

Master Thesis
Klaas-Hendrik Meijer
MRE 2014 – 2016



def. versie (17 okt. 2016)

Wat zijn de werkelijke Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?



Colofon

Titel:	Wat zijn de werkelijke Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?
Opleiding:	Master of Real Estate 2014-2016, Amsterdam School of Real Estate
Plaats en datum:	Zeist, oktober 2016
Status:	definitief ² , 17 oktober 2016
Auteur:	drs. K.H. Meijer RA
Eerste begeleider:	drs. J.P.L.M. op 't Veld
Tweede begeleider:	drs. A. Marquard
Afbeelding front page:	Unique Selling Points van Nederland (bron: a.s.r. reim)

As Charles Darwin said*:

“it is not the strongest of species that survives, nor the most intelligent that survives. It is one that is most adaptable to change”.

(*: ondanks dat deze uitspraak vaak aan Darwin wordt gerelateerd, heeft hij de zin kennelijk nooit uitgesproken: www.darwinproject.ac.uk/people/about-darwin/six-things-darwin-never-said-and-one-he-did)

Voorwoord

Voor u ligt mijn afstudeerscriptie in het kader van de opleiding Master of Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate (2014-2016). Met deze scriptie rond ik de MRE opleiding af.

De MRE opleiding heeft een heel brede scope. Ik heb dat proberen terug te laten komen in mijn scriptie waarin zowel portfolio management (beleggen), marktanalyse, fondsmanagement als ook marketing een belangrijke rol spelen.

Zoals in de eerste paragrafen van deze scriptie is vermeld, ondervind ik in mijn werk de dynamiek rondom vastgoedbeleggingsfondsen dagelijks aan den lijve en heb ik er mede daarom graag onderzoek naar gedaan. Als fondsaanbieders proberen we iedere dag een topprestatie te leveren en in die zin ons te onderscheiden van de concurrentie. Die gedrevenheid en motivatie heb ik ook geprobeerd in deze scriptie en bijbehorend onderzoek naar het onderscheidend vermogen van die fondsen te stoppen.

Maar voor een goed onderzoek is alleen mijn motivatie niet genoeg: cruciaal voor het slagen van mijn voornemen het onderhavige onderzoek uit te voeren, is de verkrijging van vertrouwelijke data en informatie: informatie van de beleggers en van de fondsaanbieders. Ik ben heel blij dat uiteindelijk 20 beleggers volledig aan de onderzoeken hebben meegewerkt. Zij vertegenwoordigen tezamen meer dan 90% van het geplaatste kapitaal van de betreffende woningfondsen. De Nederlandse non-listed woningfondsen hebben zelfs alle zeven meegewerkt, een score van 100%. Deze dekking maakt het uitgevoerde onderzoek in mijn ogen uniek!

Al vroeg in het hele traject van voorbereiding, onderzoek en schrijven heb ik Hans op 't Veld (Head of Listed Real Estate, PGGM en Fellow ASRE) bereid gevonden om mijn scriptiebegeleider te worden. Hans heeft dat op een erg inspirerende en deskundige manier gedaan en veel toegevoegde waarde geleverd. Ook wil ik Arthur Marquard (ASRE) danken die als tweede begeleider nog een paar mooie zinnen heeft gegeven en naar mijn mening het verhaal nog vollediger heeft gemaakt. Voor de totstandkoming van deze scriptie ben ik bovendien veel dank verschuldigd aan Robbert van Dijk (Fund Director ASR Dutch Core Residential Fund), die enkele belangrijke deuren voor mij geopend heeft. En ik wil hier mijn dankwoord uitspreken aan IC Netherlands en a.s.r. reim, die beide met tijd en geld in mijn opleiding hebben willen investeren.

De scriptie periode wordt vaak gezien als een hectische periode. Daarbij geldt voor mij persoonlijk tegelijkertijd ook de situatie rondom een nieuwe baan en de aankoop van een nieuw (oud) huis, dat geheel moet worden gerenoveerd. Toevalligerwijze moet dat voor mij allemaal op hetzelfde moment komen. Maar *'hard werken voor iets dat ons niet interesseert, noemen we stress. Hard werken voor iets dat ons wel interesseert, noemen we passie'* (www.facebook.com/365dagensuccesvol). En met passie heb ik geprobeerd aan de opdracht te werken.

Ten slotte bedank ik mijn drie geweldige vrouwen: Nicole, Lotte en Maura. Zonder jullie liefde en steun zou ik het niet hebben gered en dat geldt niet alleen voor deze scriptie!

Zeist, oktober 2016
Klaas-Hendrik Meijer
info@ic-netherlands.com

Management Samenvatting

De onderzoeksdoelstelling voor deze scriptie is de werkelijke Unique Selling Points van de Nederlandse non-listed woningfondsen in kaart te brengen (USP's: unieke, door hun beleggers gewaardeerde kenmerken). Dit spitst zich bij de betreffende fondsen toe op de rangorde en op de scores op de belangrijkste criteria, die beleggers bij hun allocatiekeuzes hanteren: 1) wat vinden beleggers belangrijk en 2) onderscheiden de fondsen zich op deze criteria van elkaar?

Voor deze scriptie is op basis van onderzoek een vergelijking gemaakt tussen beleggingsfondsen, die alle de volgende kenmerken hebben:

- *Actief in Nederland*, niet daarbuiten,
- *Non-listed fondsen*, derhalve niet beursgenoteerd,
- *Investeren in (reguliere) woningen*,
- Participatie mogelijk door *meerdere institutionele beleggers*.

Het onderzoeksmodel bestaat uit drie onderdelen, te weten:

1. Het theoretisch kader, na een beschrijving van een bredere context, uitmondend in een 'long list' van mogelijke Unique Selling Points van de Nederlandse non-listed woningfondsen,
2. Het onderzoek en onderzoeksresultaten naar aanleiding van kwantitatief onderzoek bij beleggers en kwantitatief/kwalitatief onderzoek bij fondsaanbieders,
3. De conclusies en de aanbevelingen naar aanleiding van dit onderzoek.

In het theoretisch kader is aangegeven - na een beschrijving van het beleggingskeuzeproces van Gordon -, waarom het loont om te beleggen in vastgoed. Hudson-Wilson en EDHEC wijzen op de bijzondere karakteristieken van vastgoed, die aan de basis liggen van deze (veronder-)stelling. Onder andere Eichholtz stelt dat voor Nederlandse pensioenfondsen specifiek Nederlands woningvastgoed aantrekkelijk is. Het aantrekkelijke absolute rendement, de bescherming tegen Nederlandse inflatie en de liquiditeit (cashrendement) spelen hierin een belangrijke rol. Bovendien zien de ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt er voor beleggers aantrekkelijk uit als het gaat om lange termijn bewegingen van vraag en aanbod (demografie, economie, woningvoorraad).

Toch dienen - volgens de differentiatiestrategie van Porter - woningfondsen zich ten opzichte van elkaar te onderscheiden, en is het belangrijk om dat te doen op kenmerken die er toe doen. Na raadpleging van diverse onderzoeken en publicaties, blijkt de INREV Due Diligence Questionnaire (INREV-DDQ) goed te voldoen als longlist en basis voor het uitgevoerde onderzoek, waarin is achterhaald welke kenmerken hierbij in de ogen van de beleggers de belangrijkste zijn.

De dekking vanuit het onderzoek is uniek: 20 beleggers hebben volledig aan het onderzoek meegewerkt. Zij vertegenwoordigen tezamen meer dan 90% van het geplaatste kapitaal van de betreffende woningfondsen.

De Nederlandse non-listed woningfondsen hebben zelfs alle zeven meegewerkt, een 100%-score!

In de eerste fase van het onderzoek zijn vragenlijsten aan de beleggers verstrekt waarin zij alle items van de INREV-DDQ hebben moeten waarderen. Tevens zijn 'open' vraagstellingen omtrent fondsenkenmerken aan hen voorgelegd. Het onderzoeksresultaat is een Top 8 van fondsenkenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn bij een allocatiekeuze tussen dergelijke fondsen. In de tweede fase is dit onderzoek herhaald, maar zijn de vragen gesteld aan de fondsen (fondsaanbieders). Beide Top 8-ranglijsten komen nagenoeg overeen: de fondsen blijken de voorkeuren van de beleggers goed te kennen! De derde fase van het onderzoek betreft de analyse van de zeven fondsen op de Top 8 van geïdentificeerde criteria. Dat geeft het volgende beeld:

Top 8	Vergelijking tussen de zeven fondsen
investment strategy & portfolio	<ul style="list-style-type: none"> - Onderling sterk op elkaar lijkende belegging strategieën - Duidelijke verschillen in omvang van de afzonderlijke fondsportefeuilles - Onderlinge verschillen in de 'match' tussen strategie en huidige portefeuille
principal terms & governance (betrokkenheid van investeerders bij besluitvorming over belangrijke onderwerpen)	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in afstand tussen de fondsen en hun investeerders¹ door o.a. wel of geen vertegenwoordiging van investeerders in de IC dan wel een IC met onafhankelijke deskundigen - Onderlinge verschillen in bevoegdheden van IC respectievelijk MOI - Onderlinge verschillen of stemrecht in IC en MOI wordt bepaald door financiële verhoudingen of afwijkend
financial elements of investment strategy	Onderling significante verschillen tussen de historische financiële prestaties van de fondsen.
team (experience & quality)	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in organisatieomvang en –structuur; meer of minder in-house specialisten; in-house of outsourcing van bepaalde activiteiten - Uiteraard onderlinge verschillen in karakteristiek van de afzonderlijke fondsmanagementteams, want deze worden door individuen bemand
risk management & compliance	Alle fondsen hebben een toereikende risk management & compliance organisatie ingericht en hebben een AIFMD-vergunning: geen scherp onderscheid.
fees & expenses	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in hoogte van fees - Onderlinge verschillen in structuur van fees (vast, performance etc.)
investment process: issue & redemption mechanism	Op basis van dit onderzoek helaas geen duidelijk inzicht in feitelijke toetredingsmogelijkheden per fonds. Laatste woord ten aanzien van een concreet toetredingsverzoek echter altijd bij de fondsmanager. Daarom deels ook minder een expliciet zichtbaar verschil tussen fondsen.
Sustainability	Alle fondsen richten zich expliciet op duurzaamheid en scoren in de hoogste regionen van de GRESB-benchmark: geen scherp onderscheid.

Figuur 0.1: Top 8 van belangrijkste criteria bij allocatiekeuzes

In het slothoofdstuk komt de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag (weer) aan de orde. Deze vraag luidt: *'Wat zijn de werkelijke Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?'* Op basis van het uitgevoerde onderzoek wordt geconcludeerd, dat er weliswaar verschillen tussen de fondsen zijn, maar dat de differentiatie ten opzichte van elkaar weinig uitgesproken is, te zwak om echt van USP's te kunnen spreken!

Aanbevelingen en suggesties naar aanleiding van het voor deze scriptie uitgevoerde onderzoek zijn:

1. Verdere differentiatie tussen de fondsen, bijvoorbeeld via het beleggen in non-core woningbeleggingen (core+, value add of zelfs opportunistic), andere segmenten en/of minder aantrekkelijke regio's.
2. Mogelijke consolidatie binnen de groep van de Nederlandse non-listed woningfondsen.
3. Verdere synchronisatie van de huidige portefeuilles met de beleggingsstrategie.
4. Verdere flexibilisering van de mogelijkheden van toetreding tot de fondsen.
5. Stroomlijnen van de INREV-DDQ.

¹ Voorkomende vertegenwoordiging van investeerders:

MOI: de Meeting of Investors (onder meer de rechtsvorm bepaalt of beleggers worden aangeduid met aandeelhouders, participanten of nog anders). Vrijwel altijd het formeel hoogste orgaan bij de beleggingsfondsen.

IC: Voorkomende aanduidingen: Raad van Toezicht, Raad van Commissarissen, Participantenraad, Investment Committee, Advisory Board, Shareholder's Committee, Supervisory Board, Supervisory Committee etc. (verder aangeduid met IC). De IC heeft veelal als taak te bewaken dat de manager zich aan de geformuleerde beleidsregels houdt en/of hebben een rol (goedkeuring) bij investeringen/desinvesteringen die een bepaalde omvang te boven gaan of naar hun aard bijzonder zijn.

Inhoudsopgave

Voorwoord	3
Management Samenvatting	4
Inhoudsopgave	6
Hoofdstuk 1 Inleiding.....	8
1.1 Aanleiding en relevantie	8
1.2 Probleemstelling	9
1.3 Doelstelling van onderzoek en scriptie	9
1.4 Centrale onderzoeksvraag	9
1.5 Deelvragen	9
1.6 Afbakening	10
1.7 Onderzoeksmethode en methodologie	11
1.8 Leeswijzer.....	13
Hoofdstuk 2 Theoretisch kader	14
2.1 Inleiding	14
2.2 Beleggen in het algemeen.....	14
2.3 Beleggen in vastgoed.....	15
2.4 Beleggen in Nederlands non-listed woningvastgoed.....	18
2.5 De Nederlandse woningmarkt.....	19
2.6 Unique Selling Points: beslissenmerken voor allocatiekeuzen	23
2.7 Conclusie en samenvatting	28
Hoofdstuk 3 Methode van onderzoek	30
3.1 Inleiding	30
3.2 Inleiding fasering en onderzoeksverantwoording	30
3.3 Aanpak eerste fase en tweede fase	31
3.4 De derde en laatste fase betreft kwalitatief onderzoek	34
3.5 Conclusie en samenvatting	35
Hoofdstuk 4 Onderzoek bij beleggers.....	36
4.1 Inleiding	36
4.2 Uitvoering onderzoek.....	36
4.3 Resultaten van het onderzoek.....	39

Hoofdstuk 5	Onderzoek bij fondsen	40
5.1	<i>Inleiding</i>	40
5.2	<i>Uitvoering onderzoek</i>	40
5.3	<i>Resultaten van het onderzoek</i>	43
Hoofdstuk 6	Analyse op Nederlandse non-listed woningfondsen	44
6.1	<i>Inleiding van de analyse: kwalitatief onderzoek op criteria</i>	44
6.2	<i>Vergelijking op 8 geselecteerde criteria</i>	44
6.3	<i>Conclusie en samenvatting</i>	56
Hoofdstuk 7	Conclusies en aanbevelingen	57
7.1	<i>Inleiding</i>	57
7.2	<i>Recapitulatie</i>	57
7.3	<i>Beantwoording van centrale onderzoeksvraag</i>	58
7.4	<i>Aanbevelingen voor de verschillende marktpartijen</i>	59
7.5	<i>Aanbevelingen, reflectie en verder onderzoek</i>	60
Literatuurlijst	61
Citaten	62
Internetbronnen	63
Bijlagen	

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 *Aanleiding en relevantie*

Deze scriptie is getiteld: ‘*Wat zijn de Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?*’ Dit onderwerp - het onderlinge onderscheid tussen deze fondsen - heeft de belangstelling van de schrijver van deze scriptie gewekt, omdat het naar zijn mening een belangrijk onderwerp in de beleggingsmarkt is. Op dit moment lijkt het echter een onderbelicht item te zijn.

Er is op dit moment namelijk veel vraag - oftewel veel beschikbaar kapitaal - voor participatie in dergelijke fondsen, maar (te) weinig investeringsruimte. In het huidige tijdgewricht voeren beleggers onderling een stevige strijd om te kunnen beleggen in de Nederlandse non-listed woningfondsen²; daar waar die ruimte beschikbaar is voor nieuw of extra kapitaal, daar lijkt het geld in grote stromen naar toe te vloeien.

Het is natuurlijk mogelijk dat de fondsen helemaal niet zo erg van elkaar verschillen en hun afzonderlijke Unique Selling Points (USP's) niet zo uniek zijn, althans niet op criteria die voor hun clientèle van belang zijn. Dan zou inderdaad alleen de beschikbare investeringsruimte van belang zijn, maar de fondsen doen in hun proposities graag anders geloven.

Dus is de vraag gerechtvaardigd hoe deze fondsen ten opzichte van elkaar verschillen. Wat zijn van de afzonderlijke fondsen de Unique Selling Points: de unieke, door hun klanten gewaarde kenmerken? Spelen de fondsen werkelijk in op de behoeften van hun klanten? Dit soort vragen krijgt onder de huidige marktomstandigheden weinig aandacht.

Aanbieders van fondsen moeten enigszins ‘gokken’ waar de lange termijn behoefte van beleggers ligt, want de meeste beleggers (vragers) spreken dit niet expliciet uit. Zowel aanbod- als vraagzijde beogen een match, maar deze is dus niet zonder meer onderling afgestemd. Een eventuele mismatch zou echter kunnen gaan wringen, wanneer de hype voorbij is en niet alleen van belang is of je belegd bent, maar ook of de gekozen beleggingen aansluiten op de behoeften van de belegger. Dan blijken fondsenkenmerken toch belangrijk te zijn.³

De doelstelling van het onderzoek onder deze scriptie is de werkelijke Unique Selling Points (unieke, gewaardeerde kenmerken) van de Nederlandse non-listed woningfondsen in kaart te brengen, zowel de rangorde van de kenmerken als ook de scores van de betreffende fondsen op deze belangrijkste beleggingscriteria bij een allocatiekeuze.

De term ‘werkelijke’ slaat op de erkenning van USP's door de vraagkant, de beleggers; mogelijk afwijkend van het beeld vanuit de aanbodzijde, de fondsaanbieders, die niettemin uiteraard pogen USP's te creëren.

Gezien deze inleiding, had het onderzoeksterrein gemakkelijk breder getrokken kunnen worden:

- niet alleen Nederlands, maar ook internationaal,
- niet alleen non-listed maar ook beursgenoteerd,
- niet alleen woningen, maar ook andere sectoren.

² : beleggers blijken sowieso op zoek naar ruimte om in vastgoed te investeren: zie bijvoorbeeld ANREV/INREV/PREA Investment Intentions Survey 2016, zie bijlage 3 bij deze scriptie.

³ : in recente vakpublicaties en algemene media wordt in ieder geval nog altijd vermeld dat op lange termijn kwaliteitseisen gesteld moeten worden (zie Van de Bilt/FGH, Vastgoedmarkt 10.3.16, Charls/EPRA, Financieel Dagblad 9.9.15, Barnard/Henderson Global Investors, IEXProfs 24.6.15: enkele met argumenten die ook gelden voor non-listed fondsen).

De 'deelmarkt' van de Nederlandse non-listed woningfondsen is echter het werkterrein van de schrijver van deze scriptie en zeker op dit moment één van de meest 'hote' als het gaat om de voorkeuren van beleggers, zie onder andere twee publicaties van begin 2016:

- Inventarisatie Vastgoedjournaal 15 januari 2016: *'Gretige pensioenfondsen vliegen op Nederlandse woningfondsen af': in minder dan drie maanden tijd hebben pensioenfondsen ruim € 415 miljoen toegezegd aan Altera, ASR, Amvest en Bouwinvest.*
- Capital Value: *'€ 8 miljard buitenlands kapitaal voor woningmarkt'* (Vastgoedmarkt 8 februari 2016).

Deze deelmarkt, waarvan de schrijver van deze scriptie de dynamiek zelf dagelijks in zijn werk aan den lijve ondervindt, onderwerpt hij daarom graag aan een onderzoek.

1.2 Probleemstelling

Op dit moment lijkt inzicht te ontbreken in de voor beleggers belangrijke kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen. Op welke wijze proberen de afzonderlijke fondsen dan toch op de beleggerswensen in te spelen?

1.3 Doelstelling van onderzoek en scriptie

Inzicht

De doelstelling van het onderzoek waar deze scriptie op gebaseerd is, is het verkrijgen van het genoemde inzicht (de voor beleggers belangrijke kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen), daarover te rapporteren en te komen tot aanbevelingen aan beleggers en fondsen.

Gegevensverzameling met segmentatie - in kaart brengen van de markt - kan interessante inzichten opleveren voor zowel beleggers als fondsen voor verdere focus van hun strategie.

Conclusies en aanbevelingen

Een andere doelstelling is te komen tot scherpe conclusies en nuttige aanbevelingen voor zowel beleggers en/of fiduciair managers als voor de fondsen en hiermee een betere aansluiting van vraag en aanbod te bewerkstelligen.

1.4 Centrale onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag voor deze scriptie luidt:

Wat zijn de werkelijke Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?

1.5 Deelvragen

Om tot een antwoord op de centrale vraag te komen zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

Deelvragen theorie en eerder praktijkonderzoek

1. Wat maakt beleggen in Nederlands woningvastgoed aantrekkelijk?
2. Waarom dienen woningfondsen zich onderling te onderscheiden?
3. Wat zijn volgens theorie en eerder praktijkonderzoek mogelijke USP's (Unique Selling Points)?

(deze drie vragen vanuit het gezichtspunt van institutionele partijen, de doelgroep van de onderzochte Nederlandse non-listed woningfondsen).

Deelvragen praktijk voor het onderzoek waar deze scriptie op gebaseerd is:

1. Wat zijn de Unique Selling Points (de belangrijke kenmerken en beslissingscriteria) van Nederlandse non-listed woningfondsen,
 - in de ogen van beleggers en fiduciair managers?
 - in de ogen van fondsen en fondsaanbieders?
2. In hoeverre kennen fondsen de voorkeuren van hun (potentiële) beleggers en spelen zij hier op in (propositie)?

Deelvragen analyse

1. Hoe scoren de fondsen op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven?
2. Valt er daadwerkelijk wat te kiezen tussen de Nederlandse non-listed woningfondsen?

1.6 Afbakening

Dit onderzoek kent enerzijds afbakening aan de aanbodzijde: de fondsen en de fondsaanbieders; en anderzijds aan de vraagzijde: de beleggers en hun adviseurs.

Aanbodzijde: fondsen

Er is onderzoek verricht naar en een vergelijking gemaakt tussen beleggingsfondsen, die alle de volgende kenmerken hebben:

1. *Actief in Nederland* in de zin dat zij investeren in objecten op alleen de Nederlandse vastgoedmarkt; niet ook elders (geografische beperking).
2. *Non-listed fondsen*, derhalve niet beursgenoteerd. Overigens bestaan op dit moment ook helemaal geen beursgenoteerde woningfondsen die sec in Nederland investeren.
3. *Investeren in (reguliere) woningen*. Uiteraard bevindt zich wel eens een commerciële ruimte in een woningcomplex of heeft een appartementencomplex een winkelpint: *er is geen koe zo zwart of er is wel een vlekje aan*. Toch wordt dit soort mixen onlosmakelijk tot het residentiële beleggingsobject gerekend.
Als afbakening geldt: absolute hoofdmoot van de portefeuille dienen woningen te zijn en wel reguliere woningen (te onderscheiden van studentenwoningen, zorgwoningen, woongroepen).
4. Participatie mogelijk door *meerdere institutionele beleggers*. Uitgesloten zijn daarom fondsen gericht op slechts één institutionele belegger, die (tevens vaak) ook eigenaar is van de fondsmanager. Ook de fondsen gericht op particulieren zijn buiten de scope van het onderzoek gehouden.

Door toepassing van deze afbakening ontstaat een homogene onderzoekspopulatie van fondsen die met elkaar concurreren bij het werven van beleggers of - en dat is in het huidige tijdvak meer het geval - het betreft die fondsen die beleggers in een vergelijking betrekken bij hun wens van verkrijgen of vergroten van hun exposure naar deze beleggingscategorie.

De eerste drie kenmerken hangen samen met de portefeuille en prijsstelling van de betreffende fondsen: het onderliggende product van het fonds. Het laatste kenmerk wordt toegepast omdat een fonds dat zich slechts op één belegger richt, zich met haar propositie minder hoeft te meten aan de normen van de gehele markt. In het theoretisch kader van deze scriptie (hoofdstuk 2) zal nader worden ingegaan op bovenstaande kenmerken, die als afbakening fungeren.

Omwille van de leesbaarheid worden fondsen en fondsaanbieders in deze scriptie zoveel mogelijk met sec de term 'fondsen' aangeduid.

De afbakening suggereert een beperking - 'slechts' zeven fondsen voldoen aan deze criteria -, maar deze fondsen zijn samen een markt op zich. Openbaar vergelijkend onderzoek tussen deze fondsen is echter niet of nauwelijks eerder uitgevoerd, zodat het onderzoek waar deze scriptie op gebaseerd is, als uniek mag worden beschouwd.

Vraagzijde: de beleggers en/of hun adviseurs, de fiduciair managers

Als afbakening aan de vraagzijde is gekozen voor institutionele partijen.

Van Gool (2013) geeft aan dat iedere private investeerder op zijn eigen wijze, en met verschillende argumenten, een afweging zal maken tussen verschillende investeringsmogelijkheden, terwijl veel institutionele beleggers (in theorie) meer rationeel zijn in hun keuzes ten aanzien van allocaties (Van Gool et al., 2013).

Doel van het onderzoek is de criteria achter een *rationele keuze* te achterhalen. De keuze is daarom gevallen op de groep van institutionele beleggers en de fondsen die zich hierop richten.

Voor het onderzoek zijn institutionele beleggers geselecteerd uit de acquisitie bestanden van een grote placement agent en een belangrijke vastgoed vermogensbeheerder. Ook is gebruikt gemaakt van openbare participantenregisters via bijvoorbeeld websites of jaarrekeningen van de zeven geselecteerde fondsen (zie aanbodzijde). Nederlandse beleggers hebben hun weg op deze lijst gevonden omdat zij reeds belegd zijn in Nederlandse non-listed woningfondsen danwel hierin hun interesse hebben getoond. Een klein aantal buitenlandse partijen is geselecteerd omdat zij onlangs hebben belegd in Nederlandse non-listed woningfondsen.

Omwille van de leesbaarheid worden beleggers en fiduciair managers in deze scriptie zoveel mogelijk met sec de term 'beleggers' aangeduid.

1.7 Onderzoeksmethode en methodologie

Het onderzoek onder deze scriptie geldt deels als een kwantitatief en deels als een kwalitatief verkennend onderzoek.

Literatuurstudie en theoretisch kader

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden zal eerst op basis van de bestaande literatuur de achtergrond worden geschetst van het beleggen in de Nederlandse woningmarkt.

- De achtergronden en beweegredenen voor beleggen vanuit het gezichtspunt van institutionele beleggers geven aan welke variabelen moeten worden onderzocht. Dit betreft beleggen in het algemeen, beleggen in vastgoed in het bijzonder en een verdieping naar non-listed Nederlandse woningbeleggingen.
- De achtergronden van de Nederlandse woningmarkt geven aan in welk kader dit onderzoek kan worden geplaatst.

Vervolgens zal op basis van een literatuuronderzoek worden beschouwd welke Unique Selling Points of besliskenmerken voor allocatiekeuzen door institutionele beleggers worden onderkend.

Bovendien wordt een licht geworpen op eerder onderzoek naar criteria voor allocatievraagstukken. Deze kenmerken worden samengebracht in het onderzoeksmodel.

Bronnen voor het theoretisch kader van deze scriptie zijn onder meer:

- Wetenschappelijke bedrijfseconomische literatuur over beleggen in het algemeen en beleggen in vastgoed in het bijzonder, zoals van Van Gool et al., (2013), Gorden et al., (2006), Hudson-Wilson et al., (20013), Goyal et al., (2008), Brounen et al., (2007). Bovendien is wetenschappelijke literatuur over strategische marketingstrategieën (Porter, 1980, Treacy & Wiersema, 1995) als bron gebruikt.
- Publicaties van wetenschappelijk of ander gestructureerd onderzoek naar dezelfde soort onderwerpen (beleggen, beleggen in vastgoed). Voorbeelden hiervan zijn Eichholtz et al.,

(2000), Satumalay (2015), Bretveld (2010), EDHEC (2007), Driessen (2015), Bouwinvest (2014) en Jones LangLasalle (2011)

- Meest uiteenlopend ander gebundeld materiaal als rapportages, prospectussen, commentaren en analyses, die overigens wel naar de betrouwbaarheid van hun bron zijn beoordeeld (INREV, cbs.nl, afm.nl, beleggers, adviseurs, fondsaanbieders, vastgoedjournaal.nl, propertynl.com etc).

Onderzoek

De eerste fase van het daadwerkelijke onderzoek betreft gestructureerd kwantitatief onderzoek: Aan 25 beleggers zijn vragenlijsten verstrekt om deze partijen rangorde en gewicht te laten aangeven op bepaalde kenmerken. Dit betreffen kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen. De beoogde uitkomst is een hiërarchie van fondskenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn bij een dergelijke keuze bij een vergelijking tussen de betreffende fondsen. Er zijn 20 reacties verkregen (in termen van belegd vermogen betreft dit >90% van de markt).

In de tweede en derde fase zijn alle zeven geselecteerde Nederlandse non-listed woningfondsen onderworpen aan een onderzoek. Dit zijn onderzoeken op score, trackrecord (kwantitatief en kwalitatief) op de USP's via eveneens interviews en/of vragenlijsten en eigen deskresearch. Deze fasen dienen inzicht te geven in hoeverre fondsmanagers de beleggersvoorkeuren kennen en aangeven met hun propositie hierop in te spelen en vervolgens ook daadwerkelijk die behoeften invullen (niet alleen propositie, maar feitelijke resultaten).

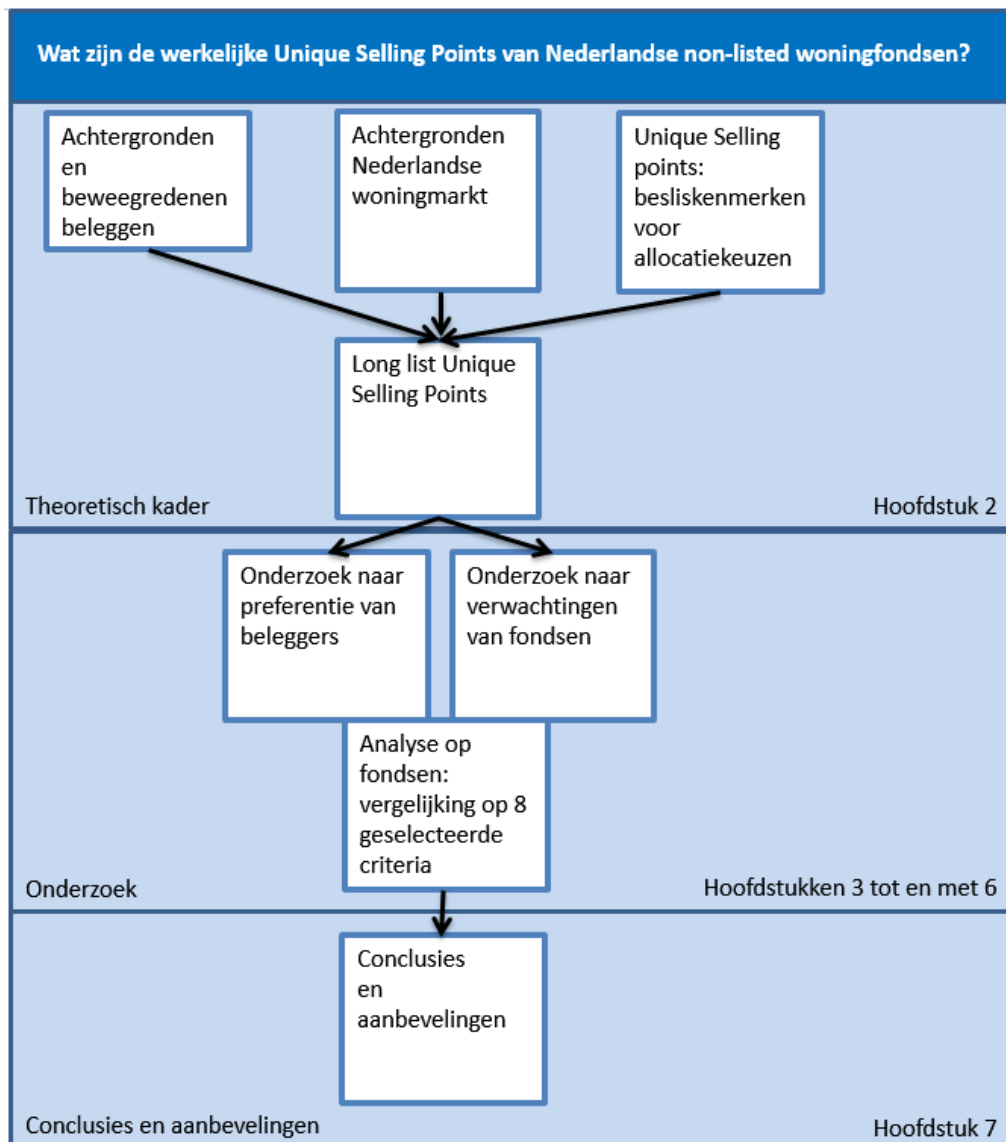
De tweede fase betreft net als de eerste fase gestructureerd kwantitatief onderzoek: De fondsen worden bevraagd rangorde en gewicht aan te geven op dezelfde kenmerken als die aan de beleggers zijn voorgelegd. De in beide fasen ingezette statistiek is beschrijvend van aard.

De derde en laatste fase betreft kwalitatief onderzoek: Hierin wordt onderzocht hoe de fondsen scoren op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven. Het betreft hier niet slechts de beoogde propositie van fondsen, die in fase 2 aan de orde is gekomen, maar de feitelijke scores van fondsen en derhalve antwoord op de vraag of fondsen zich daadwerkelijk onderscheiden op de voorkeuren van de beleggers.

Op basis van de hierboven beschreven onderzoeksmethoden is een onderzoeksmodel vormgegeven dat op de volgende pagina is afgebeeld.

Dit model bestaat uit drie onderdelen, te weten:

1. Het theoretisch kader, na een beschrijving van een bredere context, uitmondend in een 'long list' van Unique Selling Points voor een allocatiekeuze tussen Nederlandse non-listed woningfondsen,
2. Het onderzoek en onderzoeksresultaten naar aanleiding van kwantitatief onderzoek bij beleggers en kwantitatief/kwalitatief onderzoek bij fondsaanbieders,
3. De conclusies en de aanbevelingen naar aanleiding van dit onderzoek.



Figuur 1.1: Het onderzoeksmodel onder deze master thesis

1.8 Leeswijzer

In hoofdstuk 1 is allereerst een introductie gegeven op het onderwerp van deze scriptie. Deze scriptie omvat vervolgens een theoretisch kader c.q. literatuurstudie in hoofdstuk 2. Hoofdstuk 3 beschrijft de methode van onderzoek.

Hoofdstukken 4 en 5 geven het onderzoek naar de preferentie bij beleggers (H4) respectievelijk naar de verwachtingen bij fondsen (H5), waarna in hoofdstuk 6 de analyse aan bod komt van onderwerpen die uit het onderzoek bij de beleggers zijn gekomen.

De conclusies, reflectie en aanbevelingen staan in het afsluitende hoofdstuk 7.

Hoofdstuk 2 Theoretisch kader

2.1 Inleiding

De routing van het theoretisch kader is de volgende:

Stap 1: beleggen:

Aan de hand van studies van Van Gool, Gordon en Goyal komt in §2.2 de vraag aan de orde waarom en hoe institutionele partijen beleggen (het beleggingskeuzeproces).

Stap 2: beleggen in vastgoed:

Vervolgens blijkt in §2.3 op basis van onder meer Hudson-Wilson en EDHEC dat beleggen in vastgoed loont.

Stap 3: beleggen in Nederlands non-listed woningvastgoedfondsen:

In §2.4 onderschrijven meerdere onderzoekers en publicisten (waaronder Eichholtz) de voordelen van beleggen in Nederlands non-listed woningvastgoed.

Stap 4: de Nederlandse woningmarkt:

§2.5 richt zich op de context van die specifieke soort beleggingen: in deze paragraaf volgt een beschrijving van de Nederlandse woningmarkt gebruikmakend van researchmateriaal van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer .

Stap 5: Via een inleiding met de generieke concurrentiestrategieën van Porter in §2.6, geldt §2.7 als de brug naar het voor deze scriptie uitgevoerde onderzoek. Dat onderzoek richt zich op de onderscheidende factoren van de Nederlandse non-listed woningfondsen. INREV 'raakt' dit terrein met haar Due Diligence Questionnaire. De INREV-DDQ heeft een belangrijke rol in dit onderzoek en komt in §2.7 voor het eerst aan de orde.

De onderscheidende factoren of Unique Selling Points (USP's) worden in deze scriptie geïntroduceerd als de belangrijkste onderscheidende beslissingscriteria of fondskenmerken, die institutionele beleggers hanteren bij hun allocatiekeuze tussen de niet-beursgenoteerde woningfondsen. Die allocatiekeuze is het sluitstuk van het beleggingskeuzeproces, het proces dat aan het begin van dit hoofdstuk is geïntroduceerd.

Als afronding van het theoretisch kader wordt in §2.8 een aantal conclusies getrokken, komen de theoretische deelvragen van het onderzoek opnieuw aan de orde en wordt de longlist van potentiële USP's gepresenteerd, die in verdere hoofdstukken wordt gebruikt.

2.2 Beleggen in het algemeen

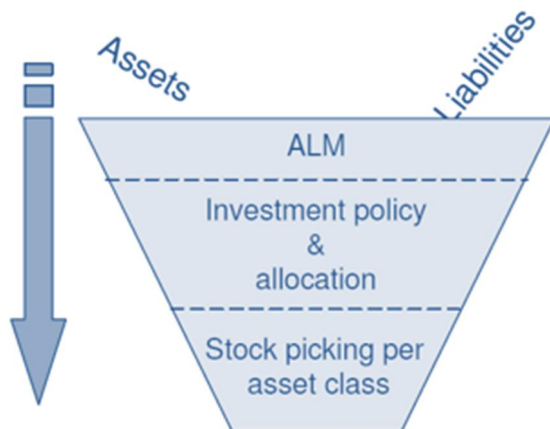
Beleggen en het beleggingskeuze proces

'Beleggen' kan worden omschreven als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/of een waardeinstijging van het vermogen (Van Gool et al., 2013).

Met name institutionele partijen als pensioenfondsen en verzekeraars houden grote beleggingsportefeuilles aan, omdat hun businessmodel er uit bestaat dat zij ontvangen premies moeten beleggen om een rendement te behalen ten gunste van hun later uit te keren gelden (pensioenuitkeringen en verzekeringsuitkeringen).

De keuze voor welke soort beleggingen dient volgens Gordon (Gordon et al., 2006, Bretveld, 2010) volgens een rationeel top-downproces met drie stappen te verlopen, het beleggingskeuzeproces:

1. Asset & Liability Management (ALM)
2. Beleggingsbeleid en -allocatie
3. Keuze voor specifieke beleggingen per beleggingscategorie



Figuur 2.1: Het beleggingskeuzeproces (top-downproces)

Asset & Liability Management

Om aan hun verplichtingen (liabilities) te kunnen voldoen, pogen pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen hun beleggingen (assets) te matchen met hun verplichtingen. Kort gezegd geeft Asset Liability Management inzicht in de toekomstige ontwikkeling van de beleggingen, de verplichtingen, het surplus en de funding verhouding, met de huidige balans als referentiepunt. Het resultaat van de ALM-studie geeft richting aan het beleggingsbeleid en de strategische allocatie van activa (Goyal et al., 2006, Bretveld, 2010).

Beleggingsbeleid en -allocatie

Beleggingsbeleid begint met een strategisch beleggingsplan. Binnen de randvoorwaarden van risico-voorkeur, cash behoeften en overige verplichtingen, kiest de belegger voor een mix van activa die een maximaal verwacht rendement genereert. Het strategisch investeringsplan stelt de kaders voor onder meer de toewijzing van de portefeuille, de rendementsdoelstellingen per beleggingscategorie en ander relevant beleid, zoals bijvoorbeeld met betrekking tot hedging.

Daarna wordt het strategisch investeringsplan vertaald naar operationele investeringsplannen. Deze bevatten allocaties naar verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties en vastgoed en subcategorieën als non-listed Nederlands woningvastgoed (Bretveld, 2010).

Keuze voor specifieke beleggingen per beleggingscategorie

De voorgaande twee stappen vormen voor de belegger de basis bij het keuzeprocess voor specifieke beleggingen per beleggingscategorie. Vanuit de gewenste structurele allocatie bepaalt de belegger zijn aan- en verkoopopgaven. Na de allocatiebeslissing - het besluit om te beleggen in een bepaalde (sub)categorie - start de belegger een selectieproces: bij vastgoedfondsen stuurt hij 'Requests for Proposal' (offerteverzoeken) uit en stelt mogelijk een fiduciair manager aan om hem te helpen bij zijn keuze (Goyal et al., 2006, Bretveld, 2010). En bij de keuze tussen de niet-beursgenoteerde woningfondsen speelt uiteraard de kernvraag van deze scriptie een belangrijke rol: wat zijn de werkelijke USP's van de afzonderlijke fondsen?

2.3 Beleggen in vastgoed

Kenmerken van vastgoedbeleggingen

In bijna alle gevallen zijn beleggingsportefeuilles gediversifieerd, dat wil zeggen dat ze samengesteld zijn uit verschillende assets, te weten aandelen, obligaties, vastgoed.

Een publicatie van Hudson-Wilson et al., uit 2003 met een update in 2005 is nog altijd een klassieker voor wat betreft de vraag (en daarom ook de titel van de publicatie): *Why Real Estate?*

Zij concluderen op basis van onderzoek dat de 5 belangrijkste overwegingen om te beleggen in een portefeuille met vastgoed - naast aandelen en obligaties - de volgende zijn:

1. Door *diversificatie* kan het totale risico van de beleggingsportefeuille gereduceerd worden. Diversificatie is het combineren van beleggingscategorieën die verschillend op verwachte en onverwachte gebeurtenissen reageren.
Deze stelling is reeds vaak bevestigd: de optimale combinatie van verschillende beleggingsobjecten leidt tot een afname van het risico, zonder dat het rendement vermindert, zeggen ook onder meer Van Gool et al., (2013); Helfrich (2005) en Driessen (2015). Vastgoed heeft volgens Hudson-Wilson et al., van zichzelf een laag risico profiel en is een uitstekende risico-demper in een portfolio met aandelen en obligaties.
2. Met vastgoed kan een *absoluut rendement* worden gerealiseerd, dat in hoogte kan wedijveren met andere beleggingscategorieën.
Hudson-Wilson et al., geven aan dat vastgoed in termen van absoluut rendement niet perse outperformance ten opzichte van aandelen en obligaties laat zien, maar wel voor wat betreft rendement-risicoverhouding.
3. Vastgoed als *inflatie-hedge* (bescherming tegen inflatie).
Zowel het direct als het indirect rendement van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen (op basis van equity) reageert positief op inflatie. Veelal worden huurcontracten geïndexeerd met inflatie en leidt de hogere huurstream vervolgens tot een hogere waardering. Dit geldt in mindere mate voor beursgenoteerde vastgoedaandelen, omdat de waarde hiervan ook beïnvloed wordt door die van andere soorten aandelen. Voor vreemd vermogen financiering van vastgoed geldt dit het minste.
4. Door te kiezen voor een afspiegeling van alle beschikbare investeringsmogelijkheden, kan een *markt-neutrale portfolio* gecreëerd worden, althans voor een deel van de beleggingsportefeuille. En vastgoed is dan gewoonweg een belangrijke beschikbare beleggingscategorie.
Een (zware) onderweging voor vastgoed in een bepaalde beleggingsportefeuille, betogen Hudson-Wilson et al., kan alleen gerechtvaardigd worden op basis van lage rendementsverwachtingen voor vastgoed.
5. Het *genereren van substantiële kasstromen* ten behoeve van de beleggingsportefeuille en – indien van toepassing – uit hoofde van de liquiditeitsbehoefte vanuit de verplichtingszijde van de balans van de betreffende belegger. Sommige citaten mogen simpelweg niet vertaald worden: '*Real estate is a head-and-shoulders superior producer of steady income for investors*' (Hudson-Wilson et al., 2005).

Naast bovenstaande overwegingen concludeert EDHEC (2007) dat ook de volgende onderscheidende kenmerken van vastgoed zouden moeten afgewogen bij de allocatiekeuze van een belegger:

- De *hoge eenheidswaarde* in combinatie met de *ondeelbaarheid*: in tegenstelling tot bijvoorbeeld aandelen en obligaties is het vrijwel onmogelijk in kleine delen of in kleine bedragen in (direct) vastgoed te investeren: gebouwen vertegenwoordigen vrijwel altijd een substantiële waarde.
- Vastgoed kent een grote *heterogeniteit*: in verband met alleen al de locatie - vastgoed heeft uiteraard een *vast karakter* -, is ieder vastgoedobject uniek. In mindere mate kan dit ook gelden voor de architectuur, functionaliteit of staat van onderhoud. Het is daarom niet mogelijk om met behoud van het karakter van betreffende vastgoed, zonder meer uit te breiden of te krimpen in de exposure naar (direct) vastgoed dan wel een benchmark precies te matchen.
- Beleggen in (direct) vastgoed vereist een aanzienlijke hoeveelheid dagelijkse *beheer*. Een van de gevolgen, wanneer dit onvoldoende onderkend wordt, is dat op de waarde van vastgoed substantieel moet worden *afgeschreven*.

Vanwege bovenstaande kenmerken is beleggen in vastgoed volgens EDHEC complex en is vastgoed daarom niet altijd juist geprijsd. Het kan daarom mogelijk zijn om een zgn. Alpha te realiseren door een juiste selectie en allocatie (EDHEC, 2007).

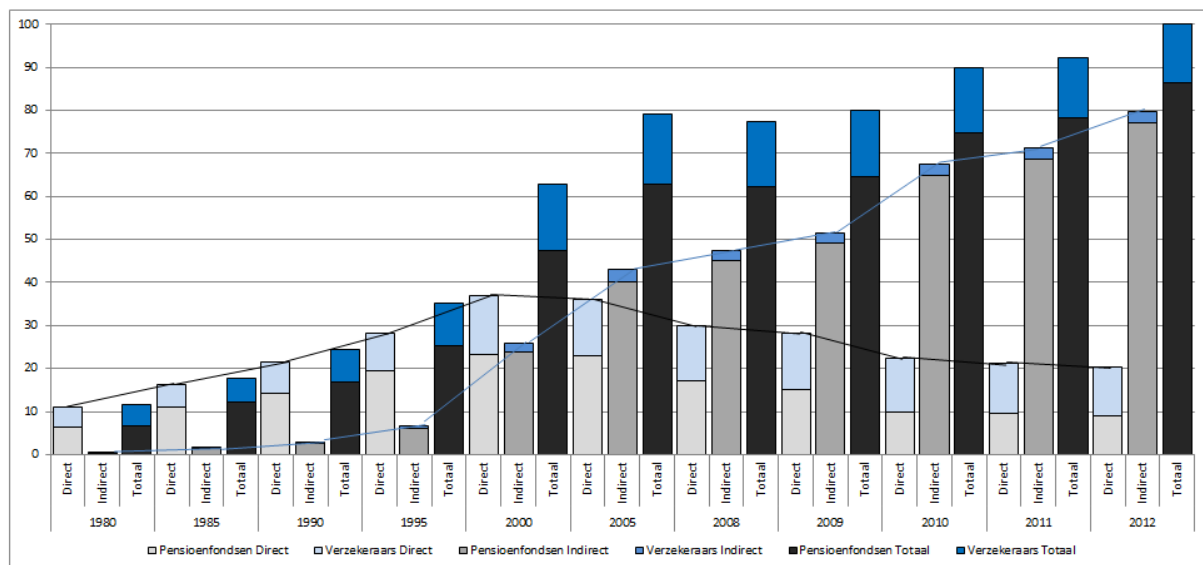
Hudson-Wilson (2005) en EDHEC (2007) onderscheiden bij hun analyses 4 categorieën van vastgoedcombinaties: enerzijds eigen versus vreemd vermogen en anderzijds private versus publieke beleggingen.

	Publiek (listed of beursgenoteerd)	Privaat (non-listed)
Debt (vreemd vermogen)	Commercial mortgages backed securities Unsecured listed funds bonds	Mezzanine Commercial mortgages
Equity (eigen vermogen)	Listed funds Corporate owned real estate	Direct real estate Non-listed funds

Figuur 2.2: De vier categorieën van vastgoedcombinaties volgens Hudson-Wilson en EDHEC

Min of meer dezelfde voor- en nadelen van beleggen in vastgoed - vanuit het perspectief van een institutionele belegger - worden beschreven in Van Driel (2010), Hoesli & Lizieri (2007) en Driessen (2015). Eichholtz et al., (2000) voegt daar overigens nog aan toe, dat juist beleggen in buitenlandse woningen uit het oogpunt van risicospreiding zonder meer het overwegen waard is, omdat internationale correlaties tussen woningrendementen ook nog eens erg laag zijn. Bouwinvest (2014) concludeert na onderzoek onder andere dat een andere reden van de huidige verhoogde interesse naar vastgoed, de *search for yield* is. Door de historisch lage rentestand en de minimale opbrengsten van beleggingen in vastrentende obligaties, in combinatie met de volatiliteit op de aandelenmarkten, komt er een enorme kapitaalstroom richting de vastgoedmarkt, waar (nog) wel rendement te behalen is. Hierdoor is de liquiditeit van de Europese vastgoedmarkt sterk verbeterd.

Het mag daarom niet verwonderlijk heten dat tijdens de afgelopen decennia onroerend goed als beleggingscategorie sterk is gegroeid en is verworden tot de 'derde beleggingscategorie', na aandelen en obligaties. Nederlandse pensioenfondsen, de grootste Nederlandse institutionele beleggers in onroerend goed, hebben hun onroerend goedvermogen vertienvoudigd in dertig jaar tijd en alloceren nu ongeveer 10% naar onroerend goed. Nederlandse verzekeraars hebben hun onroerend goedvermogen verdrievoudigd over dezelfde periode en alloceren nu ongeveer 4% naar onroerend goed (Van Gool et al., 2013). Het aandeel van de pensioenfondsen in het vastgoedbezit van alle grote institutionele beleggers samen bedraagt eind 2012 85% (CBS/Vastgoedmarkt, oktober 2013). Zie bijlage 4 voor een overzicht van de grootste institutionele Nederlandse vastgoedbeleggers.



Figuur 2.3: Vastgoedbeleggingen van professionele beleggers in mrd euro (Bron: CBS Statline oktober 2013)

2.4 Beleggen in Nederlands non-listed woningvastgoed

“Beleggingen in woningen blijven aantrekkelijk vanwege een laag risicoprofiel en de inflatiehedge die ze bieden.”

Patrick Kanters, APG (bron: Jones Lang Lasalle, 2011)

Driessen (2015) haalt in haar scriptie de onderzoeken van Pagliari en IVBN/Finance Ideas over specifieke voordelen van woningbeleggingen aan: Pagliari (1995) bevestigt de voordelen van vastgoed in het algemeen en voor woningensector in het bijzonder (Verenigde Staten) en benadrukt dat de inflatiebestendigheid van woningbeleggingen groter zou zijn dan die van andere vastgoedsectoren (Pagliari, 1995). IVBN/Finance Ideas hebben in het voorjaar van 2014 een publicatie uitgebracht over de voordelen van woningbeleggen. Deze publicatie bevestigt dat woningvastgoed de hoogste correlatie met inflatie heeft in vergelijking met andere beleggingscategorieën, zoals obligaties, aandelen of beursgenoteerd vastgoed. Alleen korte termijn overheidspapier (liquiditeit) benadert deze inflatie hedge functionaliteit. Kantoren en winkels en ook andere asset classes worden qua inflatiebestendigheid overtroffen. Nederlandse huren stegen in het verleden bijna altijd sneller dan de inflatie. Daarnaast blijkt uit het onderzoek dat het risico-gewogen rendement van woning vastgoed positief scoort in vergelijking met andere beleggingscategorieën, hoger dan aandelen en obligaties. Het onderzoek van Finance Ideas laat ook zien dat de correlatie tussen woningvastgoed en andere beleggingscategorieën laag is en daarom goede diversificatiemogelijkheden voor beleggers kan bieden (IVBN/Finance Ideas, 2014), (Driessen, 2015).

Als volgende stap kan een aantal wetenschappelijk gefundeerde kenmerken van het beleggen in vastgoed gecombineerd worden met historische feiten om de keuze voor Nederlandse institutionele partijen (en met name pensioenfondsen) voor specifiek de binnenlandse non-listed woningfondsen te onderbouwen. Zoals al eerder aangegeven, hangen de beweegredenen voor een allocatiekeuze voor een institutionele belegger immers samen met het karakter van haar verplichtingen en het patroon van uitgaande kasstromen (Goyal et al., 2008):

1. Voor rationele beleggers zijn kenmerken als *diversificatiemogelijkheden, rendement en het opbouwen van een markt-neutrale portfolio* altijd van belang. Deze criteria zijn echter niet uniek voor vastgoed.
2. De *inflatiehedge* vanuit vastgoed is vooral van belang voor pensioenfondsen (zie ook Eichholtz et al., 2001). Hun verplichtingen kennen veelal een reële component (in de zin dat aanspraken van deelnemers aan pensioenfondsen nog altijd zoveel mogelijk geïndexeerd worden). Om die reden is het zeer aantrekkelijk dat vastgoedbeleggingen voor wat inflatie met die verplichtingen in de pas blijven lopen. Diverse onderzoeken tonen bovendien aan dat dit vooral geldt voor niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen en in het bijzonder voor woningen (o.a. IVBN/Finance Ideas, 2014).

Daarbij: voor de komst van de Euro was een inflatiehedge op Nederlandse guldens (de munteenheid van de verplichtingen) uiteraard het beste te bereiken via een belegging in Nederlands vastgoed (gebaseerd op diezelfde munteenheid). Deze historische link is nog steeds van belang omdat pensioenfondsen een lange termijn horizon hebben. Binnenlandse markten hebben daarnaast een ander inflatiepatroon dan buitenlandse en huurontwikkeling kent een lokale trend: Nederlands vastgoed is dus nog steeds het best passend.

3. Door die historische link is er *jarenlange ervaring met de Nederlandse vastgoedmarkt* bij de beleggers. Van Gool (2013) geeft aan dat de resultaten van niet-beursgenoteerde fondsen in belangrijke mate worden bepaald door de onderliggende vastgoedmarkten. De investering in die kennis over en ervaring met de onderliggende Nederlandse vastgoedmarkt fungeren als een soort uittredingbarrière voor de zittende partijen. En dit werkt ook andersom: omdat Nederlands vastgoed een bekend product is, hoeft minder risicopremie te worden ingeprijsd, waardoor Nederlands vastgoed beter presteert in termen van risico-rendement. Daarnaast concludeert Eichholtz et al., (2000) dat woningen voor beleggers met een lange horizon een relatief interessante belegging zijn (vanwege verder afnemend risico ten opzichte van aandelen en obligaties naarmate de tijdshorizon verder ligt).
4. De babyboomers zijn inmiddels in grote getale met pensioen gegaan, hetgeen betekent dat pensioenfondsen te maken hebben met *substantiële uitgaande kasstroomverplichtingen*. Vastgoed kan die behoefte als geen andere beleggingscategorie invullen.
5. EDHEC (2007) signaleerde complicerende kenmerken als *hoge eenheidswaarde, ondeelbaarheid en heterogeniteit*. Deze factoren zijn in de vergelijking tussen alle vastgoedsectoren het minst aanwezig bij 'hollandsche' woningbeleggingen. Nederland staat immers bekend om haar grote aantallen identieke rijtjeswoningen met een relatief bescheiden waarde.

Voor verzekeraars geldt een aantal van deze argumenten minder sterk en geldt bovendien (zoals reeds in propertynl.com (#12-26 augustus 2011) stond te lezen), dat de verzekeraars verder onder druk zullen komen van Solvency 2: de Europese wetgeving waaraan verzekeraars sinds 1 januari 2013 moeten voldoen. De maatregelen vereisen voor verzekeraars aanzienlijk hogere kapitaalseisen voor het aanhouden van beleggingen, waardoor uitgeweken wordt naar minder risico-gerelateerde beleggingen (propertynl.com #12/2011).

2.5 De Nederlandse woningmarkt

Van Gool (2013) geeft aan: als een van de specifieke kenmerken van institutionele niet-beursgenoteerde fondsen geldt, dat de directe en indirecte rendementen geheel worden bepaald door de onderliggende vastgoedmarkten en de ontwikkeling van rente en inflatie. Wel worden het rendement en de volatiliteit op fondsniveau beïnvloed door effecten van benutting van vreemd vermogen (de leverage) en de fiscale structurering (Van Gool et al., 2013).

Dit betekent dat het in het kader van een onderzoek naar deze fondsen - in dit geval de Nederlandse niet-beursgenoteerde woningfondsen - relevant is om de betreffende markt te onderzoeken. De belangrijkste ontwikkelingen op deze markt worden in deze paragraaf beschreven. Deze paragraaf is mede gebaseerd op de beschrijving van de Nederlandse woningmarkt in het prospectus van het ASR Dutch Core Residential Fund (2015).

2.5.1 Vraag en aanbod op de Nederlandse woningmarkt

Nederland heeft circa 7,3 miljoen woningen, waarvan 57% in de koopsector (4,1 miljoen). De huurwoningen markt kent een omvang van circa 3,2 miljoen (43%) (situatie 2015).

Van deze huurwoningen is ruim 70% in bezit van woningcorporaties; het restant (29%) is in bezit van privé-beleggers (24%) en institutionele investeerders (5%).

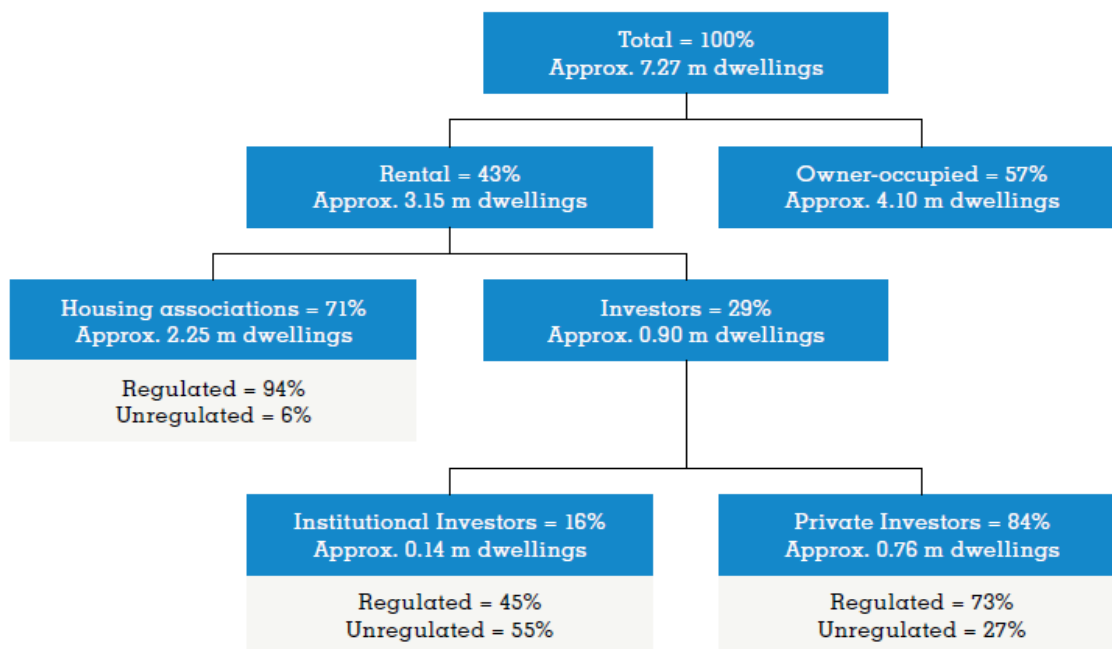
Deze 140.000 institutionele woningen zijn voor het overgrote deel in eigendom van Nederlandse non-listed woningfondsen. Deze fondsen zijn met 'equity' gefund door vooral Nederlandse institutionele investeerders, hoewel in de meest recente jaren ook enkele grote buitenlandse partijen zich in het speelveld hebben gemengd. Ten aanzien van de verdeling van het eigendom van het woningenbestand onderscheidt Nederland zich in de internationale context: nergens in de Europese Unie is het aandeel van de private partijen privé-beleggers en institutionele investeerders zo klein.

De Nederlandse huursector is in 2 hoofdsegmenten verdeeld: de geregleerde en de geliberaliseerde huursector. De geregleerde (of sociale) sector wordt gekenmerkt door sterke huurdersbescherming, beheerste en begrensde huursommen en huurgroei. Ook de huurdersdoelgroep voor de geregleerde sector wordt in belangrijke mate door de overheid bepaald.

87% van het huurwoningenbestand valt onder deze centrale huurregels in de geregleerde sector. De resterende 13% is geliberaliseerd en beweegt zich op de vrije markt.

De grens tussen geregleerd en geliberaliseerd bevindt zich op dit moment op een maandhuur van € 710 (2016, gelijk aan 2015); het geliberaliseerde segment tot € 1.000 per maand (of € 1250 in bepaalde stedelijke gebieden) wordt aangeduid met de term middelhoog; daarboven het hoge huursegment.

Market size and ownership



SOURCE: CBS STATLINE, 2013

Figuur 2.4: Bezitsverdeling binnen de Nederlandse woningmarkt

Belangrijkste 'drivers' voor de woningmarkt: demografie en vraag/aanbod

De belangrijkste 'drivers' voor de Nederlandse woningmarkt voor de korte, middellange en lange termijn zijn:

- Bevolkingsgroei, relatief hoog in vergelijking met andere Europese landen,
- Verdere verstedelijking, met name in de Randstad,
- Vergrijzing, onder andere leidende tot kleinere huishoudens,
- Groeiend aantal huishoudens (van 7,6 miljoen in 2015 tot 8,5 miljoen in 2040),
- Disbalans vraag-aanbod en langdurig laag niveau van woningbouw.

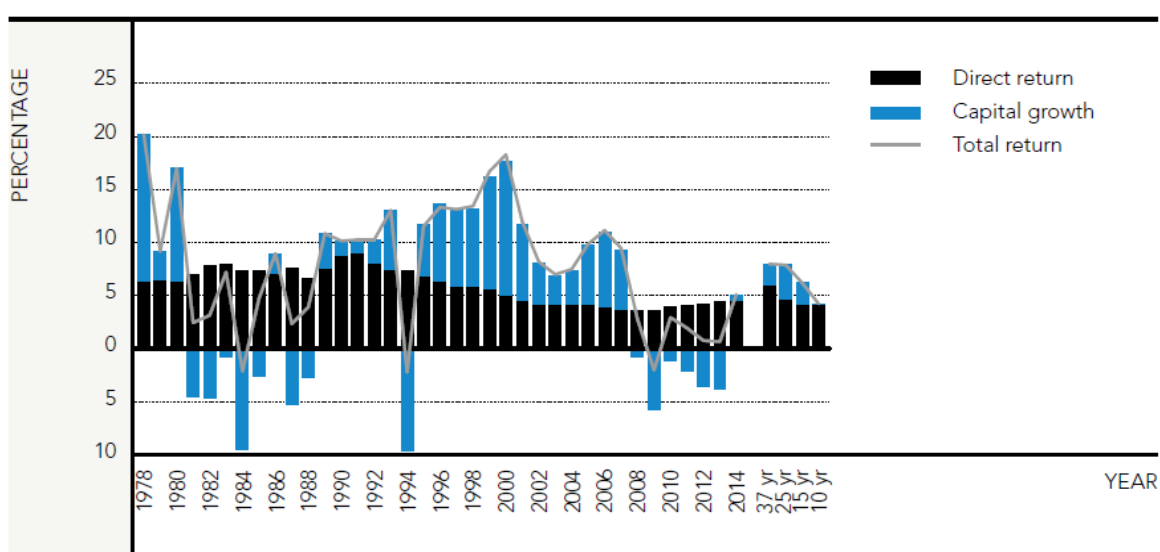
Vooraf voor de Nederlandse stedelijke gebieden staan al deze 5 'drivers' op toename en groei. Dit maakt voor de komende decennia dat de verwachte bezettingsgraad van (huur)woningen hoog is. Dit heeft inmiddels geleid tot een duidelijk herstel van de woningmarkt, stijgende huizenprijzen en een stijgend aantal verkooptransacties, hetgeen kan leiden tot huurgroei en - mede daardoor - waardeinstijging en derhalve aan de invulling van de basisbehoeften van de woningbelegger (Driessen, 2015).

Niettemin zijn op de Nederlandse woningmarkt grote regionale verschillen te onderkennen: door de verdere verstedelijking neemt de vraag naar woningen in met name de Randstad nog verder toe, terwijl deze groei in de buitengebieden soms zelfs negatief is. Iedere dynamiek geeft echter kansen als daarbij de juiste keuzes worden gemaakt (onderzoek GCC/Sweco, 2014).

2.5.2 Nederlandse beleggingsmarkt voor woningen (recent verleden)

In de periode 1995-2015 bedraagt het totale rendement op investeringen in Nederlands woning vastgoed gemiddeld 8,5% bij een direct rendement van 4,7% per jaar. Op dit moment reageert de markt op de sterk toegenomen vraag en klimt snel op vanuit het dal. Hierdoor herstelt ook de leegwaarde premie (het verschil tussen de hogere waarde van een woning in leegstaat versus die in verhuurde staat), althans in de sterke en aantrekkelijke gebieden in Nederland.

IPD Netherlands residential property (1977-2014)



SOURCE: ROZ (1978-2008), IPD (2009-2013), 2014

Figuur 2.5: Rendementen Nederlandse woningbeleggingen IPD 1977-2014

Totaal, direct en indirect rendement

De grafiek hierboven geeft het totale rendement, de directe rendementen (inkomstenstroom) en de indirecte rendementen (waardeveranderingen) sinds 1995 van Nederlands woningvastgoed weer. Het Nederlandse woningvastgoed toont in de periode 1995-2013 een stabiel direct rendement van bijna 6% en blijkt nauwelijks getroffen door de financiële crisis.

Nederlandse huren stegen in het verleden bijna altijd sneller dan de inflatie. In de periode 1995-2012 bedraagt de gemiddelde jaarlijkse Nederlandse huurgroei (gebaseerd op de Nederlandse residentiële IPD Benchmark) 3%, 0,8% hoger dan CPI in dezelfde periode.

Zoals blijkt uit de grafiek wordt de volatiliteit in het jaarlijkse totaal rendement met name veroorzaakt door waardeschommelingen. Hervormingen in het huidige overheidsbeleid (zoals fiscale maatregelen, beperkingen voor financiering voor koopwoningen, huurgroei beperkingen respectievelijk inkomensafhankelijke huurverhogingen en verhuurdersheffingen) zouden voor de toekomst moeten leiden tot een lagere volatiliteit.

Beleggingsrendementen op woningen

Aanvangsrendementen op Nederlandse woningbeleggingen tonen sinds 1995 een geleidelijke daling. Deze wordt voornamelijk veroorzaakt door de dalende rente en de sterke stijging van de onderliggende huizenprijzen (leegwaarde).

Investeringsmarkt

Transactievolumes van woningen (aan- en verkoop) zijn in vergelijking met andere sectoren niet heel erg gedaald tijdens de recessie. Jaarlijks is ongeveer € 1 miljard woning vastgoed verhandeld.

Naast ontwikkelaars en bouwers heeft een aantal Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers grote residentiële portefeuilles op de markt gebracht (> € 100 miljoen). Dit heeft met name in 2014 geresulteerd in een stijging van de totale transactieomvang.

Huidige situatie woningmarkt

De investeerdersmarkt voor woning vastgoed is inmiddels booming. Beleggers hebben dit jaar in totaal € 5,5 miljard beschikbaar voor investeringen in Nederlandse huurwoningen. Internationale beleggers willen € 3 miljard investeren, Nederlandse institutionele partijen hebben daarvoor € 1,5 miljard in kas en particuliere beleggers € 500 miljoen. Voor 2017 en 2018 hebben de buitenlandse spelers in totaal nog eens € 5 miljard beschikbaar. Dit blijkt uit onderzoek van Capital Value in samenwerking met ABF Research en ING Real Estate Finance (2016).

Capital Value voorziet overigens dat deze bedragen niet volledig kunnen worden belegd vanwege het gebrek aan nieuwbouwproduct en bestaande woningportefeuilles. In 2015 is voor € 3 miljard geïnvesteerd in huurwoningen, een evenaring van het recordvolume uit 2014. Nederlandse institutionele beleggers hebben in 2015 € 1,6 miljard geïnvesteerd, een verdubbeling ten opzichte van 2014. Het kapitaal ging grotendeels naar nieuwbouwprojecten, goed voor een woningproductie van ongeveer 6.500.

De oorzaken van deze grote belangstelling zijn enerzijds te verklaren uit de beschreven aantrekkelijke fundamentele van de woningmarkt, anderzijds zijn zij te vinden in de huidige lage en/of meer volatiele rendementen van alternatieve beleggingsmogelijkheden als obligaties, aandelen, en commercieel vastgoed.

2.5.3 Nederlandse beleggingsmarkt voor woningen: aanbieders non-listed woningfondsen

Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan in vergelijking met andere beleggingscategorieën nog slechts relatief kort. In de afgelopen twee decennia is de markt voor beleggingen in vastgoedfondsen wezenlijk veranderd. Het aantal Nederlandse pensioenfondsen, dat anno 2015 nog zelf in gebouwen investeert, is op één hand te tellen. Daarmee is het beleggen in direct vastgoed vervangen door indirect vastgoed (via beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen). Daarnaast is de markt voor indirect vastgoed sterk gegroeid (Satumalay, 2015).

Eind jaren 1990 wijzigden institutionele beleggers op grote schaal hun vastgoedbeleid en kregen elementen als uitbesteding, diversificatie en internationalisering veel meer aandacht (van Doorn & Hendrikse, 2007). De belangrijkste redenen voor deze beleggers waren onder meer focus op hun eigen 'core competenties', kostenbesparing in combinatie met kwaliteitsverbetering en verhoging van de flexibiliteit (van Driel, 2010). Om deze redenen werden enkele externe vastgoed management organisaties opgezet. De eerste fondsen werden vervolgens vanaf eind jaren '90 opgericht (Bretveld, 2010).

Nederland heeft echter geen beursgenoteerde woningvastgoed fondsen, dus een allocatie naar een dergelijk fonds is ook niet mogelijk. Beleggers die indirect willen beleggen in Nederlands woning vastgoed en geen eigen fonds hebben of kunnen/willen structureren, zijn daarom aangewezen op het non-listed aanbod.

Alleen bij de volgende zeven fondsen (met vermelding van hun fondsaanbieder en enige cijfers per medio 2015) is participatie door meerdere institutionele beleggers mogelijk. Zij beslaan daarmee de gehele markt van Nederlandse non-listed woningfondsen voor institutionele beleggers.

Woningfonds	Omvang €	# woningen	# participanten (circa)
Achmea Dutch Residential Fund	€ 650 mln	2.000 woningen	23 participanten
Altera Vastgoed (woningen)	€ 750 mln	3.500 woningen	24 (woningaandelen)
Amvest Residential Core Fund	€ 1.350 mln	6.000 woningen	13 participanten
ASR Dutch Core Residential Fund	€ 850 mln	4.700 woningen	6 participanten
Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund	€ 3.150 mln	13.340 woningen	11 participanten
CBRE Dutch Residential Fund	€ 1.100 mln	6.100 woningen	50 participanten
Vesteda	€ 3.850 mln	23.000 woningen	20 participanten
Totaal	€ 11.800 mln	60.000 woningen	150 participanten niet perse unieke

Figuur 2.6: De zeven Nederlandse non-listed woningfondsen (met enkele kerngegevens)

Als eerder aangegeven bestaat de totale Nederlandse woningmarkt uit ca. 7,3 miljoen woningen, waarvan ca. 140.000 woningen in het bezit zijn van institutionele partijen. De zeven geselecteerde fondsen bezitten met 60.000 eenheden derhalve ruim 40% van het totale institutionele Nederlandse bezit. De overige institutionele woningen zijn hetzij directe beleggingen hetzij in bezit van fondsen voor één eigenaar/belegger.

Na een periode van krimp van hun portefeuilles richten deze fondsen zich weer op groei. Zo verkochten onder meer a.s.r. reim, Bouwinvest, CBRE Global Investors en Vesteda in 2013 en 2014 grote delen van hun woningbezit, mede ingegeven door uittredingsverzoeken van hun achterliggende beleggers. Op dit moment zijn deze fondsen weer zeer actief op de acquisitiemarkt. Vrijwel allemaal hebben zij in 2015 en 2016 nieuwe beleggers mogen verwelkomen of breiden bestaande beleggers hun participatie uit.

2.6 *Unique Selling Points: besliskenmerken voor allocatiekeuzen*

Inleiding Unique Selling Points

Hiervoor is uiteen gezet dat professionele beleggers vastgoed al enige tijd erkennen als een aantrekkelijke asset class om in te investeren. Ook is beschreven dat de Nederlandse woningmarkt een aantrekkelijke sector is binnen deze asset class, zeker de meest recente jaren. Tenslotte blijkt het aantal fondsen waaruit de institutionele belegger kan kiezen, beperkt te zijn. Daarom strijden deze beleggers op zoek naar ruimte bij de Nederlandse non-listed woningfondsen om in te beleggen; daar waar ruimte is, daar lijkt het geld naar toe te vloeien.

Maar waarin onderscheiden deze fondsen zich ten opzichte van elkaar? Beleggingsinkomsten en/of waardestijging van het vermogen streven ze alle naar. Welke kenmerken zijn dan daarnaast van belang? Dit is een belangrijke vraag in het kader van dit scriptieonderzoek.

Michael E. Porter (Harvard Business School) wordt beschouwd als een icoon op het gebied van marketing- en concurrentie-strategieën, terwijl zijn werk min of meer behoort tot de basiskennis van iedere manager (www.wikipedia.nl en www.hbs.edu) en daarmee uitstekend toepasbaar voor het theoretisch kader van deze scriptie.

De generieke concurrentiestrategieën van Porter worden in de strategische marketing door ondernemingen gehanteerd voor het creëren van toegevoegde waarde en een onderscheidend vermogen tegenover de concurrent, oftewel een concurrentiestrategie. Deze paragraaf is daarom mede gebaseerd op de typologie over generieke concurrentiestrategieën: beschreven in Competitive Strategy van Porter (M. Porter, 1980, www.marketingmodellen.com). In deze en de volgende paragraaf zal vanuit 'Porter', andere vakliteratuur en praktijkstudies een aantal mogelijke kenmerken worden beschreven.

2.6.1 Generieke concurrentiestrategieën van Michael Porter (1980)

De drie generieke concurrentiestrategieën van Porter zijn (zie www.marketingmodellen.com):

Kostenleiderschap (lagekostenstrategie)

De generieke concurrentiestrategie kostenleiderschap of lagekostenstrategie richt zich op het optimaliseren van bedrijfsprocessen, waardoor kosten kunnen worden beperkt. Dit moet een kostenvoorsprong opleveren ten opzichte van concurrenten. Hierdoor kan er meer marge worden behaald en/of kunnen dankzij een kostenvoorsprong mogelijk producten tegen een lagere prijs dan concurrenten in de markt worden aangeboden.

Differentiatiestrategie

De generieke concurrentiestrategie differentiatiestrategie richt zich op het differentiëren van de organisatie ten opzichte van concurrenten.

Door te differentiëren en zodoende waarde te creëren kan het imago van een organisatie onderscheidend zijn ten opzichte van concurrenten. Doordat er waarde wordt gecreëerd krijgt het product bijvoorbeeld meer unieke eigenschappen en trouwe klanten, waardoor men bereid is meer voor het product te betalen dan voor andere producten. Met behulp van de Value Chain van Porter kan worden achterhaald bij welke activiteiten waarde wordt (en kan worden) gecreëerd.

Focusstrategie

De generieke concurrentiestrategie focusstrategie richt zich op het concurreren in één specifiek segment van de markt in plaats de totale markt. Bij de generieke concurrentiestrategie focusstrategie is er dus sprake van specialisatie door de focus te leggen op een specifiek deel van de markt. Op het gedeelte van de markt waar de focus op wordt gelegd kan een lagekostenstrategie (kostenleiderschap) of differentiatiestrategie worden toegepast. Binnen de focusstrategie is er dan sprake van een kostenfocus of differentiatiefocus.

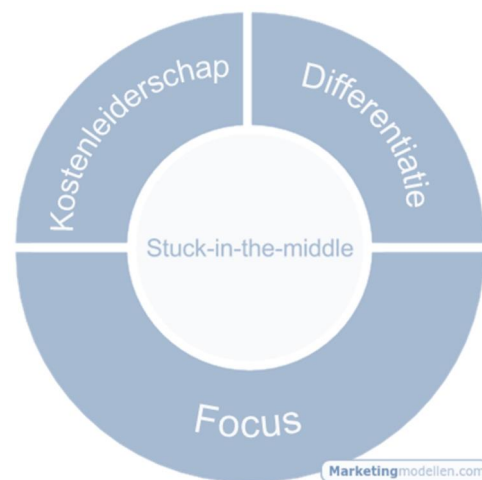
Stuck-in-the-middle

Wanneer een organisatie zich niet duidelijk op een generieke concurrentiestrategie richt kan de organisatie geen sterke positie innemen ten opzichte van concurrenten, omdat er dan geen versterkende concurrentiestrategie wordt toegepast. In dit geval is er dan sprake van stuck-in-the-middle, zoals in de bovenstaande afbeelding is weergegeven. Bij stuck-in-the-middle is de organisatie in de meeste gevallen verzekerd van een lage winstgevendheid. Stuck-in-the-middle is een situatie die nooit bewust wordt nagestreefd.

(M. Porter, 1980, www.marketingmodellen.com)

Natuurlijk is Porter niet de enige wetenschapper die onderzoek heeft gedaan naar en gepubliceerd heeft over concurrentiestrategieën, maar wel de meest toonaangevende. Een eveneens veel aangehaalde strategietypologie is die van de Waardestrategieën van Michael Treacy & Fred Wiersema (1995). Treacy & Wiersema geven aan dat op basis van de volgende waarden een bedrijf zich kan onderscheiden van de concurrentie:

- Operational excellence, proces focus
- Product leadership, product focus
- Customer intimacy, klant focus



Figuur 2.7: De drie generieke concurrentiestrategieën van Porter

Hierna wordt 'Porter' als hoofdleidraad voor verdere analyse gebruikt, maar komen Treacy & Wiersema ook nog aan de orde.

Porters generieke concurrentiestrategieën nader beschouwd vanuit het perspectief van de zeven in de vergelijking betrokken woningfondsen verschaft de volgende inzichten:

Kostenleiderschap lijkt van ondergeschikte betekenis. De belegger in een vastgoedfonds wordt een rendement beloofd, dat de breuk is van:

- netto huuropbrengsten minus 'property specific costs' minus organisatie- en fondskosten (teller) en
- de investering (noemer).

De term markthuurling betekent dat de markt over het algemeen bepaalt welke huurniveaus voor een bepaald woningtype gelden, terwijl voor het woningtype veelal ook een marktprijs betaald moet worden. De belangrijkste kostencategorieën in de 'property specific costs' zijn onderhoud en belastingen. Het afknippen van onderhoudskosten kan slechts beperkt worden gedaan, omdat dit op de lange termijn een negatieve invloed heeft op de kwaliteit van het woningproduct en daarmee op de huuropbrengsten. Belastingen (met name Onroerende Zaak Belasting) zijn helemaal moeilijk beïnvloedbaar. Blijven de organisatie- en fondskosten over, die gezien het voorgaande slechts een beperkt deel van de gehele rekensom vormen en die bovendien relateren aan activiteiten rond administratieve verplichtingen, de inzet om het (huur)potentieel uit de portefeuille te halen en Investor Relations. Dit zijn evenmin activiteiten die gemakkelijk straffeloos zijn terug te schalen.

De *focusstrategie* is nauwelijks van toepassing binnen de groep van zeven fondsen, maar uiteraard wel in een vergelijking met andere vastgoedsectoren of met andere landen. Dit is het gevolg van de afbakening zoals in hoofdstuk 1 gesteld: alle zeven fondsen hebben de focus op Nederland, zijn non-listed fondsen, investeren in (reguliere) woningen en bieden de mogelijkheid van participatie door meerdere institutionele beleggers. Dit betreft derhalve reeds een focusgroep binnen het totale aanbod van vastgoedbeleggingen.

Het is daarom de *differentiatiestrategie* die als uitgangspunt is gekozen voor het onderwerp van deze scriptie: Hoe differentiëren deze organisatie zich ten opzichte van concurrenten en spelen zij in op de behoeften van hun beleggers? Wat zijn de werkelijke USP's van Nederlandse non-listed woningfondsen? Of zal kunnen worden voorspeld dat als het totale beschikbare kapitaal om welke reden eventueel afneemt, er toch één of meerdere fondsen *stuck-in-the-middle* zijn?

Volgens Treacy en Wiersema moet een bedrijf kiezen voor een bepaalde waarde om in uit te blinken. Daarnaast is het wel van belang om van elke waarde een minimum te hebben (de grens). Zij wijzen dus ook op onderscheiden en uitblinken ten opzichte van anderen: oftewel ook differentiëren op basis van USP's! (Treacy & Wiersema, 1995, www.marketing-en-management.nl)

2.6.2 *Unique Selling Points: beslissenmerken voor allocatiekeuzen*

Vakliteratuur en praktijkstudies

In vakliteratuur en praktijkstudies worden diverse criteria genoemd, die beleggers zouden kunnen toepassen bij de allocatiekeuze tussen beleggingsfondsen.

In de tabel op de volgende pagina is aangegeven welke criteria genoemd worden in publicaties naar aanleiding van onderzoeken van Wicks (2013), Van Gool et al., (2013), Equity Real Estate Partners (2010), Satumalay (2015), Wilson (2008), ASIC (2015), T. Walker (2015), Bretveld (2010) en Goyal et al., (2006).

	Wicks	Van Gool	EREP	Satumalay	Wilson	ASIC	Walker	Bretveld	Goyal
Beleggingsstrategie en -portfolio; risico rendementsprofiel	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Financiële resultaten (trackrecord)	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Kwaliteit en ervaring van het management	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
Flexibiliteit en liquiditeit	✓	✓		✓	✓		✓	1)	
Fees, total expense ratio (TER), kostenomvang en -structuur	✓	✓	✓	✓		✓		1)	
Actief aan- en verkoopbeleid	✓		✓	✓	✓	✓		1)	
Zeggenschap, governance en risk management	✓	✓	✓		✓			1)	
Financiering met vreemd vermogen	✓	✓	✓	✓				1)	
Transparantie en communicatie	✓		✓		✓			1)	
Betrokkenheid van research bij aankoop	✓				✓			1)	
Duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen	✓					✓		1)	
Fiscale structuur	✓	✓						1)	
Systematiek van koersberekening: NAV of anders	✓							1)	
Waardering en taxatie, pricing van de portfolio	✓							1)	

Ad. 1) Bretveld noemt de bovenste 3 als belangrijkste criteria, maar doet voor zijn scriptie onderzoek naar alle items.

Figuur 2.8: Overzichtstabel van onderzoeken naar criteria bij de allocatiekeuze tussen beleggingsfondsen

Sommige van deze onderzoeken zijn wetenschappelijk onderbouwd, andere puur praktisch of zelfs intuïtief. Door ze te combineren en de aangedragen criteria van de genoemde onderzoekers bij elkaar te voegen, ontstaat een ruime verzameling van potentieel belangrijke criteria.

In de praktijk van allocatiekeuze naar beleggingsfondsen blijkt eveneens vrijwel altijd een ruime verzameling criteria te worden toegepast. Alvorens te gaan beleggen licht een belegger (of namens de belegger diens adviseur) het beoogde fondstarget over de volle breedte door. De zeer breed opgezette vragenlijst van de INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) is in de industrie de leidende standaard oftewel de meest toegepaste vragenlijst. Dat wordt hieronder toegelicht.

Due diligence en fondsselectie in praktijk

INREV heeft een standaard vragenlijst ontwikkeld om due diligence processen efficiënter en effectiever te maken:

- De belegger hoeft bij zijn selectieproces tussen fondsen, niet zelf de relevante vragenlijsten samen te stellen.
- De aanbieder van een beleggingsfonds kan deze lijst in een gestructureerd proces afwickelen en derhalve informatie voor haar doelgroep verzamelen, voor zij de markt op gaat. Daarnaast wordt de fondsaanbieder niet met beleggersvragenlijsten geconfronteerd die telkens net iets anders opgesteld zijn en waarvoor specifieke informatie moet worden verzameld.

De INREV Due Diligence Questionnaire (INREV-DDQ) is echter zeer uitgebreid en heeft geen weging van kenmerken of USP's in zich. Het lijkt dat de INREV vragenlijst via een tweetal aanpassingsrondes sterk is aangegroeid om in zoveel mogelijk informatiebehoefte te voorzien. Dat is gezien het beoogde doel wellicht logisch: de vragenlijst zou niet werken als cruciale onderwerpen zouden ontbreken en de belegger door gebrek aan effectiviteit alsnog aanvullende verzoeken aan de fondsaanbieder zou moeten doen.

Maar mogelijk bevat deze lijst - door vooral een streven naar volledigheid - minder relevante informatie en is deze te weinig toegesneden op de werkelijk belangrijke beslissingscriteria bij een allocatievraagstuk. Ongebreidelde groei van de lijst brengt het risico met zich dat deze niet meer als efficiënt zou worden gezien, fondsaanbieders deze niet langer willen voorbereiden, en liever direct op specifieke informatiebehoeften van een potentiële investeerder willen ingaan.

Niettemin wordt de lijst in praktijk veel gebruikt (alle zeven fondsen hebben de ingevulde lijst paraat omdat zij ondervinden, dat deze 'standaard' bij DD trajecten wordt gebruikt). Bretveld (2010) geeft naar aanleiding van onderzoek aan, dat de DDQ dikwijls als startpunt van het onderzoek wordt gebruikt, om daarna op items die opvallen bij de beantwoording van de DDQ in te zoomen, zoals duurzaamheid of leverage (Bretveld 2010). Derhalve eerst de INREV-DDQ voor globale informatie over het gehele fonds en haar aanbieder, daarna eventueel op onderwerpen de diepte in.

Due Diligence



Figuur 2.9: INREV Due Diligence Questionnaire (1)

Longlist van mogelijk bepalende fondsenmerken

In de wetenschappelijke literatuur wordt een veelheid aan criteria genoemd. Als startpunt van het onderzoek naar de mogelijke (werkelijke) Unique Selling Points van Nederlandse niet-beursgenoteerde woningfondsen kan de INREV-DDQ dus prima worden gebruikt als longlist van die mogelijke criteria: de USP's die worden beoogd te vinden. De INREV-DDQ is immers het resultaat van tientallen jaren onderzoek en buitengewoon breed ingericht. De vragenlijsten aan zowel beleggers respectievelijk de betreffende woningfondsen bij het hierna volgende onderzoek zijn daarom gebaseerd op de INREV-DDQ nadat eerst een toetsing heeft plaatsgevonden op volledigheid vanuit vragenlijsten als gehanteerd bij feitelijk uitgevoerde due diligence procedures van Syntrus Achmea, Almazara, Altis, ASR Property Fund, Blue Sky, De Goudse, Sweco, Townsend, Jones Lang LaSalle. Als weergave van de hoofdonderwerpen ('longlist van mogelijk bepalende fondsenmerken') in het onderzoek kan daarom worden teruggerepen op de structuur van de INREV-DDQ. Deze is op de volgende pagina weergegeven met slechts een samenvoeging van deelonderwerpen om het aantal vragen enigszins te beperken.



FUND MANAGER PROFILE	
-	Organisational structure
-	Real estate fund management business
-	Environmental, Social & Governance (ESG) issues
-	Staff
-	Risk management and compliance
-	Regulation and external auditors
-	Performance track record
INVESTMENT VEHICLE INFORMATION	
-	Investment strategy
-	Environmental, Social & Governance (ESG) issues
-	Existing portfolio (existing vehicle) or seed assets (new vehicle)
-	Track record and financial information (existing vehicles only)
-	Bank leverage and debt management strategy
-	Investment process
-	Corporate governance
-	Principal terms
-	Fees/expenses
-	Reporting and valuation
-	Investors
SPECIFIC QUESTIONS ON TAXATION	
-	General topics on taxation
-	Details in relation to the vehicle
-	Details in relation to the investment structure

Figuur 2.10 INREV Due Diligence Questionnaire, eigen bewerking (2)

2.7 Conclusie en samenvatting

Dit hoofdstuk vormt het theoretisch kader van deze scriptie. In dit hoofdstuk is na een beschrijving van het beleggingskeuzeproses van Gordon aangegeven, waarom het loont om te beleggen in vastgoed. Hudson-Wilson en EDHEC wijzen op de bijzondere karakteristieken van vastgoed, die aan de basis liggen van deze stelling.

O.a. Eichholtz geeft aan dat voor Nederlandse pensioenfondsen specifiek ook Nederlands woningvastgoed aantrekkelijk is. Daarbij zijn vooral de volgende kenmerken van belang:

- *The search for yield*: na een periode van neergang brengt Nederlands woningvastgoed inmiddels weer hoge resultaten terwijl andere asset classes lage en/of volatiele rendementen bieden.
- Nederlands woningvastgoed biedt significante *bescherming tegen binnenlandse inflatie*, waar de Nederlandse pensioenfondsen met hun verplichtingen vooral aan zijn blootgesteld.
- Beleggen in vastgoed vergt *intensief beheer en kennis*. De Nederlandse beleggers hebben wat dat betreft een concurrentievoorsprong ten opzichte van andere partijen en dit werkt ook andersom: omdat Nederlands vastgoed een bekend product is, hoeft minder risicopremie te worden ingeprijsd, waardoor Nederlands vastgoed beter presteert in termen van risico-rendement.
- De babyboomers zijn inmiddels in grote getale met pensioen gegaan, hetgeen betekent dat pensioenfondsen te maken hebben met *substantiële uitgaande kasstroomverplichtingen*. Vastgoed kan die behoefte als geen andere beleggingscategorie invullen.
- De lange termijn ontwikkelingen van vraag en aanbod (demografie, economie, woningvoorraad) *op de Nederlandse woningmarkt* zien er voor beleggers aantrekkelijk uit.
- Ten slotte gelden de *diversificatiemogelijkheden en het opbouwen van een markt-neutrale portfolio*, maar deze kenmerken zijn niet uniek voor vastgoed en dus niet doorslaggevend.

Deze opsomming is daarmee de beantwoording van de eerste theoretische deelvraag: *‘Wat maakt beleggen in Nederlands woningvastgoed aantrekkelijk?’*

De tweede theoretische deelvraag *'Waarom dienen woningfondsen zich onderling te onderscheiden?'* is beantwoord met behulp van de generieke concurrentiestrategieën van Porter.

De generieke concurrentiestrategie 'differentiatie strategie' richt zich op het differentiëren van de organisatie ten opzichte van concurrenten. Door te differentiëren en zodoende waarde te creëren kan het imago van een organisatie onderscheidend zijn ten opzichte van concurrenten, waardoor de afnemer bereid is meer voor het product te betalen dan voor andere producten.

Wanneer een organisatie zich niet duidelijk op een generieke concurrentiestrategie richt kan de organisatie geen sterke positie innemen ten opzichte van concurrenten en uiteindelijk de slag verliezen.

En als de veronderstelling is dat fondsen er goed aan doen om zicht te onderscheiden, is het belangrijk om dat te doen op kenmerken die er toe doen. Welke kenmerken dat zijn, is het onderzoeksdoel bij deze scriptie. De weg naar de shortlist van die gewaardeerde, onderscheidende kenmerken loopt via een longlist. Na raadpleging van diverse onderzoeken en publicaties, blijkt de in de industrie veel gebruikte INREV Due Diligence Questionnaire (INREV-DDQ) goed te voldoen als longlist. De structuur van de INREV-DDQ is in het kader van deze scriptie het antwoord op de derde theoretische deelvraag: *'Wat zijn volgens theorie en eerder praktijkonderzoek mogelijke USP's (Unique Selling Points)?'*

Hoofdstuk 3 Methode van onderzoek

3.1 *Inleiding*

Het onderzoek waar deze scriptie op gebaseerd is, heeft als doel de werkelijke Unique Selling Points van non-listed Nederlandse woningfondsen te achterhalen. Unique Selling Points zijn te omschrijven als de belangrijkste onderscheidende beslissingscriteria of fondskenmerken, die institutionele beleggers hanteren bij hun allocatiekeuze tussen deze woningfondsen.

Om de onderzoeksmethode op te zetten en te beschrijven is gebruik gemaakt van het Basisboek Methoden en Technieken van Baarda et al., (2012) en van enkele voorbeeldscripties (Niemeijer (2014), Smulders (2013)).

In § 3.2 geeft een beschrijving van de fasering en van de onderzoeksverantwoording. In § 3.3 is de aanpak van de eerste en tweede fase van het onderzoek beschreven, terwijl de derde fase in § 3.4 aan bod komt. De conclusies naar aanleiding van dit hoofdstuk, komen in § 3.5 aan de orde.

3.2 *Inleiding fasering en onderzoeksverantwoording*

Zoals reeds in §1.7 (Onderzoeksmethode en methodologie) kort aangestipt, bestaat dit onderzoek uit drie fasen en is het exploratief van aard:

1. In de eerste fase zijn aan 25 beleggers vragenlijsten verstrekt om deze partijen rangorde en gewicht te laten aangeven op bepaalde voorgestelde kenmerken. De onderzoeksvorm betreft gestructureerd kwantitatief onderzoek. De vragenlijsten aan beleggers zijn gebaseerd op de INREV-Due Diligence Questionnaire (INREV-DDQ) met een toetsing op volledigheid uit vragenlijsten als gehanteerd bij feitelijk uitgevoerde due diligence procedures van Syntrus Achmea, Almazara, Altis, ASR Property Fund, Blue Sky, De Goudse, Sweco, Townsend, Jones Lang LaSalle. De extra elementen uit die vragenlijsten moeten worden gezien als verdieping op deelonderwerpen van de INREV-DDQ. Die verdieping is niet nodig geacht voor het onderzoeksdoel voor deze scriptie. De gebruikte vragenlijsten zijn daarom geheel gebaseerd op de INREV-DDQ met slechts een samenvoeging van deelonderwerpen om het aantal vragen enigszins te beperken. De beoogde uitkomst van dit deel van het onderzoek is een hiërarchie van fondskenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn bij een allocatiekeuze tussen de betreffende fondsen.
2. De tweede fase betreft net als de eerste fase gestructureerd kwantitatief onderzoek: De markt van non-listed Nederlandse woningfondsen bestaat uit (slechts) zeven fondsen, althans voor zover het fondsen zijn die zich op institutionele beleggers richten. Deze zeven fondsen worden eveneens bevraagd rangorde en gewicht aan te geven op dezelfde voorgestelde kenmerken als die aan de beleggers zijn voorgelegd (INREV-DDQ). Het gaat hier evenwel niet om de voorkeuren van de fondsen of fondsaanbieders zelf, maar om hun perceptie van de voorkeuren van hun 'clientèle': de beleggers. De beoogde uitkomst van dit tweede deel van het onderzoek is opnieuw een hiërarchie van fondskenmerken. Het betreft nu de door fondsen/fonds-aanbieders opgestelde vermeende hiërarchie van voorkeuren van beleggers. De vragenlijsten van fasen 1 en 2 zijn in bijlage 1 bij deze scriptie opgenomen.
3. De derde en laatste fase betreft kwalitatief onderzoek: Hierin wordt onderzocht hoe de fondsen 'scoren' op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven: uit de eerste fase van het onderzoek zijn 8 criteria naar voren gekomen die in de ogen van de beleggers van belang zijn bij hun allocatiekeuze tussen Nederlandse non-listed woningfondsen. In deze fase wordt onderzocht of fondsen op deze punten van elkaar verschillen. Het betreft hier onderzoek naar de feitelijke scores van fondsen en derhalve antwoord op de vraag of fondsen zich onderscheiden op de voorkeuren van de beleggers.

Allereerst wordt de aanpak voor fasen 1 en 2 gepresenteerd. De aanpak voor beide fasen kent veel raakvlakken. Grote verschil is echter de kring van (beoogde) respondenten. § 3.4 betreft de aanpak voor fase 3. De reacties, bewerkingen en uitkomsten van het onderzoek komen in de volgende hoofdstukken aan de orde.

3.3 Aanpak eerste fase en tweede fase

Onderzoeksontwerp: vragenlijsten aan beleggers respectievelijk aan fondsen

Aangezien dit onderzoek een exploratief onderzoek is, is gekozen voor een eenmalig surveyonderzoek als onderzoeksontwerp. Hierbij worden gegevens verzameld bij een aantal vooraf geselecteerde kandidaten:

- Fase 1: de experts, zijnde de vertegenwoordigers van beleggers, die tezamen vrijwel de gehele actieve doelgroep van de betreffende fondsen vormen, en
- Fase 2: de experts, zijnde de vertegenwoordigers van de zeven fondsen, die samen de gehele markt vormen van Nederlandse non-listed woningfondsen voor institutionele beleggers.

De reactiegegevens zijn verzameld met behulp van twee vragenlijsten: voor beide fasen of doelgroepen een eigen vragenlijst. Dit betreffen online-enquêtes via Survey Monkey (asynchroon, oftewel met vertraging in de interactie).

Het onderzoek wordt slechts eenmalig uitgevoerd, waardoor de resultaten een momentopname geven. De overwegingen om te kiezen voor dit onderzoeksontwerp is dat in korte tijd relatief veel gegevens kunnen worden verzameld. Het is een snelle en efficiënte methode waarbij de kanttekening moet worden gemaakt dat de interne validiteit niet optimaal is. Dit zou het meten vereisen van de gegevens over een langere periode en van een grotere steekproef van meerdere vertegenwoordigers per belegger, fiduciair manager of fonds/fonds aanbieder.

3.3.1 Fase 1: Beleggers

Doelgroep

Voor het onderzoek zijn 25 institutionele beleggers geselecteerd uit de acquisitie bestanden van een grote placement agent en een belangrijke vastgoed vermogensbeheerder. Ook is gebruikt gemaakt van openbare participantenregisters van de zeven geselecteerde fondsen.

Beoogd is om een zo groot mogelijk deel van de huidige beleggers in de Nederlandse non-listed woningfondsen in het onderzoek te betrekken, hetzij rechtstreeks (als zij hun keuzes geheel zelf maken), hetzij via hun fiduciair managers. Veelal managen grote institutionele partijen hun beleggingen zelf. Omvang geeft immers de mogelijkheid om een gespecialiseerd team in-house te organiseren. Kleinere partijen maken daarentegen vaker gebruik van een fiduciair manager voor selectie- en allocatieadvies en het vervolgens managen van hun belegging (Goyal 2006).

Nederlandse beleggers hebben hun weg op deze lijst gevonden omdat zij reeds belegd zijn in Nederlandse non-listed woningfondsen danwel hun interesse hebben getoond voor een dergelijke participatie. Een klein aantal buitenlandse partijen is geselecteerd omdat zij onlangs hebben belegd in een of meerdere Nederlandse non-listed woningfondsen. Aan de hand van reacties op vragen omtrent de omvang van hun belegd vermogen in deze soort fondsen (van henzelf respectievelijk van de cliënten die zij vertegenwoordigen), is het mogelijk gebleken te sturen op een zo hoog mogelijke dekking van de relevante beleggerskring (en deze uiteindelijk te verkrijgen).

Response/non-response

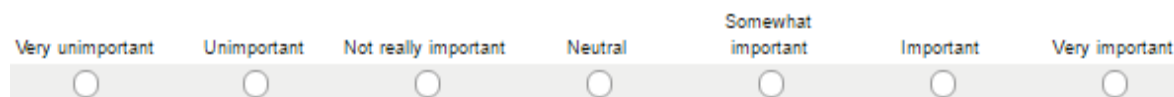
25 partijen zijn benaderd. Slechts drie partijen hebben na benadering en rechtstreeks contact geheel niet gereageerd, een enkeling (één belegger) gaf aan prioriteit aan andere activiteiten te moeten geven, terwijl een andere partij (één fiduciair manager) uit commerciële overwegingen zich weerhield van medewerking: bevreesd het geheim van de smid te openbaren.

De response op de vragenlijsten geeft aan, dat de 20 deelnemende beleggers samen een in Nederlandse non-listed woningfondsen belegd vermogen vertegenwoordigen van ruim € 10 miljard oftewel meer dan 90% van het gezamenlijke vermogen van de zeven fondsen (€ 11,8 miljard). Dit is te beoordelen als een substantieel en representatief deel van de gehele vraagzijde van betreffende markt (bijna een populatie onderzoek). De opgebouwde dataset op basis van response op de vragenlijsten mag daarom eveneens uniek worden genoemd: dergelijk openbaar vergelijkend onderzoek is op sec deze markt nog niet eerder uitgevoerd en levert daarom een bijzondere bijdrage aan de beschikbare opgebouwde kennis over de relatie tussen beleggers en fondsaanbieders!

Vragenlijst, reacties en bewerkingen

Reeds eerder in deze scriptie is aangegeven dat de INREV Due Diligence Questionnaire (INREV-DDQ) dikwijls als startpunt van het onderzoek wordt gebruikt, om daarna op items die opvallen bij de beantwoording van de DDQ in te zoomen, zoals duurzaamheid of leverage (Bretveld 2010). De INREV-DDQ is inmiddels zeer uitgebreid; het lijkt dat de INREV vragenlijst via een tweetal aanpassingsrondes sterk is aangegroeid om in zoveel mogelijk informatiebehoefte te voorzien. Voor een onderzoek dat beoogt de belangrijkste kenmerken te identificeren, is dit een gunstig gegeven: door de respondenten hun voorkeur te laten aangeven op de uitgebreide longlist (alle elementen van de INREV-DDQ, bewerkt tot 41 criteria), kunnen die voorkeurswaarderingen worden geanalyseerd en kan vervolgens een shortlist van de items met de hoogste scores worden verkregen.

Op deze wijze is het eerste deel van de vragenlijst opgebouwd: gevraagde waardering op een schaal van 1 tot 7 op een uitgebreide lijst van mogelijke beslissingscriteria. De respondenten zien de 7-puntsschaal in de variatie van 'very unimportant' tot 'very important'. Door deze een waarde van 1 tot en met 7 mee te geven, konden alle reacties worden bewerkt in de zin dat op basis van gemiddelde score en standaarddeviatie een Top 5 kon worden verkregen uit de longlist van 41 criteria.



Figuur 3.1: 7-punts waarderingsschaal als toegepast bij de vragenlijsten van het onderzoek

Ter mitigering van het risico, dat desondanks toch belangrijke criteria buiten de boot zouden vallen omdat ze niet in de longlist waren opgenomen, is het tweede deel van de vragenlijst ingericht: de respondenten zijn via een geheel open vraagstelling verzocht aan te geven welke criteria zij de belangrijkste vinden voor een positieve keuze. Hierbij mogen maximaal 5 criteria (met toelichting) aangegeven worden.

Vervolgens zijn de respondenten gevraagd (opnieuw via een geheel open vraagstelling) welke criteria zij de belangrijkste vinden voor een negatieve keuze: de zogenaamde showstoppers, die – wanneer zij in werkelijkheid zouden optreden – vrijwel onverbiddelijk zouden leiden tot het verder niet meer in overweging nemen van het fonds waar deze showstopper optreedt. Hierbij mogen maximaal 2 criteria (met toelichting) aangegeven worden.

Als aangegeven: zowel de vraag naar positieve criteria als de vraag naar showstoppers zijn 'open' vragen, in tegenstelling tot de waarderingsvragen in het eerste deel van de vragenlijst. De waarderingsvragen zijn 'gesloten vragen'.

De reacties van de respondenten zijn zo veel mogelijk naar 41 criteria gelabeld als gebruikt bij het eerste deel van de vragenlijst. Vervolgens is geteld hoe vaak een bepaald criterium is genoemd (waarbij een maximum van één maal per respondent geldt en derhalve maximaal even vaak geteld als het totaal aantal respondenten). Reacties die niet onder één van de eerder gebruikte criteria kunnen worden gevoegd, zijn als nieuw criterium opgevoerd.

Op basis van het aantal keren dat een bepaald criterium is genoemd, is het mogelijk gebleken ook voor deel 2 een Top 5 van belangrijkste selectiecriteria te verkrijgen.

Twee items staan zowel in het eerste als in het tweede deel in de Top 5; in beide afzonderlijke delen staan drie 'unieke' items in de Top 5: uniek in de zin dat drie items in de eerste Top 5 niet in de tweede Top 5 staan en andersom. Uit de samenvoeging is een rangorde en een Top 8 verkregen. De volgorde is verkregen door de positie vanuit de waardering en de positie vanuit de open vragen bij elkaar op te tellen.

3.3.2 Fase 2: Fondsen

Doelgroep





Als eerder in deze scriptie aangegeven: er wordt onderzoek verricht naar en een vergelijking gemaakt tussen beleggingsfondsen, die alle de volgende kenmerken hebben:

- *Actief in Nederland*, niet daarbuiten
- *Non-listed fondsen*, derhalve niet beursgenoteerd.
- *Investeren in (reguliere) woningen*.
- Participatie mogelijk door *meerdere institutionele beleggers*.

Response/non-response

Alleen de volgende zeven fondsen (met vermelding van hun fonds-aanbieder en enige cijfers per medio 2015) voldoen aan alle bovenstaande criteria. De totale Nederlandse woningmarkt bestaat uit ca. 7,3 miljoen woningen, waarvan ca. 140.000 woningen in het bezit zijn van institutionele partijen. De zeven geselecteerde fondsen bezitten met 60.000 eenheden derhalve ruim 40 % van het totale institutionele Nederlandse bezit. Zij beslaan daarmee de gehele markt van Nederlandse non-listed woningfondsen voor institutionele beleggers.

Alle zeven partijen zijn benaderd en alle werkten mee. De response is derhalve 100%!

Woningfonds (aanbieder/fondsmanager)	Omvang € # woningen # participanten (circa)	Woningfonds (aanbieder/fondsmanager)	Omvang € # woningen # participanten (circa)
 Achmea Dutch Residential Fund syntus achmea real estate & finance	€ 650 mln 2.000 woningen 23 participanten	 Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund N.V.	€ 3.150 mln 13.340 woningen 11 participanten
 ALTERA YASSTOED BY sectoraal vastgoedfonds	€ 750 mln 3.500 woningen 24 (woning aandelen)	 CBRE GLOBAL INVESTORS CBRE Dutch Residential Fund	€ 1.100 mln 6.100 woningen 50 participanten
 AMVEST RESIDENTIAL CORE FUND	€ 1.350 mln 6.000 woningen 13 participanten	 vesteda	€ 3.850 mln 23.000 woningen 20 participanten
 ASR Dutch Core Residential Fund a.s.r. vastgoed vermogensbeheer onderdeel van G.S.F. de nederlandse verzekering maatschappij voor alle verzekeringen	€ 850 mln 4.700 woningen 6 participanten	Totaal: 7 fondsen	€ 11.800 mln 60.000 woningen 150 participanten (niet perse unieke)

Figuur 3.2: De zeven Nederlandse non-listed woningfondsen (met enkele kerngegevens)

Vragenlijst, reacties en bewerkingen

Buiten enkele vragen ter identificatie en segmentering van de respondenten, zijn de vragen in fase 2 dezelfde als in fase 1 (fase 1: gericht op beleggers, fase 2: gericht op fondsen). Het doel van fase 2 was immers om te onderzoeken of de fondsen de beleggersvoorkeuren kennen. De hoofdvraag was daarom: 'Please complete the survey based on your assessment of what an investor would find important': wederom een gevraagde waardering van de 41 criteria. Dit leidde opnieuw tot een Top 5 op basis van gemiddelde score en standaarddeviatie. En ook hier is een tweede 'open deel' van de vragenlijst ingericht: de maximaal 5 belangrijkste criteria voor een allocatie (positieve keuze) en de maximaal twee showstoppers (negatieve keuze).

Vragenlijsten beleggers, fiduciair managers, fondsen

In bijlage 1 zijn voor beide doelgroepen de vragenlijsten opgenomen, zowel het eerste deel waarin door de ondervraagden reeds beschreven onderwerpen zijn gewaardeerd, als het tweede deel waarin de open vragen zijn opgenomen, zowel positief geformuleerd (belangrijkste voorkeuren) als negatief geformuleerd (eventuele 'showstoppers').

3.3.3 Beperking kleine steekproeven en samengestelde scores uit combinaties van steekproeven

Baarda et al. geeft aan dat men bij kleine steekproeven ($n < 25$) beter gebruik kan maken van niet-parametrische toetsen. Met de Mann-Whitney U-toets is bij kleine steekproeven na te gaan of een verschil tussen twee onafhankelijke steekproeven op een ordinale variabele Y op toeval berust. De Kruskal-Wallistoets is gebaseerd op hetzelfde principe als de Mann-Whitney U toets, maar kan de verschillen tussen meer dan twee onafhankelijke steekproeven toetsen (Baarda et al., 2014). Dit laatste is bij het onderzoek voor deze scriptie gedaan met de combinatie van een onderzoeksdeel met gesloten vragen en een deel met open vragen.

Met andere woorden: met deze toetsen kan de betrouwbaarheid van de voor deze scriptie uitgevoerde onderzoeken worden getoetst. Er is immers een gerede kans op vertekening van de werkelijkheid in de uitkomsten van de toetsen nu de steekproeven zo klein zijn (20 deelnemende beleggers en 7 deelnemende fondsen, waarbij wel zij opgemerkt dat dit bijna absolute populatie onderzoeken zijn) of dat onderzoeken en scores zijn gecombineerd.

In verband met de enigszins beperkte scope van dit onderzoek wordt op deze plaats wel op deze methodologische beperking gewezen, maar worden deze onderzoeken niet verder uitgewerkt: De ingezette statistiek is beschrijvend van aard.

3.4 De derde en laatste fase betreft kwalitatief onderzoek

De derde en laatste fase van het onderzoek richt zich op de vraag hoe de fondsen 'scoren' op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven: uit de eerste fase van het onderzoek zijn 8 criteria naar voren gekomen die in de ogen van de beleggers de belangrijkste zijn bij hun allocatiekeuze. In deze fase wordt onderzocht of fondsen op deze punten van elkaar verschillen. Het betreft hier onderzoek naar de feitelijke scores van fondsen en derhalve antwoord op de vraag of fondsen zich onderscheiden op de voorkeuren van de beleggers.

Op deze plek zij echter de beperkingen aan dit onderzoek vermeld: de zeven Nederlandse non-listed woningfondsen hebben alle medewerking verleend aan het onderzoek. Dit is echter gebeurd op basis van vertrouwen/vertrouwelijkheid en na toezegging van de onderzoeker niet te expliciet over de scores te publiceren of zelfs onderlinge rangordes te maken. In bepaalde gevallen heeft de onderzoeker geheimhoudingsverklaringen moeten ondertekenen of is een beroep gedaan op de persoonlijke relatie.

Fondsaanbieders zijn logischerwijze terughoudend in het verstrekken van de beoogde informatie. Deels omdat dit daadwerkelijk concurrentiegevoelig is, deels omdat bij verstrekking via een derde (dus als bijvoorbeeld via een onderzoek als dit) de fondsaanbieder niet de mogelijkheid heeft, de informatie toereikend toe te lichten en ook omdat de productie van dergelijk materiaal tijdsintensief is en daarmee kostbaar. In het belang van het onderzoek (überhaupt verkrijgen van de informatie) is tegemoet gekomen aan de verzoeken om voorzichtig te zijn met te scherpe formuleringen of weergaven. Daarnaast is het onderzoek waarop deze scriptie is gebaseerd in zijn aard te beperkt, om eventuele verschillen grondig uit te werken, waardoor enige terughoudendheid ook op zijn plaats is. Als voorbeeld: het is aan de hand van het verkregen materiaal relatief eenvoudig om de financiële resultaten van de betreffende fondsen van de afgelopen jaren in een tabel op te nemen en op volgorde te zetten, maar eventuele bijzondere omstandigheden die de financiële performance van

een fonds hebben beïnvloed, zouden hierbij toegelicht moeten worden. Omdat dit voor wat betreft onderzoeksinspanning en beschikbare omvang van een masterthesis niet haalbaar is, is voorzichtigheid geboden bij presentatie van gegevens. Met een presentatie zou onbewust een onjuist of onvolledig bepaald beeld kunnen worden opgeroepen. Due diligence onderzoek is een ingewikkeld en tijdrovend vak en op deze plek en aan de hand van deze scriptie moet niet worden gesuggereerd dat dit bij dit onderzoek tot in detail is uitgevoerd.

In fase 1 van het onderzoek zijn de belangrijkste allocatiecriteria van beleggers in kaart gebracht. In fase 3 zijn de zeven fondsen op deze 8 criteria onderling met elkaar vergeleken. Hierbij is gebruikt gemaakt van openbare informatie (websites, fund factsheets, jaarverslagen en vakpublicaties) als ook van in vertrouwen verstrekte informatie (prospectussen, investor presentations, interne analyserapporten, voor het onderzoek specifiek opgestelde en verstrekte documentatie). Deels is deze informatie als directe bron gebruikt, deels als toetsing van de bij de onderzoeker reeds aanwezige kennis.

3.5 Conclusie en samenvatting

In dit hoofdstuk is de methode van onderzoek aan de orde gekomen.

De eerste fase van het daadwerkelijke onderzoek betreft gestructureerd kwantitatief onderzoek: Aan 25 beleggers zijn vragenlijsten verstrekt om hen rangorde en gewicht te laten aangeven op bepaalde kenmerken. Dit betreffen kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen. De beoogde uitkomst is een hiërarchie van fondskenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn bij een allocatiekeuze bij een vergelijking tussen de betreffende fondsen.

De tweede fase betreft net als de eerste fase gestructureerd kwantitatief onderzoek: zeven Nederlandse non-listed woningfondsen zijn bevraagd dezelfde kenmerken te waarderen als die aan de beleggers zijn voorgelegd. Hiermee wordt getoetst of de fondsen de voorkeuren van de beleggers kennen (een vereiste om er op een juiste manier op in te kunnen spelen).

De derde en laatste fase betreft kwalitatief onderzoek: Hierin wordt onderzocht hoe de fondsen scoren op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven. Het betreft hier niet slechts de beoogde propositie van fondsen, maar de scores van fondsen en derhalve antwoord op de vraag of fondsen zich daadwerkelijk onderscheiden op wat de beleggers belangrijk vinden.

Het onderzoek dat moet leiden tot een hiërarchie van fondskenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn, is zowel passief als actief ingestoken.

Passief: de beleggers worden gevraagd waardering aan te geven op een lijst van mogelijke kenmerken. Deze lijst is gebaseerd op de in de branche veel gebruikte INREV Due Diligence Questionnaire. Actief: de beleggers worden 'open' bevraagd wat zij belangrijk vinden.

Op deze wijze denkt de onderzoeker een zo volledig mogelijk beeld te krijgen.

De dekking vanuit het onderzoek is uniek te noemen: 20 beleggers hebben volledig aan de onderzoeken meegewerkt. Zij vertegenwoordigen tezamen meer dan 90% van het geplaatste kapitaal van de betreffende woningfondsen!

De Nederlandse non-listed woningfondsen werkten zelfs alle zeven mee! Bovendien zij vermeld dat deze woningfondsen tezamen ruim 40 % van het totale institutionele Nederlandse woningbestand in bezit hebben. De overige institutionele woningen zijn hetzij directe beleggingen hetzij in bezit van fondsen voor één eigenaar/belegger.

Ondanks de dekking, geven statistisch gezien, deze aantallen enige beperkingen en daarom zijn harde conclusies mogelijk voorbarig. Beperkingen gelden ook voor het materiaal dat in fase 3 is gebruikt. De onderzoeker heeft dikwijls langdurig in de keuken mogen kijken, maar moet terughoudend zijn bij de publicatie van 'harde cijfers'.

Hoofdstuk 4 Onderzoek bij beleggers

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk beschrijft in § 4.2 de eerste fase van het onderzoek: de details van het onderzoek bij de beleggers. Vervolgens worden in § 4.3 de resultaten gepresenteerd inclusief de beantwoording van de deelvraag 'Wat zijn de Unique Selling Points (de belangrijke kenmerken en beslissingscriteria) van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van beleggers?'

4.2 Uitvoering onderzoek

Zoals in het vorige hoofdstuk uiteen is gezet, is van 20 beleggers response gekregen (25 zijn bevraagd). Aan hen zijn vragenlijsten verstrekt om rangorde en gewicht te verkrijgen op bepaalde voorgestelde kenmerken. De vragenlijsten zijn in bijlage 1 bij deze scriptie opgenomen.

De gebruikte vragenlijsten zijn geheel gebaseerd op de INREV-DDQ met slechts een samenvoeging van deelonderwerpen om het aantal vragen enigszins te beperken (zie §2.6 voor een weergave van de hoofdonderwerpen van de vragenlijst en bijlage 1 voor de complete vragenlijsten).

De beoogde uitkomst van dit deel van het onderzoek is een hiërarchie van fondskenmerken die volgens beleggers de belangrijkste zijn bij een dergelijke keuze bij een vergelijking tussen de betreffende fondsen. Als fondsen vervolgens op de belangrijkste criteria beter weten te scoren dan concurrerende fondsen, weten ze zich op een positieve manier te onderscheiden op onderwerpen die voor hun clientèle werkelijk van belang zijn: daarmee zijn de werkelijke USP's van deze fondsen geïdentificeerd!

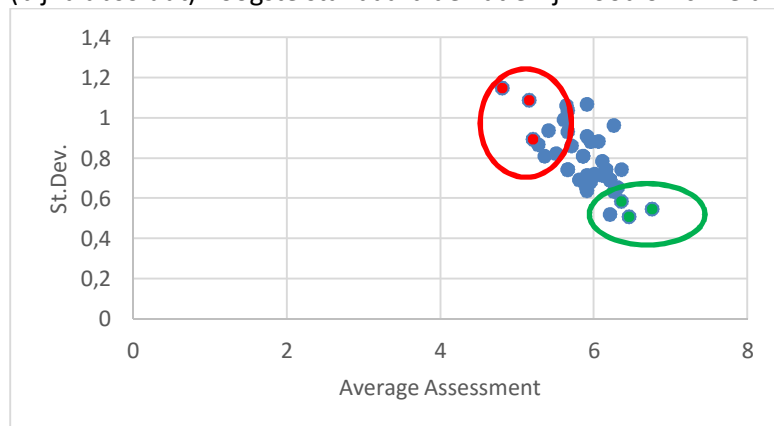
De 20 respondenten hebben alle 41 items gewaardeerd op een schaal van 1 (minst belangrijk) tot 7 (belangrijkste criterium).



Figuur 4.1: 7-punts waarderingsschaal als toegepast bij de (gesloten) vragenlijsten van het onderzoek

Onderstaande grafiek en tabel geven de reacties weer: de gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items (eerste 16 zijn in de tabel vermeld inclusief bijbehorende onderwerp; voor een volledige weergave wordt verwezen naar bijlage 2).

In de grafiek zijn de drie items met de hoogste gemiddelde waardering en (bijna absoluut) laagste standaard deviatie groen omcirkeld; de 3 items met de laagste gemiddelde waardering en tevens (bijna absoluut) hoogste standaard deviatie zijn rood omcirkeld.



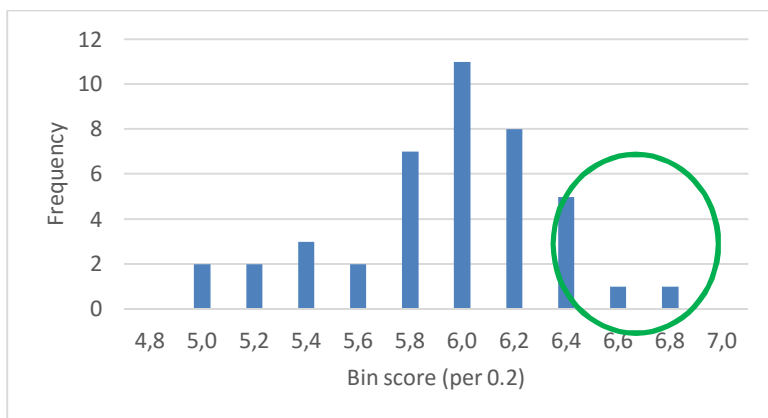
Figuur 4.2: De gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items, gesloten vragen (beleggers) (1)

Rank	Question #	Subject	Average	St.dev.
1	19	investment strategy & portfolio	6,750	0,550
2	37	principal terms & governance	6,450	0,510
3	13	risk management & compliance	6,350	0,587
4	31	investment process: issue & redemption mechanism	6,350	0,745
5	38	fees & expenses	6,300	0,657
6	16	financial elements of investment strategy	6,250	0,639
7	21	financial elements of investment strategy	6,250	0,967
8	30	investment process: asset management	6,200	0,523
9	35	governance - COI	6,200	0,696
10	12	risk management & compliance	6,200	0,696
11	11	team (experience & quality)	6,200	0,696
12	26	investment process: asset management	6,150	0,745
13	17	financial elements of investment strategy	6,100	0,718
14	41	Composition of group of investors	6,100	0,788
15	33	principal terms & governance	6,050	0,887
16	24	financial elements of investment strategy	6,000	0,725

Figuur 4.3: De gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items, gesloten vragen (beleggers) (2)

Bij een steekproefomvang van (slechts) 20 en uitkomsten die redelijk dicht bij elkaar liggen, zoals hierboven, bestaat het risico, dat de steekproef verschillen aangeeft, die er in werkelijkheid niet zijn. Men moet dan ook voorzichtig zijn met een 'ranking' op basis van relatief weinig waarnemingen. Daar vrijwel de gehele doelpopulatie (> 90% van het in de fondsen geïnvesteerde kapitaal) in de steekproef is betrokken, is gekozen voor een beschrijvende vorm van statistiek.

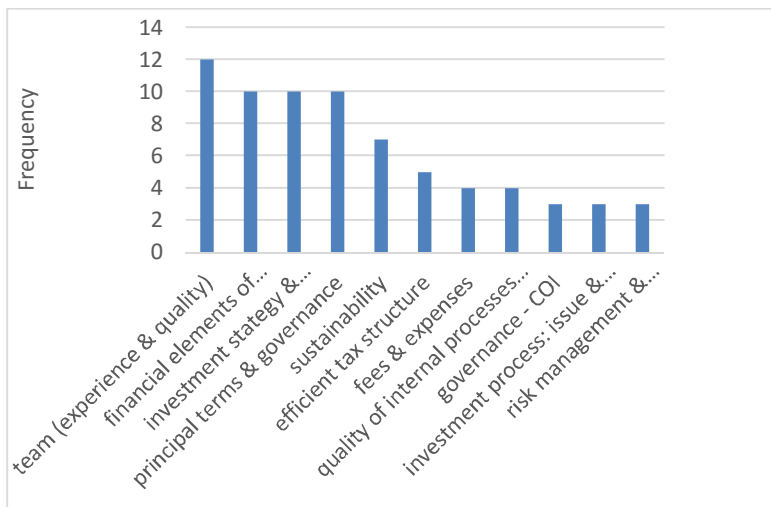
Een ander beeld geeft een histogram van de onderzoeksuitkomsten: de resultaten liggen dicht bij elkaar, maar de Top 5 onderscheidt zich wel van de bulk van de resultaten. Bovenstaande volgorde is daarom voor de Top 5 gehandhaafd.



Figuur 4.4: Histogram van de waardering van 41 verschillende items, gesloten vragen (beleggers)

In het tweede deel van de vragenlijst zijn de respondenten via een geheel open vraagstelling verzocht aan te geven welke criteria zij de belangrijkste vinden voor een positieve keuze. Vervolgens werden de respondenten gevraagd (opnieuw via een geheel open vraagstelling) welke criteria zij de belangrijkste vinden voor een negatieve keuze: de zogenaamde showstoppers, die – wanneer zij in werkelijkheid zouden optreden – onverbiddelijk zouden leiden tot het niet verder in overweging nemen van het fonds waar deze showstopper optreedt.

Op basis van het aantal keren dat een bepaald criterium is genoemd (maximaal 20 wegens 20 respondenten), kon ook voor deel 2 een rangorde van belangrijkste selectiecriteria worden verkregen. Deze is hieronder gepresenteerd in zowel grafiekvorm als tabelopstelling.



Figuur 4.5: Frequentie van genoemde criteria, open vragen (beleggers) (1)

Rank	Open Question	Frequency
1	team (experience & quality)	12
2	financial elements of investment strategy	10
2	investment strategy & portfolio	10
2	principal terms & governance	10
5	sustainability	7
6	efficient tax structure	5
7	fees & expenses	4
7	quality of internal processes and procedures	4
9	governance - COI	3
9	investment process: issue & redemption mechanism	3
9	risk management & compliance	3
12	principal terms & governance	1
12	alignment with investor	1
12	composition of group of investors	1
12	deal sourcing	1
12	exceeding limits like LTV	1
12	fund size (too small)	1
12	investment process: asset management	1
12	leverage	1
12	property development (should not be included - coi)	1

Figuur 4.6: Frequentie van genoemde criteria, open vragen (beleggers) (2)

4.3 Resultaten van het onderzoek

Samenvoeging van beide delen leidt tot het antwoord op de deelvraag 'Wat zijn de Unique Selling Points in de ogen van beleggers?'

Twee items haalden zowel in het eerste als in het tweede deel de Top 5; in beide afzonderlijke delen kwamen drie 'unieke' items in de Top 5: uniek in de zin dat drie items in de eerste Top 5 niet in de tweede Top 5 stonden en andersom. De samenvoeging van beide 'hitlijsten van 5' leidt tot onderstaande Top 8. De volgorde is verkregen door de positie vanuit de waardering en de positie vanuit de open vragen bij elkaar op te tellen. Deze volgorde geeft volgens het uitgevoerde onderzoek de rangorde in gewicht van de Unique Selling Points van de Nederlandse non-listed woningfondsen. De scores van de fondsen op deze items (en dus antwoord op de vraag of fondsen zich op deze criteria van elkaar onderscheiden en dus of deze items daadwerkelijk de USP's betreffen) worden weergegeven in hoofdstuk 6.

Onderstaande Top 8 zijn de Unique Selling Points (de belangrijke kenmerken en beslissingscriteria) van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van beleggers en fiduciair managers:

Rank assessment	Rank open Q's	Top 8
1	2	investment strategy & portfolio
2	2	principal terms & governance
7	2	financial elements of investment strategy
11	1	team (experience & quality)
3	9	risk management & compliance
5	7	fees & expenses
4	9	investment process: issue & redemption mechanism
18	5	sustainability

Figuur 4.7: Top 8 van de Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van beleggers en fiduciair managers

De uitkomsten van alle onderzoek zijn in bijlage 2 bij deze scriptie opgenomen⁴.

⁴ Zoals in § 3.3.3 reeds op basis van Baarda (2014) is aangegeven, bestaat een gerede kans op vertekening van de werkelijkheid in de uitkomsten van de toetsen nu de steekproeven zo klein zijn of omdat onderzoeken en scores zijn gecombineerd. Met de Mann-Whitney U-toets (bij kleine steekproeven) of de Kruskal-Wallis toets (meer dan twee onafhankelijke steekproeven toetsen) zou de betrouwbaarheid van de voor deze scriptie uitgevoerde onderzoeken kunnen worden getoetst (Baarda, 2014).

In verband met de enigszins beperkte scope van dit onderzoek wordt op deze plaats wel op deze methodologische beperking gewezen, maar worden deze onderzoeken niet verder uitgewerkt.

Hoofdstuk 5 Onderzoek bij fondsen

5.1 Inleiding

Dit hoofdstuk kent een zelfde opbouw als het vorige: § 5.2 beschrijft de volgende fase van het onderzoek: de details van het onderzoek bij de fondsen en hun aanbieders.

Vervolgens worden in § 5.3 de resultaten gepresenteerd inclusief de beantwoording van de deelvraag *'Wat zijn de Unique Selling Points (de belangrijke kenmerken en beslissingscriteria) van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van fondsen?'*

Tenslotte kan via een confrontatie met de uitkomsten van het vorige hoofdstuk (hoofdstuk 4: onderzoek bij beleggers) de deelvraag worden beantwoord: *'In hoeverre kennen fondsen de voorkeuren van hun (potentiële) beleggers en spelen zij hier op in (propositie)?'*

5.2 Uitvoering onderzoek

In het vorige hoofdstuk is het onderzoek beschreven zoals dat bij de beleggers is uitgevoerd. Vanuit dat onderzoek is een rangorde van de Unique Selling Points van de Nederlandse non-listed woningfondsen verkregen. Dit betreft echter nog niet de volgorde van de werkelijke USP's; dat geldt pas als de fondsen zich op deze punten ook daadwerkelijk van elkaar onderscheiden. De scores van de fondsen op deze items - en dus antwoord op de vraag of deze items daadwerkelijk de USP's betreffen - worden weergegeven in het volgende hoofdstuk 6.

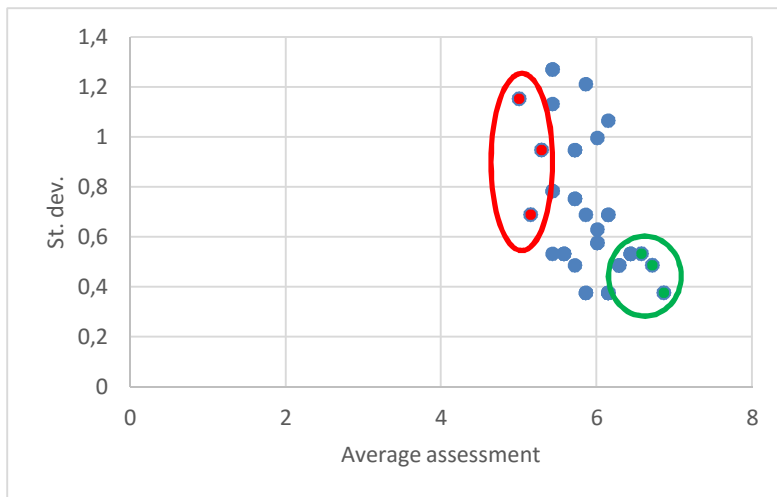
Het onderhavige hoofdstuk 5 is een soort tussenstap: beoordelen de fondsen de importantie van de afzonderlijke fondskenmerken op de zelfde of op een andere manier dan hun clientèle? Zijn de fonds-aanbieders zich bewust van de mening van de beleggers, zodat zij hierop in kunnen spelen? Slechts dan kan op een rationele wijze gepoogd worden zich als fonds te onderscheiden op een wijze die de doelgroep aanspreekt.

Om antwoord op die vragen te krijgen is bij de zeven woningfondsen een zelfde onderzoek uitgevoerd als bij de beleggers. Als gemeld was de response 100% en als eveneens eerder gemeld: deze fondsen zijn een markt op zich, zodat ondanks dit lage totaal aantal van een unieke en representatieve dekking kan worden gesproken.⁵

De grafiek en tabel op de volgende pagina geven de uitkomsten weer. Nu op basis van de response van de zeven woningfondsen. Het betreffen derhalve opnieuw de gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items. De vragenlijsten zijn in bijlage 1 bij deze scriptie opgenomen. In de grafiek zijn de drie items met de hoogste gemiddelde waardering groen omcirkeld; de drie items met de laagste gemiddelde waardering zijn rood omcirkeld. De standaard deviaties correleren bij de fondsen en fondsenmanagers minder met de waardering dan bij de beleggers. Wederom zijn de eerste 16 items in de tabel vermeld inclusief bijbehorende onderwerp; voor een volledige weergave wordt verwezen naar bijlage 2.

⁵ Zoals in § 3.3.3 reeds op basis van Baarda (2014) is aangegeven, bestaat een gereede kans op vertekening van de werkelijkheid in de uitkomsten van de toetsen nu de steekproeven zo klein zijn of omdat onderzoeken en scores zijn gecombineerd. Met de Mann-Whitney U-toets (bij kleine steekproeven) of de Kruskal-Wallis toets (meer dan twee onafhankelijke steekproeven toetsen) zou de betrouwbaarheid van de voor deze scriptie uitgevoerde onderzoeken kunnen worden getoetst (Baarda, 2014).

In verband met de enigszins beperkte scope van dit onderzoek wordt op deze plaats wel op deze methodologische beperking gewezen, maar worden deze onderzoeken niet verder uitgewerkt.



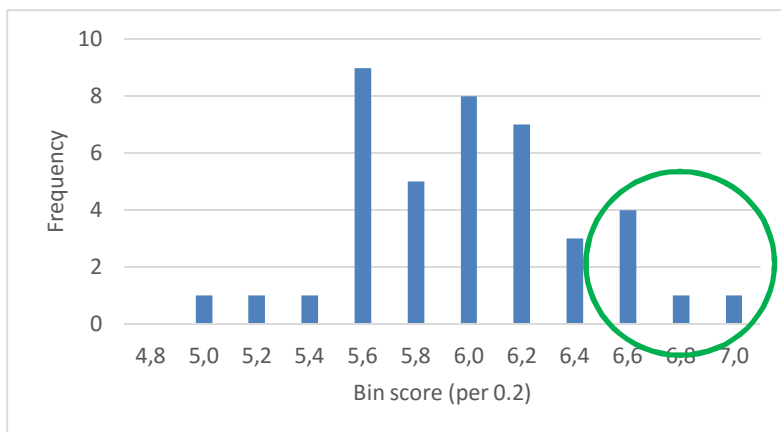
Figuur 5.1:
De gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items, gesloten vragen (fondsen) (1)

Rank	Q #	Subject	Average	St.dev.
1	15	investment strategy & portfolio	6,857	0,378
2	27	investment process: issue & redemption mechanism	6,714	0,488
3	33	principal terms & governance	6,571	0,535
4	17	financial elements of investment strategy	6,429	0,535
5	34	fees & expenses	6,429	0,535
6	4	business strategy manager	6,429	0,535
7	18	sustainability	6,286	0,488
8	36	reporting & valuation	6,286	0,488
9	9	risk management & compliance	6,286	0,488
10	7	team (experience & quality)	6,143	0,378
11	20	financial elements of investment strategy	6,143	0,378
12	22	investment process: asset management	6,143	0,378
13	29	principal terms & governance	6,143	0,378
14	11	risk management & compliance	6,143	0,690
15	12	financial elements of investment strategy	6,143	0,690
16	8	risk management & compliance	6,143	1,069

Figuur 5.2: De gemiddelde waardering en rangorde van 41 verschillende items, gesloten vragen (fondsen) (2)

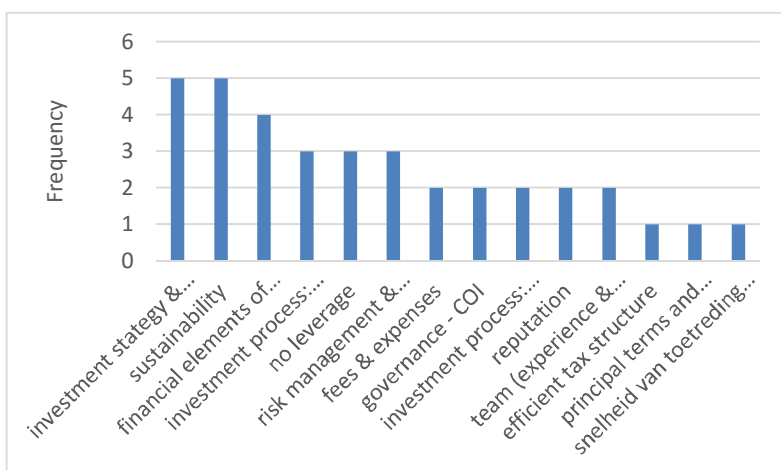
Net als bij het onderzoek bij de beleggers in het voorgaande hoofdstuk, speelt bij de fondsen hetzelfde risico, veroorzaakt door beperkte steekproefomvang en uitkomsten die redelijk dicht bij elkaar liggen. Dit betreft het risico, dat de steekproef verschillen aangeeft, die er in werkelijkheid niet zijn. Belangrijk op te merken is in ieder geval dat de gehele doelpopulatie (alle zeven fondsen die op de betreffende markt opereren) in het onderzoek zijn betrokken.

Een ander beeld geeft een histogram van de onderzoeksuitkomsten: de resultaten liggen dicht bij elkaar, maar 'de toppers' onderscheiden zich wel van de bulk van de resultaten. Bovenstaande volgorde is daarom voor de Top 5 gehandhaafd.



Figuur 5.3:
Histogram van de waardering van 41
verschillende items, gesloten vragen
(fondsen)

In het tweede deel van de vragenlijst zijn ook de fondsen via een geheel open vraagstelling benaderd en kon per genoemd item de frequentie worden bepaald (maximaal 7 wegens zeven respondenten):



Figuur 5.4:
Frequentie van genoemde criteria, open
vragen (fondsen) (1)

Rank	Open Questions	Frequency
1	investment strategy & portfolio	5
1	sustainability	5
3	financial elements of investment strategy	4
4	investment process: issue & redemption mechanism	3
4	no leverage	3
4	risk management & compliance	3
7	fees & expenses	2
7	governance - COI	2
7	investment process: asset management	2
7	reputation	2
7	team (experience & quality)	2
12	efficient tax structure	1
12	principal terms and governance	1
12	snelheid van toetreding (gemist in de lijst)	1

Figuur 5.5: Frequentie van genoemde criteria, open vragen (fondsen) (2)

5.3 Resultaten van het onderzoek

Samenvoeging van beide delen leidt tot het antwoord op de deelvraag ‘Wat zijn de Unique Selling Points in de ogen van fondsen?’

Drie items haalden zowel in het eerste als in het tweede deel de Top 5; in beide afzonderlijke delen kwamen twee ‘unieke’ items in de Top 5. De samenvoeging van beide ‘hitlijsten van 5’ leidt tot onderstaande Top 7, maar deze is uitgebreid met item #8, dat ook in de Top 8 van de beleggers staat.

Onderstaande Top 8 zijn de Unique Selling Points (de belangrijke kenmerken en beslissingscriteria) van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van fondsen:

Rank assessment	Rank open Questions	Top 8
1	1	investment strategy & portfolio
2	4	investment process: issue & redemption mechanism
4	3	financial elements of investment strategy
7	1	sustainability
3	7	principal terms & governance
7	4	risk management & compliance
4	7	fees & expenses
10	7	team (experience & quality)

Figuur 5.6: Top 8 van de Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van fondsen

Tenslotte kan via een confrontatie met de uitkomsten van het vorige hoofdstuk (hoofdstuk 4: onderzoek bij beleggers) de deelvraag worden beantwoord: ‘In hoeverre kennen fondsen de voorkeuren van hun (potentiële) beleggers en spelen zij hier op in (propositie)?

Voor dit doel is onderstaande tabel opgesteld, waarin links de Top 8 van de beleggers staat vermeld en rechts de Top 8 van de fondsen. Afgezien van enkele positieverschillen, zijn beide ranglijsten gelijk aan elkaar!

Investors Top 8		Position with Funds	Funds Top 8	
1	investment strategy & portfolio	1	1	investment strategy & portfolio
2	principal terms & governance	5	2	investment process: issue & redemption mechanism
3	financial elements of investment strategy	3	3	financial elements of investment strategy
4	team (experience & quality)	8	4	sustainability
5	risk management & compliance	6	5	principal terms & governance
6	fees & expenses	7	6	risk management & compliance
7	investment process: issue & redemption mechanism	2	7	fees & expenses
8	sustainability	4	8	team (experience & quality)

Figuur 5.7: Vergelijking van de voorkeurscriteria voor USP's van Nederlandse non-listed woningfondsen van beleggers en fondsen

De conclusie lijkt dus gerechtvaardigd dat de fondsaanbieders uitstekend op de hoogte zijn van de voorkeuren van hun cliëntèle. Bovendien lijkt de verwachting gerechtvaardigd, dat de fondsen met zowel hun propositie als met de werkelijke resultaten ‘scoren’ en onderscheidend zullen zijn op de voorkeuren van hun beleggers. Deze toetsing is het hoofdthema van het volgende hoofdstuk. De uitkomsten van alle onderzoek zijn in bijlage 2 bij deze scriptie opgenomen.

Hoofdstuk 6 Analyse op Nederlandse non-listed woningfondsen

6.1 Inleiding van de analyse: kwalitatief onderzoek op criteria

In Fase 1 van het onderzoek staat de vraag centraal welke de belangrijkste criteria voor beleggers zijn bij een allocatiekeuze tussen Nederlandse non-listed woningfondsen. In fase 2 van het onderzoek is geanalyseerd welk beeld de betreffende fondsmanagers daar van hebben. In dit hoofdstuk 6 komt fase 3 aan de orde. Fase 3 betreft de kwalitatieve analyse bij de fondsen op de door beleggers aangegeven criteria. Zijn de fondsen op deze criteria onderscheidend ten opzichte van elkaar?

In § 6.2 wordt allereerst de Top 8 van kenmerken gepresenteerd, die in de ogen van de beleggers de belangrijkste zijn en uit het onderzoek van hoofdstuk 4 naar voren zijn gekomen. Vervolgens is telkens een sub-paragraaf gewijd aan de analyse van een dergelijk kenmerk. Hiermee wordt de deelvraag 'Hoe scoren de fondsen op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven?' beantwoord.

In de paragraaf met de conclusie en de samenvatting van dit hoofdstuk (§ 6.3) wordt de tweede analysedeelvraag beantwoord: 'Valt er daadwerkelijk wat te kiezen tussen de Nederlandse non-listed woningfondsen?'

Op deze plek zij herhaald, wat in Hoofdstuk 3 (de beschrijving van de onderzoeksmethoden) reeds aan de orde is geweest: de zeven Nederlandse non-listed woningfondsen hebben alle medewerking verleend aan het onderzoek. Dit is echter gebeurd op basis van vertrouwen/vertrouwelijkheid en na toezegging van de onderzoeker niet te expliciet over de scores te publiceren of zelfs onderlinge rangordes te maken. In het belang van het onderzoek is hieraan tegemoet gekomen mede omdat het onderzoek waarop deze scriptie is gebaseerd in zijn aard te beperkt is, om eventuele verschillen geheel uit te werken.

6.2 Vergelijking op 8 geselecteerde criteria

In hoofdstuk 4 is het onderzoek beschreven dat bij beleggers is uitgevoerd. De uitkomsten van dat onderzoek zijn weergegeven in § 4.3 en betreft de Top 8 van de belangrijkste criteria voor beleggers zijn bij een allocatiebesluit tussen Nederlandse non-listed woningfondsen. Hieronder is die Top 8 opnieuw weergegeven.

Rank assessment	Rank open Q's	Top 8
1	2	investment strategy & portfolio
2	2	principal terms & governance
7	2	financial elements of investment strategy
11	1	team (experience & quality)
3	9	risk management & compliance
5	7	fees & expenses
4	9	investment process: issue & redemption mechanism
18	5	sustainability

Figuur 6.1: Top 8 van de Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van beleggers en fiduciair managers

In de volgende sub-paragrafen worden deze 8 criteria achtereenvolgens geanalyseerd. Elke sub-paragraaf sluit met een deelconclusie over het betreffende onderwerp.

6.2.1 Beleggingsstrategie en portfolio

Als belangrijkste criterium voor hun allocatiekeuze wijzen beleggers de *beleggingsstrategie en portfolio* aan. Belangrijk is te vermelden dat zowel in het begeleidend schrijven bij het uitsturen van de vragenlijsten als in de inleiding van de vragenlijst is vermeld dat het gaat om een vergelijking tussen Nederlandse niet-beursgenoteerde woningfondsen. Het onderzoek betreft derhalve niet de vergelijking van een woningfonds met een winkel- of kantorenfonds of -op verdere afstand- een belegging in een Griekse staatsobligatie.

Belangrijke vraag is dan of de zeven Nederlandse niet-beursgenoteerde woningfondsen zich op het criterium van beleggingsstrategie en -portfolio belangrijk van elkaar onderscheiden wetende dat er reeds gelijkens is 'geconditioneerd' op de sector woningen en op de geografische focus op Nederland.

Strategie

Voor wat betreft de geformuleerde belegging strategieën zijn de verschillen op het eerste gezicht marginaal. Telkens terugkerende kernbegrippen - hoewel bij het ene fonds soms iets scherper geformuleerd dan bij de andere - bij alle zeven fondsen zijn:

- Core beleggingsstrategie, gespreide portefeuilles met grote aantallen woningen,
- Kwalitatief hoogwaardige en duurzame woningen op goede locaties: de regio's Randstad, Brabantse Stedenrij, Zwolle en Stadsregio Arnhem/Nijmegen; met name appartementen en met name in de randstad,
- Goede verhuurbaarheid en een solide waardeontwikkeling: het aangeboden huurproduct ligt vooral in het midden-huursegment met een maandelijkse huur van circa € 711 – € 1.000 (eventueel tot € 1.250 per maand in aantrekkelijke regio's),
- Verversing en verjonging van de portefeuille; actief management, toevoegen van waarde.

Dit suggereert, dat de fondsen op lange termijn steeds meer naar elkaar toegroeien en op elkaar gaan lijken. Bij een vergelijking van de huidige portefeuilles zijn echter wel degelijk verschillen te ontwaren.

Portfolio

Allereerst is daar de omvang van de portefeuilles, waarbij de bepaling van de ideale omvang een persoonlijke keuze lijkt te zijn: 'ergens' tussen zo groot mogelijk (diversificatie en dus risicospreiding in de portefeuille) en flexibel mogelijk (een kleine portefeuille laat zich sneller aanpassen na eventuele strategiewijzigingen).

Vervolgens zijn daadwerkelijk verschillen te constateren tussen 'het ideaalplaatje' dat bij de formulering van de strategie is gepresenteerd en de feitelijke portefeuille inclusief pijn van projecten onderweg: de (mis)match van de portefeuilles van de zeven fondsen met hun strategie. Enkele fondsen presenteren in hun jaarverslagen en andere uitingen tabellen met gewenste allocatie naar regio, woonproduct of leeftijd van de portefeuille en de feitelijke allocatie. Het zijn met name deze karakteristieken (regio, woonproduct of leeftijd) waarin de verschillen bestaan:

- Regio: niet alleen in de eerder genoemde regio's met aantrekkelijke vooruitzichten in economische en demografische termen, maar ook in meer of mindere mate in de noordelijke provincies of Limburg, dan wel in de grensregio met Duitsland.
- Woonproduct: niet alleen in '711-1000', maar ook in meer of mindere mate 1) onder de liberalisatiegrens, waar overheidsregels gelden voor mogelijke huurverhogingen of 'opeens' de verhuurdersheffing is geïntroduceerd, of 2) in het duurdere segment, waar een andere dynamiek bestaat tussen vraag en aanbod, vooral door grotere concurrentie van de koopmarkt en leegstandsantallen zich laten vertalen in grotere financiële uitlagen.

- Leeftijd: ‘hoe jonger hoe beter’ lijkt het adagium, dus een simpele vergelijking van de gemiddelde leeftijd van de afzonderlijke portefeuilles zou moeten kunnen leiden tot een onderlinge rangorde. Leeftijd wordt immers meestal gezien als indicatie voor de omvang van onderhoudskosten, mate waarin op de hedendaagse huurderswensen is ingegaan en toepassing van moderne technieken (van belang voor o.a. duurzaamheid). Hier zou echter op afgedongen kunnen worden als men bedenkt dat levendigheid/sfeer van de locatie of goede voorzieningen/infrastructuur dikwijls een omgekeerde relatie met leeftijd hebben. Nader onderzoek is dus toch vereist.

Geografische verdeling			Sociale vs. vrije sectorwoningen		
	Randstad	Overig		Sociaal	Vrije sector
Fonds A	57,0%	43,0%	Fonds 1	28,0%	72,0%
Fonds B	66,0%	35,0%	Fonds 2	20,0%	80,0%
Fonds C	51,5%	48,5%	Fonds 3	20,0%	80,0%
Fonds D	43,5%	56,5%	Fonds 4	14,0%	86,0%
Fonds E	86,0%	14,0%	Fonds 5	8,0%	92,0%
Fonds F	79,7%	20,3%	Fonds 6	23,7%	76,3%
Fonds G	81,0%	19,0%	Fonds 7	16,9%	83,1%

Bron: GCC (thans Sweco), 2014 + eigen bewerking; cijfers Q4-2013 (letters en cijfers corresponderen niet perse: A ≠ 1)
 Figuur 6.2: Geografische verdeling en verdeling gereguleerd/geliberaliseerd van de portefeuilles van Nederlandse woningfondsen

Ook de pijplijn van projecten onderweg is van belang. Zoals in dit schrijven meerdere keren aan de orde is gekomen, wordt de Nederlandse woningmarkt op dit moment als een zeer aantrekkelijk beleggingsproduct gezien. De fondsaanbieders spelen hier graag op in, want daarmee kunnen ze hun business laten groeien. Beschikbaar (nieuw) product is echter schaars en de concurrentie bij de verwerving groot. De verleiding bestaat derhalve dat concessies worden gedaan in de mate waarin nieuwe aankopen daadwerkelijk matchen met de geformuleerde strategische criteria of dat de criteria zo strikt worden toegepast dat de pijplijn amper gevuld kan worden.

Het omgekeerde als vermeld voor de pijplijn, geldt voor de (gerealiseerde) verkooplijst. Met veel beschikbaar kapitaal en groei doelstellingen, kan de neiging ontstaan om minder kritisch naar de aanwezige portefeuille te kijken en/of verkopen nog even uit te stellen. Echter niet alleen met aankopen, maar evenzeer met de juiste verkopen, moet een portefeuille op de lange duur in vorm gehouden worden. En dat geldt des te meer als er reeds een mismatch is tussen huidige portefeuille en geformuleerde strategie. Zeker voor wat betreft de sterkere en zwakkere regio's lijkt de scheidslijn steeds scherper te worden en levert uitstel van verkoop steeds meer risico's op. De omvang en de karakteristieken van de gerealiseerde en de beoogde verkooplijst zijn dus belangrijke graadmeters bij het beoordelen van de portefeuille en tevens een indicatie voor de algehele scherpte van het fondsmanagement. *“it is not the strongest of species that survives, nor the most intelligent that survives. It is one that is most adaptable to change”* (Darwin).

Alle fondsen geven in hun marketing- of verantwoordingsdocumenten veel details van hun aan- en verkopen. De pijplijn en verkooplijst laten zich dus relatief gemakkelijk beoordelen.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
investment strategy & portfolio	<ul style="list-style-type: none"> - Onderling sterk op elkaar lijkende belegging strategieën - Duidelijke verschillen in omvang van de afzonderlijke fondsportefeuilles - Onderlinge verschillen in de 'match' tussen strategie en huidige portefeuille

Figuur 6.3: Conclusie op Top 8 criterium: 1: investment strategy & portfolio

6.2.2 Kernfondsvoorwaarden en governance

Kernfondsvoorwaarden en governance spitst zich als criterium specifiek toe op:

- Betrokkenheid van investeerders bij besluitvorming over belangrijke onderwerpen,
- Vrijwaringsclausule voor investeerders ten aanzien van enkele specifieke onderwerpen,
- Regeling bij eventueel vertrek van de zgn. ‘key man’ van het fonds,
- Protocol belangenverstrengeling,
- Bestaan of mogelijkheid van Side Letters (bijzondere afspraken met specifieke investeerders),
- Bestaan van een ‘code of ethics’,
- Regeling om de manager te kunnen ontslaan, zowel om non-fault als for-cause redenen.

Die toespitsing geldt althans ten aanzien van dit onderzoek, want betreffende vraag was gebaseerd op INREV-DDQ vraag 3.9.4. Uit enkele reacties op de open vragen is af te leiden dat betrokkenheid van investeerders bij besluitvorming over belangrijke onderwerpen (het eerstgenoemde item derhalve) het belangrijkste sub-onderwerp is: het evenwicht tussen de zelfstandigheid van een deskundige fondsmanager (aan wie de beleggers zonder problemen hun gelden kunnen toevertrouwen) en de behoefte bij de beleggers om zelf betrokken te zijn bij belangrijke zaken.

De managers van alle zeven fondsen moeten uiteraard verantwoording afleggen aan de Meeting of Investors (verder aangeduid met MOI; onder meer de rechtsvorm bepaalt of beleggers worden aangeduid met aandeelhouders, participanten of nog anders). Daarnaast kennen alle zeven fondsen één of meerdere ‘gremia’ die dicht op de fondsmanager zitten. Die gremia hebben veelal als taak te bewaken dat de manager zich aan de geformuleerde beleidsregels houdt en/of hebben een rol (goedkeuring) bij investeringen/desinvesteringen die een bepaalde omvang te boven gaan of naar hun aard bijzonder zijn. Deze gremia hebben namen als Raad van Toezicht, Raad van Commissarissen, Participantenraad, Investment Committee, Advisory Board, Shareholder’s Committee, Supervisory Board en Supervisory Committee (verder aangeduid met IC).

Toch zijn er verschillen te ontwaren met betrekking tot de betrokkenheid van de investeerder. Deze verschillen openbaren zich in de afstand tussen een willekeurige investeerder (niet vertegenwoordigd in de IC) en het fonds respectievelijk tussen een belangrijkere investeerder (wel in IC) en het fonds. Voorbeelden:

- IC bestaat uit vertegenwoordigers van de (belangrijkste) investeerders of is samengesteld uit onafhankelijke, deskundige en betaalde leden. Bij die laatste vorm is de afstand tussen het fonds en haar investeerders voor alle beleggers groter.
- Bevoegdheid tot besluitvorming bij belangrijke onderwerpen als het (jaarlijkse) beleggingsbeleidsplan ligt bij IC of ligt bij MOI.
- Stemverhoudingen in IC en/of MOI zijn gerelateerd aan de financiële verhoudingen of hiervan afwijkend. Dit kan een belangrijke bepaling zijn, omdat enkele fondsen vanuit hun historie één of meerdere (financieel) dominante investeerders hebben. Bij sommige fondsen zijn voor wat betreft stemrecht in IC en/of MOI aanvullende of mitigerende maatregelen getroffen. Dit kan van belang zijn voor de betrokkenheid van individuele investeerders.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
principal terms & governance (betrokkenheid van investeerders bij besluitvorming over belangrijke onderwerpen)	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in afstand tussen de fondsen en hun investeerders door o.a. wel of geen vertegenwoordiging van investeerders in de IC dan wel een IC met onafhankelijke deskundigen - Onderlinge verschillen in bevoegdheden van IC respectievelijk MOI - Onderlinge verschillen of stemrecht in IC en MOI wordt bepaald door financiële verhoudingen of afwijkend

Figuur 6.4: Conclusie op Top 8 criterium: 2: principal terms & governance

6.2.3 Beleggingsresultaten (financiële rendementen)

Het uiteindelijke doel van een participatie in een beleggingsfonds is het behalen van een *rendement* (zie § 2.3). ‘Beleggen’ kan worden omschreven als het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels anders dan spaarvormen, zoals aandelen, obligaties, onroerend goed en in andere titels, om bepaalde doelstellingen en resultaten te realiseren, waaronder beleggingsinkomsten en/of een waardeverandering van het vermogen (Van Gool, 2013). Zowel voor beleggingsinkomsten als voor waardeveranderingen zijn standaard maatstaven voorhanden, te weten:

Direct (fonds)rendement:

Direct beleggingsresultaat gedeeld door waarde eigen vermogen begin jaar plus gewogen gemiddelde van emissies en intrekkingen, waarbij:

- Direct beleggingsresultaat: Brutohuuropbrengsten minus exploitatiekosten minus organisatiekosten plus/min rentebaten/lasten
En:
- Brutohuuropbrengsten: Theoretische brutohuuropbrengsten minus leegstand minus huurkortingen (aangepast voor effecten straightlining) plus eventuele overige opbrengsten

Indirect rendement:

Indirect beleggingsresultaat gedeeld door waarde eigen vermogen begin jaar plus gewogen gemiddelde van emissies en intrekkingen, waarbij:

- Indirect beleggingsresultaat: Gerealiseerde en ongerealiseerde waardemutaties van de portefeuille

Totaal fondsrendement:

Direct fondsrendement plus indirect fondsrendement; oftewel het resultaat op fondsniveau

De rendementen in de periode 2011-2015 van de zeven fondsen zijn als volgt te presenteren (bewust niet expliciet per fonds gepresenteerd):

	2011	2012	2013	2014	2015	alle jaren; alle fondsen
Direct rendement; alle fondsen						
Gemiddelde	3,8%	4,1%	4,0%	4,2%	4,3%	4,1%
Standaard deviatie	0,3%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Gem. sharpe ratio direct rendement *	12,33	10,55	6,73	8,97	9,02	9,46
Indirect rendement; alle fondsen						
Gemiddelde	-1,9%	-4,4%	-5,1%	0,7%	6,8%	-1,4%
Standaard deviatie	2,0%	1,6%	1,7%	0,4%	1,8%	2,0%
Gem. sharpe ratio indirect rendement *	-0,96	-2,64	-3,00	1,77	3,70	-0,68
Totaal fondsrendement; alle fondsen						
Gemiddelde	2,0%	-0,2%	-1,2%	4,5%	11,1%	3,0%
Standaard deviatie	2,0%	1,6%	2,1%	0,9%	1,8%	1,3%
Gem. sharpe ratio total rendement*	1,03	-0,14	-0,58	4,86	6,13	2,36
* sharpe ratio berekend o.b.v. fictieve risk free van 0.0%						

Figuur 6.5: De rendementen in de periode 2011-2015 van de zeven Nederlandse woningfondsen

Direct (fonds)rendement

Een veel gehoorde stelling is dat het directe rendement voor een dergelijke woningbelegging minimaal 4,0% zou moeten zijn. De cijfers van de zeven fondsen laten dit ook zien. De belangrijkste doelstellingen die de fondsmanager bij het streven naar een zo hoog mogelijk direct rendement in de gaten moeten houden zijn:

- Zo hoog mogelijke contractuur: bij voorkeur benadering van markthuur of nog hoger (mits dat op langere termijn houdbaar is en uiteindelijk niet leidt tot hogere leegstand).
- Zo laag mogelijke leegstand: slechts marginaal om mutaties te kunnen faciliteren zodat contractuur snel aan markthuur kan worden aangepast mocht de contractuur vóór mutatie lager liggen.
- Zo laag mogelijke onderhoudskosten (als belangrijkste 'property specific costs'): verlaging kent echter zijn grenzen, omdat dit op lange termijn ten koste gaat van de kwaliteit van de portefeuille en daarmee zijn (negatieve) weerslag krijgt op andere financiële indicatoren als lage huur, hoge leegstand of inzakkende waardering.

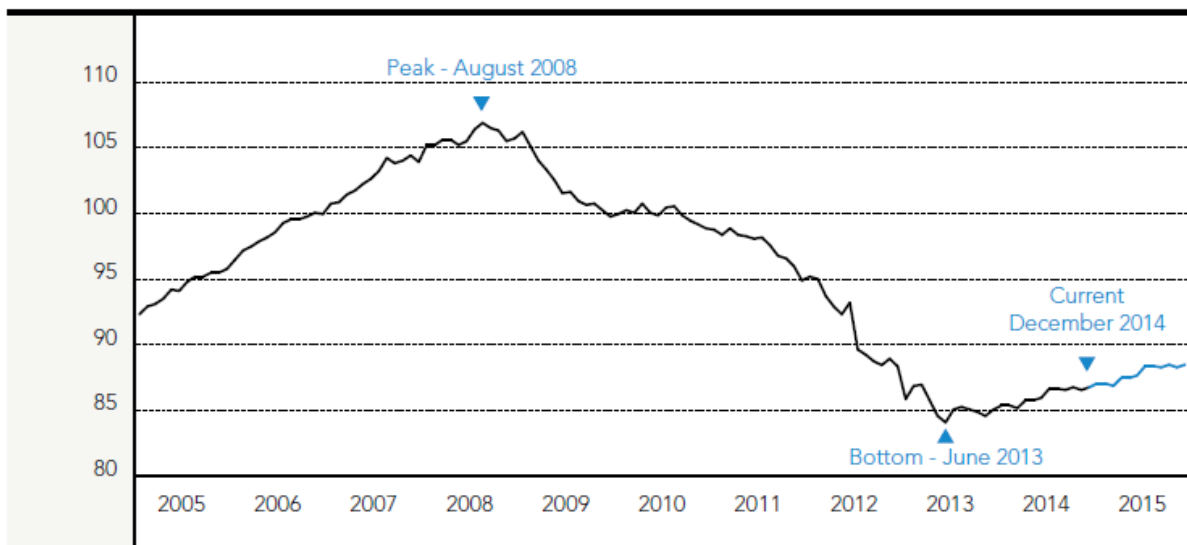
Het directe rendement laat sinds 2013 een stijgende lijn zien ondanks de stijgende waarde van de onderliggende portefeuilles (de noemer van de rendementsbreuk). Vermoedelijk is dit het gevolg van de stijgende vraag naar woningen in het middeldure huursegment, zodat met name huurprijzen stijgen en leegstand afneemt.

Indirect rendement

In de gehele woningmarkt daalden de waarden in de periode 2008-2013 om vervolgens weer te klimmen: eerst voorzichtig, maar - buiten het bereik van onderstaande grafiek - gaat de lijn vanaf 2015 steiler omhoog. Deze bewegingen zijn ook zichtbaar bij een nadere beschouwing op de indirecte rendementen van de zeven fondsen.

Bij de beschrijving van de portfolio (§ 6.2.1) is reeds aangegeven, dat de fondsen redelijk op elkaar lijkende strategieën hebben geformuleerd, maar dat er desondanks enige verschillen zijn in de feitelijke match tussen portefeuille en strategie. Dit wordt ook gereflecteerd in de indirecte rendementen van de afzonderlijke fondsen: de fondsen die reeds een goede match met hun strategie hebben, laten over een meerjarige periode ook net iets positievere indirecte rendementen zien.

Nederlandse huizenprijzen



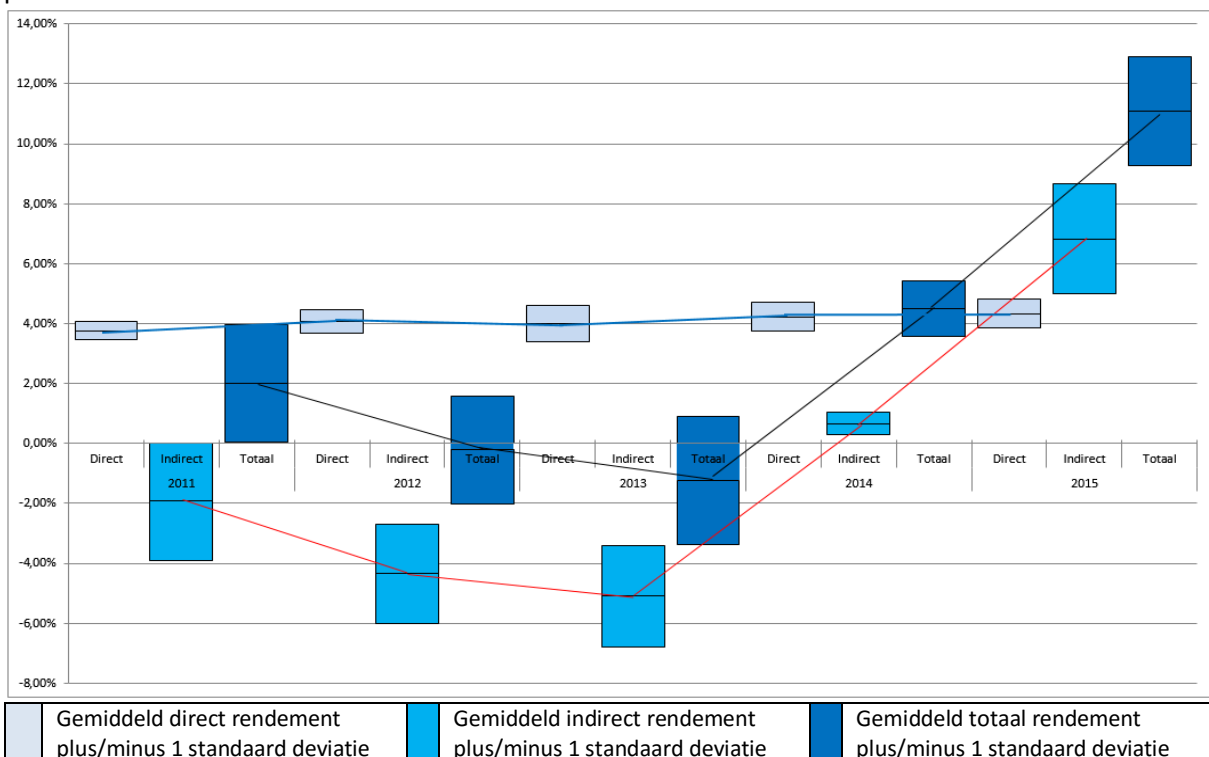
Bron: CBS 2015

Figuur 6.6: Ontwikkeling prijsniveau Nederlandse huizen 2005 - 2015

Totaal rendement

De standaarddeviaties in overzichtstabel van de rendementen zijn vrij groot ten opzichte van de absolute rendementen, zowel voor het directe rendement over de verschillende jaren als per fonds over de gehele tijdreeks, terwijl hetzelfde geldt voor het indirecte rendement en het totale rendement.

Er zijn dus significante verschillen te ontwaren in de financiële prestaties van de fondsen. Natuurlijk ‘bieden resultaten uit het verleden geen garanties voor de toekomst’, maar deze cijfers duiden er op dat bij toepassing van het criterium van het financiële trackrecord een duidelijke rangorde tussen de fondsen is aan te brengen. De meeste fondsen hebben bovendien vaak gedetailleerd uitgewerkte financiële modellen beschikbaar, waarin voor de verre toekomst financiële simulaties op de portefeuille zijn gemaakt en ‘gespeeld’ kan worden met aannames en veronderstellingen. Wanneer deze modellen grondig worden geanalyseerd, kan behalve op basis van het financiële trackrecord ook op deze wijze een goed beeld worden gevormd van de verwachte toekomstige financiële prestaties.



Figuur 6.7: De rendementen in de periode 2011-2015 van de zeven Nederlandse woningfondsen

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
financial elements of investment strategy	Onderling significante verschillen tussen de historische financiële prestaties van de fondsen.

Figuur 6.8: Conclusie op Top 8 criterium: 3: financial elements of investment strategy

6.2.4 Team: kwaliteit en ervaring

Verreweg het lastigste criterium om aan een objectieve beoordeling te onderwerpen is dat van de *kwaliteit en ervaring van het (fonds management-)team*.

Ervaringscijfers zouden nog wel op volgorde gezet kunnen worden, hoewel dan nog de vraag is welke ervaring daadwerkelijk relevant is.

Ook speelt de vraag welk deel van het team of dat zelfs de gehele organisatie in de beoordeling zou moeten worden betrokken. De organisaties van de zeven fondsen verschillen onderling in belangrijke mate. Dit geldt niet alleen in omvang, maar ook in structuur, waar Vesteda min of meer een 'stand alone' is, Alterra, CBRE en Bouwinvest ook andere sectoren dan woningen in huis hebben, Amvest naast investment management een ontwikkeltak heeft, terwijl Syntrus Achmea en a.s.r. deel uitmaken van een grote financiële dienstverlener. Wat is de invloed daarvan op het functioneren als fonds of als fondsmanager?

Is het een voordeel om ondersteunende specialisten als researchers, juristen of fiscalisten 'in house' te hebben of juist om deze gemakkelijk naar behoefte te kunnen inhuren? Ook ten aanzien van een direct aan de exploitatie van vastgoed gerelateerde discipline als property management zijn bij de verschillende fondsen verschillende keuzes gemaakt: zelf doen of outsourcen.

De meeste fondsen schuiven een fonds managementteam naar voren, dat bestaat uit 2 tot 6 leden. Deze fondsmanagers kunnen meestal een mooi trackrecord tonen van relevante ervaring. Een discussie van wat de ideale samenstelling van een dergelijk team is - in termen van omvang of taakverdeling - gaat voorbij de scope van deze scriptie. Dat geldt al helemaal als daarbij criteria zouden moeten worden gebruikt als relevantie van ervaringsjaren, leiderschap, samenwerking, strategisch inzicht, deskundigheid, creativiteit, communicatieve vaardigheden, integriteit enzovoorts. Mogelijk dat een 'worsteling met de criteria' een verklaring is voor het verschil van de score bij de onderzoeksdelen in hoofdstuk 4: de beleggers waarderen betreffend onderdeel in de INREV-DDQ niet bijzonder hoog (11^e positie), maar in de open vragen scoort het onderwerp wel hoog (1^e positie). Oftewel: thema is belangrijk, maar een geschikte graadmeter lijkt nog niet gevonden.

Niettemin zijn er op dit deel terrein zeker verschillen tussen de fondsen te ontdekken, maar zal iedere belegger zijn eigen rating geven aan beschikbare beschrijvingen van de fonds managementteams en van de afzonderlijke managers.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
team (experience & quality)	<ul style="list-style-type: none">- Onderlinge verschillen in organisatieomvang en –structuur; meer of minder in-house specialisten; in-house of outsourcing van bepaalde activiteiten- Uiteraard onderlinge verschillen in profiel van de afzonderlijke fondsmanagementteams, want deze worden door individuen bemand

Figuur 6.9: Conclusie op Top 8 criterium: 4: team (experience & quality)

6.2.5 Risk Management & Compliance

Er zijn de afgelopen jaren grote stappen gezet op het gebied van *risk management en compliance*. Dat wil zeggen: groten stappen als het gaat om aantoonbaarheid en transparantie respectievelijk het normenkader en ten slotte ook de prestaties van (onder meer) de vastgoedbeleggingsinstellingen in het algemeen en dus ook bij de zeven woningfondsen:

Op de website van De Autoriteit Financiële Markten (AFM) staat te lezen:

'In tegenstelling tot ICBE's kenden (beheerders van) alternatieve beleggingsinstellingen tot de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn geen geharmoniseerd Europees regelgevend kader. Volgens de Europese regelgever heeft de financiële crisis van de afgelopen jaren echter inzichtelijk gemaakt dat talrijke strategieën van beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen grote risico's kunnen meebrengen voor beleggers, andere marktdeelnemers en markten. Met de komst van de AIFM-richtlijn zijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen voor het eerst ook onderworpen aan Europese regels.

De AIFM-richtlijn schrijft voor dat een beheerder niet zonder vergunning een alternatieve beleggingsinstelling mag beheren en/of deelnemingsrechten daarin mag aanbieden aan beleggers. Aan het verlenen van de vergunning wordt een groot aantal eisen gesteld. Zo zijn er eisen op het gebied van het minimumkapitaal en de betrouwbaarheid en geschiktheid van de dagelijkse beleidsbepalers. Daarnaast zijn er onder meer regels voor het hebben van een beheerste en integere bedrijfsvoering, een bewaarder en voor een passend beloningsbeleid.

Naast de regels voor de vergunning stelt de richtlijn doorlopende eisen aan de beheerder, bijvoorbeeld ten aanzien van het voorkomen van belangenconflicten, het voeren van een passend risico- en liquiditeitsbeheer, het zorgen voor een onafhankelijke waardering van de activa en diverse transparantieplichtingen.'

(<https://www.afm.nl>)

Het lijkt logisch dat beleggers het onderwerp 'risk management en compliance' bij de beleggingsinstelling onder de belangrijke criteria hebben geschaard. De toets of een bepaalde beleggingsinstelling een toereikend kader heeft, hoeven de beleggers amper zelf meer uit te voeren: de manager moet 'gewoon' een AIFMD vergunning hebben en dat is voor de zeven geselecteerde partijen inderdaad het geval. Als onderscheidende USP lijkt dit criterium niet heel veel waarde meer te hebben. Zou een fondsaanbieder echter geen AIFMD vergunning hebben, dan lijkt deze zich in negatieve zin te onderscheiden: een showstopper.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
risk management & compliance	Alle fondsen hebben een toereikende risk management & compliance organisatie ingericht en hebben een AIFMD-vergunning; geen scherp onderscheid.

Figuur 6.10: Conclusie op Top 8 criterium: 5: investment risk management & compliance

6.2.6 Fees & Expenses

'Fees & expenses' spitst zich als criterium specifiek toe op de kosten die op fondsniveau worden gemaakt, althans dat geldt ten aanzien van dit onderzoek. De door beleggers respectievelijk te waarderen vraag was expliciet gericht op de kosten die op het niveau van het 'vehicle' worden gemaakt. Deze dienen te worden onderscheiden van kosten die samenhangen met de exploitatie van de portefeuille, dikwijls aangeduid met 'property specific costs'. De kosten op het niveau van het vehicle zijn vergoedingen voor de fondsmanager zelf (asset en fundmanagement fees) en overige fondskosten voor de inzet van externe partijen (bijvoorbeeld kosten voor taxateurs, accountant en depositary en publicatiekosten).

De zgn. Total Expense Ratio (TER) zet de asset en fund management fees en fondskosten af tegen de waarde van het betreffende fonds. Deze INREV ratio wordt over het algemeen gepubliceerd in het jaarverslag, zowel met de bruto waarde van het fonds (GAV) als met de netto waarde (NAV, exclusief vreemd vermogen) als noemer.

Bij de beschrijving van de concurrentiestrategieën van Porter (§2.6) is reeds betoogd, dat het bestanddeel van de kosten op fondsniveau slechts beperkt was in de totale bruto-netto-‘waterfall’. Die ‘waterfall’ leidt tot het uitkeerbare (directe) rendement ten gunste van de investeerders. Het lijkt daarom als fonds niet erg voor de hand te liggen om een kostenleidersstrategie te kiezen. Meestal gaat een kostenleiderstrategie immers gepaard met concessies aan de kwaliteit van het aangeboden product en daar lenen fondsen voor woningbeleggingen zich minder voor. Zeker als in ogenschouw wordt genomen dat kosten voor bijvoorbeeld accountants en taxateurs slechts doorberekende kosten zijn, waarvoor relatief stabiele markttarieven bestaan en deze dus niet sterk onderling zullen verschillen. Bovendien bepalen de kosten op fondsniveau slechts circa 10% van het directe rendement, hetgeen betekent dat op deze kosten significant moet worden bespaard, willen zij van duidelijke invloed zijn op het uiteindelijke rendement. Deze stelling wordt verduidelijkt aan de hand van een cijfervoorbeeld:

fictief fonds

Direct rendement voor fondskosten	Fondskosten; hoog/gemiddeld/laag	Direct rendement na fondskosten	Vershil in rendement t.o.v. gemiddeld	Fondskosten als % van direct rendement excl. fondskosten
4,50%	0,70%	3,80%	-0,18%	15,56%
4,50%	0,52%	3,98%	0,00% (gemiddeld)	10,40%
4,50%	0,35%	4,15%	0,17%	7,00%
percentages ten opzichte van NAV			Abs. Δ t.o.v. gem.rendement	

Figuur 6.11: Invloed van hoge of lage fees & expenses op fondsrendement (fictief)

Toch blijkt dat beleggers deze kosten scherp in de gaten houden of in ieder geval belangrijk vinden bij hun allocatiekeuze. Ondanks de relatief beperkte invloed op het uiteindelijke rendement liggen hiervoor enkele van de volgende redenen ten grondslag:

1. Onderlinge vergelijking van de TER tussen de zeven fondsen geeft een range waarbij de duurste een kostenniveau laat zien dat circa 2x zo hoog ligt als dat van de goedkoopste. In die zin zijn er dus wel degelijk grote verschillen tussen de fondsen.
2. Er bestaan belangrijke verschillen in de berekeningssystematiek tussen de zeven fondsen: enkele alloceren de werkelijke kosten van hun organisatie zonder opslag aan hun fonds, andere hanteren een vast percentage van een bepaalde fondsparameter (meestal NAV) en weer andere hanteren een performance fee (of een combinatie van deze methoden). Er zijn verschillende opvattingen over welke de juiste grondslag voor de management fees zou zijn, waarbij sinds de financiële crisis bij investeerders - al dan niet terecht - negatieve bijgedachten zijn ontstaan over de performance fees.
3. De omvang en berekeningsmethodiek van de management fees kan vooraf contractueel worden vastgelegd en wijkt daarmee enigszins af van andere drivers van het rendement voor de investeerders.

Er valt dus daadwerkelijk iets te onderhandelen en/of te kiezen en daarmee is het begrijpelijk dat beleggers dit criterium bij hun allocatiekeuze betrekken.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
fees & expenses	- Onderlinge verschillen in hoogte van fees - Onderlinge verschillen in structuur van fees (vast, performance etc.)

Figuur 6.12: Conclusie op Top 8 criterium: 6: fees & expenses

6.2.7 Liquiditeit: in- en uittredingsmogelijkheden

Liquiditeit: Kom je er als belegger gemakkelijk in en kom je er ook weer gemakkelijk uit? Een positief antwoord op deze vraag klinkt aantrekkelijk als het gaat om de eigen positie van een investeerder. Maar dergelijke regels gelden over het algemeen voor alle investeerders, dus is op dit terrein voorzichtigheid geboden:

- Indien het voor iedereen gemakkelijk is om toe te treden kan bijvoorbeeld verwatering van bestaande individuele belangen optreden.
- Indien een fonds te grote liquiditeiten verkrijgt door bovenmatige toetreding kan er rendementsverlies optreden.
- Indien er amper uittredingsdrempels bestaan, kan een fonds in continuïteitsproblemen komen als zich op enig moment te veel partijen richting uitgang willen begeven.

Om deze redenen is er bij alle zeven fondsen een bepaling in de fondsvoorwaarden opgenomen dat de fondsmanager een zeer belangrijke stem over directe in- en uittreding heeft.

Voor het overige lijken de formele in- en uittredingsregels van de zeven fondsen vrij veel op elkaar: er bestaan mogelijkheden van directe toetreding (formeel zijn alle fondsen 'open voor nieuwe investeerders') en mogelijkheden van secondary trading (handel van participaties tussen partijen buiten het fonds om). Modellen van forward funding of forward equity commitments doen inmiddels hun intrede, zodat de verwachting gerechtvaardigd is, dat deze principes in de nabije toekomst bij alle fondsen van toepassing kunnen zijn. Uittreding is in beginsel ook altijd mogelijk na goedkeuring door de fondsmanager.

Een beoordeling op de in- en uittredingsmogelijkheden spitst zich dan ook meer toe op de feitelijke mogelijkheden: indien belegger X op moment Y voor een bedrag Z wil toetreden (respectievelijk uittreden) is dat dan bij betreffend fonds mogelijk?

Hier spelen factoren een rol als:

- Gewenste en verwachte omvang van de portefeuille inclusief concrete pijplijn en verkooplijst,
- Gewenste en verwachte omvang van vreemd vermogen,
- Gewenste en verwachte omvang van eigen vermogen,
- Gewenste en verwachte samenstelling van de investors base (soort beleggers, nationaliteit, onderlinge financiële verhoudingen),
- Subscription (respectievelijk) redemption requests van andere partijen.

Voor een antwoord op de vraag welke de werkelijke in- of uittredingsmogelijkheden zijn, ontbreken helaas harde gegevens, waarschijnlijk mede omdat de fondsmanager op het moment dat deze vraag speelt, de feitelijke situatie wil beoordelen.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
investment process: issue & redemption mechanism	Op basis van dit onderzoek helaas geen duidelijk inzicht in feitelijke toetredingsmogelijkheden per fonds. Laatste woord ten aanzien van een concreet toetredingsverzoek echter altijd bij de fondsmanager. Daarom deels ook minder een expliciet zichtbaar verschil tussen fondsen.

Figuur 6.13: Conclusie op Top 8 criterium: 7: investment process: issue & redemption mechanism

6.2.8 Duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen

Woningfondsen opereren op een veelheid aan deelterreinen waarop zij al dan niet duurzaam en verantwoord ondernemen. a.s.r. reïm verwoordt dit bij voorbeeld als volgt:

'Ons MVO-beleid is gestoeld op vier belangrijke pijlers, de 4 P's: Property, People, Partners en Planet. Dat betekent dat wij streven naar een duurzame vastgoedportefeuille en samenwerking zoeken met duurzame partners in langetermijnrelaties. Ook willen we zelf een actieve bijdrage leveren aan milieu en maatschappij'. (asrvastgoedvermogensbeheer.nl)

Vanwege de breedte van het terrein, is het lastig om de prestaties van de fondsen te kunnen vergelijken. Dit is in de markt opgepakt en heeft geleid tot een aantal benchmarks, waarvan de Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) de bekendste en meest gehanteerde is: de GRESB is in 2009 opgezet door APG, PGGM en USS en heeft als doel de milieuprestaties van de wereldwijde vastgoedsector in beeld te brengen. Intussen is dit uitgegroeid tot een initiatief dat breed wordt gedragen door de vastgoedsector (met 200 leden en 60 institutionele partijen en toonaangevende vastgoedassociaties waaronder EPRA, INREV en IVBN). De milieubenchmark geeft scores aan van milieumanagementpraktijken en de invoering hiervan, waardoor milieuscores van afzonderlijke vastgoedbeleggingen vergelijkbaar worden met corporate duurzaamheidsdoelstellingen (bron: Vesteda.com).

Alle zeven fondsen hebben duurzaamheidsdoelstellingen hoog in het vaandel staan en proberen hoog te scoren op de diverse ranglijsten. Op dit moment mogen 6 fondsen zich GRESB Green Star (de hoogste duurzaamheidsranking bij GRESB) noemen, terwijl de zevende nadrukkelijk haar aandacht voor dit terrein heeft aangescherpt, omdat de resultaten (tijdelijk) achterbleven bij de doelstellingen. Met andere woorden: de fondsen ontlopen elkaar op het aspect van duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen niet heel erg. Het lijkt alsof de kwalificatielimiet van GRESB Green Star bereikt moet worden; vervolgens lijken er voor een fonds niet heel veel mogelijkheden beschikbaar om zich op dit onderwerp te onderscheiden.

De beoordeling van dit criterium tijdens het onderzoek lijkt deze stelling eveneens te onderschrijven: een fonds kwalificeert zich voor de shortlist voor de allocatiekeuze als de grenswaarde bereikt is (GRESB Green Star). Gedetailleerde uitwerking van de duurzaamheidsactiviteiten lijken minder van belang te zijn. Duurzaamheid is nl. bij de open vragen telkens hoog gerankt (dus 'on top of mind' bij zowel beleggers als fondsaanbieders), maar relatief laag bij de waardering op gegeven stellingen. Dan wordt het thema veelal voorbij gestreefd door criteria die kennelijk meer het verschil maken.

Top 8 criterium	Vergelijking tussen de zeven fondsen
sustainability	Alle fondsen richten zich expliciet op duurzaamheid en scoren in de hoogste regionen van de GRESB-benchmark: geen scherp onderscheid.

Figuur 6.14: Conclusie op Top 8 criterium: 8: sustainability

6.3 Conclusie en samenvatting

De in dit hoofdstuk gepresenteerde analyse op de woningfondsen draait om twee van de vooraf geformuleerde deelvragen (zie § 1.5):

1. Hoe scoren de fondsen op de bepalende kenmerken die door beleggers worden aangegeven?
2. Valt er daadwerkelijk wat te kiezen tussen de Nederlandse non-listed woningfondsen?

Ad. 1: De bepalende kenmerken, die door beleggers zijn aangegeven zijn in hoofdstuk 4 gepresenteerd. Deze kenmerken zijn in de onderstaande tabel opgenomen tezamen met een opsomming van de fondsscores, zoals deze in hoofdstuk 6 zijn behandeld:

Top 8	Vergelijking tussen de zeven fondsen
investment strategy & portfolio	<ul style="list-style-type: none"> - Onderling sterk op elkaar lijkende belegging strategieën - Duidelijke verschillen in omvang van de afzonderlijke fondsportefeuilles - Onderlinge verschillen in de 'match' tussen strategie en huidige portefeuille
principal terms & governance (betrokkenheid van investeerders bij besluitvorming over belangrijke onderwerpen)	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in afstand tussen de fondsen en hun investeerders door o.a. wel of geen vertegenwoordiging van investeerders in de Investment Committee (IC) dan wel een IC met onafhankelijke deskundigen - Onderlinge verschillen in bevoegdheden van IC respectievelijk Meeting of Investors (MOI) - Onderlinge verschillen of stemrecht in IC en MOI wordt bepaald door financiële verhoudingen of afwijkend
financial elements of investment strategy	Onderling significante verschillen tussen de historische financiële prestaties van de fondsen.
team (experience & quality)	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in organisatieomvang en –structuur; meer of minder in-house specialisten; in-house of outsourcing van bepaalde activiteiten - Uiteraard onderlinge verschillen in profiel van de afzonderlijke fondsmanagementteams, want deze worden door individuen bemand
risk management & compliance	Alle fondsen hebben een toereikende risk management & compliance organisatie ingericht en hebben een AIFMD-vergunning: geen scherp onderscheid.
fees & expenses	<ul style="list-style-type: none"> - Onderlinge verschillen in hoogte van fees - Onderlinge verschillen in structuur van fees (vast, performance etc.)
investment process: issue & redemption mechanism	Op basis van dit onderzoek helaas geen duidelijk inzicht in feitelijke toetredingsmogelijkheden per fonds. Laatste woord ten aanzien van een concreet toetredingsverzoek echter altijd bij de fondsmanager. Daarom deels ook minder een expliciet zichtbaar verschil tussen fondsen.
sustainability	Alle fondsen richten zich expliciet op duurzaamheid en scoren in de hoogste regionen van de GRESB-benchmark: geen scherp onderscheid.

Figuur 6.15: opsomming (Top 8) van de voor beleggers belangrijkste kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen

Ad. 2: Valt er dan daadwerkelijk ook wat te kiezen tussen de Nederlandse non-listed woningfondsen? Deze vraag kan met 'ja' worden beantwoord: in dit hoofdstuk 6 is immers beschreven dat op een groot aantal van de criteria die voor beleggers van belang zijn, verschillen tussen de fondsen bestaan. De voorkeurscriteria betreffen echter cumulatieve gegevens (de voorkeuren van de groep als geheel), terwijl de verschillen van de scores op die criteria niet op een absolute schaal zijn te plotten. Iedere individuele belegger zal immers zijn eigen gewicht aan de criteria geven en ook aan de verschillen. Dit betekent dat er geen algemene ranglijst van beste tot en met slechtste fonds is op te stellen; zo'n ranglijst ziet er voor iedere belegger weer anders uit.

Hoofdstuk 7 Conclusies en aanbevelingen

7.1 Inleiding

Hoofdstuk 7 vormt het sluitstuk van deze scriptie met een recapitulatie in § 7.2. Naar aanleiding van de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag in § 7.3 is in § 7.4 een aantal aanbevelingen en suggesties voor de verschillende marktpartijen opgenomen.

Tenslotte worden in § 7.5 aanbevelingen en suggesties gedaan voor mogelijk vervolgonderzoek.

7.2 Recapitulatie

Hoofdstuk 4 van deze scriptie sluit met een opsomming (Top 8) van de voor beleggers belangrijkste kenmerken en beslissingscriteria voor het beleggen of belegd blijven in Nederlandse non-listed woningfondsen, zie de onderstaande tabel:

Rank assessment	Rank open Q's	Top 8
1	2	investment strategy & portfolio
2	2	principal terms & governance
7	2	financial elements of investment strategy
11	1	team (experience & quality)
3	9	risk management & compliance
5	7	fees & expenses
4	9	investment process: issue & redemption mechanism
18	5	sustainability

Figuur 7.1: Top 8 van de Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen in de ogen van beleggers en fiduciair managers

In hoofdstuk 5 bleek dat fondsen dezelfde onderwerpen als de belangrijkste aanmerken: afgezien van de volgorde binnen hun Top 8, betrof het een identieke opsomming. De fondsen kennen dus de voorkeuren van hun beleggers.

In hoofdstuk 6 gaf een analyse op basis van deze 8 selectiecriteria, dat er zeker enige verschillen te constateren waren tussen de zeven woningfondsen.

Heel snel zou dus geconcludeerd kunnen worden dat als fondsaanbieders

- deze verschillen verder bij zichzelf analyseren,
- de onderwerpen waarop zij reeds goed scoren, verder uitnutten en wellicht verscherpen en
- mitigerende maatregelen treffen voor de onderwerpen waarop zij minder goed scoren

er een keurige propositie kan worden gevormd.

Bretveld (2010) geeft in zijn onderzoek al aan, dat beleggers zich ervan bewust zijn dat er geen perfecte match zou zijn van de door hen gewenste allocatie met de voor belegging beschikbare fondsen. Er is immers slechts een beperkt aantal woningfondsen, die niet geheel op alle wensen van de diverse beleggers kunnen inspelen. In plaats van een perfecte match, zouden beleggers al tevreden zijn met een goede fit.

Er is ook een groep beleggers, dat graag bij de start en structurering van fondsen betrokken is, omdat zij dan invloed zouden kunnen uitoefenen op de karakteristieken van het betreffende fonds.

Uiteraard met het doel om deze karakteristieken zoveel mogelijk te laten aansluiten op hun eigen wensen. Nieuwe fondsen worden echter niet dagelijks gestart.

De huidige periode is een periode waarin de fondsaanbieders de bovenliggende partij zijn ten opzichte van de beleggers. Na een periode van krimp richten zij zich inmiddels allemaal op groei, daarbij aangemoedigd door de grote belangstelling. Alle zeven hebben in 2015 en 2016 nieuwe beleggers mogen verwelkomen of breiden bestaande beleggers hun participatie uit. Deze fondsen kunnen amper aan de huidige beleggingsvraag voldoen. De oude redemption queues zijn toetredingsqueues geworden.

Er is daarom op dit moment voor een afzonderlijk fonds weinig reden om echt onderscheidend te moeten zijn, op een unieke wijze in te spelen op de behoeften van de beleggers en op een eigen manier klanten te binden.

7.3 Beantwoording van centrale onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag voor deze scriptie luidt: *Wat zijn de werkelijke Unique Selling Points van Nederlandse non-listed woningfondsen?* Op basis van het uitgevoerde onderzoek wordt geconcludeerd, dat er weliswaar verschillen tussen de fondsen zijn, maar dat de differentiatie ten opzichte van elkaar weinig uitgesproken is, te zwak om echt van USP's te kunnen spreken!

Er zijn in hoofdstuk 6 inderdaad verschillen tussen de fondsen geconstateerd op de criteria die voor beleggers het meest van belang zijn. Desondanks zijn deze amper uniek en werkelijk onderscheidend te noemen. Op het belangrijkste attribuut van de propositie zijn de zeven fondsen vrijwel identiek! Alle zeven keer is de *beleggingsstrategie* opgebouwd uit de volgende bouwstenen:

- Core beleggingsstrategie, gespreide portefeuilles met grote aantallen woningen
- Kwalitatief hoogwaardige en duurzame woningen op goede locaties: de regio's Randstad, Brabantse Stedenrij, Zwolle en Stadsregio Arnhem/Nijmegen; met name appartementen en met name in de randstad
- Goede verhuurbaarheid en een solide waardeontwikkeling: het aangeboden huurproduct ligt vooral in het midden-huursegment met een maandelijkse huur van circa € 711 – € 1.000 (eventueel tot € 1.250 per maand in aantrekkelijke regio's)
- Verversing en verjonging van de portefeuille; actief management, toevoegen van waarde

En voor wat betreft de andere Top 8-onderwerpen? Wordt daarop onderscheidend gescoord?

- *Governance, meebeslissen over belangrijke onderwerpen?* Beleggers vinden control belangrijk. Echt belangrijk lijkt echter dat bewaakt wordt, dat de strategie uitgevoerd wordt.
- Op lange termijn zou het volgen van een gelijke strategie ook moeten leiden tot vergelijkbare rendementen, dus een beoordeling op het *financiële trackrecord (historie)* is dan minder relevant: resultaten uit het verleden bieden immers geen garantie voor de toekomst.
- Het is daarnaast lastig om duidelijke meetpunten voor de beoordeling van de *kwaliteit van het team* te vinden, terwijl er in de vergelijkende analyse geen scherpe verschillen zijn gevonden voor *risk management & compliance* en *duurzaamheid*.
- Met betrekking tot de feitelijke *toetredingsmogelijkheden* is hierboven al aangegeven, dat alle zeven fondsen te maken hebben met toetredingsqueues.

Blijven als laatste criterium de *fees & expenses* over. De prijs van een aangeboden goed is altijd van groot belang. Zelfs zo belangrijk dat Porter hieraan een eigen generieke concurrentiestrategie heeft gewijd: de lagekostenstrategie (kostenleiderschap). Als proposities onderling vergelijkbaar zijn, is de slag om de klant altijd te winnen door hiervoor de laagste prijs te vragen. Maar dit betreft volgens Porter dus een ander onderscheid dan de unieke eigenschappen waar een differentiatie strategie betrekking op heeft, namelijk vooral belangrijk bij (vrijwel) geen onderscheid. En in dit onderzoek zijn amper echte USP's gevonden!

7.4 Aanbevelingen voor de verschillende marktpartijen

- De aanbodzijde van de markt is redelijk verdeeld: 40% in handen van zeven fondsen.
- De vragers (pensioenbeleggers) consolideren en worden groter.
- De structuur van de aanbodzijde lijkt nog te bestaan uit ' legacy fondsen ' waar het onderscheidend vermogen beperkt is.

Is het dus differentiëren of consolideren in deze markt?

Aanbevelingen en suggesties voor fondsen:

1. *Verdere differentiatie.* Op dit moment zijn de woningfondsen in trek, maar - zoals eerder is gebeurd - wijzigen de verhoudingen zich in de toekomst wellicht. Dan neemt de relevantie van onderscheidend vermogen ten opzichte van de concurrentie toe. Met verdere differentiatie wordt niet bedoeld te beleggen in andere sectoren als winkels en kantoren; dat soort fondsen zijn substituten van de woningfondsen (geen concurrenten) en bestaan bovendien óók al. Veel meer kan gedacht worden aan het beleggen in non-core woningbeleggingen (core+, value add of zelfs opportunistisch), andere segmenten en/of minder aantrekkelijke regio's. Met actief asset management is een 'Alpha' mogelijk.
2. *Mogelijke consolidatie.* Bij fondsen met relatief veel overeenkomsten, kan bundeling van krachten gunstig zijn voor risico-rendement (verdere risicospreiding), relatieve verlaging van organisatiekosten (schaalvoordelen), verdere verbetering van de liquiditeit voor beleggers, vergroting slagkracht bij acquisitie etc.

Aan de zijde van de beleggers vindt reeds consolidatie plaats. Dan lijkt er ook aanleiding te zijn voor verdere integratie van partijen aan de fondsenkant, zeker bij de huidige lage rendementsniveaus: kosten zijn belangrijk, vooral als ze vermijdbaar zijn.

3. *Verdere synchronisatie van de portefeuilles met de beleggingsstrategie:* ongeacht welke strategie op welk gebied dan ook, indien een organisatie haar beoogde richting heeft bepaald dan moet er naar worden gestreefd die te volgen (anders 'klopt' de richting niet). Nu bestaan er echter bij enkele fondsen verschillen tussen strategie en huidige portefeuille.
4. *Verdere flexibilisering van toetredingsmogelijkheden.* Op dit moment is er meer kapitaal beschikbaar dan de fondsen kunnen plaatsen. Fondsen bouwen hun pijplijnen daarom uit, maar zijn beducht op het aangaan van (ongedekte) langjarige financiële verplichtingen die nieuwbouw met zich meebrengt. Met forward funding kunnen beleggers alvast een plek bij een fonds reserveren en reeds een rendement verwerven, dekt het fonds haar verplichtingen af en kan de ontwikkelaar worden gefinancierd. Daarnaast worden vraag en aanbod voor langere tijd 'vastgeklikt' wat de branche minder gevoelig maakt voor de conjunctuur.

Nu lijken bovenstaande punten nog niet zo spannend en lijkt hard ingrijpen overdreven, maar bij veranderende tijden... "*When the Going Gets Tough, the Tough Get Going....*" (Billy Ocean).

Aanbeveling en suggestie voor beleggers:

Stroomlijnen INREV-DDQ: De INREV Due Diligence Questionnaire is een buitengewoon nuttig en veel gebruikt instrument in een selectieonderzoek bij een allocatiekeuze. Het onderzoek voor deze scriptie toont echter aan, dat niet alle bij de INREV-DDQ te verzamelen informatie doorslaggevend is voor een dergelijke keuze. Omwille van verdere efficiëntie in due diligenceprocessen is het zinvol om de huidige INREV-DDQ op een solide en bedachtzame wijze te stroomlijnen, waarbij zij toch haar waarde behoudt. De beleggers doen er goed aan, explicieter te maken welke criteria (en gewenste scores!) zij waarderen bij een keuze zodat fondsaanbieders daar gericht op in kunnen spelen.

7.5 Aanbevelingen, reflectie en verder onderzoek

Een beperking bij dit onderzoek is, dat er slechts weinig waarnemingen zijn gedaan. Weliswaar is meer dan 90% van het in de fondsen geïnvesteerde kapitaal vertegenwoordigd en werkten zelfs alle fondsen mee, de validiteit is toch niet optimaal. Dit zou het meten vereisen van de gegevens over een langere periode en van een grotere steekproef van meerdere vertegenwoordigers per belegger, fiduciair manager of fonds/fonds aanbieder.

Ook de brug tussen het uitgevoerde kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek kan aan stabiliteit winnen. Weliswaar zijn uit de vragenlijsten de belangrijkste criteria voor een allocatiekeuze achterhaald, de vraag welke dan de gewenste scores op die criteria zijn, is minder expliciet gemaakt. En dit doet afbreuk aan de betrouwbaarheid van de gehanteerde normen bij de kwalitatieve verschillenanalyse tussen de fondsen.

Bovendien zouden de volgende interessante hypothesen aan de 'onderzoeksagenda' kunnen worden toegevoegd en in verdere onderzoeken kunnen worden opgepakt:

- De tucht van de markt komt de prestaties van een vastgoedbeleggingsfonds ten goede: een vastgoedsectorfonds dat zich open stelt voor meerdere participanten scoort beter in termen van klanttevredenheid dan een dergelijk fonds met slechts één participant (veelal eigenaar)
- Onder andere het beoordelingscriterium voor allocatiekeuze 'kwaliteit en ervaring van het fundmanagementteam' is (vrijwel) altijd subjectief van aard, waardoor het proces van een allocatiekeuze (vrijwel) altijd subjectieve elementen in zich heeft
- Duurzaamheid wordt als beoordelingscriterium voor allocatiekeuze steeds belangrijker. Er is daarom een groeiende behoefte om voor dit criterium betere prestatiegebieden te definiëren, zodat beleggingsfondsen zich beter kunnen onderscheiden.

Tenslotte wordt aanbevolen, dit onderzoek telkens voor iedere afzonderlijke (potentiële) belegger die voor een allocatiekeuze staat, opnieuw te doen. De vraag welk fonds met zijn specifieke kenmerken het best aansluit bij de wensen van de betreffende belegger, kan niet optimaal met cumulatieve gegevens worden beantwoord. Idealiter start een dergelijk proces met een unieke RfP, waarop dus ook een unieke set antwoorden volgt. Helaas is dat echter niet altijd even efficiënt.

Literatuurlijst

- a.s.r. reim (2015) '*Prospectus ASR Dutch Core Residential Fund*' Utrecht 2015
- a.s.r. reim (2015) '*Prospectus ASR Dutch Prime Retail Fund*' Utrecht 2015
- ANREV/INREV/EPRA (2016) '*Investment Intentions Survey*' 2016
- Baarda, B., e.a. (2012) '*Basisboek Methoden en Technieken. Kwantitatief praktijkgericht onderzoek op wetenschappelijke basis*'. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers. 2012
- Baarda, B. e.a. (2014) '*Basisboek Statistiek met SPSS; Handleiding voor het verwerken en analyseren van en rapporteren over (onderzoeks)gegevens*'. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers. 2014
- Barnard/Henderson Global Investors (2015): '*beursgenoteerd vastgoed koopje*'(IEXProfs 24.6.15)
- Baum, A. (2015) '*Real Estate Investment*', Routledge 2015
- Bilt, R. van de/FGH (2016): '*Vastgoedsector moet vooruitzien en veranderen*' (Vastgoedmarkt 10.3.16)
- Bouwinvest (2014) '*Internationaal spreiden in vastgoed: minder risico, meer rendement*', Amsterdam 2014).
- Bretveld, P. (2010) afstudeerscriptie MSRE / ASRE. '*Fund & Manager selection*' 2010
- Brounen et al., (2012) '*Inflation protection from home ownership: long-run evidence: 1814 – 2008*', *Social Science Research Network*, October 2012
- Brounen, D., Op 't Veld, H. and Raitio, V. (2007), '*Transparency in the European Nonlisted Real Estate Fund Market*', *Journal of Real Estate Portfolio Management* 13 (2), 107-117
- Bruine, de (2009). Afstudeerscriptie ASRE. '*Vastgoed & inflatie; een analyse van de inflatiehedge kwaliteiten van Nederlands en internationaal vastgoed*' 2009
- Capital Value/ABF Research/ING Real Estate Finance (2016). '*De woning(beleggings)markt in beeld 2016*' Utrecht 2016
- CBS/Vastgoedmarkt oktober 2013
- Chaney & Hoesli (2010) '*The interest rate sensitivity of real estate*' *Journal of Property Research*, 2010, Vol. 27, No. 1, Pag. 61-85.
- Charls, P./EPRA (2015): '*We bevinden ons in de renaissance van het beursgenoteerde vastgoed*' (Financieel Dagblad 9.9.15)
- Driel, van (2010) '*Strategische inzet van Vastgoed; over duurzaam beleid en management*'. Weka Business Media 2010, 6e druk
- Driessen, L. (2015). Afstudeerscriptie MSRE / ASRE. '*Een Beursgenoteerd Nederlands Woningfonds: (on)gewenst*', 2015
- EDHEC (2007): '*European real estate investment and risk management survey*', EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, November 2007
- EDHEC (2008): '*The EDHEC European Investment Practices Survey 2008*', EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, January 2008
- EDHEC (2009): '*Real Estate Indexing and the EDHEC IEIF Commercial Property (France) Index*', EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, February 2009
- Eichholtz, P.M.A. (2001) '*Global property investment and the costs of international diversification*', *Journal of International Money and Finance*, 2001
- Eichholtz, P.M.A. et al., (2000) '*Woningen in de pensioenportefeuille*' ESB, 85e jaargang, nr. 4275, pagina 812, 13 oktober 2000
- EPRA (2013). '*Stock Exchange Listed Property Companies. Building a stronger Europe*'. 2013
- Equity Real Estate Partners (2010)- Insights: '*Unlisted real estate funds-investors want back to basics*' (September 2010),
- Fama & Schwert (1977) '*Asset Returns and inflation*' *Journal of Financial Economics*, 1977, No. 5. Pag. 115-146
- GCC/Sweco: Bausch & Vd Tol (2014) '*Hernieuwde interesse Nederlandse Woningfondsen: kwaliteit boven kwantiteit*', De Bilt 2014
- Geltner et al., (2014) '*Commercial Real Estate; analysis and investments*' Derde, internationale, editie. OnCourse Learning. 2014
- Gool, van, et al., (2013). '*Onroerend goed als belegging*' Vijfde druk, Noordhoff Uitgevers Groningen/Houten, 2013.

- Gordon, L., e.a. (2006): '*Oxford handbook of pensions and retirement income*', Oxford University Press, 2006
- Goyal, A. and Wahal, S. (2006), '*The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors*', Goizueta Business School, Atlanta, 2006
- Helfrich (2005). Afstudeerscriptie ASRE. '*Naar een sector allocatie model voor Nederlands privaat vastgoed*'. 2005
- Hoesli & Lizieri (2007). '*Real estate in the investment portfolio. A report prepared for the Investment Strategy Council of the Royal Ministry of Finance*'. 2007
- Hoesli & Oikarinen (2014). EPRA Research Paper. '*Are public and private real estate returns and risks the same?*' 2014
- Hudson-Wilson, S. et al., (2003 en update 2005). '*Why Real Estate?*' Journal of Portfolio Management, Special Issue 2005
- IVBN/Finance Ideas (Eichholtz) (2014). IVBN Paper. '*Dutch Residential Investments in European Perspective*'. 2014
- Jaffe, A.J. et al., (1984), 'The Theory and Evidence on Real Estate Financial Decisions: A Review of the Issues', AREUEA Journal, vol. 12, no3, 1984
- JonesLangLaSalle Advance (2011) '*Institutionele beleggers en vastgoedfondsen; Generations in Real Estate*'. Amsterdam 2011
- Lee et al., (2011) '*Do Real Estate Stocks Hedge Inflation in the Long Run? Evidence from Three East Asian Emerging Markets*'. Journal of Real Estate Literature, 2011, Vol. 19. No. 2, Pag. 347-372.
- Markowitz (1952). '*Portfolio Selection*'. Journal of Finance, 1, 77-91. 1952
- Mosselman (2013). Afstudeerscriptie ASRE. '*Een (vast)goed rendement; Samenstelling en rendement van institutionele vastgoedportefeuilles*'. 2013
- Niemeijer, J.P. (2014). Afstudeerscriptie MRE / ASRE. '*Het effect van de taxateurwissel*', 2014
- Pagliari (1995). '*The handbook of Real Estate Portfolio Management*'. Irwin Professional Publishing, 1995
- Pagliari, Scherer, Monopoli (2005). '*Public versus Private Real Estate Equities: a more refined, long-term comparison*'. Real Estate Economics, Vol. 33, Pag. 147–187. 2005
- Porter, M.E. (1980) '*Competitive Strategy*', Free Press, New York, 1980
- Satumalay, R./DMC (2015), '*Beursgenoteerde versus niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen Verschillende smaken of alleen een andere verpakking?*' 2015
- Smulders, R.C. (2013). Afstudeerscriptie MSRE / ASRE. '*De exit yield bij Nederlandse woningbeleggingen nader beschouwd*', 2013
- Treacy, M. & Wiersema, F. (1995). The Discipline of Market Leaders: Choose Your Customers, Narrow Your Focus, Dominate Your Market. New York: Basic Books, 1995
- Vastgoedjournaal 15 januari 2016: '*Gretige pensioenfondsen vliegen op Nederlandse woningfondsen af*', 2016
- Vastgoedmarkt 8 februari 2016: '-Capital Value: € 8 miljard buitenlands kapitaal voor woningmarkt', 2016
- Walker, T. /Schroder Unit Trust (2015), '*Listed or unlisted: What's the best way to invest in real estate?*' schroders.com, 2015
- Walta (2010). ASRE Master Thesis. '*Rendement of liquiditeit: dat is de vraag?*', 2010
- Wicks, L.J. (2013). '*Unlisted real estate funds lecture*', November 25, 2013
- Wilson, R. (2009), '*developing a hedge fund usp (unique selling proposition)*', richard wilson blogspot, 2009

Citaten

"it is not the strongest of species that survives, nor the most intelligent that survives. It is one that is most adaptable to change" schijnt geheel geen citaat van Charles Darwin te zijn!
(www.darwinproject.ac.uk/people/about-darwin/six-things-darwin-never-said-and-one-he-did)

"When the Going Gets Tough, the Tough Get Going": Billy Ocean, Soundtrack *Juwel of the Nile* (1985)

Internetbronnen

www.achmeavastgoed.nl (12 april 2016)
www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/aifm-int-wet (15 juli 2016)
www.alteravastgoed.nl (29 februari 2016)
www.amvest.nl (24 april 2016)
www.asrreim.com of [asrvastgoedvermogensbeheer.nl](http://www.asrvastgoedvermogensbeheer.nl) (31 mei 2016)
www.bouwinvest.nl (12 april 2016)
www.cbreglobalinvestors.com (24 april 2016)
www.cbs.nl (15 april 2016)
www.darwinproject.ac.uk/people/about-darwin/six-things-darwin-never-said-and-one-he-did
(15 juli 2016)
www.facebook.com/365dagensuccesvol (27 augustus 2014 / 31 augustus 2016)
www.gresb.com (15 juli 2016)
www.hbs.edu (28 augustus 2016)
www.inrev.org (februari, maart, april, mei 2016)
www.marketingmodellen.com/generieke-concurrentiestrategieen-van-porter (15 juli 2016)
www.marketing-en-management.nl/modellen/treacy-en-wiersema/ (28 augustus 2016)
www.propertynl.com (15 juli 2016)
www.surveymonkey.com (februari, maart, april, mei, juni 2016)
www.vastgoedjournaal.nl (15 juli 2016)
www.vastgoedmarkt.nl (15 juli 2016)
www.vesteda.com (12 april 2016)
https://nl.wikipedia.org/wiki/Michael_Porter (28 augustus 2016)