

De plaats van onroerend goed in de portefeuille

Auteurs

Rolf Hermans'
Thijs Markwat
Tom Steenkamp

Inleiding

Dit artikel onderzoekt de plaats die onroerend goed in een institutionele beleggingsportefeuille zou moeten innemen en welke factoren daarbij een rol spelen. De vraag of een belegger onroerend goed (OG) moet opnemen als onderdeel van zijn aandelenportefeuille of als een aparte beleggingscategorie is niet nieuw. Bovendien kan er spraakverwarring ontstaan door de verschillende soorten OG. Het artikel start dan ook met een beschrijving van de onroerendgoedmarkt, gevolgd door een overzicht van de studies in de literatuur over onroerend goed als onderdeel van de institutionele beleggingsportefeuille. Hierna volgt een analyse van de auteurs naar de rol van beursgenoteerd OG (BOG) in een portefeuillecontext. Voor BOG is er ruime beschikbaarheid van kwalitatief goede data. Voor niet-beursgenoteerd OG (NBOG) is dat duidelijk minder het geval. De auteurs zijn van mening dat de classificatie van OG vooral gestoeld moet zijn op feitelijk empirisch bewijsmateriaal en ze gebruiken daarom BOG data om de classificatie nader te onderzoeken. De insteek voor NBOG wordt daarmee een iets andere. De auteurs kijken of er een

reden is om aan te nemen dat NBOG zich fundamenteel anders gedraagt dan BOG. Anders gesteld: is er verschil tussen anders verpakte 'stenen'? Als er in essentie geen verschil is tussen BOG en NBOG, dan is er ook geen verschil in de classificatie van OG als aparte categorie (klasse) of als onderdeel van de aandelenportefeuille. De bottom-up invulling met BOG of met NBOG maakt in dat geval niet uit voor het optimale belang van OG in de portefeuille. Voor alle duidelijkheid: het onderzoek richt zich niet op de selectie van individuele objecten, maar op de exposure naar een OG portefeuille. De auteurs realiseren zich hierbij de beperkingen die verbonden zijn aan empirische analyse en het gebruik van de ter beschikking staande datasets: voor NBOG zijn het hoofdzakelijk data uit de VS over een relatief korte periode, hetgeen betekent dat analyse van een andere markt of een langere periode andere resultaten zou kunnen laten zien.

De onroerendgoedmarkt

De onroerendgoedbelegger kan kiezen tussen BOG en NBOG. Binnen NBOG kan een belegger direct eigenaar zijn van de stenen, of indirect via



vlnr Tom Steenkamp Rolf Hermans en Thijs Markwat

een niet-beursgenoteerd fonds. Dit onderscheid is ook weergegeven in figuur 1. Andere indelingen beginnen vaak met direct/indirect, en splitsen indirect vervolgens op naar beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd. Daar valt veel voor te zeggen, maar gegeven de opzet van dit onderzoek ligt het meer voor de hand om het onderscheid tussen BOG en NBOG als eerste criterium te hanteren. Binnen niet-beursgenoteerd indirect kan vervolgens nog een onderscheid worden gemaakt tussen open-end (in- en uitstroom van kapitaal mogelijk) en closed-end fondsen.

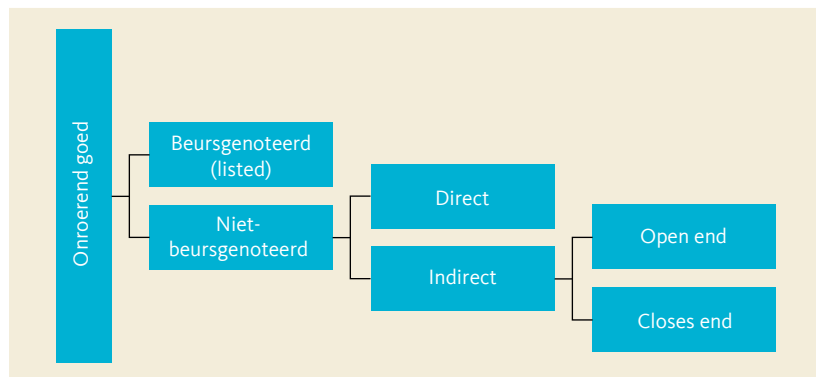
Om een indicatie te krijgen van het in onroerend goed belegde vermogen, staat in figuur 2 het percentage belegd in vastgoed weergegeven ten opzichte van de totale beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen. De figuur laat zien dat Nederlandse pensioenfondsen gemiddeld ongeveer 8% van hun beleggingen naar vastgoed alloceren. Kenmerkend is dat het percentage beleggingen in vastgoed positief samenhangt met de grootte van pensioenfondsen. De figuur laat ook nog een opdeling zien tussen beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd, waarbij de laatste categorie ook nog opgesplitst wordt naar direct en indirect. Gemiddeld allocceert een pensioenfonds 1% naar direct vastgoed en 3-4% naar zowel indirect NBOG als BOG. Kleinere pensioenfondsen hebben logischerwijs beperktere allocaties naar direct vastgoed, maar zij compenseren dat niet met een hogere allocatie naar indirect vastgoed. Pensioenfondsen met verplichtingen groter dan 1 miljard euro hebben doorgaans een substantiële allocatie (tussen de 1% en 2%) naar direct vastgoed.

Onroerend goed als onderdeel van de beleggingsportefeuille: (academische) literatuur

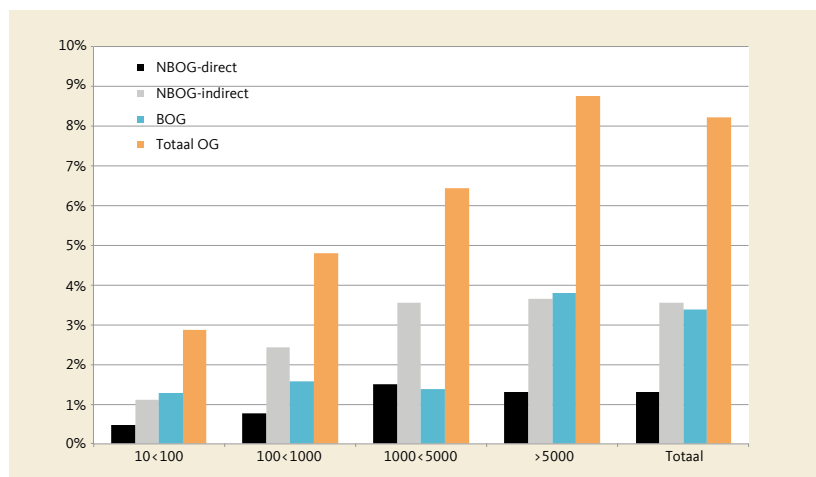
Wat zegt de academische literatuur over de rol van onroerend goed (OG) als onderdeel van een (institutionele) beleggingsportefeuille? De 'moeder' van de beleggingstheorie, het Capital Asset Pricing Model (CAPM), heeft een antwoord: aangezien de marktportefeuille een efficiënte portefeuille is zou een belegger, wanneer deze niet over een superieure voorspelgave beschikt, het percentage onroerend goed moeten aanhouden dat in de marktportefeuille zit. Volgens die theorie dient een belegger ook van ieder OG object ter wereld een klein belangetje aan te houden. Nu is de bepaling van de omvang van de marktportefeuille (de marktwaarde gewogen portefeuille van alle verhandelbare assets in de wereld) geen sinecure. Ter indicatie, in de publicatie "Expected Returns, 2014-2018", schat Robeco het aandeel van onroerend goed in de totale marktportefeuille op 5%.

In een mean-variance raamwerk, waarbij het gaat om het samenstellen van een optimale portefeuille, hangt de vraag of OG een onderdeel zou moeten zijn van de beleggingsportefeuille af van drie vragen: geeft de asset-klasse meer rendement per eenheid risico, geeft het minder risico

Figuur 1 De onroerendgoedmarkt



Figuur 2 Percentage vermogen van Nederlandse pensioenfondsen belegd in verschillende types vastgoed



Bron: DNB, 2014

per eenheid rendement of is de correlatie met de portefeuille waarin OG wordt opgenomen dermate laag dat diversificatie een opname rechtvaardigt? Evenals een aantal andere alternatieve beleggingscategorieën, zoals private equity, is direct OG een illiquide belegging, waarvan de theorie leert dat beleggers een rendementspremie kunnen incasseren. Een institutionele belegger is bij uitstek in staat om deze beleggingen in de portefeuille op te nemen vanwege de doorgaans langere beleggingshorizon? Aan het bestaan van een dergelijke 'illiquiditeitspremie' voor OG wordt echter in de academische literatuur sterk getwijfeld door onder andere Pagliari et al (2003, 2005) en Geltner en Rodriguez (1995).

OG zou ook een aantrekkelijke asset-klasse kunnen zijn omdat de samenhang met andere beleggingscategorieën gering is. Belangrijker nog, een toevoeging van OG zou ook het risico kunnen verlagen indien de samenhang met de waarde van de pensioenverplichtingen op de balans groter is dan die van de traditionele vermogenstitels. Zo wordt OG vaak gezien als een goede inflatiehedge. De academische literatuur is niet eenduidig in haar oordeel over het onderscheidende risicoprofiel van BOG en derhalve OG als aparte asset-klasse. Fugazza, Guidolin en Nicodano (2007) stellen dat, onder aanname van voorspelbaarheid, BOG substantieel onderdeel zou moeten uitmaken van

Tabel 1 Geannualiseerde rendementskarakteristieken MSCI sectorindices
Jan 1995- Jul 2014

	Rendement	Volatiliteit	Sharpe ratio	Dividend yield
World	7,5%	14,4%	0,38	2,2%
Real estate (MSCI)	6,7%	19,0%	0,29	3,5%
Real estate (GPR)	8,5%	16,1%	0,41	4,5%
Cons discr	7,2%	16,9%	0,33	1,6%
Cons staples	9,9%	11,2%	0,65	2,4%
Energy	11,7%	17,6%	0,55	2,7%
Financials incl re	5,5%	19,1%	0,23	2,8%
Health care	11,4%	12,7%	0,69	1,9%
Industrials	6,9%	16,2%	0,32	2,0%
IT	8,9%	25,5%	0,35	0,8%
Materials	6,5%	18,4%	0,28	2,3%
Telcom	6,3%	17,4%	0,28	3,5%
Utilities	7,5%	11,6%	0,44	3,9%

Bron: Robeco, Datastream

een portefeuille bestaande uit Europese titels. Garcia-Feijoo, Jensen en Johnson (2006) concluderen dat voor een belegger in Amerikaanse aandelen, OG inferieur is als bescherming tegen risico door de hoge correlatie met aandelen. In het bijzonder tijdens periodes van slechte aandelenrendementen biedt OG geen diversificatie. Hoevenaars, Molenaar, Schotman en Steenkamp (2005) laten zien dat BOG veel lijkt op een mix van aandelen en obligaties en weinig toevoegt voor beleggers die verplichtingen hebben die worden bepaald door veranderingen in reële rente en inflatie.

BOG in de beleggingsportefeuille Gebruikte data

BOG wordt door MSCI behandeld als een aandeel: het maakt onderdeel uit van de MSCI World-index als industriegroep (subsector) onder de sector financials. De marktwaarde van deze sector bedraagt ongeveer 3% van de totale index. Dit onderzoek gebruikt MSCI data om te analyseren hoe BOG zich gedraagt ten opzichte van de MSCI World-index en of BOG wezenlijk andere karakteristieken heeft dan de andere aandelensectoren binnen de MSCI-index.²

Het gebruik van de MSCI sub-index voor BOG heeft als voordeel de vergelijkbaarheid van resultaten met andere MSCI sector indices. De MSCI indices van 10 hoofdsectoren worden als kwalitatief hoog beschouwd, terwijl de MSCI Real Estate index mogelijk niet altijd eerste keus zal zijn uit de beschikbare vastgoed indices. Dit artikel zal daarom ook de GPR250 index meenemen als proxy voor de globale BOG markt. De GPR250 index bevat geen pure ontwikkelaars en ook geen conglomeraten met veel non-real estate activiteiten. Het zou dus een meer pure vastgoed belegging moeten weerspiegelen. De MSCI Real Estate index bevat wel ontwikkelaars, maar dit betreft een klein percentage van ongeveer 3%. Beide indices bestaan grotendeels uit Real Estate Investment Trusts.

Rendementskarakteristieken

Tabel 1 toont de geannualiseerde rendementskarakteristieken van de globale MSCI sector indices, waarbij de onderliggende data op maandbasis gebruikt is. Over de periode januari 1995 tot juli 2014 rapporteert de tabel het gemiddelde geometrische rendement, de volatiliteit, de Sharpe ratio en het dividendrendement. De rendementen zijn in lokale valuta inclusief dividend, waarbij de dividenden bruto worden geherinvesteerd.

De MSCI World index heeft een rendement gehaald van 7,5%. De MSCI vastgoed sector index heeft het over deze periode net iets minder gedaan met een rendement van 6,7%. Daar staat ook nog een substantieel hogere volatiliteit tegenover: 19% tegenover 14,4% van de MSCI World. De GPR index laat een rooskleuriger beeld zien voor beleggingen in vastgoed. Het geometrische rendement op de GPR index is 8,5%, bijna 2%-punt hoger dan het rendement op MSCI vastgoed index. Mogelijk kan het verschil in regioallocatie dit verschil gedeeltelijk verklaren. De MSCI Europa vastgoed index behaalde over dezelfde periode een geometrisch rendement van 7,6%, tegenover een 8,6% voor de GPR Europa index. Voor de US indices is het verschil nog kleiner, 11,1% voor de MSCI tegen 11,5% voor de GPR index. Deze getallen laten zien dat verschillen in landenweging in ieder geval gedeeltelijk het verschil in rendement tussen de globale MSCI en GPR reeksen kan verklaren. Daarnaast kunnen verschillen in subsectoren binnen vastgoed in de index dit verschil mogelijk verder verklaren. Het zou echt buiten de reikwijdte van dit artikel vallen om hier dieper op in te gaan. Bovendien komen de geometrische rendementen van de twee reeksen sinds 2003 overeen, wat er op duidt dat de reeksen steeds beter vergelijkbaar zijn geworden. De conclusie op basis van rendementen is, ondanks dat er op het eerste gezicht verschillen tussen de reeksen zijn, dat beide reeksen een even goed beeld geven van de globale vastgoedmarkt. Desalniettemin neemt dit onderzoek beide reeksen mee in de vervolganalyses, om de conclusies zo goed mogelijk te onderbouwen.

Rendementen van andere sectoren variëren van 5,5% (Financials) tot 11,7% (Energy), volatiliteiten variëren van 11,2% (Consumer Staples) tot 25,5% (IT). BOG behoort wel tot de sectoren met een hoog dividendrendement, zoals uit de laatste kolom van tabel 1 is af te lezen. Dit geldt vooral voor de GPR reeks, wat een gevolg kan zijn van de pure vastgoedbeleggingen in deze index. Duidelijk is dat vastgoed geen bijzonder hoog rendement heeft opgeleverd, en dat ook geen sprake is van een lage volatiliteit ten opzichte van het gemiddelde.

Correlaties met wereldwijde aandelen

Aangezien het rendement en risicoprofiel van BOG niet direct positief onderscheidend zijn ten opzichte van andere sectoren is het interessant om naar de correlaties te kijken. Een lage correlatie met andere sectoren betekent immers spreidingsvoordelen. Tabel 2 geeft de correlaties tussen de MSCI World

Tabel 2 Correlaties tussen MSCI World index en sectoren, en obligaties en sectoren

	Totaal	Intenet Bubble	Irak oorlog	Recovery	Financial crisis	Recovery	Sovereign Crisis	Euro Government bonds
	Jan-95	Apr-00	May-02	May-03	Jun-07	Apr-09	Apr-10	Jan-95
	Jul-14	Apr-02	Apr-03	May-07	Mar-09	Mar-10	Sep-12	Jul-14
Real estate (MSCI)	73%	40%	80%	59%	92%	94%	91%	2%
Real estate (GPR)	70%	26%	67%	52%	88%	91%	90%	2%
Cons discr	93%	90%	97%	91%	93%	86%	94%	-15%
Cons staples	65%	-3%	74%	66%	85%	78%	73%	1%
Energy	67%	50%	74%	48%	75%	70%	92%	-18%
Financials	90%	78%	99%	85%	90%	92%	96%	-4%
Health care	64%	6%	91%	48%	81%	43%	74%	4%
Industrials	94%	88%	95%	88%	97%	94%	96%	-19%
IT	84%	92%	93%	82%	95%	91%	94%	-13%
Materials	81%	68%	90%	76%	87%	92%	89%	-20%
Telcom	72%	61%	92%	63%	76%	72%	67%	-6%
Utilities	63%	19%	74%	42%	82%	82%	65%	4%

Bron: Robeco, Datastream

index, obligaties en de onderliggende sectoren van de MSCI-index weer voor verschillende perioden.

Kolom 2 laat zien dat vastgoed over de periode 1995–2014 een correlatie met de MSCI World index had van 73% voor de MSCI index en 70% voor de GPR index. De sectoren consumer staples, energy, health care, en utilities hebben een lagere correlatie met de wereldindex dan vastgoed. Dus vanuit het diversificatieargument lijkt vastgoed niet bijzonder aantrekkelijk. Om deze uitspraak beter te kunnen staven worden de data opgesplitst in meerdere deelperioden, waarin zowel verscheidene crises als herstelperioden voorkomen. Ook in iedere deelperiode zijn er altijd sectoren die een substantieel lagere correlatie met de markt hebben dan vastgoed. Dit effect is sterker voor de MSCI vastgoed index, maar geldt ook voor de GPR index. Vooral utilities en health care bieden structureel een groter diversificatievoordeel. Hier komt nog eens bij dat vastgoed een industriegroep is; één niveau lager dan de sector. Per definitie zijn er industriegroepen binnen de 10 sectoren die minstens even goed en waarschijnlijk beter diversifiëren dan de sector zelf.

Opmerkelijk is ook dat onroerend goed een correlatie van meer dan 90% met de globale markt heeft sinds het uitbreken van de financiële crisis.

De laatste kolom van tabel 2 laat de correlaties van de rendementen per industrie met een Europese staatsobligatie-index (JP Morgan Euro index) zien. Hier valt op dat vastgoed een hoger dan gemiddelde correlatie heeft met obligaties dan de andere industriële sectoren.³ Wederom zijn de utilities en health care opvallende sectoren, nu juist door de relatief hoge correlaties.

Beursgenoteerd vastgoed in portefeuille context

De conclusie is dat op basis van rendement, volatiliteit of correlatie BOG geen plek als aparte assetklasse in een portefeuille verdient. Maar misschien schuilt de toegevoegde waarde niet zozeer in de afzonderlijke parameters (rendement, risico, correlatie), maar juist in de combinatie ervan. Daarom wordt een mean-variance analyse uitgevoerd om de toegevoegde waarde van vastgoed in een aandelenportefeuille context te bekijken.

Tabel 3 Toevoeging onroerend goed aan aandelen - obligatie portefeuille

	Portfolio 1	Portfolio 2	Portfolio 3	Portfolio 4	Portfolio 5
Gewicht:					
Obligaties	40%	40%	40%	40%	40%
Aandelen	60%	55%	50%	45%	40%
Extra sector	0%	5%	10%	15%	20%
Sharpe ratio:					
Real estate (MSCI)	0,54	0,54	0,54	0,53	0,52
Real estate (GPR)	0,54	0,56	0,57	0,58	0,59
Health Care	0,54	0,58	0,62	0,66	0,69
Utilities	0,54	0,56	0,58	0,60	0,61

Bron: Robeco, Datastream

Een randvoorwaarde is dat de gewichten in de optimale portefeuille niet kleiner mogen zijn dan nul (no short selling), een veronderstelling die aansluit op de beleggingspraktijk bij institutionele beleggers. Het onderzoek start met optimalisatie over de 10 MSCI sectoren, dus zonder onroerend goed. Vervolgens wordt opnieuw de efficiënte grenslijn bepaald wanneer BOG als elfde categorie meegenomen wordt, zowel voor de MSCI BOG index als voor de GPR BOG index. De efficiënte grenslijnen waarbij BOG wel en niet is toegestaan overlappen elkaar volledig. Het gewicht van OG is exact gelijk aan 0% voor alle gewenste rendementen. Dit betekent dat het toevoegen van BOG aan de tien sectoren geen toegevoegde waarde heeft over deze periode. Ook voor deelperioden geldt dat BOG niet van grote invloed is geweest op de samenstelling van de optimale portefeuille. De resultaten van deze analyse staan overigens niet in een grafiek of tabel weergegeven.

De volgende analyse bekijkt of BOG toegevoegde waarde bevat ten opzichte van een asset mix die bestaat uit de categorie aandelen als geheel en Europese obligaties. Tabel 3 laat een vijftal portefeuilles zien. Iedere portefeuille bevat 40% Europese staatsobligaties en 60% zakelijke waarden. Het zakelijke waarde gedeelte van Portfolio 1 is volledig ingevuld met de MSCI wereld index. De Sharpe ratio van deze portefeuille is gelijk aan 0,54. Voor portfolio 2 tot en met portfolio 5 vermindert steeds het gewicht in de MSCI wereld index en wordt een andere sector toegevoegd. Voor elk van deze portefeuilles wordt in het onderste deel van Tabel 3 steeds de Sharpe ratio weergegeven. De rij waar de MSCI Real Estate index wordt toegevoegd laat zien dat de risico-rendementskarakteristieken licht verslechteren. Toevoeging van de GPR Real Estate index geeft wel een lichte verbetering.

Om te kijken hoe substantieel de veranderingen door toevoeging van BOG nu eigenlijk zijn, tonen de laatste 2 rijen van Tabel 3 dezelfde analyse

voor de sector Health Care en Utilities in plaats van BOG. De resultaten laten duidelijk zien dat de toevoeging van voornamelijk Health Care wél substantieel betere risico-rendementsverhoudingen oplevert. Als deze exercitie al aan BOG de status van aparte asset-klasse toekent, dan zou dat zeker voor sommige andere sectoren, zoals de Health Care en Utilities, ook moeten doen.

Conclusie op basis van rendementen beursgenoteerd vastgoed

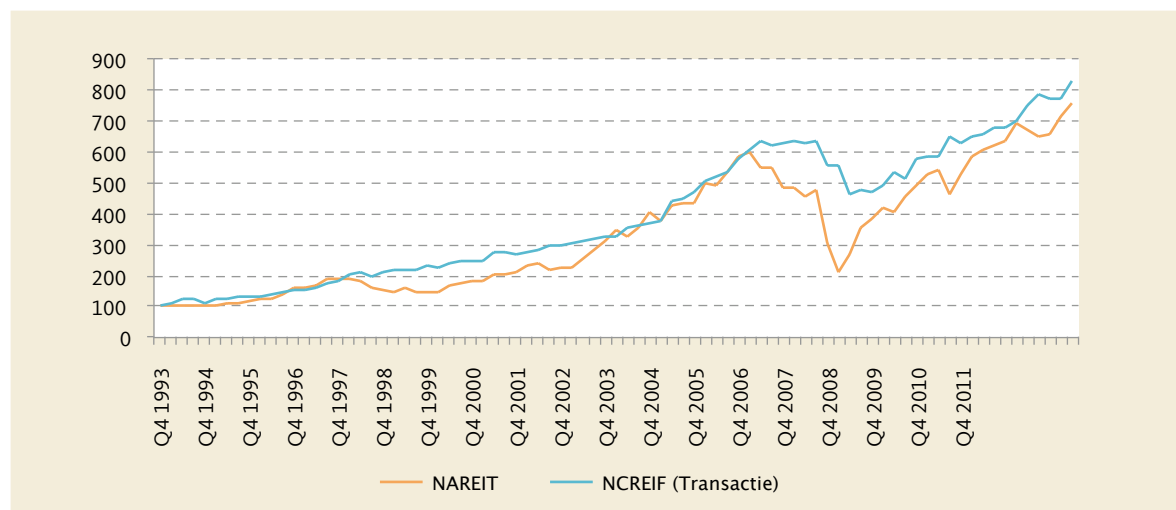
De conclusie luidt dat BOG zich als een aandeel gedraagt op basis van de afzonderlijke rendementen- en risico-karakteristieken. De analyse in een portefeuille context onderschrijft deze bevinding. Toevoeging van BOG aan een portefeuille met de MSCI-World en Europese obligaties verbetert de risico-rendementskarakteristieken niet of nauwelijks. De analyse over de periode januari 1995- juli 2014 geeft dus aan dat BOG geen waarde toevoegt. Dit geldt ook voor verschillende deelperioden.

Is NBOG hetzelfde als BOG?

Deze paragraaf analyseert de verschillen tussen de rendementskarakteristieken van BOG en NBOG. Een analyse van de verschillen tussen beleggingen in BOG en NBOG levert de moeilijkheid op dat de reeksen niet zonder meer vergelijkbaar zijn omdat:

- De samenstelling anders kan zijn. Zo bevat BOG in de VS relatief veel winkels, zorgvastgoed en opslag. Direct vastgoed daarentegen wordt gedomineerd door kantoren en woningen (VBA, 2010).
- De leverage verschilt. BOG heeft typisch een hogere leverage dan NBOG.
- De waardering anders is. Tegenover de dagelijkse beurskoersen van BOG staat de periodieke waardering door de taxateur voor de waardering van NBOG. Waardering op basis van de waarde in het verleden en op basis van gedane transacties leidt tot een demping van de waardering,

Figuur 3 Cumulatieve rendementen genoteerd versus niet-genoteerd vastgoed



Bron: Datastream, NCREIF

het zogenoemde 'smoothing effect' (Lizieri en Satchell, 1997).

- De rapportagesnelheid anders is. Bovenop het vorige effect blijkt dat ook transacties met enige vertraging doorwerken in de taxaties van NBOG. Hierdoor ontstaat een vertraging in de waarderingen.

Om wat meer gevoel te krijgen bij de effecten van een andere waardering en een andere rapportagesnelheid is in deze sectie een rendementsreeks voor BOG met NBOG vergeleken. Voor NBOG gebruiken de auteurs de NCREIF-index⁴ en voor BOG de NAREIT index. Beide indices hebben betrekking op de vastgoedmarkt in de VS en worden doorgaans ook in de academische literatuur gebruikt om BOG en NBOG te vergelijken. Voor NBOG bestaat zowel een index gebaseerd op taxaties als een index gebaseerd op transactiepreisen.⁵

Figuur 3 laat zien hoe BOG zich verhoudt tot NBOG gebaseerd op transacties. De grafiek laat zien dat de NBOG-index inderdaad minder volatiel is en ook vertraging vertoont (smoothing effect en de rapportagesnelheid). Rond 2007 bereikte BOG eerder zijn top dan NBOG, en rond 2008 eerder het dal. Duidelijk is in de grafiek te zien dat de beursgenoteerde index een heftige daling laat zien eind 2008. Dit kan worden getypeerd als een overreactie, gelet op de correctie korte tijd later. Er kan worden geconstateerd dat deze overreactie aan de NCREIF reeks voorbij is gegaan.⁶

Figuur 4 geeft de cumulatieve rendementen van de NCREIF index weer voor zowel de versie gebaseerd op taxaties als de versie gebaseerd op transacties. Uit de periode 2006-2010 is duidelijk te zien dat de effecten van smoothing en rapportagesnelheid ook spelen binnen NBOG. De op transacties gebaseerde index piekte een jaar eerder in 2006 en bereikte ook eerder zijn dal begin 2009. Verder

maakt figuur 4 duidelijk dat het prijsverloop van de reeks gebaseerd op waarderingen nauwelijks volatiliteit vertoont.

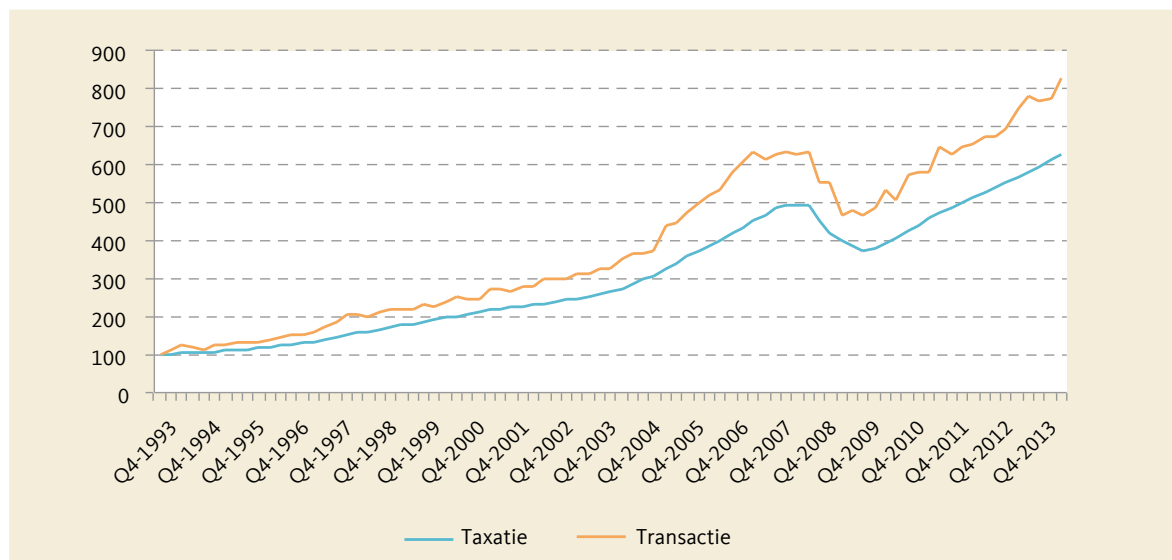
Figuur 3 toonde al het verschil tussen BOG en NBOG, terwijl figuur 4 de tekortkomingen van reeksen gebaseerd op taxaties heeft laten zien. Om samen te vatten, de index gebaseerd op taxaties loopt achter op de index gebaseerd op transacties, en de index gebaseerd op transacties loopt achter op de beursgenoteerde index.

Naast visuele inspectie van de reeksen is ook een regressieanalyse uitgevoerd. Deze analyse ondersteunt de bovenstaande conclusies, wat het vermoeden sterkt dat er uiteindelijk volgens het steen-is-steen principe geen verschil zou moeten zijn.

Dit is ook in lijn met de resultaten van Giliberto en Mengden (1996), die vinden dat correlaties en volatiliteiten van NBOG opschuiven in de richting van BOG wanneer gecorrigeerd wordt voor verschillen in waardering en rapportagesnelheid. Ten aanzien van volatiliteit is de bevinding van Geltner en Rodriguez (1995) nog vermeldenswaardig. Zij vinden dat, hoewel de volatiliteit van de reeksen verschillend is, de amplitude ongeveer hetzelfde is (wat volgens de auteurs ook logisch is aangezien het dezelfde onderliggende assets bevat), alleen zal BOG sneller minima en maxima bereiken.

Het essentiële verschil tussen BOG en NBOG blijft natuurlijk de verhandelbaarheid. De lagere verhandelbaarheid heeft als positief neveneffect dat het korte termijn beursstemming aan NBOG voorbij gaat. De enorme negatieve en positieve uitschieters van BOG in 2008 en 2009 zijn niet in volle omvang terug te zien in de NBOG-rendementen. De auteurs realiseren zich de beperkingen van onderzoeken die vaak alleen betrekking hebben op cijfers uit de VS; het is gevaarlijk om deze te veralgemeniseren. Wel luidt in algemene zin de conclusie dat, rekening houdend met smoothing en

Figuur 4 Waardeontwikkeling NCREIF



Bron: NCREIF

rapportage-effecten, de rendements- en risicokarakteristieken niet veel verschillen, met uitzondering van de korte termijn volatiliteit van BOG.

NBOG in de beleggingsportefeuille?

Uit dit onderzoek blijkt dat BOG en NBOG elkaar beleggingstechnisch niet al te veel ontlopen, met uitzondering van de korte termijnvolatiliteit van BOG. Er zijn echter meerdere aspecten die een rol kunnen spelen bij het wel of niet opnemen van NBOG in de beleggingsportefeuille. Dit artikel noemt er enkele, zonder de pretentie te hebben uitputtend te zijn. Argumenten tegen opname van NBOG zijn:

Liquiditeit. Zoals al eerder opgemerkt, is NBOG moeilijk tot zeer moeilijk verhandelbaar. Dit zou gecompenseerd moeten worden door een illiquiditeitspremie. Maar de empirische bewijsvoering voor het bestaan van een dergelijke premie is in de literatuur dermate dun, waardoor een belegger niet a priori van deze premie uit dient te gaan.⁷

Kosten. De beleggingskosten voor NBOG zijn substantieel hoger dan voor BOG. Voor direct OG spelen schaalvoordelen hierbij een rol, voor indirect OG beïnvloedt de management fee het kostenniveau. Deze beleggingskosten kunnen hard snijden in het totaal rendement van NBOG. In een recente studie onder 884 pensioenfondsen over de periode 1990 - 2009 laten Andonov et al. (2012) zien dat, door de hoge kosten, NBOG minder rendement genereert dan BOG. Vooral bij fund-of-funds kunnen de kosten voor NBOG sterk oplopen, wat vooral een probleem is voor kleinere pensioenfondsen aangezien zij op fund-of-funds aangewezen zijn om voldoende diversificatie te bewerkstelligen.

Stuurbaarheid gewicht. De waardering is door smoothing en rapportage-effecten niet marktconform. In combinatie met de slechte verhandelbaarheid leidt dit tot een portefeuillegewicht van NBOG dat moeilijk stuurbaar is.

Spreiding. Voor een gemiddeld pensioenfonds is het moeilijk om door middel van NBOG een goede spreiding te krijgen over verschillende kenmerken van OG. Dit aspect speelt in ieder geval voor direct OG. Afhankelijk van de specificaties, kan het echter ook een belangrijk aspect vormen van niet-beursgenoteerde fondsen. Spreiding heeft hierbij betrekking op:

- Regio's
- Sectoren (winkels, kantoren, industrieel, woningen)
- Rendementscomponenten: core, value, opportunistisch
- Locatie

In combinatie met de vaak hoge investeringen is het resultaat blootstelling aan specifieke, objectgerelateerde risico's. Hoe dan ook is goede kennis van de lokale situatie een voorwaarde voor de selectie van een object. Dat pleit ervoor om opname van direct OG te beperken tot Nederlands vastgoed. Consequentie is wel dat dit een hindernis is voor een goede spreiding over regio's.

Ondernemerschap. Een andere consequentie van de opname van direct OG is dat het bestuur naast belegger ook een ondernemerspet op heeft. Denk bij een winkelcentrum aan vragen als plaatsing van een extra lift, aantrekken van een luxe restaurant of juist een fastfoodketen.

Andere participanten. Bij indirect NBOG kunnen zich kwesties voordoen zoals een open-end fonds dat toch wordt gesloten, andere participanten die andere meningen hebben over de vraag of, en zo ja hoe snel het onderliggend OG verkocht moet worden, et cetera. Deze kwesties kunnen veel aandacht vergen van het bestuur. Ook de fraudegevallen in de onroerend goedwereld van de afgelopen jaren is niet het soort aandacht waarop een bestuur zit te wachten.

Argumenten voor opname van NBOG zijn:

Demping dekkingsgraad. Een voordeel van de matige liquiditeit, smoothing en lagging-effecten is dat de waardering minder volatiliteit met zich meebrengt, in ieder geval de over- en onderdrijving van het korte termijn beurs sentiment mist en vertraagd reageert op de marktomstandigheden. Dit zijn voor een groot deel kunstmatige effecten, maar feit blijft dat bij een correctie op de aandelenmarkten de opname van NBOG een positief effect heeft op de dekkingsgraad.

Inkomsten. Huurinkomsten van OG zijn relatief hoog ten opzichte van de huidige dividend- en couponrendementen. Volgens ROZ/IPD zijn de directe inkomsten van Nederlands vastgoed vanaf 1995 gedaald van ongeveer 7% naar ongeveer 4.5%. Door het ontbreken van scherp fluctuerende waarderingen van NBOG vormen de huurinkomsten ook een groot deel van het totale rendement van onroerend goed.

Inflatieprotectie. Wederom door de waarderingmethode van NBOG vormen de geïndexeerde huurcontracten een goede hedge tegen eveneens geïndexeerde verplichtingen. Dit is gebaseerd op de constatering dat het totaal rendement van NBOG voor een groot deel wordt bepaald door het directe rendement. Dat directe rendement is via de geïndexeerde huurcontracten gekoppeld aan de inflatie. Dit in tegenstelling tot BOG, waar door het beurs sentiment het verband tussen inflatie en de volatielere waarde van de portefeuille veel losser is.

Tastbaarheid. Een veelgehoord voordeel is de tastbaarheid van vooral direct OG. "Als de monetaire wereld instort, dan hebben we in ieder geval de stenen" is een argument dat weliswaar sympathiek klinkt, maar een beperkte geldigheid heeft. Uiteindelijk draait het toch om de waardering die wordt toegekend aan een gebouw. En zoals internet-shoppen het verdienmodel van winkels kan veranderen, kan flexwerken de benodigde kantoorcapaciteit onder druk zetten. Een twijfelachtig voordeel dus.

Toegang tot andere OG-sectoren. Wellicht ontstaat een nieuwe OG sector, zoals zorghotels, die economisch wel relevant is, maar op dat moment

nog niet of onvoldoende wordt gedekt door beursgenoteerd vastgoed.

Selectie. Binnen de NBOG markt is een grote diversiteit aan objecten en bijbehorende rendementen. Zelfs indien de rendementen voor NBOG als geheel in lijn liggen met BOG, kunnen er overrendementen worden behaald mits de juiste object/sectorcombinaties worden gekozen. Maar een harde voorwaarde om deze alfa persistent te behalen is wel dat er aantoonbare selectiecapaciteiten aanwezig zijn, hetzij rechtstreeks hetzij ingehuurd.

De bovenstaande punten zijn criteria waar rekening mee gehouden moet worden bij de afweging van het wel of niet opnemen van niet-beursgenoteerd vastgoed in de portefeuille.

Conclusies voor opname in portefeuille

De auteurs hebben beargumenteerd dat BOG zich gedraagt als aandelen en NBOG zich beleggingstechnisch, zeker op de lange termijn, gedraagt als BOG. Daarom is vastgoed een onderdeel van de aandelenportefeuille en wordt voor het strategisch portefeuillegewicht voor vastgoed geen onderscheid gemaakt tussen BOG en NBOG.

Voor BOG ligt de conclusie voor de hand: dit kan een adequate invulling zijn van het totale strategisch portefeuillegewicht vastgoed. Daarnaast speelt de vraag of een gedeelte van dit gewicht ingevuld zou kunnen worden met NBOG in plaats van BOG. Dit ligt gecompliceerder. Argumenten die tegen opname in de portefeuille pleiten, zijn de nagenoeg gelijke rendements- en risicokarakteristieken van NBOG op lange termijn. Vanuit die optiek zou wellicht beter alleen BOG kunnen worden opgenomen, gegeven criteria als transparantie en verhandelbaarheid. Argumenten die voor opname pleiten zijn een geringere korte-termijn volatiliteit met positieve effecten op de volatiliteit van de dekkingsgraad, hoge directe opbrengsten en voor sommige sectoren een mogelijk verband met de inflatie.

Het is moeilijk, ook door gebrek aan data, om een generiek percentage voor beleggingen in vastgoed binnen een portefeuille te adviseren. Daarvoor zijn de omstandigheden en voorkeuren per pensioenfonds versus de kenmerken per vastgoedobject te verschillend. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de omvang van het fonds en de samenstelling van de rest van de portefeuille. ■

Literatuur

- Andonov, A., Eichholtz, P., Nils Kok, N., 2012, "Value Added From Money Managers in Private Markets? An Examination of Pension Fund Investments in Real Estate". Working paper
- Fugazza, C., Guidolin, M. and Nicodano, G., 2007, "Investing for the long-run in European real estate", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34(1): 35-80
- Garcia-Feijoo, L., Jensen, G.R. and Johnson, R.R., 2012, "The Effectiveness of Asset Classes in Hedging Risk", *The Journal of Portfolio Management*, 38(3): 40-55
- Geltner, D.M., 1991, "Smoothing in appraisal-based returns", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4 (3): 327-345
- Geltner, D. and J. Rodriguez (1997), 'Public and Private Real Estate: Performance Implications for Asset Allocation', in *Real Estate Investment Trusts: Structure, Analysis and Strategy*. Richard T. Garrigan and John F.C. Parsons, editors. McGraw-Hill.
- Giliberto, M., Mengden, A., 1996, "REITs and Real Estate: Two Markets Reexamined", *Real Estate Finance* 13(1): 56-60
- Hoevenaars, R.P.M.M., Molenaar, R.D.J., Schotman, P.C. and Steenkamp, T.B.M., 2008, "Strategic asset allocation with liabilities: beyond stocks and bonds", *Journal of Economic Dynamics & Control*, 32: 2939-2970
- Lizieri, C., Satchell, S. and Wongwachara, W., 2012, "Unsmoothing Real Estate Returns: A Regime-Switching Approach", *Real Estate Economics*. Forthcoming
- Pagliari, J.L., Scherer, K.A. and Monopoli, R.T., 2003, "Public versus Private Real Estate Equities". *Journal of Portfolio Management*. 29(5):101-111
- Pagliari, J.L., Scherer, K.A. and Monopoli, R.T., 2005, "Public versus Private Real Estate Equities: A more refined, long-term comparison". *Real Estate Economics*. 33(1):147-187
- Robeco "Expected Returns 2014/2018"
- VBA, 2010, "Het toezicht op pensioenbeleggingen, Aanbevelingen van de VBA voor het FTK", ISBN 978-90-807636-8-5

Noten

- 1 Drs. R.M.A. Hermans, Portfolio Strategist, Investment Solutions & Research, Robeco, Dr. T.D. Markwat, Portfolio Strategist, Investment Solutions & Research, Robeco en Prof. dr. T.B.M. Steenkamp, Hoofd Investment Research, Robeco.
De auteurs danken dr. J.J. Hazenberg voor de zinvolle suggesties.
- 2 Real Estate krijgt in de toekomst mogelijk een status als aparte sector. Het argument hiervoor is dat real estate het laagste is gecorreleerd met de sector financials als geheel.
- 3 Dit onderzoek gebruikt een Europese staatsobligatie index en geen globale index, omdat voor Nederlandse pensioenfonds Europese staatsobligaties relevanter zijn dan globale staatsobligaties.
- 4 Voor NBOG is de data-beschikbaarheid een probleem. Hoewel de data kwaliteit goed is, leveren ook deze data nog steeds problemen met vertragingen, waarderingen, en lage frequentie.
- 5 De index gebaseerd op taxaties bevat niet exact hetzelfde onderliggende vastgoed als de reeks gebaseerd op transactiepreizen. Dit dient bij vergelijking van de twee indices in ogenschouw genomen te worden.
- 6 Een verschil in leverage tussen beide reeksen kan hierbij ook een rol spelen.
- 7 In de Robeco-publicatie 'Expected Returns 2014/2018' wordt eenzelfde rendement gehanteerd voor de onderliggende 'stenen' binnen BOG en direct OG. Vanwege de verwachte positieve invloed van leverage bij BOG op het lange termijn rendement, is het prognoserendement op direct OG 1% lager vastgesteld.