo tactisch gebruik te maken van prijsverschillen hiertussen. Door dit te doen verbeteren ze ook de

diversificatie van de vastgoedportefeuille.”

Van Warmerdam bevestigt dat juist die diversificatie één van de doelen van Bouwinvest is. “We kijken waar we waarde kunnen toevoegen door te kiezen voor genoteerd in plaats van niet-genoteerd, maar dat doen we alleen als we zeker zijn dat onder andere het onderliggende vastgoed en het management van hoge kwaliteit zijn. Als dat het geval is, kunnen we onze keus maken, die mede afhankelijk is van de prijs. Tot nu hebben we gezien dat dit voor bepaalde delen van de portefeuille goed heeft gewerkt. Het feit dat we genoteerd vastgoed toevoegen aan onze niet-genoteerde portefeuille en deze geïntegreerd benaderen, is vrij progressief. Er zijn veel institutionele beleggers die er over praten, maar er zijn er maar weinig die het ook daadwerkelijk doen.”

DEUTSCHE ASSET & WEALTH MANAGEMENT

Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) is vorig jaar ontstaan uit het samengaan van alle asset en wealth management activiteiten van Deutsche Bank, waaronder ook RREEF Real Estate. Het behoort met bijna 1 biljoen euro onder management wereldwijd tot de tien grootste vermogensbeheerders die onderdeel uitmaken van een bank. Van de 1 biljoen euro onder management valt 94,2 miljard euro onder de alternatieve beleggingen zoals Private Equity, hedgefonds, inflation linked bonds (TIPS) en beleggingen in vastgoed, commodities en infrastructuur. Van de alternatieve beleggingen is ongeveer 39% gealloceerd in vastgoed.



Investeren in Kunst Vooral om de esthetische waarde

Prof. Dr. Patrick Verwijmeren, Erasmus Universiteit Rotterdam

[Investeren in kunst is in opkomst, en regelmatig halen recordprijzen voor schilderijen het nieuws. Is kunst inderdaad zo'n goede financiële investering?](#)

Een belangrijk kenmerk van investeren in kunst is dat rendementen veel moeilijker te bepalen zijn dan rendementen op bijvoorbeeld aandelen. Waar aandeleprijzen op ieder moment observeerbaar zijn voor alle aandelen, zijn de prijzen van schilderijen pas observeerbaar als een schilderij wordt verhandeld. En vaak zit er meer dan 30 jaar tussen opeenvolgende veilingen van een schilderij. Een schilderij is in dit opzicht dus niet zo verschillend van vastgoed.

Op basis van veilinggegevens van duizenden schilderijen, die twee of meer keer geveild werden sinds 1972, blijkt dat investeringen in kunst een gemiddeld jaarlijks rendement behalen van circa 10 procent. Het blijkt echter ook dat de schilderijen die verhandelen niet representatief zijn voor de totale schilderijmarkt. Schilderijen komen vaker op de markt als de verkoper denkt een hoog rendement te kunnen behalen. Schilderijen in stijlen die uit de mode zijn, zijn veel minder vertegenwoordigd en komen vaak zelfs nooit meer terug op veilingen. Het schatten van

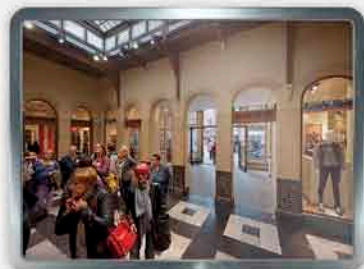
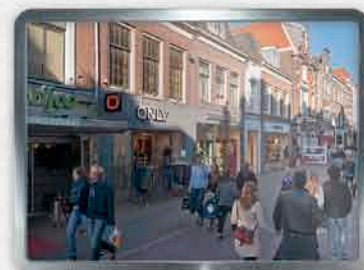
rendementen op basis van gegevens van verkochte schilderijen levert daarom een te rooskleurig beeld op van kunstinvesteringen. In tijden van economische crisis lijken de verkochte schilderijen nog best goede rendementen te behalen, maar dit betreft vooral de uitzonderingen.

Wanneer men corrigeert voor het feit dat schilderijen met prijsstijgingen een grotere kans hebben om geveild te worden, zakt het rendement voor een representatief schilderij tot ongeveer zes procent per jaar, met een positieve correlatie met aandelen. Alhoewel deze rendementen nog steeds niet slecht zijn, en zeker nog wat ruimte bieden tot diversificatie, lijkt er geen hele belangrijke rol meer voor schilderijen weggelegd in optimale portfolio's. Hetzelfde geldt voor het enkel investeren in bepaalde stromingen, zoals oude meesters, impressionisten of moderne kunst.

Wanneer we transactiekosten en verzekeringskosten meenemen, wordt deze conclusie nog sterker. Kunstinvesteringen zijn daarom niet aantrekkelijk genoeg vanuit een financieel oogpunt, behalve als je een uitstekende kijk hebt op de toekomstige vraag naar kunst. De belangrijkste reden om kunst aan te schaffen, blijft in mijn optiek simpelweg het plezier dat je kunt ontvangen van de esthetische waarde.

3X Diversiteit

In het kader van diversificatie onderzoekt Bouwinvest nieuwe beleggingsmogelijkheden om toe te voegen aan het portfolio. De focus blijft echter sterk gericht op het Nederlandse vastgoed, dat is ondergebracht in het Residential Fund, Retail Fund en Office Fund, dat met de internationale beleggingen van Bouwinvest de kern van de activiteiten vormt. Ondanks de crisis op de vastgoedmarkt presteerden deze fondsen, gezien de omstandigheden op de vastgoedmarkt, goed. Alle drie versloegen zij vorig jaar de IPD-ROZ-index.



1 Het Bouwinvest Retail Fund kampt met een retailmarkt die in hoog tempo verandert. De toename van online verkopen, demografische krimp in regio's buiten de Randstad en de vergrijzing veranderen het winkellandschap radicaal. De twee belangrijkste trends voor de komende jaren die van doorslaggevend belang zijn voor de toekomst van retail zijn *experience* en *convenience*.

De consumenten van de toekomst zullen bij het shoppen voor mode- en lifestyleproducten steeds meer op zoek gaan naar *experience*: de beleving van een merk of product in grote Flagship Stores die vooral te vinden zijn in de belangrijkste winkelsteden. Daarnaast hechten consumenten bij het doen van de dagelijkse boodschappen meer waarde aan winkelcentra die uitblinken in het bieden van gemak. Vaak zijn dit goed bereikbare en gepositioneerde winkelcentra met een of twee supermarkten waar men terecht kan voor de dagelijkse boodschappen, waar voldoende parkeergelegenheid is en waar het aanbod eigentijds is.

Winkellocaties die zich richten op deze aspecten zullen het meest toekomstbestendig zijn. Dit betreft hoofdwinkelstraten van belangrijke winkelsteden (A1-locaties), met een focus op *experience*, en winkelcentra met een focus op *convenience*. Er ontstaan kansen voor herontwikkelingsprojecten in bestaande winkelstraten die de portefeuille een aanzienlijke kwaliteitsimpuls en rendementsverbetering kunnen geven. Grote internationale retailers zoeken vooral naar grote winkeloppervlakten.

Bouwinvest zal de komende jaren fors in bestaande locaties gaan investeren om continu de huidige winkelportefeuille van circa 600 miljoen euro te optimaliseren.

De belangrijkste investeringen van Bouwinvest zijn de herontwikkelingsprojecten Damrak 70 en Nieuwendijk 196 in Amsterdam. Op Nieuwendijk 196 opent de Spaanse kledingketen ZARA in 2015 een nieuwe winkel verspreid over drie verdiepingen in een gebouw dat tot voor kort overwegend

een kantoorbestemming had. Op het Damrak 70 wordt de huidige winkel van C&A omgebouwd tot de eerste Nederlandse Flagship Store. Naast C&A komt Primark met zijn grootste winkel in de Benelux. Om de *experience* op deze winkellocatie compleet te maken, heeft koffieketen STARBUCKS eind 2013 een vestiging geopend op het Damrak 80-81.

Het afgelopen jaar heeft het fonds ook een aantal acquisities gedaan, gericht op convenience, waaronder de nog in ontwikkeling zijnde winkelcentra Mosveld en Stadionplein in Amsterdam. Deze projecten zullen in 2016 worden afgerond.

Terwijl de grote Flagship Stores in belangrijke winkelstraten van de grote steden het online winkelen gebruiken om bezoekers te trekken voor de real life *experience*, krijgen bestaande winkelstraten en centra buiten de grote steden het steeds moeilijker. Bouwinvest zoekt naar innovatieve en creatieve manieren om haar huurders te steunen en daarmee leegstand van winkels in de portefeuille zoveel mogelijk tegen te gaan. Om in te spelen op groei van het online winkelen, is een samenwerkingsverband aangegaan met Socialmedia Expert xXess360, gericht op het ontwikkelen van een online platform voor, met name, winkelcentra met zelfstandige ondernemers. In deze winkelcentra wordt geprobeerd via een 'Mobile Shopping Mall' nieuwe klanten naar de fysieke winkels te trekken en bestaande klanten te belonen.

‘Winkellocaties die zich richten op *experience* en *convenience* zullen het meest toekomstbestendig zijn’

Creativiteit, innovatie en goed luisteren naar de markt en de huurder zijn nodig om bestaande huurders in deze tijden te faciliteren in het succesvol zakendoen. Deze inspanningen hebben er toe geleid dat het Retail Fund de afgelopen twee jaar de benchmark heeft verslagen terwijl de portefeuille aanzienlijk is gegroeid.

Bouwinvest Dutch Institutional Retail Fund

Hiernaast ziet u een greep uit onze Retail Fund portefeuille.

Kijk voor meer projecten in onze portefeuille

www.bouwinvest.nl/nl/fondsen



2 De strategie van het Office Fund van Bouwinvest is om het verschil te maken in de beleggingsmarkt voor kantoren die wordt gekenmerkt door leegstand en huurinkomsten die onder druk staan. Het fonds, met een belegd vermogen van 450 miljoen euro, zet de komende jaren in op optimalisatie van de portefeuille.

Bouwinvest doet dit door te beleggen in duurzame multifunctionele gebouwen waar meerdere huurders gebruik van maken. Het moeten inspirerende plekken zijn waar mensen graag komen en waar voldoende faciliteiten zoals koffieshops, crèches of ontmoetingsplekken, in en rond het gebouw aanwezig zijn. Deze kantoren liggen vooral in de vier grote steden in de Randstad.

Ondanks een moeilijke markt slaagde Bouwinvest er de afgelopen periode door actief asset management in de bezettingsgraad van het kantorenportefeuille op 91 procent te houden. Er werd een aantal belangrijke huurcontracten verlengd waaronder voor CentreCourt in Den Haag, Maincourt in Amsterdam en Maasparc in Rotterdam. Het kantorenfonds slaagde er ook in een aantal kleinere nieuwe huurders aan te trekken door renovaties van gebouwen. Voorbeelden hiervan zijn nieuwe huurders voor Brabantse Poort in Nijmegen, de Arthur van Schendelstraat in Utrecht en De Laraissestraat in Amsterdam.

De vraag naar kantoren zal de komende jaren laag blijven. Bedrijven gaan steeds meer over tot 'Het Nieuwe Werken' waardoor er minder vaste werkplekken nodig zijn en men toe kan met een kleiner kantoor. Centraal gelegen kantoren in grote steden die multifunctioneel en goed toegankelijk zijn, blijven daarentegen in trek bij huurders. Meer dan ooit is actief asset management een bepalende succesfactor. Door in gesprek te gaan met de huurder en met hem mee te denken, wordt geprobeerd zoveel mogelijk in te spelen op zijn huidige en toekomstige ruimtebehoeften. Alles draait om het faciliteren van ondernemers in het verbeteren van hun business. Dat kan ook door op duurzaamheid bij het beheer en de ontwikkeling

van gebouwen te focussen. Vorig jaar ontwikkelde Bouwinvest in samenwerking met Search het Duoabel Kantoren, een manier om met de huurder in gesprek te gaan over het verduurzamen van het kantoorpand maar ook van de bedrijfsprocessen.

Marktontwikkelingen en trends

Voor dit jaar wordt een licht herstel van de Nederlandse economie verwacht, maar de werkloosheid zal nog enige tijd stijgen. De gemiddelde leegstand van kantoren ligt volgens DTZ rond 14,7 procent. Er is wel sprake van het ontstaan van een tweedeling op de kantorenmarkt waarbij multifocus en multitoegankelijke gebouwen winnen ten koste van kantoorgebouwen met slechts een huurder of functie die zijn gevestigd in de periferie. Op de korte termijn zal de leegstand toenemen vooral in de secundaire, perifere kantoorlocaties. Hier heeft de waardedaling van de kantoren inmiddels geleid tot herontwikkelingsplannen.

'Meer dan ooit is actief asset management een bepalende succesfactor'

De vooruitzichten voor een aantal kantoorlocaties in de vier grote steden zien er goed uit. De huren gaan niet veel omhoog, maar omdat de interesse van andere buitenlandse beleggers toeneemt kan in Nederland de waarde toenemen. De concurrentie voor het verwerven van kantoren op toplocaties zoals de Zuidas in Amsterdam is dan ook hevig. Om te kunnen profiteren van de huidige marktomstandigheden zal Bouwinvest samenwerkingsverbanden met andere institutionele investeerders onderzoeken.

Bouwinvest Dutch Institutional Office Fund

Hiernaast ziet u een greep uit onze Office Fund portefeuille. Kijk voor meer projecten in onze portefeuille www.bouwinvest.nl/nl/fondsen



3 De portefeuille van het Residential Fund van Bouwinvest bestaat voor het grootste deel uit vrije sector huurwoning in het middensegment van de markt in bepaalde kernregio's in Nederland. De nadruk ligt op de Randstad met een voorkeur voor binnenstedelijke gebieden. Op dit moment is de omvang van de portefeuille 2,53 miljard euro en de doelstelling is om de omvang de komende jaren sterk te laten toenemen.

Het afgelopen jaar werden 145 nieuwe eengezinswoningen en 253 appartementen aan de portefeuille van het woningenfonds toegevoegd. Voor het komende jaar zijn er toezeggingen voor nieuwe investeringen in 1056 woningen waarvan 714 appartementen en 342 studentenflats.

Het merendeel van deze aankopen en nieuwe ontwikkelingen is gelegen in de Randstad of in een van de andere kernregio's van Bouwinvest. De nieuwe projecten die in 2013 begin 2014 zijn toegevoegd aan de portefeuille zijn Hoogh Havezathe (Zwolle), Brandevoort (Helmond), Vathorst-De Bron (Amersfoort), de Heelmeesters (Amsterdam) en Deo Neo (Haarlem).

De strategie van het Residential Fund is gericht op groei door gebruik te maken van het 'momentum' op de woningmarkt. De prijzen zijn historisch gezien zeer aantrekkelijk en het aanbod is groot waardoor Bouwinvest het zich kan veroorloven selectief te zijn en alleen te focussen op de beste woningen op de beste locaties.

Deze locaties liggen vooral in de Randstad. Als gevolg van de verstedelijking zijn de vier grootste steden goed voor een derde van de verwachte toekomstige bevolkingsgroei. Het aantal huishoudens zal licht stijgen omdat de gemiddelde omvang van de huishoudens verder afneemt. De vraag naar eenpersoons-huurwoningen zal sterk groeien maar het aanbod is laag, vooral op centrale locaties. Bouwinvest speelt in op deze nieuwe vraag door zich, naast eengezinswoningen, eveneens te richten op het lagere middensegment van de huursector met starterswoningen en woningen die speciaal geschikt zijn voor een- en

tweepersoons huishoudens. Een voorbeeld is het project Het Bakken in Amsterdam waarin kleinere starterswoningen zijn opgenomen. Voor alle woningen geldt dat duurzaamheid hoog op de agenda staat, net als de vraag van toekomstige huurders naar levensloopbestendige woonruimte.

Vooruitzichten

De lange termijn vooruitzichten van de Nederlandse woningbeleggingsmarkt zien er goed uit. Er is nu al sprake van een zowel kwantitatief als kwalitatief tekort aan woningen en dat loopt nog op door de teruggevallen woningproductie. Door de afname van subsidies in de koopwoningmarkt en de sociale huursector, verbetert de concurrentiepositie van de vrije huursector. De huurmarkt kan steeds meer worden gezien als een volwaardig alternatief. Daarnaast kunnen huurders met een gemiddeld tot hoog inkomen die momenteel in een sociale huurwoning wonen, extra huurverhogingen verwachten. Samen met het feit dat woningcorporaties steeds meer gedwongen worden terug te keren naar hun kerndoelstelling – sociale woningbouw – stimuleert dit de verschuiving naar de vrije sector huurmarkt.

‘De vraag naar eenpersoons-huurwoningen zal sterk groeien, maar het aanbod is laag’

De sterke daling van de huizenprijzen, het gebrek aan liquiditeit in de koopwoningmarkt en de toenemende behoefte aan flexibiliteit, dragen bij aan de populariteit van huurwoningen. Met een constant hoge bezettingsgraad en een stabiele huurstroom is het volgens Bouwinvest juist nu het moment om in de woningmarkt, in economisch sterke regio's met positieve demografische vooruitzichten, te investeren.

Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund

Hiernaast ziet u een greep uit onze Residential Fund portefeuille.

Kijk voor meer projecten in onze portefeuille

www.bouwinvest.nl/nl/fondsen



Bouwinvest

WWW.BOUWINVEST.NL

