

THEMA BELEGGERS

Omvang vastgoedportefeuilles vervijfvoudigd

Nederlandse institutionele beleggers in totaal 59,1 miljard gulden, nog geen 25 miljard euro, maar wel 6,5 miljard gulden meer dan de fondsen die meededen aan het eerste onderzoek van Troostwijk. Dit onderzoek had hiermee een dekking van ongeveer 89 procent van het belegde volume. Funken maakt in zijn lijstjes overigens steeds onderscheid tussen pensioenfondsen en verzekeraars.

Voor het lijstje van de tien grootste institutionele vastgoedbeleggers over 1991 (zie Vastgoedmarkt van december 1992), volgens de data van Vastgoedmarkt en Funken, in miljoenen gulden zie tabel 1.

Het lijstje met portefeuilles, zoals Vastgoedmarkt van augustus 2011 over de vastgoedportefeuilles, ziet er wat de tien grootste beleggers betreft voor een deel anders uit. Dat geldt ook voor de ranglijst en cijfers van de institutionele beleggers over 2010 in tabel 2, zoals Funken die in Vastgoedmarkt van oktober 2011 zal publiceren.

Wat duidelijk opvalt, is dat in twintig jaar de vastgoedportefeuilles van bijvoorbeeld APG/ABP en Zorg en Welzijn/PGGM zijn vervijfvoudigd (als de gulden van 1991 worden omgerekend naar euro's). Voor Bouwnijverheid, dat veel meer direct vastgoed heeft aangehouden en ook zelf ontwikkelt, is dat overigens een verdrievoudiging. Aardig is dat deze vervijfvoudiging ook wordt genoemd in de twintigste editie van het JLL-onderzoek.

Vastgoedbeleggingsmarkt 1990

De meest spraakmakende vastgoedbeleggers in 1990 in Nederland zijn overigens niet de Nederlandse institutionele beleggers, maar de Scandinavische. Die kopen in 1990 voor 1,65 miljard gulden aan nieuw commercieel vastgoed in Nederland. Volgens Vastgoedmarkt komt daarmee de vastgoedbeleggingsportefeuille van de Scandinaviërs in Nederland eind 1990 uit op in totaal 4,1 miljard gulden.

Die Scandinavische belangstelling voor het Nederlands commercieel vastgoed begon in 1985, toen de Zweed Lars Magnusson de zogenoemde Ariel-portefeuille kocht.

Ter vergelijking, in 1990 groeide het institutionele vastgoedbezit volgens Funken met 3,8 miljard gulden. De Scandinaviërs behoorden dus eind 1990 met een aankoop van 1,65 miljard gulden, inderdaad tot de belangrijkste vastgoedbeleggers in ons land op dat moment.

1990 zal ook het laatste jaar zijn dat de Scandinaviërs een stempel kunnen drukken op het Nederlands commercieel vastgoed. Doordat de thuismarkt instort, komt er een einde aan de investeringsgolf van vooral de Zweden. Toch zal het, aldus de cijfers van Vastgoedmarkt, nog tot 1993 duren voordat het belang van buitenlandse investeerders afneemt. Met andere

woorden: in 1993 verkopen buitenlanders voor het eerst meer vastgoed dan ze kopen en dat verkopen doen ze ook nog eens tegen flinke afschrijvingen.

1991, het jaar waarover het eerste onderzoek gaat, is trouwens een problematisch jaar voor de Nederlandse vastgoedsector. In direct vastgoed beleggen staat ter discussie, of zoals Vastgoedmarkt het noemt: 'De seinen om in vastgoed te beleggen staan op rood.' Reden daarvoor is dat de twee grootste institutionele beleggers in Nederland, ABP en PGGM hun beleggingsbeleid willen aanpassen en hun beleggingen willen verschuiven van direct naar indirect. Vastgoedmarkt haalt de in 1991 aangetreden ABP-topman mr. J.A.M. Reijnen aan, die oordeelt dat het indirect beleggen via vastgoedfondsen het karakter van direct vastgoed niet aantast en voordeelen biedt voor weging en spreiding. Een effect daarvan is wel dat de institutionele beleggers ook op de rem gingen staan bij investeren in direct buitenlands vastgoed. Het onderzoek uit 1993 (over 1992): '76 procent van de beleggers houdt al een deel van het vermogen in aan indirect vastgoed en bijna de helft daarvan geeft aan hierin meer te willen investeren. In 1993 bedraagt het totaal aan investeringen in indirect vastgoed 13 miljard gulden.' Concreet betekent dat het begin van het einde van investeren door institutionele beleggers in – in ieder geval – direct Amerikaans vastgoed, hoewel in de twintigste editie van het onderzoek duidelijk wordt dat in indirect Amerikaanse vastgoed investeren gewoon doorgaat: 'Dit (de vervijfvoudiging van het geïnvesteerde vastgoedvermogen over de afgelopen twintig jaar; RdW) is vooral te danken aan een forse toename van de beleggingen in het buitenland.' Ook kan worden opgemaakt, dat dit belang in de VS voor een belangrijk deel voor rekening komt van de ING REIM-portefeuille, die – zoals bekend – waarschijnlijk volgend jaar niet meer als Nederlands kan worden aangemerkt. Dan wordt ING REIM voor een belangrijk deel verkocht aan CBRE Investors. Hoe de Nederlandse vastgoedexposure in het buitenland per eind 2010 was, wordt elders in deze uitgave uitvoerig aangegeven door Dirk Rompelman. De verschuiving van het Nederlands institutioneel vastgoedbezit van direct naar indirect wordt overigens in bijna elk onderzoeksrapport door de deelnemers genoemd als een verwachting waaraan ze willen gaan voldoen. Deze verschuiving gaat, afhankelijk van de marktontwikkelingen, met horten en stoten.

ABP zette in 1992 zijn eerste indirecte stap door een belang in Rodamco te nemen van 12 procent en een 20-procentsbelang in drie Rodamco-vastgoedfondsen – Rodamco Noord-Amerika, Haslemere en Rodamco Asia – voor een bedrag van 2,5 miljard gulden. De investering zorgde voor veel commotie binnen politiek Nederland.

Volgens de toenmalige regels mocht ABP namelijk geen minderheidsbelang nemen. Opmerkingen hierover van de Algemene Rekenkamer leidden tot aanpassing van de regels.

Waarmee niemand echter rekening had gehouden, was de vastgoedcrisis die vrijwel onmiddellijk erop volgde. De zes grote vastgoedfondsen, die aan de Amsterdamse beurs waren genoteerd, moesten in 1992 in totaal 1,5 miljard gulden afwaarderen, dat komt neer op ongeveer 10 procent van hun totale vastgoedportefeuille. Dat ligt dus nog onder de gemiddelde afwaarderingen die na 2008 in Nederland hebben plaatsgevonden door de financiële crisis.

De belangrijkste vastgoedgebeurtenis van 1990 was overigens, zeker terugkijkend, de fusie van Nationale Nederlanden met de NMB/Postbank om ING Bank te gaan vormen. Hiermee werd de combinatie in een klap de grootste geïntegreerde vastgoedonderneming in Nederland met een portefeuille van 10 miljard gulden aan direct vastgoed en een hypotheekportefeuille van 60 miljard gulden. De ontwikkelingsportefeuille werd toen, voor zover valt te achterhalen, nog niet in bedragen uitgedrukt, maar moet aanzienlijk zijn geweest, omdat MBO op dat moment de grootste commercieel vastgoedontwikkelaar in Nederland was, maar ook vaker als zodanig in het buitenland ging opereren. Wat projectontwikkeling betreft, staat 1991 en 1992, volgens Vastgoedmarkt, in het teken van Den Haag. Wilma heeft dan net het nieuwe stadhuis op het Spui, naar een ontwerp van de Amerikaanse architect Richard Meier, gebouwd. Er worden plannen gemaakt voor de ernaast gelegen Lavi-kavel op basis van een stedenbouwkundig plan van de architect Rob Krier, met als resultaat drie nu nog steeds de Haagse skyline dominerende torens: de Muzentoren, de Zürichtoren en Castalia. Er ligt hier een immense binnenstedelijke ontwikkelingsopgave, de Resident geheten, van 80.000 m² kantoorruimte, 410 woningen, 3.000 m² winkels en 1.000 parkeerplaatsen, met een investeringsbedrag van een half miljard gulden. In 1992 worden uiteindelijk de combinatie MAB en de nieuwe divisie Bouwfonds Financiering gekozen om het project uit te voeren. Het werd een van de eerste grote projecten van Bouwfonds als vastgoedfinancier, en het begin van een vijftien jaar durende – in menig opzicht ook succesvolle – samenwerking tussen de toenmalige Bouwfonds PF topman Bertus Pijper en Ton Meijer, die uiteindelijk leidde tot de overname van MAB door Bouwfonds in 2004.

Direct versus indirect

Bij het analyseren van de twintig onderzoeksrapporten die eerst Troostwijk Makelaars O.G. en daarna Jones Lang LaSalle hebben uitgebracht over het beleggingsbeleid van de

Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen, valt een aantal zaken op.

De belangrijkste is de hiervoor al gesignaleerde overgang van direct vastgoedbezit naar indirect beleggen in al dan niet genoteerde vastgoedfondsen. Direct beleggen impliceerde vaak ook zelf ontwikkelen en daaraan is de afgelopen twintig jaar nagenoeg een einde gekomen. Van de grote institutionele beleggers ontwikkelen alleen ASR, Bouwinvest, Dela, Delta Lloyd, Kleinmetaal, Spoorwegpensioenfondsen, Syntus Achmea Vastgoed en, namens de instituten, onder meer Altera, Amvest, Q-Park en Vesteda en nog steeds min of meer zelfstandig. Vesteda heeft onlangs aangegeven aanzienlijk minder te willen ontwikkelen. In de loop van de afgelopen twintig jaar zien we dus pensioenfondsen afstand nemen van hun direct vastgoed, hoewel hierin geen rechte lijn is te ontdekken. In verschillende edities wordt nadrukkelijk gesignaleerd dat de pensioenfondsen hun belang in direct vastgoed juist willen vasthouden of zelfs opvoeren, dat heeft te maken met de marktontwikkelingen op dat moment.

Er is wel een duidelijke tweedeling ontstaan. Een aantal fondsen uit de onderzoeksreeks heeft het directe belang enorm uitgebreid. Een ander deel heeft de portefeuille geheel verkocht dan wel is gefuseerd en heeft uitsluitend nog een indirect belang in vastgoed. ABP creëert in het laatste decennium van de twintigste eeuw onder meer eerst specifieke sectorgerichte en niet-genoteerde fondsen vanuit het eigen directe vastgoedbezit als KFN en Vesteda, om ze vervolgens op afstand te plaatsen. KFN wordt, zoals bekend in 2008 geheel verkocht aan ING REIM en het belang in Vesteda wordt in de loop van de jaren teruggebracht naar iets onder de 50 procent. Pensioenfondsen van Shell, Unilever (Progress) en recentelijk ook Philips zijn pas in het eerste decennium van de 21ste eeuw ertoe overgegaan geheel afstand te doen van hun direct vastgoed.

De redenen, zoals opgegeven door de in het onderzoek benaderde fondsen om de overstap van direct naar indirect te maken, liggen voor de hand. In de editie van 1995 worden ze opgevoerd: 'Als voordelen van indirect beleggen in vastgoed ziet men liquiditeit, risicospreiding en internationale spreiding. Nadelen zijn het verlies aan zeggenschap en afstand tot het vastgoed.' Daaraan kan nog worden toegevoegd, dat direct vastgoed bezitten eigen know-how en een breed (ontwikkelings-, aan- en verkoop en management) apparaat vereist, iets wat de pensioenfondsen in toenemende mate ongewenst achten. Deze laatste aspecten zijn er ook een verklaring voor, dat moet worden uitgesloten dat pensioenfondsen nu opnieuw massaal in direct vastgoed zullen terugkeren, zelfs als marktontwikkelingen dat

gewenst zouden maken. Overigens, marktomstandigheden bepalen steeds weer wat er gaat gebeuren. In het rapport over 2010 staat: 'Terugkijkend op 2010 kan worden gesteld dat men gematigde kansen zag om het aandeel indirect vastgoed in de vastgoedportefeuille toe te laten. Beleggers zien het diversificatievoordeel, maar zijn afwachtend gezien de volatiliteit van de beurzen.'

Volgens de cijfers van Funken, in Vastgoedmarkt van oktober 2010, is het percentage vastgoed op het totaal aan beleggingen bij de pensioenfondsen sinds 1990 (12,4 procent) in de afgelopen twintig jaar nauwelijks veranderd. Over 2009 bedroeg dat percentage nog 10,2 procent. Bij de verzekeraars lag dat anders. Daar daalde dat percentage van 9 procent over 1990 naar 3,7 procent over 2009.

Geografische/sectorale spreiding

Zoals hiervoor is aangegeven, belegden de Nederlandse institutionele beleggers in 1991 voor driekwart in direct Nederlands vastgoed. Het percentage volgens het eerste onderzoek bedroeg 25,7 procent voor het belegd vastgoedvermogen in het buitenland, vooral in de Verenigde Staten. Daarin is de afgelopen twintig jaar nauwelijks verandering ingekomen. De vastgoedbeleggingen in de VS in 2011 blijken in het onderzoek opnieuw dominant te zijn. 'Verreweg het meeste vermogen in buitenlands direct vastgoed gaat naar Frankrijk en de VS. Vooral gesterkt door ING en Unibail-Rodamco. Daarnaast zijn landen als VK, Spanje en België traditioneel sterk vertegenwoordigd. Beleggingen in Scandinavische landen maken opnieuw een opmars.'

Het 2011-onderzoek van JLL geeft het dilemma verder aan: 'Ongeveer een kwart van de direct vastgoedportefeuille heeft betrekking op Nederlands vastgoed. Driekwart is belegd in het buitenland. Dit overwicht wordt veroorzaakt door een select aantal grote partijen die zwaar overwogen zijn in buitenlands direct vastgoed. Gecorrigeerd voor deze partijen wordt door het gros van de beleggers voornamelijk in Nederlands direct vastgoed belegd.' Met andere woorden als Unibail-Rodamco en ING REIM niet zouden worden meegerekend, zou de dominantie van het buitenland voor directe institutionele en vastgoedfondsenbeleggingen niet meer bestaan. Het indirecte aandeel in Noord-Amerikaans vastgoed is nog altijd groot (zie ook elders in deze editie van Vastgoedmarkt).

Binnen Nederland lag de verhouding Randstad – rest van Nederland eind 1991 op respectievelijk 60 tegenover 40 procent. Ook daarin lijkt de afgelopen twintig jaar nauwelijks verandering te zijn gekomen.

Dat geldt wel voor de sectorale spreiding in de portefeuilles en de wensen/verwachtingen daarover. In de eerste editie van het onderzoek bleek dat