

de institutionele beleggers voor bijna de helft (45 procent) in kantoren zat. Slechts een vijfde (20 procent) werd in 1991 door institutionele beleggers in winkelvastgoed belegd. Het segment woningen kwam uit op 31 procent van de portefeuille en bedrijfsgebouwen maakt met 4 procent het plaatje vol. Over 2010 komt het Jones Lang LaSalle-onderzoek uit op ongeveer 38 procent van de totale portefeuille (dat is dus wel institutionele beleggers en vastgoedfondsen samen) voor winkels. Het kantorensegment is aanzienlijk teruggebracht naar gemiddeld 20 procent en de portefeuille woningen is goed voor 35 procent. Bedrijfsruimte maakt slechts beperkt deel uit van de binnenlandse portefeuille. Daarnaast is er inmiddels een vijfde categorie gevormd, die bestaat uit ander vastgoed zoals parkeergarages, zogvastgoed en kinderdagverblijven. Deze vijfde categorie komt uit op 3 procent. Het segmentkantoren terugbrengen ten gunste van woningen en winkels komt overeen met de voorspellingen van de ondervraagde beleggers gedurende twintig jaar onderzoek. In bijna alle edities was het segment winkels en woningen favoriet. Door onvoldoende aanbod van geschikt product konden de beleggers echter niet altijd hun gewenste investeringen doen.

### Rendementen

Beleggen in vastgoed gaat vooral om het rendement. De onderzoeken houden steeds twee vormen van rendement aan. Het bruto aanvangsrendement (BAR; bruto huuropbrengst per jaar, gedeeld door de aankoopprijs inclusief verwervingskosten) en de Total Rate of Return (TRR). Bij de laatste vorm wordt rekening gehouden met het directe rendement uit vooral huuropbrengsten en het indirecte rendement door van waardevermeerdering of -vermindering. Bij de laatste rendementsberekening is een belangrijke plaats ingeruimd voor de waardevermindering. Die vond twintig jaar geleden bij institutionele beleggers gemiddeld een keer in de vijf jaar plaats. Inmiddels zijn, mede door steeds strengere accountantsvoorschriften, de taxaties uitgebreid naar minimaal een keer per jaar en in veel gevallen zelfs vaker. Een aantal fondsen is zelfs overgegaan op waarderingen per kwartaal.

Het veranderde vastgoedpatroon en de verwachtingen van de institutionele beleggers voor rendementen volgens BAR en TRR is weergegeven in tabel 3. Rendementen zijn overigens momentopnamen, bepaald door de marktontwikkelingen. Vooral de waardestijging of -vermindering zijn daardoor bepaald. (Zie ook de figuur over rendementen van institutionele beleggers sinds 1994 op basis van data Troostwijk/Jones Lang LaSalle, elders in deze special)

### Prestaties beleggers

Na twintig jaar onderzoek naar het beleggingsbeleid van de Nederlandse institutionele beleggers is de vraag gerechtvaardigd hoe diezelfde beleggers het nu hebben gedaan, zeker in het licht van het huidige, moeilijke beleggingsklimaat. Vaststaat dat het aandeel van de vastgoedinvesteringen van de Nederlandse institutionele beleggers in het totaal aan vastgoedbeleggingen procentueel in aandeel in Nederland is afgenomen. Dit komt mede door de toename van de investeringen door buitenlandse beleggers en de opkomst van maatschappen. Hierdoor zijn de beleggers uit de onderzoeksgroep in staat geweest te desinvesteren. In de kantorenmarkt is de rol van de institutionele beleggers en vastgoedfondsen vooral overgenomen door de Duitse beleggers die sinds 1995 de Nederlandse markt veroverden.

Zeker is dat de Nederlandse pensioenfondsen voorzichtig hebben belegd en vanaf 1995 niet mee hebben gedaan aan de goldrush van vooral de Duitse beleggers die geleveraged zijn en met een aan zekerheid grenzende waardevermeerdering het aandurfden voor aanzienlijk lagere aanvangsrendementen te gaan. Daarom waren het in de periode 1995-2007 allereerst de Duitse beleggers – en dan vooral de open-end en closed funds – die op de A-locaties kantoren en winkelcentra kochten. Daarnaast zijn in diezelfde periode veel kantoren in handen gekomen van Nederlandse en Duitse maatschappen – (en dus vaak particulieren), die er voor een deel in zijn geslaagd die grote portefeuilles (MPC/Hanzevast, Bankhaus Wölbern) tijdig – dus op het hoogtepunt van de markt – weer van de hand te doen. Bij die portefeuil-

les geldt voor een deel dat ze nu met de pijn van de afschrijvingen en een moeizame herfinanciering zitten. Een algemeen gehoorde kritiek – of misschien ook wel een terechte constatering – is, dat de instituten weinig risicovol hebben belegd en daardoor ook de snelle waardevermeerdering in de periode voor 2008 zijn misgelopen. Daarnaast hebben ze hun bestaande posities op toplocaties maar weinig vergroot, vooral in het kantorensegment. Want nagenoeg alle nieuwe projecten gingen – en gaan nog steeds – vooral naar buitenlanders en niet-geenoteerde fondsen. Met als gevolg dat ze nauwelijks eigendom hebben op de toplocaties van Nederland. Marijn Snijders is het daarmee wel eens, maar bekijkt het van een andere kant: 'Ik vind dat twintig jaar onderzoek de stelling rechtvaardigt dat de institutionele beleggers het wel goed hebben gedaan met hun lange termijn investeringsbeleid in vooral Nederlands commercieel vastgoed en woningen. Als lange termijnbeleggers heeft de grilligheid van een sterk opgaande, maar ook neergaande markt minder invloed gehad op hun waarden en rendementen en als je die rendementen over deze twintig jaar bekijkt, zijn ze ronduit erg goed. Dat geldt ook voor hun leegstandscijfers. Deze liggen aanzienlijk lager dan het landelijke gemiddelde. Blijkbaar moet je concluderen dat de institutionele beleggers dichter op hun vastgoed zitten en minder hebben geïnvesteerd in risicovolle locaties, met als resultaat dat ze in tegenstelling tot andere beleggers minder last hebben van de enorme kantorenleegstand die in twintig jaar tijd toch is opgelopen van 4 procent naar mogelijk 20 procent in de kantorenmarkt. Bij de institutionele beleggers ligt die leegstand aanzienlijk lager op ongeveer 9 procent. Vooral de institutionele beleggers beschikken over kwalitatief hoogwaardige portefeuilles die ook de komende moeilijke tijd minder zullen worden geraakt dan de portefeuilles die zijn opgebouwd door opportunistische investeerders.'

### Tien grootste institutionele beleggers in 1991

Tabel 1

Vastgoedmarkt:		Funken:	
1. ABP	10.488 mln gulden	1. ABP	10.498 mln gulden
2. ING	9.927	2. Int. Ned. Groep	9.927
3. Rodamco	7.695	3. PGGM	6.999
4. PGGM	6.999	4. Fortis	5.423
5. Fortis	5.270	5. Aegon/Ennia/AGO	4.454
6. Aegon	4.454	6. Bouwnijverheid	3.314
7. Shell Pensioenfondsen	3.536	7. Shell Pensioenfondsen	3.278
8. GAK	3.414	8. Philips Pfs B en A	2.892
9. Pfs Bouwnijverheid	3.314	9. Bedrijfspfs Metaalindustrie	2.709
10. Wereldhave	3.157	10. Delta Lloyd Verzek.	2.003

### Tien grootste institutionele beleggers in 2010

Tabel 2

Vastgoedmarkt:	
1. ING Real Estate	66.154 mln euro
2. APG (voorheen ABP)	27.156
3. Pfs Zorg en Welzijn (PGGM)	15.394
4. Syntrus Achmea Vastgoed	9.978
5. Redevco	7.400
6. Corio	7.235
7. Bouwfonds REIM	7.200
8. ING Group	6.743
9. Bouwinvest (Bouwnijverheid)	5.211
10. Q-Park	4.653

### Rendementen in 1991 en 2011

Tabel 3

Verwachte BAR voor 1991 in %		
Segmenten	A-locatie	B-locatie
Kantoren	8,5	9,3
Winkels	8,6	8,8
Woningen	6,8	7,1
Bedrijfsruimte	9,9	10,9
Gemiddeld rendement over 1991		
TRR	9,0%	
Direct rendement	7,6%	
Indirect rendement	1,4%	

De cijfers zijn, door nadere detailleringen, niet helemaal te vergelijken met die over 2010, maar ze laten het verschil toch goed zien:

Verwachte BAR voor 2011 in %				
Segmenten	Randstad		Buiten Randstad	
	A-locatie	B-locatie	A-locatie	B-locatie
Kantoren	6,25-7,5	7,5-9	7,5-10	
Winkels	4,8-6,5	6,75-9	5,5-7	7-10
Woningen	4,5-5,5	5-6,5		
Bedrijfsruimte	7,5-8,5	8-9,5		
Gemiddeld rendement over 2010				
Direct rendement	4,9%			
Indirect rendement	0,8%			
TRR	3,6%			

### Doelstelling onderzoek

Twintig jaar geleden was er nauwelijks wetenschappelijk verantwoord cijfer- en onderzoeksmateriaal voorhanden van institutioneel en private commercieel vastgoed. Dat was voor Marijn Snijders, als directeur van Troostwijk Makelaars O.G. reden een onderzoek te initiëren naar het vastgoedbeleggingsbeleid van institutionele beleggers in Nederland. Snijders: 'Alleen Vastgoedmarkt publiceerde structureel Nederlandse vastgoeddata. Er was in 1991 weinig ander materiaal over vastgoedontwikkeling en -belegging beschikbaar. Er werd maar eens in de vijf jaar getaxeerd.'

Als toelichting: de ROZ (Raad voor Onroerende Zaken) bestond wel, maar hield zich nog niet bezig met dataverzameling. Pas in 1995 werd de ROZ/IPD gelanceerd. De IVBN (koepel van institutionele beleggers in vastgoed) is in 1995 opgericht. De Amsterdam School of Real Estate bestaat vanaf 1988, alleen via een andere naam, de SVB. Deze begon in 1990 wel met de SBV-herbeleggingsindex. En de eerste titel Master of Real Estate, MRE werd in 1991 uitgereikt.

Snijders: 'Met ons onderzoek wilden wij een bijdrage leveren aan de professionalisering van de vastgoedbeleggingsbranche. Daaraan bestond grote behoefte, bleek uit de respons. Aan ons onderzoek hebben nagenoeg alle betrokken instituten en fondsen steeds mee gedaan.'

In de onderzoeksreeks kwam steeds een aantal aspecten van het vastgoedbeleggingsbeleid terug, hoewel er ook een aantal onderzoeksthema's werd ingewisseld voor andere. Snijders: 'Het is nooit de bedoeling geweest alleen exacte data te leveren. Ons ging het erom jaarlijks nieuwe tendensen en ontwikkelingen te signaleren op basis van de onderzoeksdata. De terugkerende thema's zijn: groei van vastgoedportefeuilles, geleidelijke omslag van direct naar indirect vastgoed, er verdwenen institutionele beleggers en fondsen door fusies en overnames, de rendementen, de oplopende leegstand, de rol van taxaties en ALM, de specifieke rol van de Duitse beleggers en later ook van de particulieren en in het bijzonder de maatschappen, de portefeuilleverdeling over sectoren en andere ontwikkelingen. Later kwamen zaken aan bod als leegstand, overaanbod en duurzaamheid.' Het meest opvallend in twintig jaar vastgoedbeleggingsbeleid vindt Snijders de performance van de instituten: 'Als je de historische reeks bekijkt, zie je dat over twintig jaar deze performance stabiel en goed is geweest. De institutionele beleggers hebben goed op hun portefeuilles en hun kapitaal gepast. Dit een belangrijk punt in de discussie over de rol van pensioenfondsen en hun rendement.'

Investerings  
buiten Nederland  
voornamelijk in VS