

Portefeuilleverkopen: Sturen op de portefeuillepremie



Saman Ramadhan
Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Voorwoord

“Every great story on the planet happened when someone decided not to give up, but kept going no matter what.”

Spryte Loriano

In 2012 ben ik gevraagd om als risicomanager deel te gaan nemen aan de beleggingscommissie van Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Hoewel ik ervaring had met risicomanagement, had ik weinig kaas gegeten van de vastgoedwereld. Ik werd in de beleggingscommissie geconfronteerd met een omgeving waarbij de waardes van het vastgoed hard omlaag gingen. De afwaarderingen van kantoren, winkels en woningen werden hard gevoeld bij onze klanten. De pensioenfondsen hadden het al erg zwaar door de lage rentestanden en de dalende dekkingsgraden. Om mijn rol goed te kunnen vervullen wilde ik meer kennis opdoen over de vastgoedwereld. Ik heb mij daarom in 2013 ingeschreven voor de module Investeringsanalyse bij de Amsterdam School of Real Estate. Bij deze module leerde ik veel over de waardebepaling van vastgoed, maar ik leerde ook veel van de omgeving. Na deze eerste module heb ik mij ingeschreven bij meer modules. Ik heb de afgelopen jaren veel opgestoken bij de Amsterdam School of Real Estate. Mijn doel om kennis op te doen over de vastgoedwereld is zeker geslaagd.

Deze scriptie is de afronding van dit traject. Dit traject was zwaarder dan ik had gedacht. Waar ik bij de overige modules bij de hand ben meegenomen en ik van deadline naar deadline werkte, was de druk hier in eerste instantie minder. Naar mate de afronding langer duurde, begon deze druk echter wel op te lopen. Helaas werd ik tijdens het traject ook geconfronteerd met tegenslagen. Persoonlijke tegenslagen, maar ook praktische tegenslagen, waaronder het verlies van mijn bestanden in oktober 2018 waardoor ik enkele maanden werk kwijt was. Ik wilde op dat moment opgeven.

Mijn vrouw zette mij echter weer op het juiste pad. Maandenlang heeft zij de zorg voor de kinderen op zichzelf genomen en mij de ruimte gegeven om dit traject af te ronden. Ik ben haar enorm veel verschuldigd.

Naast mij vrouw wil ik ook mijn collega's bedanken die mij hebben geholpen hebben dit proces af te ronden. Naast de experts Peter Keller, Peter Appeljan, Onno Hoff, Boris van der Gijp, Frank Vellinga, Mark van Dam en Casper Hesp wil ik ook Peter Koppers en Geri van Elzas bedanken. Zonder de “koffie momenten” had ik waarschijnlijk de drive niet gehad om het af te ronden.

Management samenvatting

Het doel van het onderzoek in dit rapport is om het voor institutionele beleggers inzichtelijk te maken wanneer er moet worden gekozen voor een portefeuillevkoopstrategie versus een losse verkoopstrategie. De vraagstelling welke in dit onderzoek is onderzocht betreft:

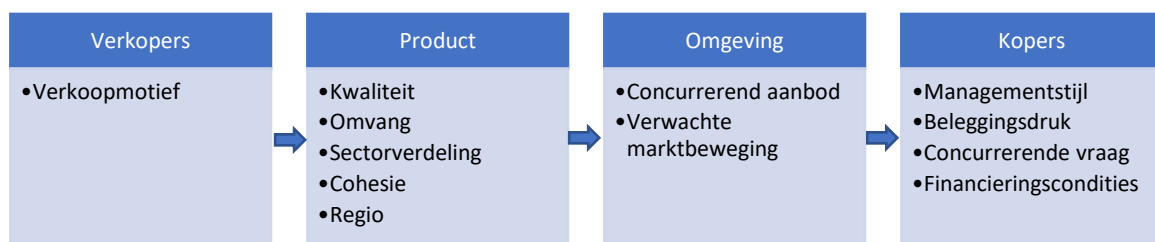
In hoeverre dragen de verschillende eigenschappen van de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers bij aan het behalen van een portefeuillepremie.

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden zijn de volgende vragen in dit rapport behandeld;

- Welke portefeuille eigenschappen worden onderkend?
- In hoeverre kennen experts waarde toe aan de eigenschappen van portefeuilles boven single assets bij aankoopbeslissing in Nederland?

Uit het theorieonderzoek blijkt dat weinig informatie beschikbaar is over de eigenschappen van portefeuilles welke voor de markt van toegevoegde waarde zijn. Om het theoretisch raamwerk op te bouwen is er voor gekozen om experts te interviewen. Als eerste is in kaart gebracht, wanneer er gekozen wordt voor een portefeuillevkoop boven losse verkoop. Het verkoopmotief, de samenstelling van de verkoopopgave en de transactiekosten zijn bepalend voor de verkoopstrategie.

De resultaten van de interviews tonen aan dat de prijsstelling voor portefeuilles niet alleen wordt gedreven door de eigenschappen van de portefeuilles, maar ook door andere factoren. Deze factoren zijn in het theoretische model onderverdeeld in vier categorieën: De verkopers, het product, de omgeving en de kopers.



De veronderstelling is dat de prijs afhankelijk is van alle bovenstaande factoren. Om het theoretisch model te toetsen is een dataset samengesteld. De door het “Vastgoed Journaal” geregistreerde transacties van 2014 tot en met 2017 (Vastgoedjournaal, 2018) zijn hiervoor opgenomen in een database. In deze database zijn 1756 vastgoedtransacties opgenomen. Vervolgens is de database door de auteur verrijkt zodat deze gebruikt kon worden voor dit onderzoek.

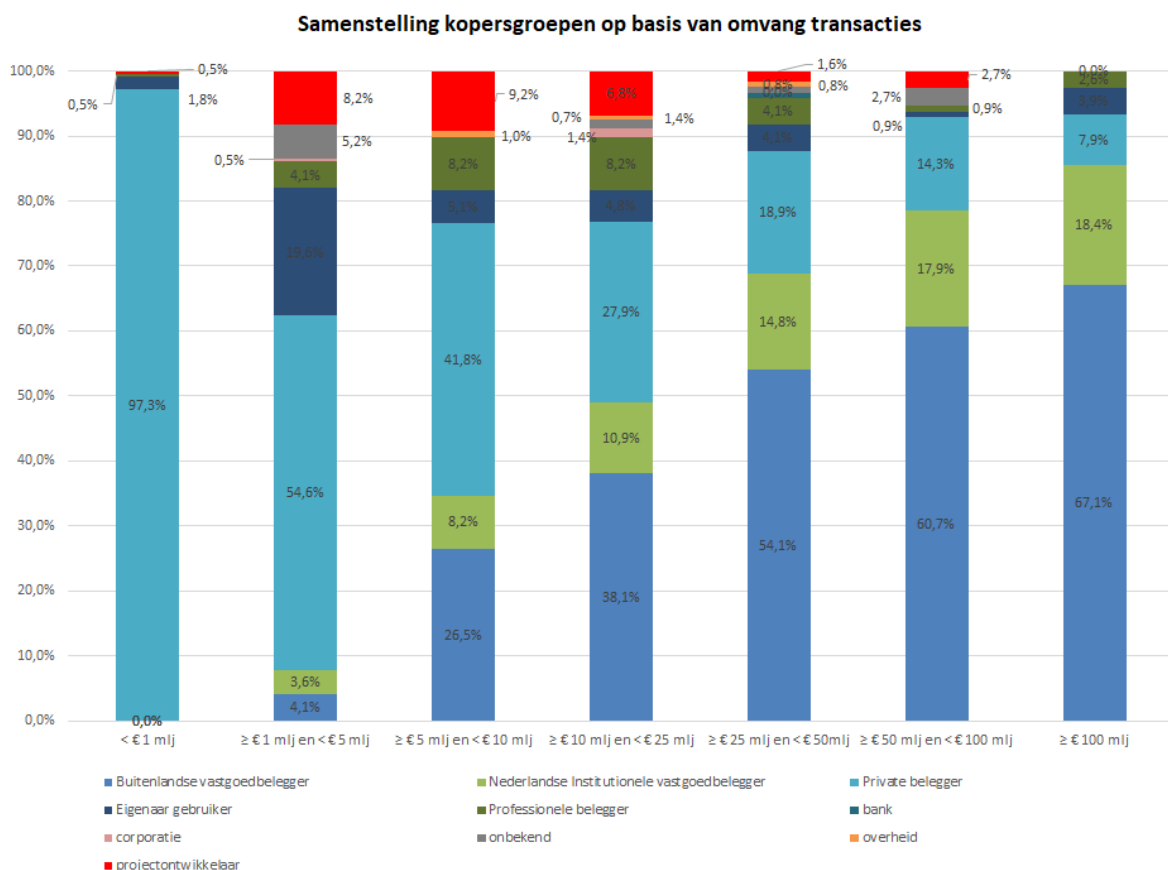
Door de beperkingen in de gebruikte dataset, is gekozen om enkel de eigenschappen van het product te toetsen. Hierbij zijn de aannames met betrekking tot de kwaliteit, de omvang en de sectorverdeling getoetst.

Kwaliteit

Op basis van de resultaten kan worden geconcludeerd dat indien de verkoopopgave het resultaat is van een hold sell analyse op kwalitatieve grondslagen, de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt aangeboden aan buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers.

Omvang

Er is een duidelijke verschuiving in het aandeel van de kopersgroepen zichtbaar naar mate de omvang van de portefeuilles toenemen. Hiernaast neemt ook het aantal unieke kopers af naar mate de omvang toeneemt. Op basis van deze resultaten kan worden geconcludeerd dat de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt aangeboden aan kopersgroepen die actief zijn in het prijssegment.



Sectorverdeling

De resultaten toont aan dat in de markt met name gespecialiseerde beleggers actief zijn die op zoek zijn naar vastgoedobjecten uit één vastgoedsector. Op basis van deze resultaten kan worden geconcludeerd dat de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt samengesteld uit objecten uit één vastgoed segment.

Tijdens het onderzoek is gebleken dat er meerdere aannames in het theoretisch model niet met de beschikbare dataset getoetst kunnen worden. Om het theoretisch model te complementeren wordt aanbevolen om de overige aannames met betrekking tot de verkopers, het product, de omgeving en de kopers te onderzoeken. Hiernaast is de

individuele weging en effecten van de drivers op de portefeuillepremie niet getoetst.
Aanbevolen wordt om ook deze effecten te onderzoeken.

Inhoudsopgave

1. Inhoudsopgave

1. Hoofdstuk 1: onderzoeksvraag en onderzoeksopzet	8
1.1. Inleiding	8
1.2. Vraagstelling	8
1.3. Onderzoeksopzet	9
2. Hoofdstuk 2 Theoretisch kader	10
2.1. Inleiding	10
2.2. Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers	10
2.2.1 Pensioenfondsen	10
2.2.2 Verzekeraars	11
2.2.3 Vastgoedbeleggingsfondsen	11
2.3. Portefeuilles Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers	11
2.4. Portefeuille theorieën	12
2.5. Diversificatievoordelen binnen de vastgoedportefeuille	13
2.6. Marktwerking	14
2.7. Buitenlandse beleggers versus Nederlandse beleggers	16
3. Hoofdstuk 3 Verkoopstrategie	17
3.1. Inleiding	17
3.2. Impact portefeuillev verkoop op de marktwerking	17
3.3. Interview experts	18
3.3.1 Wanneer wordt er gekozen voor een portefeuillev verkoop?	19
3.3.2 Hoe wordt een verkoopportefeuille opgebouwd?	22
3.4. Theoretisch model	26
3.4.1 Verkopers	27
3.4.2 Product	27
3.4.3 Omgeving	29
3.4.4 Kopers	30
4. Hoofdstuk 4 Marktonderzoek	31

4.1.	Inleiding	31
4.2.	De dataset.....	31
4.2.1	Kopersgroepen	32
4.2.2	Transacties.....	32
4.2.3	Populatie transacties zonder transactiesom.....	33
4.2.4	Portefeuilleverkopen.....	34
4.3	Toetsing theoretisch raamwerk.....	35
4.3.1	Beperkingen dataset	35
4.3.2	Product	37
5.	Hoofdstuk 5 Conclusies en aanbevelingen	51
5.1	Inleiding	51
5.2	Conclusies	51
5.3	Bevindingen en aanbevelingen.....	54
5	Bibliografie	55
	Bijlage 1 woningmarkt 2014-2017	58
	Bijlage 2 winkelmarkt 2014-2017.....	62
	Bijlage 3 Kantoren en bedrijfsruimten 2014-2017.....	65

Hoofdstuk 1: onderzoeksvraag en onderzoeksopzet

1. Hoofdstuk 1: onderzoeksvraag en onderzoeksopzet

1.1. Inleiding

Sinds enkele jaren leeft de vastgoedmarkt in Nederland weer op. De verkoopvolumes (Rooijers, Alle vastgoedrecords sneuvelen in 2017, 2017) en waardeontwikkelingen van woningen en kantoren (ROZ, 2017) tonen een opleving van de vastgoedmarkt. Institutionele beleggers benutten de toegenomen marktliquiditeit om hun vastgoedportefeuilles te verversen en (deels) af te stoten (Rooijers, Nieuwbouwwoningen in trek bij pensioenfondsen, 2017). Het vastgoed wordt hierbij zowel in grotere portefeuilles als los aangeboden in de markt. Bij het bepalen van de verkoopstrategie zijn verschillende overwegingen te noemen. Een overweging om voor een portefeuillev verkoop te kiezen boven een objectverkoop is evident. Indien een verkoopdoelstelling moet worden behaald kunnen er grote stappen gezet worden bij een verkoop van een samengesteld pakket vastgoedobjecten. Een overweging om vastgoed los te verkopen is dat objecten dan bijvoorbeeld ook aan eigenaar-gebruikers kunnen worden aangeboden, waardoor wellicht een hogere opbrengst per object behaald kan worden.

Een essentiële vraag bij het vaststellen van de verkoopstrategie is of de mix van vastgoedobjecten leidt tot een hogere waarde dan de som van de individuele vastgoedobjecten. Hoe kan dit echter worden vastgesteld? In de literatuur is nog weinig onderzoek uitgevoerd naar de voor- en nadelen van een portefeuillev verkoop versus losse verkoop. De effecten van de objectenbundeling op de waarde zijn derhalve ook lastig in te schatten. In het RICS Red book zijn er voor taxateurs wel richtlijnen opgenomen voor de waardering van portefeuilles. Hierbij wordt verondersteld dat er zowel een positief als een negatief effect kan zijn bij het bundelen van objecten (RICS Nederland, 2012). Hoe groot het effect is en wat het effect zal zijn wordt echter overgelaten aan de inschatting van de taxateur.

De hypothese van de auteur is dat naast de kwaliteit van de individuele objecten, ook de cohesie en de omvang van de vastgoedportefeuille impact hebben op de opbrengst van een portefeuille.

Het doel van het onderzoek in dit rapport is om het voor institutionele beleggers inzichtelijk te maken wanneer er moet worden gekozen voor een portefeuillev verkoopstrategie versus een losse verkoopstrategie.

1.2. Vraagstelling

In hoeverre dragen de verschillende eigenschappen van de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers bij aan het behalen van een portefeuillev premie.

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden worden de volgende vragen in dit rapport behandeld;

- Welke portefeuille eigenschappen worden onderkend?
- In hoeverre kennen experts waarde toe aan de eigenschappen van portefeuilles boven single assets bij aankoopbeslissing in Nederland?

1.3. Onderzoeksopzet

Op dit moment is het uit de literatuur niet helder wanneer het bundelen van verschillende vastgoedobjecten bij verkopen waarde toevoegt boven een single asset verkoopstrategie. Er is nog relatief weinig onderzoek uitgevoerd naar de voordelen en nadelen van een portefeuilverkoop strategie versus een single asset verkoopstrategie. Een verkennend onderzoek zet een stap naar een theoretisch kader op basis waarvan een verkoopstrategie kan worden geformuleerd.

Om de (deel)vragen te beantwoorden zullen verschillende onderzoeksmethodes worden gebruikt.

Als eerste zal op basis van een literatuurstudie inzicht worden gegeven in de institutionele Nederlandse vastgoedbeleggers. Hierbij zal naast een beschrijvend onderzoek van hun vastgoedportefeuilles ook inzicht worden gegeven in de toegepaste portefeuille theorieën. Dit heeft als doel om een helder beeld te verkrijgen van de wijze waarop de allocatie van middelen naar vastgoed plaats vindt.

Op basis van literatuuronderzoek naar theorieën omtrent prijsvorming zal worden onderzocht welke waarde beïnvloedende eigenschappen bij vastgoedportefeuilles kunnen worden onderscheiden.

Middels interviews zal getracht worden inzicht te verkrijgen in de verklarende factoren op basis waarvan de marktpartijen de verkoopstrategie vaststellen. De resultaten van de interviews zullen getoetst worden aan de hand van casuïstiek onderzoek naar pakketverkopen, welke in de afgelopen 4 jaar tot stand zijn gekomen. De resultaten zullen worden gebruikt om tot het theoretische model te komen.

Hoofdstuk 2 Theoretisch kader

2. Hoofdstuk 2 Theoretisch kader

2.1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal het theoretisch kader worden uitgewerkt. Hierbij zal gekeken naar de institutionele beleggers, portefeuille theorieën en markttheorieën. Om inzicht te krijgen in het werkveld van institutionele beleggers zal als eerste zal een verkennend onderzoek worden uitgevoerd naar de Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers en de omvang van de vastgoedportefeuilles. Hierbij wordt ook onderzocht op basis waarvan de portefeuilles van institutionele beleggers worden samengesteld.

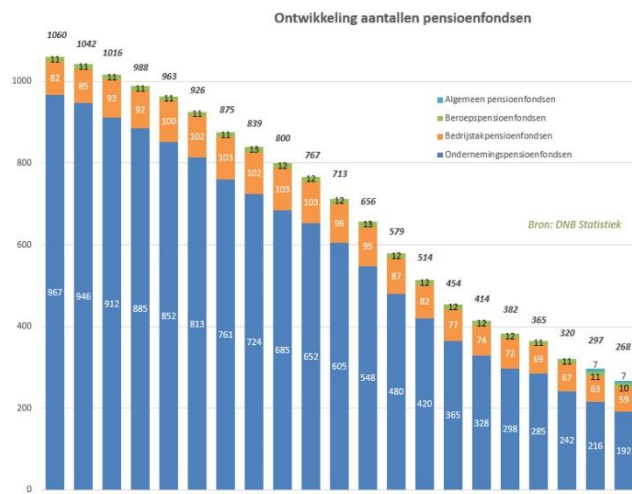
Hierna zal gekeken worden naar de theorieën omtrent prijsvorming.

2.2. Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers

Met Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers wordt in dit onderzoek de Nederlandse pensioenfondsen (en bedrijfstakpensioenfondsen), verzekeraars en vastgoedbeleggingsfondsen bedoeld.

2.2.1 Pensioenfondsen

De pensioenfondsen hebben als doelstelling om aan hun deelnemers, pensioen uit te keren. Hiertoe krijgen de pensioenfondsen, pensioenpremie van de deelnemers en hun werkgevers. De deelnemers bouwen hierbij ieder hun individuele pensioenpot op. Door de pensioenfondsen worden de pensioenpremies belegd om de pensioenuitkering na pensionering van de deelnemers over een langere periode mogelijk te maken. Pensioenfondsen hebben vanwege de bovengenoemde langlopende uitkeringsverplichting een langer termijn beleggingshorizon. Bij de pensioenfondsen is in de afgelopen twee decennia een duidelijke consolidatie waarneembaar. Het aantal pensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen is aan het afnemen. Het aantal pensioenfondsen is sinds 1997 afgenomen van 1063 naar 268



Figuur 1 Ontwikkeling aantal pensioenfondsen (bron DNB)

halverwege 2017. Er wordt een verdere afname van het aantal pensioenfondsen verwacht. Uit een artikel op de website van de DNB (DNB, DNBulletin: Consolidatie pensioenfondsen zet door - algemene pensioenfondsen verwerven marktaandeel, 2017) blijkt dat 45 pensioenfondsen een besluit tot liquidatie hebben genomen en dit hebben gemeld bij de DNB. Een verdere afname van het aantal pensioenfondsen wordt derhalve verwacht. Een belangrijke oorzaak hiervan is dat veel pensioenfondsen zijn gefuseerd, waardoor er steeds minder maar tegelijkertijd steeds grotere pensioenfondsen resteren.

2.2.2 Verzekeraars

De verzekeraars hebben als doelstelling om financiële risico's voor haar verzekeringsnemers af te dekken. De verzekeringsnemers betalen hiervoor ook een premie. Vergoedingen naar verzekeringsdeelnemers worden uitgekeerd uit de collectieve premieopbrengsten van alle verzekeringsnemers. De premies worden door verzekeraars belegd in verschillende asset categorieën, waaronder vastgoed, om voldoende vermogen te genereren om de uitkeringen mogelijk te maken tegen zo laag mogelijke verzekeringspremies. Verzekeraars zijn na de pensioenfondsen de grootste Nederlandse institutionele beleggers.

2.2.3 Vastgoedbeleggingsfondsen

De laatste categorie betreft de vastgoedbeleggingsfondsen. Deze fondsen hebben als doel om middels de vastgoedbeleggingen rendement te genereren voor hun participanten dan wel aandeelhouders. Funken (Funken, 2015) geeft in zijn onderzoek naar de vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers aan dat een trend waarneembaar is van beleggingen in direct vastgoed naar indirecte beleggingen in vastgoed (beleggingen in vastgoedbeleggingsfondsen). Deze trend is sinds de jaren 80 (van de 20^{ste} eeuw) waarneembaar. Beaujean verklaard deze beweging (Beaujean, 1998) door:

- Het lagere concentratie risico dat hand in hand gaat met indirecte beleggingen.
- De hogere marktliquiditeit van participaties dan wel aandelen in fondsen versus de marktliquiditeit van vastgoed.
- Lagere transactiekosten.
- Expertise/focus van vastgoedfondsmanagers.

Internationaal onderzoek (Lin & Yung, 2004) naar de resultaten van de vastgoedfondsen in de VS gedurende de periode 1993 tot en met 2001 toont aan dat de resultaten van fondsmanagers over een langere periode in lijn zijn met de prestaties van de gehele vastgoed sector. Outperformance of underperformance van individuele vastgoedfondsen is volgens het onderzoek alleen significant gedurende korte periodes. Het onderzoek toont aan dat de omvang van een fonds echter wel positieve correlatie heeft met de resultaten van een fonds.

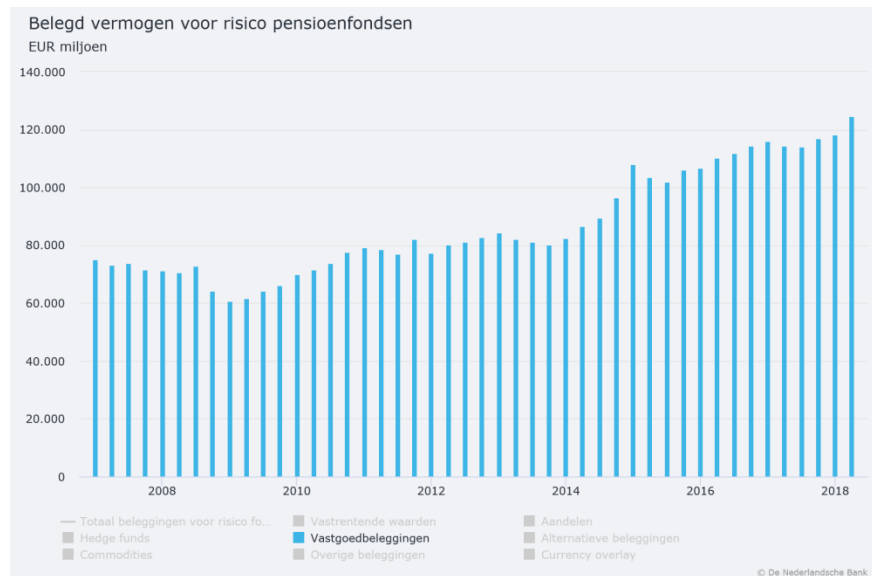
2.3. Portefeuilles Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers

De Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers beheren omvangrijke vastgoedportefeuilles in Nederland. Uit een recent onderzoek blijkt dat de omvang van de commercieel vastgoedportefeuilles (winkels, kantoren, bedrijfsruimten, maatschappelijk vastgoed, etc.) van de institutionele vastgoedbeleggers in 2017 circa €47 miljard bedroeg (Klapwijk, Nijskens, & Buitelaar, 2017). De Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers bezitten hiernaast ook omvangrijke woningportefeuilles. In 2015 werd geschat dat van de circa 7,5 miljoen woningen in Nederland, er 135.000 woningen in bezit zijn van institutionele vastgoedbeleggers (Noordhoff, 2015).

De totale waarde van de vastgoedbeleggingen (direct en indirect) van de Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers bedroeg eind 2014 €115,5 miljard (Funken, 2015). Deze allocatie naar vastgoed is inclusief de internationale vastgoedbeleggingen. De omvang van de waarde van de vastgoedportefeuilles is in de laatste jaren gegroeid.

Volgens de cijfers van het CBS (CBS, 2014) was de omvang van de vastgoedbeleggingen van de verzekeraars in 2014 €11,1 miljard.

In het tweede kwartaal van 2018 is dit de totale omvang van de vastgoedbeleggingen in de boeken van de Nederlandse pensioenfondsen €124,72 miljard (DNB, Pensioenen, 2018). De pensioenfondsen beleggen maar een deel van hun totale vermogen in vastgoed. De Nederlandse pensioenfondsen hadden in het tweede kwartaal van 2018 een totaal belegd vermogen van € 1.355,7 miljard (DNB, Pensioenen, 2018).



Figuur 2 Vastgoedbeleggingen Pensioenfondsen (bron: DNB statistiek)

2.4. Portefeuille theorieën

De allocatie naar vastgoed wordt bij de pensioenfondsen en verzekeraars vaak vastgesteld op basis van een Asset Liability Management (ALM) studie (van Gool & Muller, 2005). Hierbij worden risico's, opbrengsten en verplichtingen op elkaar afgestemd. Er wordt op basis van risico en rendement bepaald hoe de beleggingsportefeuille op assetniveau (aandelen, obligaties, vastgoed, etc.) moet worden samengesteld.

De ALM is gestoeld op de Moderne Portefeuille Theorie (MPT). MPT is in 1952 ontwikkeld door Markowitz (Markowitz, 1952). Bij de MPT kan een optimale portefeuille worden samengesteld door diversificatie in de portefeuille. Hierbij moet de portefeuille worden samengesteld uit assets die niet perfect aan elkaar gecorreleerd zijn. De MPT is in de jaren verder ontwikkeld. Zo werd de risicovrije voet in 1958 door James Tobin toegevoegd aan de MPT (Tobin, 1958). Hierdoor werd het mogelijk om op basis van het gewenste risico optimale portefeuilles te berekenen. Op basis van MPT is het Capital Asset Pricing Model (CAPM) door Sharpe (Sharpe, 1964) ontwikkeld. In dit model worden twee soorten risico's onderscheiden. Het specifieke risico en het systematische risico. Door beleggingen te spreiden over de diverse beleggingscategorieën kan het specifieke risico worden weg gediversifieerd en resteert enkel het systematische risico in de portefeuille. Het systematische risico kan niet worden weg gedifferentieerd. De theorie stelt dat een portefeuille bestaande uit assets met verschillende beleggingscategorieën met een lagere correlatie een betere rendement/ risicoverhouding heeft dan een portefeuille bestaande uit assets met een hogere correlatie.

Er is ook kritiek op MPT. Een belangrijk nadeel is dat de berekeningen worden gebaseerd op historische gegevens over risico's en rendementen. Hiernaast wordt aangenomen dat er een evenwichtige marktsituatie is en de rendementen normaal zijn verdeeld (Vis, 2006) (Rom & Ferguson, 1994). Andere veronderstellingen zijn dat beleggers rationeel en risico avers zijn en de financiële markten voortdurend efficiënt zijn. Dit houdt in dat de theorie ervan uit gaat

dat alle beschikbare informatie al in de prijs is verwerkt en er geen mogelijkheid is om structureel betere resultaten te behalen dan het gemiddelde rendement in de markt. MPT is hiernaast een asset-only benadering. Waar MPT gebruikt kan worden voor de bezittingenkant van de balans wordt bij asset liability management (ALM) niet alleen naar de bezittingen gekeken maar ook naar de verplichtingen van de institutionele belegger, de economische verwachtingen, de risico acceptatie en het premie- en indexatiebeleid. Door meerdere scenario's door te rekenen wordt vervolgens het beleggingsbeleid vastgesteld. Pensioenfondsen gebruiken derhalve vaak de ALM om tot een normportefeuille te komen. Brounen et al hebben onderzoek gedaan naar de allocatie van vastgoed in een ALM (Brounen, Porras Prado, & Verbeek, Real estate in an ALM framework : the case of fair value accounting , 2010). Hierbij is onderzocht in hoeverre direct vastgoed en indirect vastgoed risicovoordelen biedt in relatie tot de verplichtingen van pensioenfondsen. Hierbij is gekeken naar de rente- en inflatiehedge die de vastgoedbeleggingen bieden. De resultaten tonen dat de voordelen van direct vastgoed in de ALM met name te vinden zijn in de gunstige risico-omzet verhouding van de assetclass en niet in de rente- of inflatiehedge. Direct vastgoed biedt op korte termijn ook een rente hedge, maar deze valt bij de langere beleggingshorizon van pensioenfondsen weg. Bij indirect vastgoed wordt er geen rente hedge effecten waargenomen. Ook de inflatie hedge is beperkt bij vastgoedbeleggingen. Dirk Brounen en Piet Eichholtz concluderen naar aanleiding van hun onderzoek naar de risico-rendement verhoudingen van direct vastgoed en genoteerde vastgoedfondsen ten opzichte van aandelen in zowel de VS als het Verenigd Koninkrijk gedurende de periode 1986 tot 2002 dat de allocatie van vastgoed in een gediversifieerde portefeuille ongeveer 10% dient te zijn (Brounen & Eichholtz, Property, Common Stock, and Property Shares, 2003). Hoewel de MPT leidt tot een betere spreiding van assets heeft de methodiek met betrekking tot investeringen in vastgoed enkele beperkingen. Bij de vaststelling van de allocatie wordt weinig rekening gehouden met de transactiekosten, de marktliquiditeit en de beleggingshorizon. Onderzoek in Engeland door Christian Rehring toont dan ook aan dat indien wel rekening wordt gehouden met deze factoren een grotere allocatie naar vastgoed verwacht zou worden (Rehring, 2012). Hoe groot de allocatie naar vastgoed dan wel dient te zijn blijft echter lastig vast te stellen. Doordat de allocatie naar vastgoed bij institutionele beleggers veelal is gebaseerd op de MPT is de omvang van het te beleggen vermogen in vastgoed naast de prestaties van de vastgoedportefeuilles ook afhankelijk van de prestaties van de overige assetcategorieën (aandelen, obligaties, etc.) in de portefeuilles van de institutionele beleggers. Indien de omvang van het totale belegd vermogen van een institutionele belegger krimpt of groeit heeft dit een effect op het beschikbaar vermogen voor vastgoed. Een grote relatieve toename van de waarde van de overige assets kan leiden tot een aankoopdruk op vastgoed, terwijl een daling in waarde van de overige assets kan leiden tot verkoopdruk in de vastgoedmarkt.

2.5. Diversificatievoordelen binnen de vastgoedportefeuille

Naast diversificatievoordelen tussen de verschillende assetcategorieën, zijn binnen de assetcategorie ook diversificatievoordelen te behalen.

Internationaal onderzoek naar de diversificatievoordelen binnen verschillende vastgoedsegmenten in onder andere Nederland toont aan dat een over verschillende vastgoedsectoren gespreide vastgoedportefeuille voordelen biedt. Het door Yunus

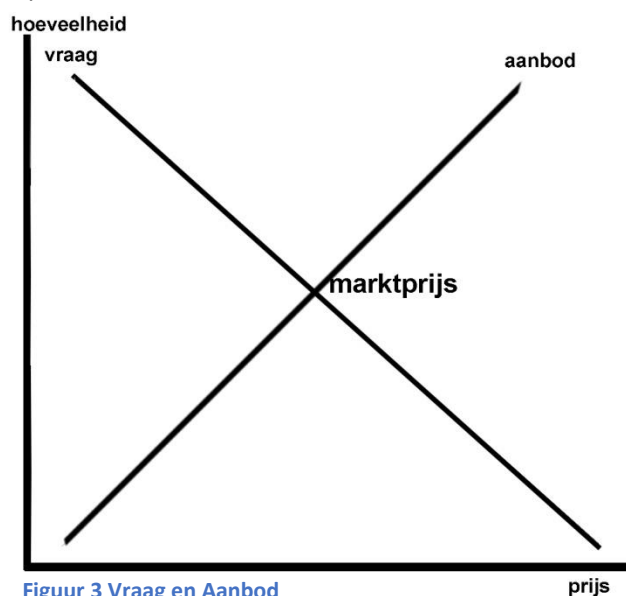
uitgevoerde onderzoek naar de voordelen van sector spreiding, toont aan dat deze voordelen binnen Nederland aanwezig zijn, maar niet groot zijn (Yunus, 2013). Het onderzoek toont aan dat er wel een lage correlatie is tussen de sector bedrijfsruimten en de overige vastgoedsectoren. Diversificatievoordelen zijn waarneembaar indien er naast woningen, winkels of kantoren ook in bedrijfsruimten wordt geïnvesteerd. Onderzoek door de Heer (de Heer, 2009) naar diversificatie strategieën binnen Nederland toont aan dat het effect van sectorspreiding in combinatie met locatiespreiding een signifikanter effect heeft op het reduceren van de correlatie binnen de portefeuille. Op basis van deze onderzoeken zou kunnen worden geconcludeerd dat de diversificatievoordelen met name optreden indien er sprake is van locatiespreiding in combinatie met sectorspreiding. Internationaal onderzoek door Boer, Brounen en Op 't Veld (Boer, Brounen, & Op 't Veld, 2005) naar de effecten van geografische focus en vastgoedsectorfocus op de resultaten van beleggers ten opzichte van de markt, toont aan dat beleggers met een sterke geografische focus een hogere waarschijnlijkheid hebben om de markt te verslaan, terwijl de effecten van focus op vastgoedsectoren minder eenduidig zijn. Hiernaast is ook aangetoond dat een grotere focus door een belegger ook leid tot een hoger specifiek risico.

2.6. Marktwerving

Om te kunnen beoordelen welke verkoopstrategie leidt tot een optimum resultaat is het van belang om de drijvers van prijs in de vastgoedmarkt te onderkennen. Er zijn binnen de economie wetenschappen drie stromingen te onderscheiden die inzicht geven in marktwerving (Marquard & van der Post, 2016).

Vanuit de klassieke markttheorie oftewel de evenwichtstheorie wordt de prijs gevormd op het optimum punt waar vraag en aanbod elkaar raken (zie figuur 2).

Deze theoretische benadering gaat uit van een volledig transparante markt, waarbij er geen beperkingen zijn opgelegd op de markt en er sprake is van voldoende vraag en aanbod (Marquard & van der Post, 2016). Bij de evenwichtstheorie wordt uitgegaan van een situatie waarbij er geen marktfalen optreedt. Volgens de theorie van Adam Smith komt een evenwichtsprijs tot stand door 'The Invisible Hand'. In deze theorie is overheidsinterventie alleen verantwoord indien er sprake is van marktfalen of van onrechtvaardige verdeling van welvaart over de samenleving. Gezien de intransparante Nederlandse vastgoedmarkt, de veelheid aan wet en regelgeving, en de beperkte marktluiditeit kan gesteld worden dat de condities welke worden verondersteld bij de klassieke markttheorie niet aanwezig zijn.



Figuur 3 Vraag en Aanbod

De tweede stroming die is ontstaan is gebaseerd op de non-evenwichtsmodellen. Bij deze theoretische stroming is er een primaire rol voor de overheid om de markt te reguleren en

om marktfalen te voorkomen. De prijs wordt hierbij nog steeds bepaald door vraag en aanbod, maar de overheid heeft een sturende rol (Marquard & van der Post, 2016). Bij deze stroming wordt verondersteld dat de overheid de wijsheid in pacht heeft en de juiste afwegingen maakt als en wanneer zij ingrijpt.

Bij zowel de evenwichtstheorie als de non-evenwichtsmarkttheorieën worden ten opzichte van de werkelijkheid de marktpartijen versimpeld weergegeven. Vraag, aanbod en eventueel de overheid als derde partij. Eventuele andere marktpartijen zoals de eindafnemers, leveranciers en eventuele andere actoren. Deze versimpeling zorgt voor barrières bij het toepassen van deze theorie in de complexe Nederlandse setting.

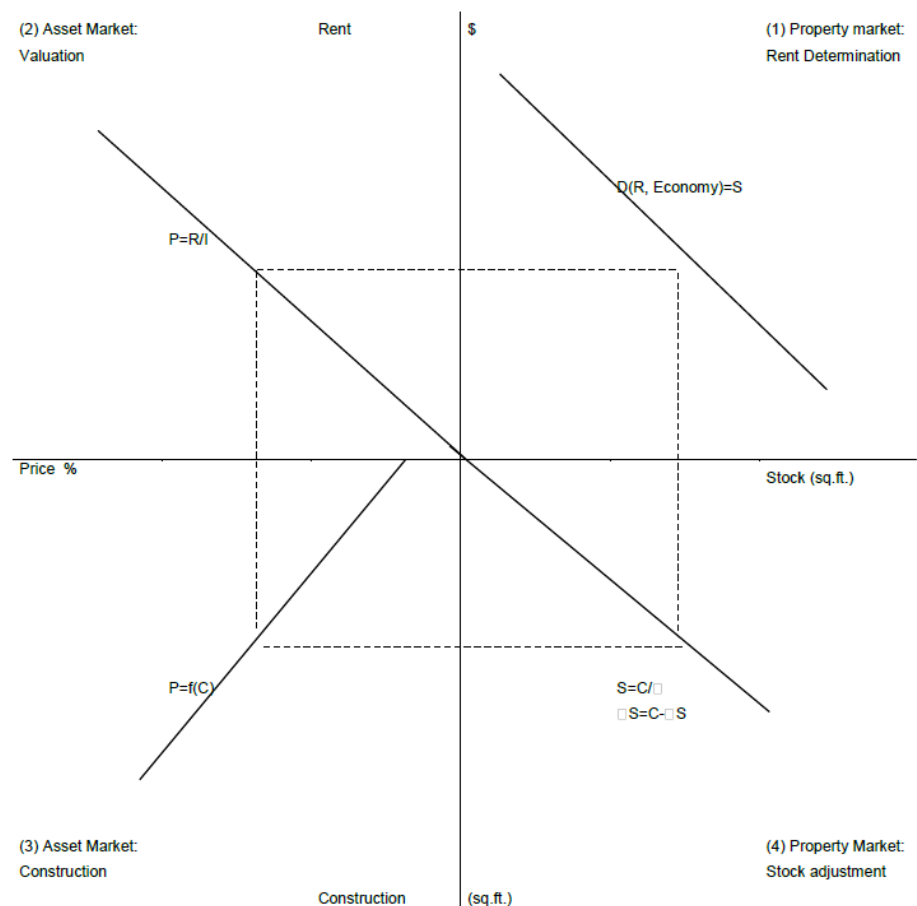
De derde stroming is de Neo-Institutionele theorie. Bij deze theorie wordt de markt niet versimpeld en hebben de verschillende actoren een rol. De overheid heeft hierbij als een van de instituten ook een rol. De interactie tussen de verschillende actoren zorgt voor transactiekosten. Bij de Neo-Institutionele theorie wordt de prijs bepaald aan de hand van vraag, aanbod en transactiekosten (Marquard & van der Post, 2016).

Wheaton en DiPasquale (DiPasquale & Wheaton, 1996) stellen dat binnen de vastgoedmarkt verschillende

deelmarkten met elkaar interacteren en invloed hebben op de prijs. Zij onderkennen hierbij drie markten. De verhuurmarkt, de beleggersmarkt en de nieuwbouwmarkt. Middels het door hun ontwikkelde model tonen zij de interactie tussen de verschillende deelmarkten en de impact van de interactie op onder andere de prijs (beleggersmarkt).

In het model worden de transactiekosten echter buiten beschouwing gelaten. Onderzoek toont echter aan dat transactiekosten een negatief effect op de liquiditeit van de

vastgoedmarkt (Bian, Waller, & Wentland, 2016) hebben. Door de hogere transactiekosten houden institutionele beleggers hun vastgoed in de regel voor een langere periode aan. Internationaal onderzoek toont aan dat in verband met de terugverdientijd transactiekosten vastgoed voor een relatief lange periode in de portefeuille gehouden dient te worden (Cheng, Lin, & Liu, 2010) dan andere assets. Naast het effect op de marktliquiditeit toont



Figuur 4 Wheaton and DiPasquale: The Property and Asset Markets, Basic Situation

onderzoek op woningtransacties in Hong Kong aan dat transactiekosten tevens een nivellerend effect kunnen hebben op transactieprizen (Yiu, Wong, & Chau, 2009). De transactiekosten worden door de markt verwerkt in de prijs.

2.7. Buitenlandse beleggers versus Nederlandse beleggers

Een andere belangrijke driver van prijs is de vraag. In de afgelopen jaren is de invloed van buitenlandse beleggers erg zichtbaar. Capital Value (Capital Value, 2018) geeft aan dat er binnen de sector woningen in de gedurende de periode 2012 tot 2017 €5 miljard door buitenlandse beleggers is belegd. De verwachting is dat er ook in 2018 een grote druk zal zijn op de woningmarkt. Ook in de kantorenmarkt zijn buitenlandse beleggers grote spelers. In het Master thesis onderzoek van L. Zegger naar de prijsverschillen in de Nederlandse kantorenmarkt in de Randstad (Zegger, 2016) is beoordeeld of buitenlandse beleggers meer betalen dan lokale beleggers. Zegger heeft bij haar onderzoek vastgesteld dat er een significant verschil is tussen de prijs die buitenlandse beleggers betalen versus de Nederlandse beleggers. Buitenlandse beleggers betalen meer in de Nederlandse kantorenmarkt. Zegger heeft middels interviews met specialisten getracht te zoeken naar de oorzaken van het prijsverschil.

De mogelijke oorzaken van de prijsverschillen waren onder andere:

- Het type objecten waarop geboden wordt. De buitenlandse beleggers beleggen met name in core producten op goede locaties, welke in de regel duurder zijn. Hiernaast is er een voorkeur voor grotere beleggingen.
- De grotere financiële posities van buitenlandse beleggers ten opzichte van Nederlandse beleggers.
- Onvoldoende lokale kennis van buitenlandse beleggers waardoor wellicht te veel wordt betaald.
- De bredere benchmark die buitenlandse beleggers gebruiken, waarbij de beleggingen in Nederland niet alleen worden vergeleken met de Nederlandse markt maar ook met andere markten waar wellicht lagere rendementen worden behaald.

Dit beeld is in lijn met de resultaten van internationale onderzoeken. Ook in andere internationale onderzoeken wordt geconcludeerd dat buitenlandse beleggers meer betalen. Bij het onderzoek door Lambson, McQueen en Slade (Lambson, McQueen, & Slade, 2004) naar de prijsverschillen in de woningmarkt in Phoenix wordt geconcludeerd dat partijen van buiten de Amerikaanse staat Arizona meer betalen dan lokale partijen. Onderzoek naar de kantorenmarkt in de Finse stad Helsinki, ondersteund dit beeld ook (Oikarinen & Falkenbach, 2017). Oikarinen en Falkenbach stellen dat de buitenlandse beleggers vanwege drie factoren meer betalen. Als eerste stellen zij dat de internationale spreiding het risico in de portefeuille van internationale beleggers drukt. Hierom zijn buitenlandse beleggers bereid meer te betalen. Hiernaast spelen de hoge transactiekosten ook een rol. Doordat lokale markten minder transparant zijn voor buitenlandse beleggers, moeten zij meer investeren in onderzoekskosten. Nadat er kosten zijn gemaakt om een investeringsmogelijkheid te onderzoeken ontstaat er een grotere motivatie om de bieding te winnen van lokale concurrenten. Als laatste reden stellen zij dat buitenlandse beleggers de beleggingen in andere markten niet alleen vergelijken met de betreffende markten maar ook met andere markten waar wellicht lagere rendementen worden behaald. Ook dit leidt tot een hogere bieding van internationale beleggers.

Hoofdstuk 3 Verkoopstrategie

3. Hoofdstuk 3 Verkoopstrategie

3.1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal de portefeuille verkoopstrategie worden uitgelicht. Hierbij zal als eerste worden stilgestaan bij de impact van de portefeuillevkoopstrategie op de marktwerving. Vervolgens zal middels interviews van experts wordt onderzocht wanneer een portefeuillevkoopstrategie wordt ingezet en wanneer een single asset verkoopstrategie wordt gebruikt. Met als doel een theoretisch kader te formuleren op basis waarvan het casuïstiek onderzoek kan worden opgebouwd.

Hierna wordt een verkennend marktonderzoek uitgevoerd. Hierbij worden aan de hand van de transacties in markt de resultaten van de interviews getoetst.

3.2. Impact portefeuillevkoop op de marktwerving

De vraag, het aanbod (product) en transactiekosten zijn de drijvers van prijsvorming in de vastgoedmarkt. Een portefeuillevkoopstrategie heeft impact op alle drie drijvers. Met de samenstelling van de portefeuille wordt het product (aanbod) aangepast. Met een aangepast product kunnen andere kopers worden benaderd. Hiernaast worden de transactiekosten ook geraakt door de verkoop van een portefeuille ten opzichte van individuele objecten. Om inzicht in de effecten van de portefeuillevkoopstrategie te krijgen is het van belang op de kenmerken van portefeuilles te vergelijken met single assets. Een portefeuille biedt voor een koper verschillende voordelen ten opzichte van één vastgoed object.

- Er is spreiding in locatie, huurders en vastgoedsegmenten mogelijk. Hierdoor kan het risico in de totale portefeuille van een belegger worden verkleind.
- Tegelijkertijd zijn ook de transactiekosten bij een portefeuilleaankoop per object in de regel lager. Kosten op het due diligence traject kunnen worden bespaard doordat meerdere objecten tegelijkertijd worden gescreend. Afstemmingstrajecten met financiers en beleggingscommissies worden ook verkort doordat meerdere objecten tegelijkertijd worden behandeld.
- Hiernaast kan met een portefeuillevkoop een groter deel van de vraag worden ingevuld. Als er door kopers een beleggersdruk wordt ervaren, kan middels een portefeuillevkoopstrategie hier goed op in worden gespeeld.
- De financierbaarheid door banken van een portefeuille kan groter zijn, doordat er meer risicospreiding aanwezig is kunnen banken tegen gunstigere condities leningen verstrekken.

Nadelen van een portefeuillevkoopstrategie zijn er echter ook te noemen.

- Portefeuilles vragen in de regel om kapitaalkrachtige kopers. Hierdoor is de kopersmarkt kleiner naar mate de omvang van de portefeuille toeneemt.
- Hiernaast is de samenstelling van de portefeuille afhankelijk van de verkoper. In verband met verversings- /verkoop-doelstellingen, worden minder aantrekkelijke objecten gecombineerd met aantrekkelijke objecten. Bij een single asset

acquisitiestrategie kan een koper zelf over alle toevoegingen aan de portefeuille aan het stuur zitten.

Tabel 1 Portefeuille vs Single asset

Kenmerk	Portefeuille	Single Asset
Aanbod		
• Locatie	meerdere locaties	1 locatie
• Huurders	1 tot meerdere huurders	1 tot meerdere huurders
• Vastgoedsegmenten	1 tot meerdere vastgoed segmenten.	1 hoofdgebruik maar mixed use is mogelijk.
• Waarde	Hoger (afhankelijk van samenstelling)	Lager (afhankelijk van object)
• Concurrenten	Minder aanbod	Veel aanbod
• Flexibiliteit samenstelling	Sturing op samenstelling mogelijk	Geen flexibiliteit
• Transactiekosten	Lager per object	Hoger per object
Vraag		
• Kopers	Minder partijen	Veel partijen
• Transactiekosten	Lager per object	Hoger per object
• Informatievoorziening	Betere informatievoorziening	Minder transparant
• Flexibiliteit kopersmarkt	Vaak combinatie van zoet en zuur	Keuze kan geheel aansluiten op vraag

Als er wordt gekeken naar de voor en nadelen van een portefeuillevkoopstrategie valt op dat de verkoopstrategie verkopers flexibiliteit biedt. De strategie biedt immers de mogelijkheid om een portefeuille (product) samen te stellen die inspeelt op de vraag van specifieke kopers die wellicht bereid zijn meer te betalen. Tegelijkertijd biedt het ook de mogelijkheid de marktliquiditeit te vergroten van objecten welke minder goed in de markt liggen. Het zogenaamde combineren van het zoet en het zuur.

3.3. Interview experts

Er is weinig wetenschappelijke literatuur te vinden over de portefeuillemilie. Hierdoor dient het theoretische kader te worden aangevuld met praktijkonderzoek. Door de specifieke aard van het onderwerp is er gekozen voor interviews met experts. Middels interviews is het mogelijk om verdieping te krijgen op onderwerpen die de respondenten aanstippen. Er zijn echter wel enkele nadelen te benoemen bij deze methodiek. Er kan sprake zijn van beïnvloeding van de resultaten door de onderzoeker. Beïnvloeding kan plaatsvinden middels de selectie van experts, waarbij enkel experts worden betrokken die de opinie van de onderzoeker ondersteunen. Andere nadelen zijn dat er sprake kan zijn van beïnvloeding van het gesprek door de interviewer, of juist onvoldoende uitdaging van de experts doordat de interviewer onvoldoende in staat is door te vragen. Ook bij dit onderzoek worden deze tekortkomingen onderkend. Om de risico's zo veel mogelijk te beperken wordt gebruik gemaakt van een standaard interviewstructuur met openvragen. Hiernaast zijn om een zo juist en volledig mogelijk beeld te krijgen experts op het gebied van

fondsmanagement (indirect vastgoed), portefeuillemanagement (direct vastgoed), commercieel vastgoed (assetmanagement), woningen (assetmanagement) en transactiemanagement (aan en verkoop bestaand vastgoed) geïnterviewd. De experts waren ten tijde van de interviews allen werkzaam bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance en hebben allen ten minste 10 jaar ervaring binnen de vastgoedsector. Daarmee is een goed beeld te krijgen van de manier waarop tegen de problematiek aan wordt gekeken.

Bij de interviews is stil gestaan bij de volgende onderwerpen;

- Wanneer wordt er gekozen voor een portefeuillev verkoop strategie versus een single asset verkoopstrategie?
- Hoe wordt een verkoopportefeuille opgebouwd en hoe wordt een verkoopportefeuille gepositioneerd?
- Wat is een portefeuillemilie en wat zijn de drivers hiervan?

3.3.1 Wanneer wordt er gekozen voor een portefeuillev verkoop?

De experts is gevraagd wanneer zij zouden kiezen voor een portefeuillev verkoop. Er zijn door de experts meerdere afwegingen benoemd. Beginnend bij de aanleiding van de verkoop, de te verkopen vastgoedobjecten en de transactiekosten.

3.3.1.1 Aanleiding van de verkoop

De aanleiding van de verkoop heeft grote invloed op de verkoopstrategie. Door de experts worden verschillende aanleidingen onderkend die leiden tot verschillende verkoopstrategieën.

- Director Fund Management Vastgoed O. Hoff geeft aan dat de verkoopopgave onder andere wordt vastgesteld op basis van de portefeuillev strategie. Indien de objecten in de portefeuille niet meer passen binnen de strategie van de portefeuille, wordt besloten tot verkoop. Transaction Manager M. van Dam geeft aan dat verschillende aspecten zijn op basis waarvan deze afweging wordt gemaakt; de locatie, leeftijd, het energielabel, verhuurderheffing, onderhoudskosten, huurpotentie zijn voorbeelden hiervan. De verkoopopgave wordt hierbij gedreven door de gewenste verbetering van de beheerportefeuille. O. Hoff geeft aan dat de verkoopstrategie afhankelijk is van onder andere de vastgoedobjecten welke verkocht dienen te worden, de liquiditeitsbehoefte en de snelheid waarmee de verversingsopgave ingevuld kan worden.
- O. Hoff en Director Woningbeleggingen P. Appeljan geven aan dat de verkoopopgave ook kan worden gedreven door de liquiditeitsbehoefte van de eigenaar van het vastgoed. De verkoopopgave wordt hierbij gedreven door de omvang van de liquiditeitsbehoefte en de snelheid waarbij deze ingevuld dient te worden. Indien de er een hoge snelheid is gewenst wordt vaker gekozen voor een portefeuillev verkoopstrategie.
- Director Transaction Management F. Vellinga geeft aan dat eigenaren ook kunnen besluiten om in zijn geheel uit een vastgoedsector (zoals bijvoorbeeld de kantorenmarkt) te stappen. Ook dit leidt tot een verkoopopgave welke wordt

gedreven door de snelheid waarbij de verkoop afgerond dient te zijn. Indien de er een hoge snelheid is gewenst wordt vaker gekozen voor een portefeuilleverkoopstrategie. F. Vellinga geeft aan dat indien winstmaximalisatie wordt nagestreefd en er geen tijdsdruk wordt ervaren de verkoopstrategie afhankelijk is van de vastgoedobjecten welke verkocht dienen te worden.

- Transaction Manager M. van Dam geeft aan dat indien kopers zich melden voor vastgoedobjecten welke niet te koop staan, ook een afweging wordt gemaakt om de vastgoedobjecten te verkopen. De verkoopstrategie wordt hierbij gevoed door de concrete vraag in de markt.

3.3.1.2 De te verkopen vastgoedobjecten

Naast de aanleiding van de verkoopopgave, heeft het product dat wordt verkocht ook invloed op de verkoopstrategie. De experts onderscheiden verschillende eigenschappen die impact hebben op de verkoopstrategie. Naast de omvang, de kwaliteit, de locatie en het type vastgoedobject heeft ook het aantal vastgoedobjecten invloed op de verkoopstrategie.

- M. van Dam geeft aan dat er een onderscheid is tussen de verkoopstrategie bij appartementen en eengezinswoningen. Bij eengezinswoningen wordt vaak gekozen voor een uitpondstrategie (de verkoop van individuele woningen uit een woningobject) terwijl er bij appartementen vaak wordt gekozen voor een complexmatige verkoop. De reden hiervoor is dat bij de verkoop van appartementen in een woningobject, de stemrechten in de VvE ook overgaan. Het verlies van stemmen in de VvE leidt ook tot een afname van de sturingsmogelijkheden. De VvE kan besluiten nemen die conflicteren met de belangen van de institutionele belegger.
- Portefeuillemanager P. Keller geeft aan dat er een verschil is tussen de verkoopstrategie van objecten uit verschillende vastgoedsectoren (woningen, winkels, kantoren). De verkoopstrategie is dan afhankelijk van de kopers in de markt. Tijdens de onderzoeksperiode van deze scriptie wordt er een grote vraag naar woningportefeuilles waargenomen. Dit beeld wordt door alle experts onderkent. Deze vraag resulteert ook in een grotere nijging om woningobjecten te bundelen en in een portefeuille te verkopen. Manager Portefeuillemanagement C. Hesp geeft aan dat bij kleinere winkelobjecten het bundelen niet altijd de voorkeur heeft. De mogelijke verklaring hiervan wordt gezocht in het verschil in performance binnen de vastgoedsectoren. Waarbij woningen de performance van woningen homogener is dan winkels en kantoren. Bij kantoren en winkels zijn er grotere verschillen in de performance per regio.
- F. Vellinga en M. van Dam geven aan dat de omvang (gemeten in prijs) van de vastgoedobjecten ook bepalend is in de verkoopstrategie. Indien de verkoopopgave veel kleine objecten bevat, is de voorkeur om ze te bundelen en in een portefeuille te verkopen. Bij winkels wordt echter aangegeven dat de opbrengst hoger kan zijn indien ze los in de markt worden aangeboden. Bij zeer grote objecten bestaat de voorkeur om ze niet te bundelen. Hoe groter de omvang, hoe kleiner de kopersgroep.

Bij bundeling wordt de omvang verder vergroot waardoor de kopersgroep nog kleiner wordt.

- F. Vellinga, B. van der Gijp, M. van Dam, P. Keller geven aan dat de kwaliteit en locatie van de vastgoedobjecten ook bepalend is voor de verkoopstrategie. Vastgoedobjecten welke als minder liquide worden ervaren, worden in de regel vaak gebundeld met “betere” objecten om de marktliquiditeit te vergroten. Binnen de sector staat dit vaak bekend als “het zoet” en “het zuur”. F. Vellinga geeft aan dat kopers bereid zijn om de minder liquide producten ook in te nemen als het volume niet te groot is.

3.3.1.3 Transactiekosten

Het verkoopproces bij portefeuilleverkoop brengt voor zowel de verkopende partij als de kopende partij voordelen die door de experts worden onderkend.

- Het voordeel van portefeuilletransacties dat door alle experts wordt onderkend is de snelheid waarmee enerzijds een koper belegd kan zijn en anderzijds een verkoper zijn verkoopdoelstelling kan behalen.
- C. Hesp geeft aan dat een portefeuilleverkoop leidt tot kostenefficiëntie bij de verkoop. Er zijn minder makelaars benodigd, de fee per object wordt gemiddeld gesproken lager als de portefeuille wordt gebundeld. M. van Dam geeft aan dat bij de verkoop van een portefeuille van tien objecten, slecht eenmaal het verkoopproces doorlopen moet worden in plaats van tienmaal. Omgedraaid hoeft een koper ook slechts eenmaal het acquisitieproces te doorlopen.
- P. Keller geeft aan dat daarnaast de datavoorziening bij een portefeuilleverkoop veelal goed is geregeld. Er is vaak een dataroom, de informatie is beter gestructureerd. Het due diligence kan hierdoor ook veel sneller worden afgerond.

3.3.1.4 Verkoopstrategie

Op basis van de gegeven antwoorden zijn meerdere hypothesen opgesteld over wanneer er in de regel wordt gekozen voor een portefeuilleverkoopstrategie en wanneer er wordt gekozen voor een losse. In tabel 2 zijn deze hypothesen weergegeven.

Tabel 2 Verkoopstrategie

Kenmerken verkoopopgave	Portefeuilleverkoop	Single Asset verkoopstrategie
Verkoopmotief		
• Reguliere Hold - Sell	Afhankelijk van verkoopopgave	Afhankelijk van verkoopopgave
• Liquiditeitsbehoefte	Grote liquiditeitsbehoefte	Kleine liquiditeitsbehoefte
• Liquidatie portefeuille	Hoge snelheid	Lage snelheid
• Concrete vraag	Afhankelijk van vraag	Afhankelijk van vraag
Samenstelling verkoopopgave		

• Kwaliteit objecten	Lage liquiditeit individuele objecten	Hoge liquiditeit individuele objecten
• Omvang object	Kleine objecten	Grote objecten
• Omvang totale opgave	Veel objecten	Weinig objecten
• Woningen	Appartementen	Eengezinswoningen
Transactiekosten		
• Doorlooptijd	Hoge snelheid bij bundeling objecten	Lagere snelheid bij meerdere losse verkooptrajecten
• Kosten	Lagere kosten per object bij bundeling objecten	Hogere gemiddelde kosten per object
• Informatievoorziening	Betere informatievoorziening	Minder transparant

3.3.2 Hoe wordt een verkoopportefeuille opgebouwd?

Bij een verkoopopgave wordt getracht een optimale match te zoeken tussen het aanbod en de vraag. De experts is gevraagd toe te lichten hoe een verkoopportefeuille wordt opgebouwd. Hierbij is stil gestaan bij de omvang van de verkoopportefeuille, de cohesie binnen de portefeuille en de verschillende kopersgroepen.

3.3.2.1 De omvang van de verkoopportefeuille

De experts is gevraagd of er een bepaalde range is waarbinnen een portefeuillevaak het meest succesvol is. De experts geven aan dat de omvang afhankelijk is van vraag binnen de vastgoedsectoren.

B. van der Gijp, P. Keller, C. Hesp en F. Vellinga geven aan dat dit afhankelijk van de marktomstandigheden, de beschikbare liquiditeiten en het product. In het verleden is weleens gekeken naar een winkelportefeuille met een omvang van €1 miljard. Dit is in deze tijd ondenkbaar, terwijl een woningportefeuille met een dergelijke omvang nog steeds interessant kan zijn. De vraag beweegt en moet elke keer opnieuw worden beoordeeld. F. Vellinga geeft aan dat de omvang van de portefeuille ook wordt beïnvloed door de omvang van de individuele vastgoedobjecten. Als je in de portefeuille veel objecten hebt met een omvang van minder dan €5M, dan is deze portefeuille minder interessant als de portefeuilleomvang kleiner is dan €15M. Een koper moet er dan verhoudingsgewijs te veel effort stoppen in de acquisitie. Maar indien de portefeuille is opgebouwd uit bijvoorbeeld grote winkelcentra, dan is het makkelijker om een grote portefeuille weg te zetten. Op dit moment zijn partijen die grote portefeuilles opkopen vaak equity buyers (niet beursgenoteerde vastgoed fondsen). Die betalen ook minder. Dan is het weer handig om de portefeuilles op te knippen zodat een andere doelgroep kan meebieden. Er zijn geen wetmatigheden over de omvang.

P. Appeljan, M. van Dam, O. Hoff geven aan dat binnen de woningmarkt de omvang verschillende kopersgroepen aanspreekt.

P. Appeljan geeft aan dat een omvang tussen €40 miljoen en €100 miljoen nu makkelijk verkocht kunnen worden. O. Hoff geeft bij omvang tussen €30 Miljoen en €80 miljoen institutionele partijen aanspreekt. M. van Dam legt de bodem iets lager op € 20 - 25 miljoen.

Vanaf deze omvang wordt een portefeuille aantrekkelijk voor de institutionele beleggers, terwijl het nog steeds aantrekkelijk is voor particuliere beleggers en fondsenbouwers. Bij een kleinere verkoopopgave zijn meer partijen actief. Bijvoorbeeld partijen die nieuw zijn die met een goed lopend bedrijf ook vastgoed willen kopen. En dan heb je ook bijvoorbeeld partijen die voor particulieren fondsen bouwen, zoals VSN. Dergelijke professionele partijen hebben een heleboel fondsen die ze in de lucht houden. Ga je onder de €10 miljoen, dan heb je een meer particuliere markt. SA RE&F richt zich met name op partijen tussen €30 miljoen en €80 miljoen. Bij winkels speelt dit ook. Daar kom je met kleine objecten echt bij particulieren. Dit is een totaal andere kopersmarkt die om een geheel andere aanpak vragen. Bij omvang en voor institutionele partijen gebruik je een professionele dataroom. Bij kleine objecten zet je juist lokale makelaars in.

3.3.2.2 *De cohesie binnen de portefeuille*

De experts is gevraagd inzicht te geven in de samenstelling van de objecten in een verkoopportefeuille. Hierbij zijn de volgende vragen voorgelegd aan expert:

- Worden objecten uit verschillende sectoren gebundeld?
- Indien objecten worden gebundeld, wordt er dan cohesie of diversiteit nagestreefd?

Bundelen objecten uit verschillende sectoren

De experts geven allen aan dat het combineren van objecten uit verschillende sectoren in de regel niet wordt aangeraden. F. Vellinga, C. Hesp, M. van Dam geven aan dat in het verleden wel portefeuilles in de markt zijn verkocht waarbij er verschillende sectoren zijn gecombineerd. Dit heeft echter geleid tot een discount op een van de sectoren. Kopers hebben in de regel een focus op één sector. P. Appeljan en O. Hoff geven aan dat een plint met winkels bij een woningportefeuille in de regel wel wordt geaccepteerd indien dit deze omvang in de portefeuille beperkt blijft.

Cohesie of diversiteit

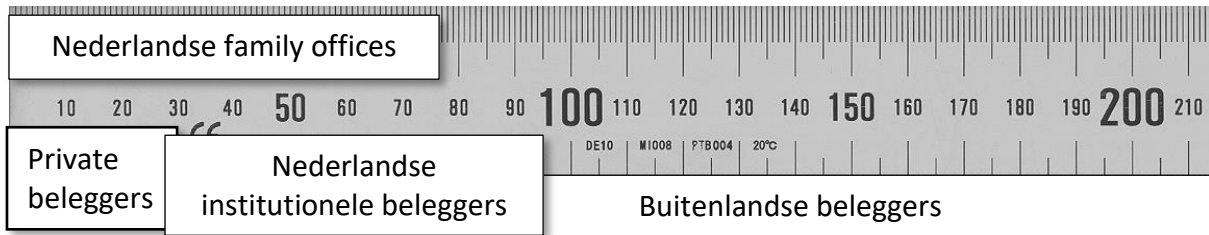
B. van der Gijp geeft aan dat enige mate van homogeniteit in samenstelling van de portefeuille met commercieel vastgoed gewenst is. Kopers halen de diversificatievoordelen uit de beheerportefeuille. Sommige objecten zijn lastig te verkopen vanwege de omvang. Het is dan handiger om deze objecten samen te voegen met even grote objecten die hetzelfde type management vereisen. Er wordt getracht uniformiteit in omvang te krijgen. F. Vellinga geeft bij de verkoop van een woningportefeuille weinig voordelen te zien in een landelijke spreiding van woningobjecten in de woningportefeuille. In de woningmarkt is de vraag van beleggers het grootst naar woningen in de randstad. In verband met de druk op de markt verschuift deze focus wel naar buiten de randstad. Maar een verkoopportefeuille welke bestaat uit woningen uit Amsterdam krijgt geen meerwaarde indien je woningen uit Zeeland toevoegt. Indien je dit wel doet is dat om de woningen in Zeeland te kunnen verkopen.

M. van Dam en P. Appeljan geven aan dat gezien de samenstelling van de verkoopopgave van woningen (met name woningen buiten de randstad en de Brabantse stedenrij) wordt getracht om te diversifiëren. Als je je teveel concentreert op een bepaalde regio dan is de portefeuille niet interessant voor landelijke beleggers. Dan moet je je richten op lokale beleggers. Lokale beleggers kunnen in het algemeen geen grote volumes aan. Het toevoegen van woningobjecten uit andere regio's maakt een portefeuille interessanter voor landelijk opererende beleggers.

Op basis van de gegeven antwoorden kunnen de volgende hypothesen worden geformuleerd.

De omvang van de verkoopportefeuille heeft invloed op de kopersgroep.

- *Buitenlandse beleggers kopen grotere portefeuilles*
- *Private belegger kopen portefeuilles met een kleinere omvang.*
- *Nederlandse institutionele beleggers kopen portefeuilles indien partijen zich terugtrekken uit de markt.*



Figuur 5 Verwachte spreiding beleggersgroepen

Kopers zoeken portefeuilles bestaande uit objecten met onderlinge cohesie.

- *Private beleggers en Family offices zijn geïnteresseerd in portefeuilles met een regionale concentratie.*
- *Kopers willen portefeuilles die een gelijke managementstijl vereisen.*
- *Landelijke en internationaal opererende woningbeleggers zoeken portefeuilles met landelijke spreiding.*

Kopers zoeken portefeuilles bestaande uit objecten uit één vastgoedsector.

- *Kopers willen portefeuilles die een gelijke managementstijl vereisen.*

3.3.2.3 De kopers

De experts hebben tijdens de interviews aangegeven verschillende kopersgroepen te onderkennen. Er wordt geconstateerd dat private beleggers, family offices en professionele fondsbouwers in de regel minder kapitaalkrachtig zijn en vaak in bepaalde regio's dan wel segmenten opereren. De experts is gevraagd waarom een portefeuillepremie wordt betaald. Hiernaast is gevraagd of er verschillen worden geconstateerd tussen de prijs die buitenlandse en Nederlandse beleggers bereid zijn te betalen.

De portefeuillepremie

B. van de Gijp geeft aan dat de premie wordt betaald omdat vastgoed een illiquide product is. In een markt waar een grote beleggingsdruk is en weinig aanbod beschikbaar is, is er ruimte voor een positieve premie. Andersom is de huidige markt juist een verkoopmarkt met veel aanbod. In deze markt is er juist eerder sprake van een discount en waarschijnlijk meer discount dan bij losse verkopen. Met dien verstande dan bij losse verkopen je kan blijven zitten met moeilijk verkoopbare objecten. De premie kan dus positief of negatief zijn. C. Hesp geeft aan dat de premie in verband staat met aantrekkelijkheid van een product in een

bepaalde periode. Premie zit hem echter dan niet in de portefeuille samenstelling maar in de toegang tot de assetclass.

O. Hoff geeft aan dat de premie lastig is te kwantificeren. O. Hoff geeft aan dat de cohesie van de portefeuille wel invloed heeft op de premie. Bij een portefeuille met veel cohesie zijn de kosten voor beheer lager. Dit is voornamelijk interessant voor partijen die willen door exploiteren. Voor andere partijen speelt dit een veel kleinere rol.

M. van Dam geeft aan de portefeuillepremie bestaat uit een premie die ontstaat doordat een koper in één transactie meerdere objecten kan acquireren. Hiernaast kan de premie ontstaan, doordat de waardering van de objecten voor derden anders zijn, doordat er andere aannames worden gebruikt. P. Keller geeft aan dat de premie ontstaat doordat kopers minder transactiekosten hebben. De hogere snelheid waarmee je belegd kunt zijn wordt ook door P. Keller aangedragen. P. Appeljan geeft aan dat beleggers snel spreiding in de portefeuille willen hebben. Daar hebben ze omvang voor nodig. Als ze dan een gespreide portefeuille kunnen kopen, dan hebben ze daar ook extra geld voor over, want dan hebben ze ook minder risico. Heb je het over grote institutionele beleggers dan zie je dat ze ook snel meters willen maken en dan heeft de snelheid ook een grote rol. De manier van financieren heeft ook een rol. Heb je een partij die snel een fonds moet vullen, omdat beleggers geld klaar hebben staan, dan is deze partij bereid om meer te betalen.

F. Vellinga geeft aan dat kopers verschillende motieven kunnen om de premie te betalen. De koper verwacht dat de markt omhoog gaat. De verwachting van de koper is dat de premie snel wordt terugverdiend doordat de waarde stijgt. De koper kan beleggingsdruk ervaren en wil snel belegd zijn. Hiernaast kan de premie bestaan uit de besparing op transactiekosten. Hiernaast wordt de premie beïnvloed door de financieringscondities. De financieringscondities kunnen gunstiger zijn indien de gekochte portefeuille meer volume en/of spreiding bevat. Banken accepteren een hogere leverage als er voldoende volume is. Kopers zijn bereid een premie te betalen, indien zij betere financieringscondities krijgen. In de onderstaande tabel staan de drivers en verwachte effecten op de portefeuillepremies.

Tabel 3 Drivers portefeuillepremie

Drivers	Negatieve premie	Positieve premie
Beleggingsdruk	Weinig vraag	Veel vraag
Liquiditeit markt	Veel aanbod	Weinig aanbod
Samenstelling portefeuille	Weinig cohesie	Veel cohesie
Omvang portefeuille	Weinig spreiding	Veel spreiding
Transactiekosten		Veel objecten
Transactie snelheid		Hoge snelheid
Financieringscondities		Gunstige financieringscondities
Marktbeweging	Dalende markt	Stijgende markt

Verschillen tussen Nederlandse beleggers en internationale beleggers

De experts is gevraagd of er een verschil wordt ervaren in de prijs die internationale beleggers bereid zijn te betalen ten opzichte van Nederlandse beleggers.

B. van der Gijp geeft aan dat grote portefeuilles vaak worden gekocht door buitenlandse beleggers. Dit is echter wel cyclisch. In het FD (Rooijers , Durfkapitaal vertrekt weer uit de Nederlandse huurmarkt, 2018) staat een artikel waarin wordt aangegeven dat buitenlandse

beleggers de Nederlandse markt aan het verlaten zijn. Dus in de huidige tijd zullen wellicht de Nederlandse beleggers meer betalen. Er zijn echter tijden geweest dat bijvoorbeeld Zweedse beleggers massaal toetraden in de Nederlandse markt (begin jaren negentig). Het is dus afhankelijk van de markt. Dat buitenlandse beleggers meer betalen is onder andere gekoppeld aan financieringsstructuur. Buitenlandse beleggers gebruiken vaker leverage, terwijl dat bij Nederlandse institutionele beleggers minder gebruikelijk is.

Ook O. Hoff geeft aan dat in de afgelopen jaren buitenlandse beleggers er vaak met de hoofdprijs ervandoor zijn gegaan. De oorzaak wordt gezocht in het feit dat buitenlandse beleggers beter gefinancierd zijn en leverage gebruiken. Buitenlandse beleggers kopen grotere volumes in. M. van Dam geeft aan doordat buitenlandse beleggers een ander rekenmodel dan de Nederlandse beleggers gebruiken, zij meer bereid zijn te betalen.

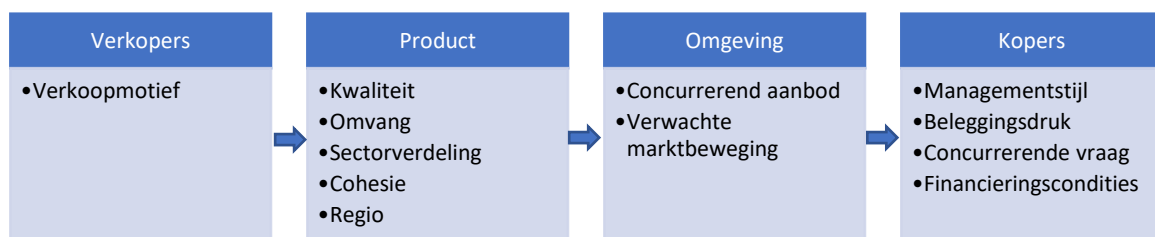
P. Appeljan geeft aan dat buitenlandse beleggers in een vrij korte periode belegd moeten zijn. Zo zijn een tijd geleden Zweedse beleggers de markt op gekomen. Toen zijn er verschillende portefeuilles samengesteld en aangeboden aan deze beleggers. Hiervoor is meer geboden dan wat lokale beleggers zouden betalen. Op basis van de woningportefeuilles die wij in de afgelopen jaren hebben verkocht, kan niet worden geconcludeerd dat buitenlandse beleggers meer betalen. Kijk je alleen naar Nederlandse institutionele beleggers dan zie je wel dan buitenlandse beleggers meer betalen. Maar je ziet wel dat Nederlandse familie offices en fondsenbouwers ook vaak de biedingen winnen. Nederlandse institutionele beleggers zie je niet vaak uitschieten. Dit is ook wel te verklaren. Als afscheid wordt genomen van een portefeuille, dan is de kans groot dat andere Nederlandse institutionele beleggers er ook afscheid van zouden nemen.

F. Vellinga geeft aan dat Duitse beleggers in het verleden vaak meer hebben geboden. Dit is nu ook zichtbaar in de kantorenmarkt en bij de grote winkelcentra. Nederlandse institutionele beleggers hebben vaak vergelijkbare beleggingsstrategieën en kopen derhalve vergelijkbare objecten. Buitenlandse beleggers zijn vaak bereid om andere objecten van je kopen. Nederlandse institutionele beleggers willen wel een goede portefeuille opkopen, maar zullen niet snel bieden op portefeuilles met objecten waar andere Nederlandse institutionele beleggers geen brood meer in zien. Deze portefeuilles worden verkocht aan private beleggers of vaak ook buitenlandse beleggers.

3.4 Theoretisch model

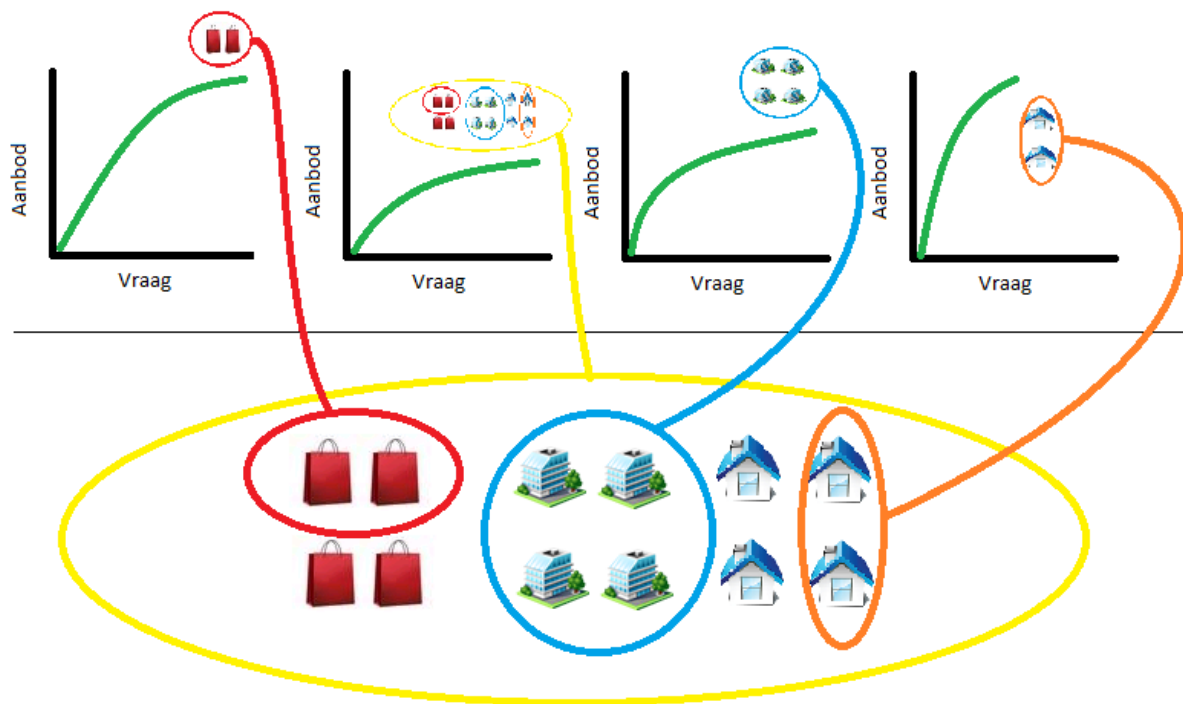
Aan de hand van de resultaten van de interviews kan het theoretisch model (figuur 6) worden opgebouwd.

Er zijn door de experts verschillende drivers voor het succes van een portefeuilverkoop benoemd. Deze worden in het theoretische model onderverdeeld in vier categorieën: De verkopers, het product, de omgeving en de kopers.



Figuur 6 Marktmodel

De veronderstelling is dat indien rekening wordt gehouden met de bovenstaande categorieën, verkoopstrategieën met winstoptimalisatie als doel kunnen worden geformuleerd. De verkoopopgave kan worden afgesteld op basis van de vraag in de verschillende markten waarin geacteerd kan worden (figuur 7).



Figuur 7 Verkoopstrategie

3.4.1 Verkopers

Het verkoopmotief van de Nederlandse institutionele beleggers is van groot belang voor de verkoopstrategie. De verkoopdoelstelling die volgt op basis van het verkoopmotief heeft impact op de verwachte opbrengsten.

Verkoopmotief

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van het verkoopmotief van de portefeuille:

- Hoe sneller de verkoopopgave door verkoper moet worden afgerond hoe lager de verwachte opbrengst.
- Hoe groter de liquiditeitsbehoefte van de verkoper, hoe groter de portefeuille, hoe minder kopers.

3.4.2 Product

Op basis van het verkoopmotief van de beleggers wordt de verkoopopgave bepaald. De bundeling van objecten is vervolgens afhankelijk van de eigenschappen van de beschikbare objecten. Hierbij zijn de kwaliteit, de omvang, de sectorverdeling, de cohesie en de locaties de eigenschappen waarop wordt gestuurd.

Kwaliteit

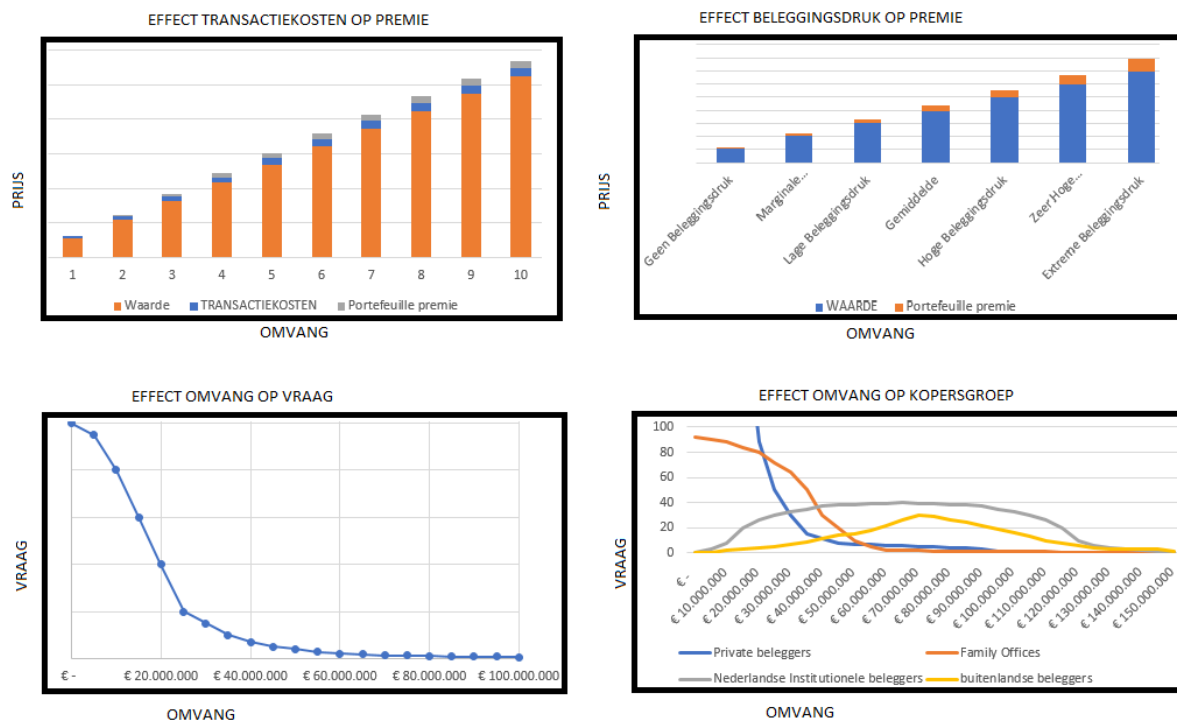
Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de kwaliteit van de portefeuille:

- Nederlandse institutionele beleggers bieden vanwege de vergelijkbare strategieën minder vaak op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers.
 - Nederlandse institutionele beleggers bieden wel op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers indien de portefeuille niet vanwege kwaliteitsoverwegingen wordt verkocht.
- Oude woningportefeuilles worden vaak verkocht aan buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers.

Omvang

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten (figuur 8) verwacht op basis van de omvang van de portefeuille:

- Hoe groter de omvang van een portefeuille hoe groter de besparing op transactiekosten.
- Hoe hoger de beleggingsdruk, hoe groter de beloning is uit de markt voor grotere portefeuilles.
- Hoe groter de omvang van de portefeuille hoe kleiner het aantal kopers in de markt.
- De kopersgroepen veranderen naarmate de omvang van de portefeuilles toeneemt.



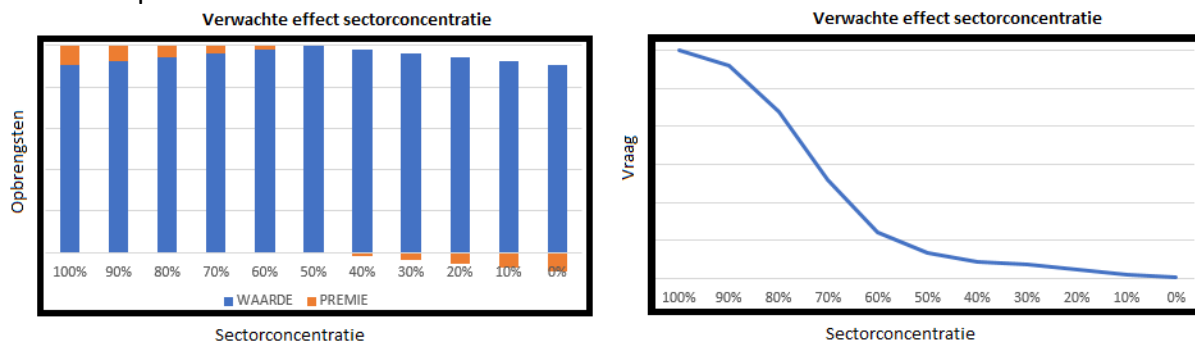
Figuur 8 Grafische weergave door auteur verwachte effecten omvang portefeuille

Sectorverdeling

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten (figuur 9) verwacht op basis van de sectorverdeling:

- Portefeuilles bestaande uit meerdere vastgoedsectoren hebben een kleinere doelgroep kopers.

- Portefeuilles bestaande uit één vastgoedsectoren hebben de grootste doelgroep kopers.



Figuur 9 Grafische weergave door auteur verwachte effecten sectorconcentratie

Cohesie

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de cohesie:

- Portefeuilles bestaande uit objecten welke een bepaalde managementstijl vereisen, worden met name gekocht door specialisten.
- De vraag naar portefeuilles bestaande uit objecten met een grote onderlinge diversiteit is beperkt.

Regio

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de regioconcentratie:

- Portefeuilles met een regionale concentratie worden met name gekocht door private beleggers en family offices.
- Portefeuilles met een landelijke spreiding worden met name gekocht door internationale beleggers en grotere beleggers.

3.4.3 Omgeving

Naast de eigenschappen van het product zijn de ontwikkelingen in de vastgoedmarkt van groot belang op de verwachte opbrengsten. Het concurrerend aanbod in de markt en verwachtingen in de markt met betrekking tot de waardeontwikkelingen in de sector worden door de experts onderkend als drivers van de premie.

Concurrerend aanbod

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van het concurrerend aanbod:

- Hoe minder concurrerend aanbod hoe hoger de verwachte opbrengsten.
- Hoe meer concurrerend aanbod hoe lager de verwachte opbrengsten.

Verwachte marktbeveging

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de verwachte marktbeveging:

- In een opgaande markt wordt een hogere opbrengst verwacht.

- In een neergaande markt wordt een lagere opbrengst verwacht.

3.4.4 Kopers

De uiteindelijke prijs van de portefeuilles wordt bepaald door de vraag in de markt. De vraag is afhankelijk van de visie en strategie van de koper, de beleggersdruk die wordt ervaren, het aantal beleggers in de markt en de financieringsmogelijkheden die de beleggers hebben.

Managementstijl

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de managementstijl.

- Beleggers kopen met name portefeuilles waarbij de objecten één managementstijl vereisen.
- Beleggers betalen minder voor een portefeuille met weinig cohesie.

Beleggingsdruk

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de beleggingsdruk:

- Hoe groter de beleggingsdruk hoe groter de bereidheid om grotere portefeuilles te kopen.
- Hoe groter de beleggingsdruk hoe groter de bereidheid om een premie te betalen.
- Hoe groter de beleggingsdruk hoe lager de eisen aan de kwaliteit van de portefeuilles.

Concurrerende vraag

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de concurrerende vraag:

- Hoe meer kopers in de markt hoe groter de premie die wordt betaald.
- Hoe meer kopers in de markt hoe kleiner de kans dat internationale beleggers mee doen.

Financieringscondities

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de financieringscondities:

- Hoe gunstiger de financieringscondities hoe groter de bereidheid om grotere portefeuilles te kopen.
- Hoe gunstiger de financieringscondities hoe groter de bereidheid om een premie te betalen.

Hoofdstuk 4 Marktonderzoek

4. Hoofdstuk 4 Marktonderzoek

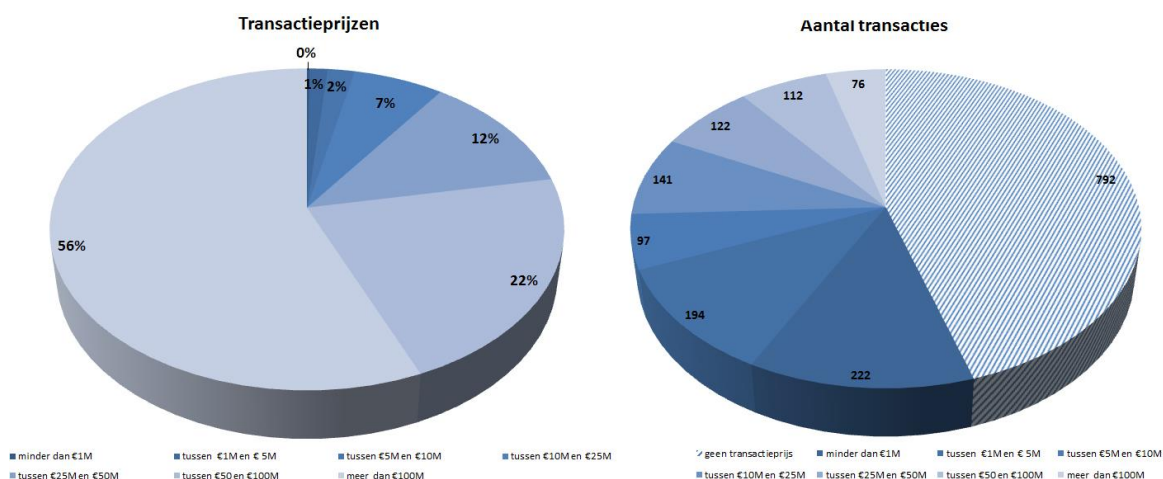
4.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van de transacties in markt het theoretische model getoetst. Als eerste zal de dataset worden toegelicht. Aan de hand van de dataset zal vervolgens het theoretische model worden getoetst.

4.2. De dataset

Om inzicht te krijgen in de motivaties van vastgoedbeleggers is het van belang de beleggers in kaart te brengen. De door het "Vastgoedjournaal" geregistreerde transacties van 2014 tot en met 2017 (Vastgoedjournaal, 2018) zijn hiervoor opgenomen in een database. De database is vervolgens door de auteur verrijkt met ontbrekende informatie. De beleggingsvisie van de kopers is door de auteur toegevoegd aan de hand van openbare gegevens op de websites van de betreffende kopers. Hiernaast zijn ook detailgegevens toegevoegd met betrekking tot portefeuilletransacties. Deze gegevens zijn verkregen aan de hand van de persberichten die openbaar zijn gemaakt ten tijde van de transacties. Hierdoor ontstaat een unieke database die een vergelijking mogelijk maakt. Gelijktijdig zijn daarmee de onderzoeksconclusies afhankelijk van de gebruikte verrijkte database.

In de database zijn 1756 vastgoedtransacties opgenomen. In de populatie zijn 792 transacties opgenomen zonder een transactieprijis (figuur 10 & tabel 4). Ten behoeve van de analyse is de variabele verkooprange gebruikt om de transactiesommen te categoriseren.



Figuur 10: Vastgoed transacties 2014- 2017 Vastgoedjournaal database

Tabel 4 Vastgoedtransacties database

Verkooprange	Aantal transacties	% Aantal transacties	Totale transactiesom	% Totale transactiesom
Geen transactieprijis	792	45,1%		
< € 1 mlj	222	12,6%	€ 70.387.361	0,2%
≥ € 1 mlj en < € 5 mlj	194	11,0%	€ 464.362.619	1,3%

≥ € 5 mlj en < € 10 mlj	97	5,5%	€ 694.926.907	1,9%
≥ € 10 mlj en < € 25 mlj	141	8,0%	€ 2.333.772.237	6,5%
≥ € 25 mlj en < € 50mlj	122	6,9%	€ 4.373.032.031	12,1%
≥ € 50 mlj en < € 100 mlj	112	6,4%	€ 7.772.406.007	21,6%
≥ € 100 mlj	76	4,3%	€ 20.306.134.000	56,4%

4.2.1 Kopersgroepen

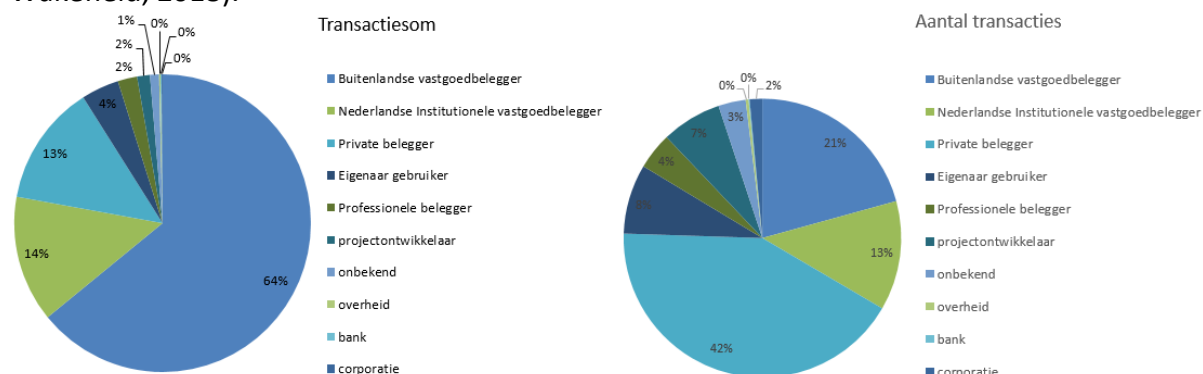
Om een beter inzicht te krijgen in de kopers is de variabele kopersgroep (tabel 5) gebruikt. De kopers zijn ingedeeld in negen categorieën en één rest categorie indien er geen koper bekend is. Om de kopers in te delen, zijn waar dit noodzakelijk was de websites van de kopers bezocht en is getracht om te herleiden wat de herkomst van de middelen was.

Tabel 5 Kopersgroepen

Categorie	Beschrijving
Private belegger	Natuurlijk persoon of rechtspersoon uit Nederland die voor eigen risico belegd in vastgoed.
Professionele belegger	Fondsenbouwers die belegd ten behoeve van particulieren.
Nederlandse institutionele vastgoedbelegger	Nederlands pensioenfonds, verzekeraar of vastgoedfonds.
Buitenlandse vastgoedbelegger	Vastgoedbelegger uit het buitenland.
Projectontwikkelaar	Een vastgoedontwikkelaar.
Eigenaar gebruiker	Natuurlijk persoon of rechtspersoon uit Nederland die vastgoed aankoopt als vestigingslocatie ten behoeve van de kernactiviteit van organisatie.
Corporatie	Nederlandse woningcorporatie
Overheid	Gemeente, provincie of rijks vastgoedbedrijf.
Bank	Financiële instelling met een Nederlandse bankvergunning.
Onbekend	Geen gegevens over de koper.

4.2.2 Transacties

Om inzicht te krijgen in de kopersmarkt is gekeken naar het aantal transacties en de omvang van de transacties. Hierbij valt op dat de Nederlandse en internationale opererende institutionele beleggers achter 33% van het aantal transacties zitten, maar qua omvang van de transacties achter 78% van de transacties zitten (zie figuur 11 & tabel 6). De sterke positie van buitenlandse beleggers wordt ook ondersteunt door onderzoek van (Cushman & Wakefield, 2018).



Figuur 11 Samenstelling totale populatie

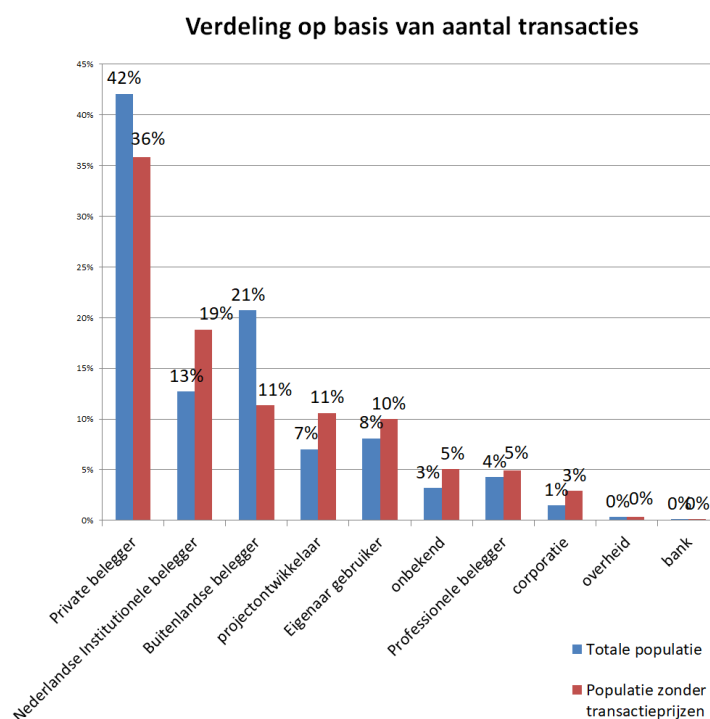
Tabel 6 Transacties kopersgroepen

Kopersgroep	Aantal transacties	Transactiesom
Buitenlandse vastgoedbelegger	364	€ 23.088.781.584
Nederlandse Institutionele vastgoedbelegger	223	€ 4.947.138.000
Private belegger	739	€ 4.743.771.828
Eigenaar gebruiker	142	€ 1.482.717.667
Professionele belegger	75	€ 757.932.063
projectontwikkelaar	123	€ 503.800.020
onbekend	56	€ 358.310.000
overheid	6	€ 50.450.000
bank	2	€ 42.000.000
corporatie	26	€ 40.120.000

In het rapport van Cushman & Wakefield wordt aangegeven dat Nederlandse beleggers verantwoordelijk waren voor slecht 34% van de transacties in commercieel vastgoed in 2017. De buitenlandse beleggers waren verantwoordelijk voor de overige transacties (66%).

4.2.3 Populatie transacties zonder transactiesom

Doordat er van een groot deel van de transacties geen transactiesommen zijn opgenomen is ook gekeken naar de samenstelling binnen de populatie transacties zonder transactiesommen (figuur 12). De samenstelling van deze populatie transacties wijkt af van de samenstelling van de totale populatie. Wat opvalt is dat de populatie private beleggers en buitenlandse beleggers significant lager is. De populatie Nederlandse institutionele beleggers, eigenaar/gebruiker en projectontwikkelaars is significant hoger. Dit zou kunnen worden verklaard door het feit dat de voor zowel de eigenaar/gebruikers als de projectontwikkelaars het vastgoed onderdeel uit maakt van het productieproces en er derhalve minder informatie wordt gedeeld over de transactiepreizen. Gezien de scope van dit rapport wordt hier verder geen onderzoek naar uitgevoerd.



Figuur 12 Samenstelling populatie zonder transactiepreizen versus totale populatie

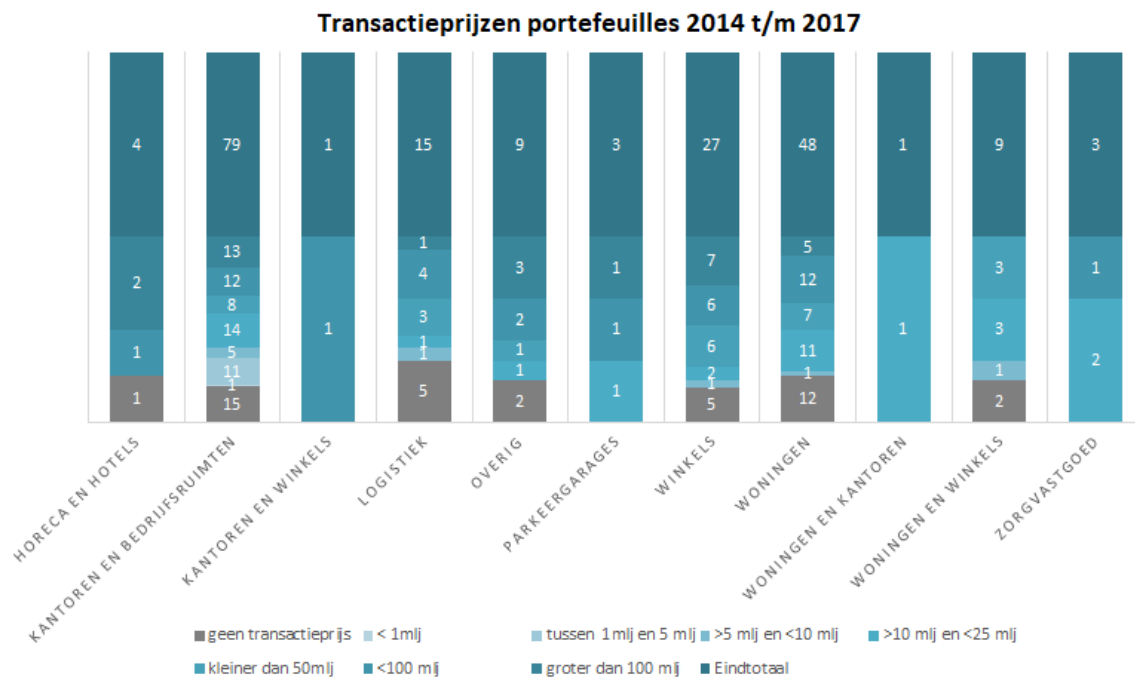
4.2.4 Portefeuilleverkopen

Op basis van de database is vervolgens gekeken naar de portefeuilletransacties (tabel 7). Binnen de populatie zijn er 199 portefeuilletransacties geïdentificeerd. Ten behoeve van de analyse is een dummy variabele portefeuilleverkoop aangemaakt.

Tabel 7 Sectorsamenstelling portefeuilletransacties

	2014		2015		2016		2017	
Vastgoedsector	(#)	(€)	(#)	(€)	(#)	(€)	(#)	(€)
Horeca en Hotels			3	€ 678.000.000			1	€ 171.400.000
Kantoren en Bedrijfsruimten	11	€ 341.525.000	15	€ 827.300.000	14	€ 1.870.362.507	39	€ 2.053.926.695
Kantoren en Winkels	1	€ 70.000.000						
Logistiek	8	€ 87.900.000	4	€ 341.000.000	1	€ 77.000.000	2	€ 97.500.000
Overig			4	€ 668.000.000	1	€ 30.000.000	4	€ 231.240.000
Parkeergarages	1	€ 80.000.000	1	€ 18.400.000			1	€ 2.950.000.000
Winkels	3	€ 51.000.000	10	€ 1.502.000.000	4	€ 191.150.000	10	€ 677.145.000
Woningen	10	€ 333.500.000	13	€ 512.800.000	11	€ 533.500.000	14	€ 706.963.303
Woningen en Kantoren							1	€ 10.000.000
Woningen en Winkels	1	€ 10.375.000	2	€ 35.000.000	4	€ 86.550.000	2	€ 13.200.000
Zorgvastgoed					1	€ 73.000.000	2	€ 25.000.000
Totaal	35	€ 974.300.000	52	€ 4.582.500.000	36	€ 2.861.562.507	76	€ 6.936.374.998

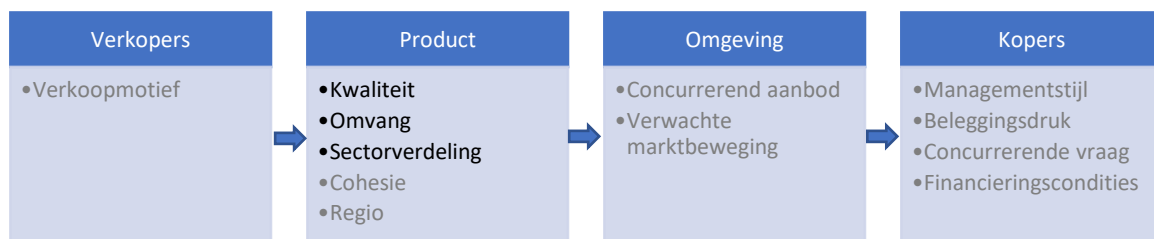
Binnen de totale populatie van 199 portefeuilletransacties zijn er 45 transacties waarbij er geen transactieprijs bekend is gemaakt (figuur 13). Er is derhalve gemiddeld meer informatie beschikbaar over de populatie portefeuilletransacties dan de totale populatie transacties. Als er op basis van het aantal transacties wordt gekeken naar de verdeling van de populatie zonder transactiepreizen binnen de vastgoedsectoren valt op dat er geen concentratie is binnen één vastgoedsector, maar dat de informatie over transacties in meerdere sectoren in de dataset ontbreekt.



Figuur 13 Transactieranges portefeuilleverkoop 2014 t/m 2017

4.3 Toetsing theoretisch raamwerk

In deze paragraaf zullen de aannames uit het theoretisch model (figuur 14) worden getoetst. Als eerste zal worden stilgestaan bij de beperkingen van de dataset. Vervolgens worden de aannames aan de hand van deelwaarnemingen getoetst.



Figuur 14 Analyse marktmodel

4.3.1 Beperkingen dataset

Aan de hand van de dataset kan een deel van de aannames in het theoretische model worden getoetst. Vanwege het gebrek aan data over de verkoopprocessen en de daadwerkelijk behaalde portefeuillepremie worden van het theoretische raamwerk enkel aannames met betrekking tot het product getoetst.

Tabel 8 Beperkingen dataset

Aanname theoretisch model	Toelichting
Verkopers	
Verkoopmotief	Door gebrek aan data over het verkoopmotief, het verkoopproces en de betaalde premie wordt het effect van de verkoopsnelheid niet getoetst.
Product	
Effect Transactiekosten	Door gebrek aan data met betrekking tot de transactiekosten en de betaalde premie wordt het effect van de transactiekosten niet getoetst.

Effect beleggingsdruk	Door gebrek aan data met betrekking tot het motief tot uitbreiding en de betaalde premies op grote portefeuilles wordt het effect van de beleggingsdruk niet onderzocht
Regio concentratie / spreiding	Door gebrek aan data over de locaties van de objecten in de portefeuilles worden het effect van regio concentratie niet getoetst.
Omgeving	
Concurrerend aanbod & Verwachte marktbeweging	Doordat er geen informatie beschikbaar is over de waardeontwikkelingen van de individuele objecten in de portefeuilles ten opzichte van de totale transactiesom van de portefeuille worden de aannames met betrekking tot concurrerend aanbod en de verwachte marktbeweging worden in dit onderzoek niet getoetst.
Kopers	
Managementstijl	Doordat er geen informatie beschikbaar is over de individuele objecten in de portefeuilles wordt de aannames met betrekking tot het effect van de managementstijl op de prijsstelling in dit onderzoek niet getoetst.
Beleggingsdruk	Doordat er geen informatie beschikbaar is over de ervaren beleggingsdruk wordt het effect van de beleggingsdruk op de prijsstelling in dit onderzoek niet getoetst.
Concurrerende vraag	Doordat er geen informatie beschikbaar is over de ervaren concurrentiedruk worden de effecten hiervan op de prijsstelling in dit onderzoek niet getoetst.
Financieringscondities	Doordat er geen informatie beschikbaar is over de gebruikte financieringen en de financieringscondities wordt het effect van de financieringscondities op de prijsstelling in dit onderzoek niet getoetst.

In tabel 8 zijn de aannames van het theoretische model opgenomen die bij dit onderzoek niet getoetst zijn. Om het theoretische model te complementeren is de toetsing van de overige aannames noodzakelijk.

Doordat op basis van de dataset de samenstelling en de omvang van de portefeuillepremies niet zijn vast te stellen, worden de volgende aannames gedaan in het onderzoek.

- De optimale opbrengst bij de portefeuilletransacties in de dataset is behaald, door de verkoop aan de in de dataset opgenomen kopers.
- De optimale portefeuillepremie is behaald, door het behalen van de optimale opbrengst.

Om de dataset verder te complementeren zijn alle websites van de kopers met meer dan 1 transactie en/of waarvan een transactieprijs bekend is bezocht. Van de kopers is in kaart gebracht in welke sector(en) zij beleggen en indien de informatie beschikbaar was de beschrijving van de exacte vraag die bij de kopers aanwezig was (periode juni-oktober 2018). Doordat de detailinformatie slecht in beperkte mate aanwezig is, is de populatie transacties waarbij detailinformatie over de behoefte van kopers aanwezig klein. Deze aanvullingen op de dataset zijn derhalve uiteindelijk niet gebruikt ten behoeve van dit onderzoek.

Hiernaast is onderzocht of een uitspraak gedaan kon worden over effecten van de beleggingsdruk aan de hand van de omvang van transacties door nieuwe toetreders versus transacties door bestaande beleggers. Om de effecten te kunnen onderzoeken moet er echter ook gekeken worden of de omvang afhankelijk is van de toetreding of afhankelijk is van de beleggingsvisie van de toetreders. In de dataset zijn er weinig unieke kopers (13) die meer dan 10 transacties hebben gedaan. Geen van deze beleggers zijn nieuwe toetreders. Hierdoor is het niet mogelijk om te toetsen of er een verschil is tussen de eerste transactie en de opvolgende transacties door dezelfde koper.

4.3.2 Product

In dit hoofdstuk worden de aannames met betrekking tot de kwaliteit, de omvang, de sectorverdeling, de cohesie en de locaties aan de hand van de dataset getoetst.

4.3.2.1 Kwaliteit

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de kwaliteit van de portefeuille:

- Nederlandse institutionele beleggers bieden vanwege de vergelijkbare strategieën minder vaak op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers.
- Nederlandse institutionele beleggers bieden wel op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers indien de portefeuille niet vanwege kwaliteitsoverwegingen wordt verkocht.
- Oude woningportefeuilles worden vaak verkocht aan buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers.

Om te toetsen of Nederlandse institutionele beleggers de portefeuilles kopen van andere Nederlandse institutionele beleggers is gekeken naar de portefeuilletransacties van Nederlandse institutionele beleggers. Binnen de dataset van 199 portefeuilverkopen zijn 22 portefeuilles gekocht door Nederlandse institutionele beleggers (tabel 9). Binnen deze populatie zijn vier portefeuille gekocht van Nederlandse institutionele beleggers.

Tabel 9 Portefeuilleaankopen Nederlandse institutionele beleggers

	2014		2015		2016		2017	
Vastgoedsector	(€)	(#)	(€)	(#)	(€)	(#)	(€)	(#)
Kantoren en Bedrijfsruimten			€ 303.500.000	2	€598.100.000	3	€ 7.400.000	1
Logistiek			€ 138.000.000	2				
Parkeergarages	€ 80.000.000	1						
Winkels			€ 730.000.000	1			€ 125.000.000	1
Woningen	€ 54.000.000	1	€ 40.500.000	2	€ 79.900.000	3	€ 278.000.000	3
Woningen en Winkels					€ 32.000.000	1		
Zorgvastgoed							€ 12.300.000	1
Eindtotaal	€ 134.000.000	3	€ 1.212.000.000	6	€ 710.000.000	7	€ 422.700.000	6

Van de vier transacties zijn drie portefeuilles ingegeven door een liquidatie van de totale portefeuille (tabel 10). Alleen de verkoop van de woningportefeuille van het Pensioenfonds Fysiotherapeuten aan Amvest is het resultaat van een reguliere portefeuilverversing.

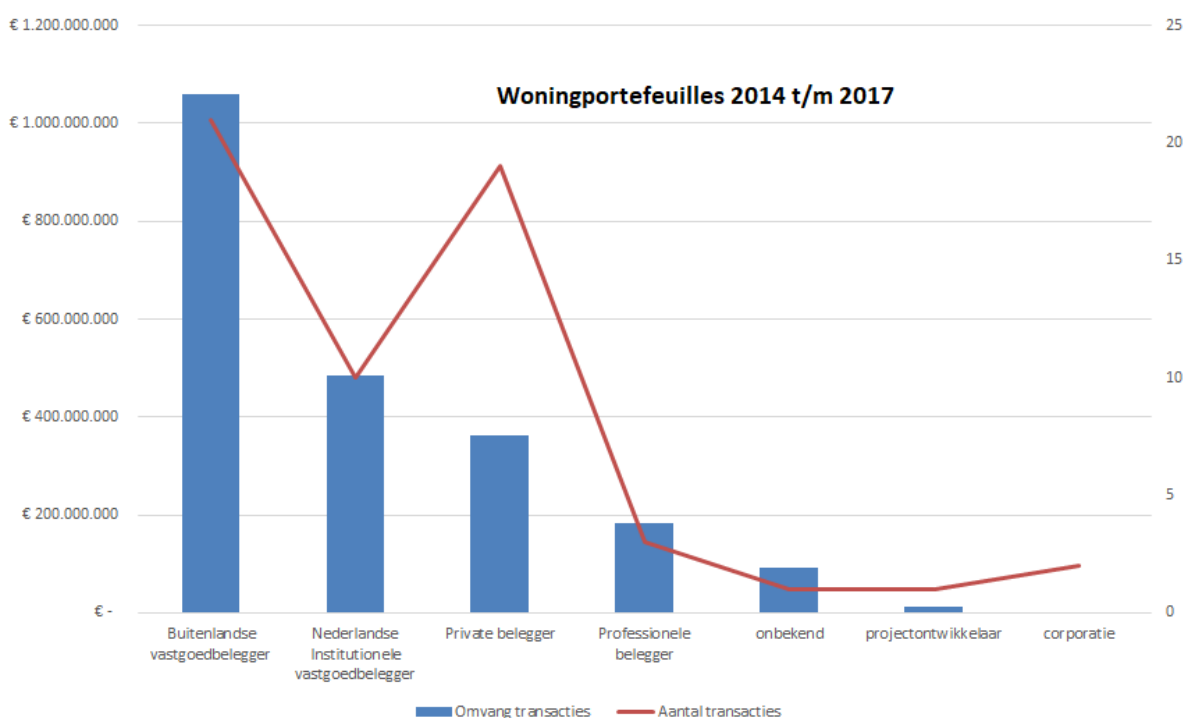
Tabel 10 Afwijkende portefeuilletransacties

Verkoper	Transactiesom	Toelichting
Basisfonds Stationslocaties	€ 550.000.000	Liquidatie van het gehele fonds. De portefeuille bevat vijftien gebouwen. De zes kantoren in kleinere steden zal ASR op korte termijn weer doorverkopen. De negen kantoren bij intercitystations in onder meer Utrecht, Breda, Amersfoort en Maastricht zijn ondergebracht in het nieuw opgerichte ASR Dutch Mobility Office Fund.

NSI	€ 48.100.000	Beursfonds NSI heeft met Urban Industrial overeenstemming bereikt over de verkoop van 20 bedrijfsgebouwen (80.500 m2). Met deze transactie verkoopt NSI nagenoeg de hele bedrijfsgebouwenportefeuille.
Pensioenfonds Fysiotherapeuten	€ 40.500.000	Amvest heeft een woningportefeuille overgenomen van Stichting Pensioenfonds voor de Fysiotherapeuten. De portefeuille omvat 278 woningen. De verkoop is onderdeel van de optimalisatie van de portefeuille als onderdeel van het strategisch plan 2014-2016.
Syntrus Achmea RE&F	€ 125.000.000	Betreft de verkoop van de totale winkelportefeuille van BPL Pensioen aan PMT. Dit betreft een uittreding uit de directe winkelmkt

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. Op basis van de resultaten worden de eerste twee veronderstellingen niet verworpen.

Om te toetsen of oude woningportefeuilles vaak gekocht worden door buitenlandse beleggers en professionele en private beleggers zijn de woningtransacties in de populatie onderzocht (figuur 15 & tabel 11).



Figuur 15 Woningportefeuilles 2014 t/m 2017

Tabel 11 Woningportefeuille transacties

Type belegger	Omvang transacties	Aantal transacties
Buitenlandse vastgoedbelegger	€ 1.059.413.303	21
Nederlandse Institutionele vastgoedbelegger	€ 484.400.000	10
Private belegger	€ 361.625.000	19

Professionele belegger	€ 181.750.000	3
onbekend	€ 92.500.000	1
projectontwikkelaar	€ 12.200.000	1
corporatie		2
Eindtotaal	€ 2.191.888.303	57

De populatie telt 57 woningportefeuilletransactie. Op basis van de transactiegegevens is getoetst of het een bestaande oudere portefeuille betrof of nieuwbouwwoningen. Hiervoor is een nieuwe variabele aangemaakt.

Tabel 12 Leeftijd objecten woningportefeuilles

Belegger	Transactiesom	Aantal transactie
Buitenlandse vastgoedbelegger	€ 1.059.413.303	21
• Bestaand	€ 980.050.000	19
• nieuw	€ 79.363.303	2
corporatie		2
• Bestaand		2
Nederlandse Institutionele vastgoedbelegger	€ 484.400.000	10
• Bestaand	€ 330.500.000	4
• nieuw	€ 74.000.000	5
• Onbekend	€ 79.900.000	1
Onbekend	€ 92.500.000	1
• Bestaand	€ 92.500.000	1
Private belegger	€ 361.625.000	19
• Bestaand	€ 235.625.000	14
• nieuw	€ 14.000.000	2
• onbekend	€ 112.000.000	3
Professionele belegger	€ 181.750.000	3
• Bestaand	€ 181.750.000	3
projectontwikkelaar	€ 12.200.000	1
• Bestaand	€ 12.200.000	1
Eindtotaal	€ 2.191.888.303	57

Wat opvalt als er naar de populatie (tabel 12) wordt gekeken is het hoge aandeel van Nederlandse institutionele beleggers. Van de 57 woningportefeuilles zijn tien portefeuilles gekocht door Nederlandse institutionele beleggers. Twee woningportefeuilles zijn verhandeld tussen corporaties. Van deze transacties zijn geen transactiesommen bekend gemaakt. De transacties tussen de corporaties zijn ingegeven door de liquiditeitsproblemen bij Vestia. Vanwege de specifieke aard van deze transacties zijn deze niet verder onderzocht. Hiernaast is één woningportefeuille gekocht door een ontwikkelaar die ook als private belegger acteert. Van één portefeuilletransactie de koper niet bekend gemaakt, waardoor deze buitenbeschouwing wordt gelaten. De transacties van Nederlandse institutionele beleggers zijn wel verder onderzocht (tabel 13):

Tabel 13 Woningportefeuille transacties Nederlandse institutionele beleggers

Jaar	Transactieprijs	koper	Toelichting
2014	€ 54.000.000	Bouwfonds IM	betreft nieuwbouw
2015	€ 40.500.000	Amvest	betreft bestaand vastgoed
2015		Delta Lloyd Vastgoed	Het betreft een relatief nieuwe portefeuille met bouwjaren variërend van 2007-2011.
2016	€ 79.900.000	Vesteda	geen informatie
2016	€ 32.000.000	DELA Vastgoed	Betreft met name winkels
2016		Delta Lloyd Vastgoed	betreft nieuwbouw
2016		Amvest	betreft nieuwbouw
2017	€ 58.000.000	Orange Capital Partners	betreft opbouw portefeuille
2017	€ 20.000.000	Syntrus Achmea RE&F	betreft nieuwbouw
2017	€ 200.000.000	Amvest	Betreft een grote woningportefeuille. Woonzorg Nederland en Amvest kopen 1.728 woningen verspreid over 61 complexen van Patrizia. De totale investering bedraagt 200 miljoen euro, maar Amvest koopt hiervan 422 woningen in voornamelijk het middel dure vrijesectorhuursegment.

Vijf van de tien woningportefeuilles betreffen nieuwe woningen. Eén portefeuille bevatte met name winkels, waarbij de woningen bijvangst zijn. Van één transactie is geen informatie achterhaald. Indien de dataset wordt gecorrigeerd met deze informatie resteren er drie portefeuilles waarbij er sprake is van een transactie van een bestaande portefeuille. Door de correctie halveert de weging van Nederlandse institutionele beleggers. De resultaten zijn in lijn met de veronderstelling dat Nederlandse institutionele beleggers in de regel geen oudere woningportefeuilles opkopen.

Conclusie

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. De praktijktoetsing toont aan dat Nederlandse institutionele beleggers in de regel geen portefeuilles opkopen van andere Nederlandse institutionele beleggers. Indien dit wel gebeurt blijkt dat de verkoop is ingegeven door de executie van een gehele portefeuille.

Ook de veronderstelling dat oude woningportefeuilles in de regel worden opgekocht door buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers wordt ondersteund door de praktijktoetsing.

Op basis van de resultaten wordt de veronderstelling derhalve niet verworpen.

4.3.2.2 Omvang

In het model zijn er vier veronderstellingen met betrekking tot het effect van de omvang opgenomen:

- Hoe groter de omvang van een portefeuille hoe groter de besparing op transactiekosten.
- Hoe groter de beleggingsdruk, hoe groter de beloning is uit de markt voor grotere portefeuilles.
- Hoe groter de omvang van de portefeuille hoe kleiner het aantal kopers in de markt.
- De kopersgroepen veranderen na mate de omvang van de portefeuilles toeneemt.

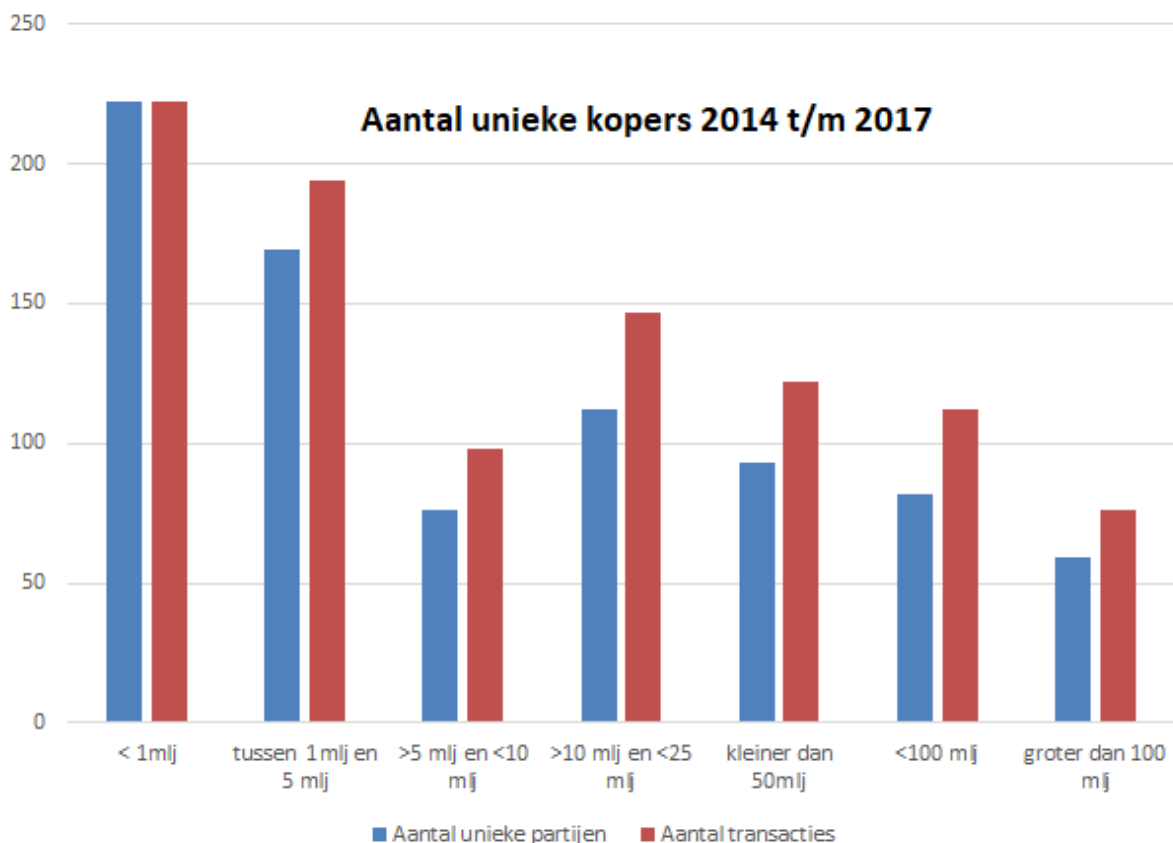
Twee aannames zullen door gebrek aan informatie in dit onderzoek niet worden getoetst (tabel 14).

Tabel 14 Uitsluiting met betrekking tot aannames over de effecten van de omvang

Aanname theoretisch model	Toelichting
Effect Transactiekosten	Door gebrek aan data met betrekking tot de transactiekosten en de betaalde premie wordt het effect van de transactiekosten niet getoetst.
Effect beleggingsdruk	Door gebrek aan data met betrekking tot het motief tot uitbreiding en de betaalde premies op grote portefeuilles wordt het effect van de beleggingsdruk niet onderzocht

De twee overige aannames kunnen echter wel worden getoetst.

- Hoe groter de omvang van de portefeuille hoe kleiner het aantal kopers in de markt. Ten behoeve van het toetsen van deze aanname is gekeken naar het aantal unieke kopers in de verschillende transactieranges. Op basis van de markttransacties (figuur 16) is een duidelijke afname van het aantal kopers zichtbaar na mate de omvang van de transacties



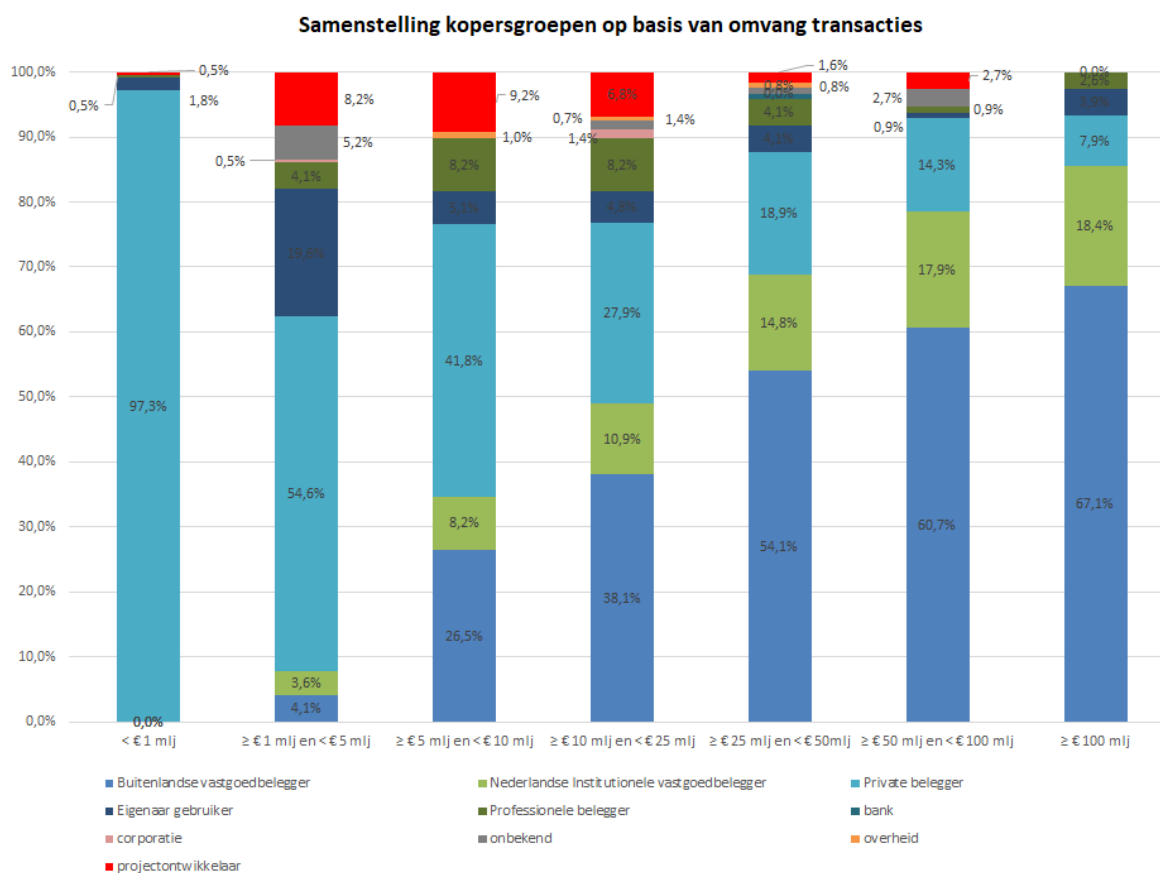
Figuur 16 Aantal unieke kopers 2014 t/m 2017

Conclusie

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. Op basis van de resultaten wordt de veronderstellingen derhalve niet verworpen.

- De kopersgroepen veranderen na mate de omvang van de portefeuilles toeneemt.

In figuur 17 is de samenstelling van alle transacties waarbij een transactiesom bekend is opgenomen.



Figuur 17 Samenstelling kopersgroepen op basis van omvang transacties

Er is in figuur 17 een verschuiving in dominantie van de kopersgroepen in de verschillende omvangbuckets zichtbaar. Om te toetsen of dit effect ook statisch kan worden aangetoond is een lineaire regressie uitgevoerd. Hiervoor is een dummy variabele aangemaakt voor alle kopersgroepen (tabel 15).

Tabel 15 Codering kopersgroepen

Kopersgroep	Nr. kopersgroep
Buitenlandse vastgoedbelegger	1
Nederlandse Institutionele vastgoedbelegger	2
Private belegger	3
Professionele belegger	4
Eigenaar gebruiker	5
Corporatie	6
Overheid	7
Projectontwikkelaar	8
Onbekend	9
Bank	10

Er is vervolgens beoordeeld in hoeverre het type kopersgroep de variatie in de in de dataset opgenomen transactieprijs (figuur 18) verklaart. Op basis van deze regressie blijkt dat op basis van de R^2 dat de verklarende component van de kopersgroepen op de transactieprijs 7,5% is. Ook blijkt dat de correlatie tussen transactieprijs en kopersgroep alleen significant (95% zekerheid) is bij de kopersgroepen Nederlandse institutionele beleggers en Buitenlandse beleggers. Op basis van de coëfficiënt wordt een hogere transactieprijs verwacht bij transacties met deze kopersgroepen. De correlatie tussen de kopersgroep private beleggers en de transactieprijs kan niet met 95% zekerheid worden aangetoond. De correlatie wordt echter wel met 90% zekerheid aangetoond. Dit is in lijn met de duidelijke afname van de weging van private beleggers in de omvangbuckets (figuur 17).

```
. regress Transactieprijs NederlandseInstitutionelelevastg BuitenlandseInstitutionelelevast Overheid Privatebe  
> belegger corporatie, noconstant hascons tsscons
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	971
Model	1.0507e+18	9	1.1674e+17	F(9, 961)	=	8.65
Residual	1.2966e+19	961	1.3492e+16	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0750
				Adj R-squared	=	0.0663
Total	1.4016e+19	970	1.4450e+16	Root MSE	=	1.2e+08

Transactieprijs	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
NederlandseInstitutionelelevastg	6.40e+07	1.27e+07	5.02	0.000	3.90e+07	8.90e+07
BuitenlandseInstitutionelelevast	8.40e+07	7004355	11.99	0.000	7.03e+07	9.78e+07
Overheid	1.68e+07	6.71e+07	0.25	0.802	-1.15e+08	1.48e+08
Privatebelegger	9845928	5481650	1.80	0.073	-911457.5	2.06e+07
Eigenaargebruiker	2.35e+07	1.46e+07	1.61	0.108	-5183159	5.23e+07
projectontwikkelaar	1.28e+07	1.81e+07	0.71	0.480	-2.28e+07	4.84e+07
Bank	4.20e+07	1.16e+08	0.36	0.718	-1.86e+08	2.70e+08
Onbekend	2.24e+07	2.90e+07	0.77	0.441	-3.46e+07	7.94e+07
Professionelebelegger	2.09e+07	1.91e+07	1.10	0.274	-1.66e+07	5.84e+07
corporatie	1.34e+07	6.71e+07	0.20	0.842	-1.18e+08	1.45e+08

Figuur 18 Regressie correlatie individuele kopersgroepen op de transactieprijs

De kleine populatie van transacties, waar een transactieprijs bekend is gemaakt door de kopersgroepen overheid (3) , bank (1) en corporatie (3) maakt het niet mogelijk om een zinnige uitspraak te doen over de correlatie tussen de kopersgroepen en de transactieprijs . Bij de kopersgroepen eigenaar/gebruikers en project ontwikkelaars kan de lage correlatie worden verklaard doordat er een afhankelijkheid is tussen de transactieprijs en het eindgebruik van het vastgoedobject. Deze afhankelijkheid wordt in dit onderzoek echter niet onderzocht.

Bij de kopersgroep professionele belegger is er geen significante correlatie met de transactieprijs. Deze lage correlatie kan worden verklaard doordat professionele beleggers (fondsenbouwers) fondsen ten behoeve van verschillende beleggersgroepen beheren.

Waarbij de omvang van de diverse fondsen ook sterk varieert.

Omdat niet bij elke variabele een lineair verband is aangetroffen is de data getransformeerd middels een logaritmische transformatie op de transactieprijs (figuur 19).

```
. regress LN_transasactieprijs NederlandseInstitutionelevastg BuitenlandseInstitutionelevast Over
> ojectontwikkelaar Bank Professionelebelegger corporatie
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	971
				F(9, 961)	=	90.41
Model	2208.93255	9	245.43695	Prob > F	=	0.0000
Residual	2608.82234	961	2.71469546	R-squared	=	0.4585
				Adj R-squared	=	0.4534
Total	4817.75489	970	4.96675762	Root MSE	=	1.6476

LN_transasactieprijs	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
NederlandseInstitutionelevastg	1.543145	.4498618	3.43	0.001	.6603206	2.42597
BuitenlandseInstitutionelevast	1.733507	.4237217	4.09	0.000	.9019804	2.565033
Overheid	.7330349	1.036613	0.71	0.480	-1.301252	2.767322
Privatebelegger	-1.619001	.4191832	-3.86	0.000	-2.441621	-.7963812
Eigenaargebruiker	-.4845533	.4612579	-1.05	0.294	-1.389742	.4206357
projectontwikkelaar	-.0535017	.4856754	-0.11	0.912	-1.006608	.8996049
Bank	1.800953	1.698342	1.06	0.289	-1.531933	5.133839
Professionelebelegger	.4092796	.4929895	0.83	0.407	-.5581805	1.37674
corporatie	.4547006	1.036613	0.44	0.661	-1.579586	2.488987
_cons	15.75223	.4119083	38.24	0.000	14.94388	16.56057

Figuur 19 Regressie correlatie individuele kopersgroepen op LN transactieprijs

De resultaten van de regressie op de logaritmisches getransformeerde waarden zijn grotendeels in lijn met de eerder uitgevoerde regressie. Wat wel opvalt is dat significantie van de correlatie bij de kopersgroep private beleggers sterk toegenomen is. Hoewel de correlatie significant is het de vraag of de kopersgroep zich binnen alle vastgoedsectoren en gedurende alle jaren anders gedragen.

Woningmarkt

Als aanvullende test is onderzocht of in de woningmarkt over alle jaren een significant verschil in transactiesommen tussen kopersgroepen vastgesteld kan worden. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een oneway analyse van variantie (anova). Deze test is gedaan voor de periode 2014-2017, alsmede voor de individuele jaren. Hierbij is de nul hypothese die wordt getest dat er geen significante verschillen zijn tussen de verschillende kopersgroepen. De uitkomsten van de analyse (figuur 20) laten zien dat de nul hypothese moet worden verworpen. Er is namelijk wel een significant verschil tussen de kopersgroepen. Er is verder gekeken tussen welke kopersgroepen de significante verschillen bestaan. Er is een significant verschil waarneembaar tussen de kopersgroep buitenlandse beleggers en de kopersgroepen Nederlandse institutionele beleggers, private beleggers en de projectontwikkelaars. Hiernaast is er ook een significant verschil tussen de kopersgroep Nederlandse institutionele beleggers en de private beleggers.

. oneway Transactieprij's Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	2.3013e+17	6	3.8355e+16	15.63	0.0000
Within groups	5.9617e+17	243	2.4534e+15		
Total	8.2630e+17	249	3.3185e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(6) = 344.9691$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

Comparison of Transactieprij's by Kopersgroep
(Bonferroni)

Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..	Profes..	onbekend
Eigena..	-6.7e+07 1.000					
Nederl..	-4.0e+07 0.038	2.7e+07 1.000				
Privat..	-8.4e+07 0.000	-1.7e+07 1.000	-4.4e+07 0.000			
Profes..	-5.3e+07 0.216	1.4e+07 1.000	-1.3e+07 1.000	3.1e+07 1.000		
onbekend	-4.0e+07 1.000	2.7e+07 1.000	-217250 1.000	4.4e+07 1.000	1.3e+07 1.000	
projec..	-8.0e+07 0.018	-1.3e+07 1.000	-4.0e+07 1.000	3.9e+06 1.000	-2.7e+07 1.000	-4.0e+07 1.000

Figuur 20 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de woningsector 2014-2017

In de vergelijking tussen de jaren (bijlage 1) valt op dat in 2016 er geen significant verschil waarneembaar is tussen de kopersgroepen. Dit is afwijkende beeld is echter verklaarbaar door het lage aantal transacties in 2016.

Wat verder opvalt is dat de verschillen tussen de kopersgroepen ook gedurende de jaren wijzigen. Het verschil tussen de kopersgroep buitenlandse beleggers en de kopersgroep Nederlandse institutionele beleggers is enkel in 2014 significant. Het verschil tussen de kopersgroep buitenlandse beleggers en de kopersgroep private beleggers is wel steeds significant (m.u.v. 2016). Ook is zichtbaar dat vanaf 2017 er een significant verschil is tussen de Nederlandse institutionele beleggers en de private beleggers.

Winkelmarkt

Ook in de winkelmarkt is onderzocht of over alle jaren een significant verschil in transactiesommen tussen de verschillende kopersgroepen kan worden vastgesteld. Hierbij is dezelfde toetsing uitgevoerd. De uitkomsten van de analyse (figuur 21) laten zien dat ook hier

de nul hypothese moet worden verworpen dat er geen verschillen zijn tussen de kopersgroepen. Er is ook in de winkelsector een significant verschil tussen de kopersgroepen vastgesteld. Er is verder gekeken tussen welke kopersgroepen de significante verschillen bestaan. Er is een significant verschil waarneembaar tussen de kopergroep buitenlandse beleggers en de kopersgroep private beleggers. Hiernaast is er ook een significant verschil tussen de kopersgroep Nederlandse institutionele beleggers en de private beleggers.

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.2165e+17	5	2.4330e+16	3.79	0.0033
Within groups	7.2524e+17	113	6.4180e+15		
Total	8.4689e+17	118	7.1770e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(4) = 93.5704$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:

1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)					
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..	Profes..
Eigena..	-6.1e+07 1.000				
Nederl..	1.3e+07 1.000	7.4e+07 1.000			
Privat..	-6.2e+07 0.017	-1.1e+06 1.000	-7.5e+07 0.018		
Profes..	-5.6e+07 1.000	4.2e+06 1.000	-7.0e+07 0.593	5.3e+06 1.000	
onbekend	-7.0e+06 1.000	5.4e+07 1.000	-2.0e+07 1.000	5.5e+07 1.000	4.9e+07 1.000

Figuur 21 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de winkelsector 2014-2017

In de vergelijking tussen de jaren (bijlage 2) valt dat in 2015 en 2016 er geen significant verschil waarneembaar is tussen de kopersgroepen. Ook hier is dit te verklaren uit een beperkt aantal transacties.

Er zijn in 2014 en 2017 significante verschillen tussen de kopersgroep private beleggers en de kopersgroepen Nederlandse institutionele beleggers en buitenlandse beleggers.

Ook is zichtbaar dat vanaf 2017 er een significant verschil is tussen de kopersgroep professionele beleggers en de kopersgroepen Nederlandse institutionele beleggers en buitenlandse beleggers.

Kantoren en bedrijfsruimten

Ook bij de kantoren en bedrijfsruimten is onderzocht of over alle jaren een significant verschil in transactiesommen tussen de kopersgroepen kan worden vastgesteld. De uitkomsten van de analyse (figuur 22) laten zien dat ook hier de nul hypothese moet worden verworpen dat er geen verschillen zijn tussen de kopersgroepen. Er is ook in deze sector een significant verschil tussen de kopersgroepen vastgesteld.

```
. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni wrap
```

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	4.1352e+17	11	3.7592e+16	8.68	0.0000
Within groups	1.8710e+18	432	4.3311e+15		
Total	2.2846e+18	443	5.1570e+15		

```
Bartlett's test for equal variances:  chi2(9) = 338.7862  Prob>chi2 = 0.000
```

```
note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
```

```
2 single-observation cells not used
```

Figuur 22 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen kantoren en bedrijfsruimten 2014-2017

Er is verder gekeken tussen welke kopersgroepen de significante verschillen bestaan (figuur 23). Er is een significant verschil waarneembaar tussen de kopergroep buitenlandse beleggers en de kopersgroepen private beleggers en professionele beleggers. Hiernaast is er ook een significant verschil tussen de kopersgroep Nederlandse institutionele beleggers en de private beleggers.

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)											
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Onbekend	Overheid	Privat..	Profes..	bank	corpor..	onbekend	overheid
Eigena..	-7.2e+07 0.000										
Nederl..	-1.2e+07 1.000	6.0e+07 0.022									
Onbekend	-7.0e+07 1.000	2.0e+06 1.000	-5.8e+07 1.000								
Overheid	-5.7e+07 1.000	1.4e+07 1.000	-4.5e+07 1.000	1.2e+07 1.000							
Privat..	-6.4e+07 0.000	7.6e+06 1.000	-5.2e+07 0.021	5.6e+06 1.000	-6.9e+06 1.000						
Profes..	-6.1e+07 0.008	1.0e+07 1.000	-4.9e+07 0.900	8.4e+06 1.000	-4.1e+06 1.000	2.8e+06 1.000					
bank	-3.5e+07 1.000	3.7e+07 1.000	-2.3e+07 1.000	3.5e+07 1.000	2.2e+07 1.000	2.9e+07 1.000	2.6e+07 1.000				
corpor..	-6.4e+07 1.000	7.3e+06 1.000	-5.2e+07 1.000	5.3e+06 1.000	-7.2e+06 1.000	-332568 1.000	-3.1e+06 1.000	-2.9e+07 1.000			
onbekend	-6.0e+07 1.000	1.2e+07 1.000	-4.8e+07 1.000	9.9e+06 1.000	-2.5e+06 1.000	4.3e+06 1.000	1.6e+06 1.000	-2.5e+07 1.000	4.7e+06 1.000		
overheid	-6.6e+07 1.000	5.6e+06 1.000	-5.4e+07 1.000	3.6e+06 1.000	-8.9e+06 1.000	-2.0e+06 1.000	-4.8e+06 1.000	-3.1e+07 1.000	-1.7e+06 1.000	-6.3e+06 1.000	
projec..	-6.3e+07 0.000	8.4e+06 1.000	-5.1e+07 0.240	6.4e+06 1.000	-6.1e+06 1.000	803021 1.000	-2.0e+06 1.000	-2.8e+07 1.000	1.1e+06 1.000	-3.5e+06 1.000	2.8e+06 1.000

Figuur 23 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen onderling kantoren en bedrijfsruimten 2014-2017

In de vergelijking tussen de jaren (bijlage 3) valt op dat ook in deze sector er in 2016 geen significant verschil waarneembaar is tussen de kopersgroepen.

Er zijn in 2014, 2015 en 2017 significante verschillen tussen de kopersgroep private beleggers en de kopersgroepen buitenlandse beleggers. In 2014 is ook een significant verschil waarneembaar met de kopersgroep institutionele beleggers.

Conclusie

De resultaten van de praktijktoetsing zijn grotendeels in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. Op basis van de transactiepreizen worden in de verschillende vastgoedsectoren significante verschillen in prijs tussen de kopersgroepen gedetecteerd. Dit significante verschil wordt echter niet in ieder jaar vastgesteld. De primaire verklaring hiervoor is het beperkte aantal transacties. Op basis van de resultaten worden de veronderstellingen derhalve niet verworpen.

4.3.2.3 Sectorverdeling

Op basis van de antwoorden van de experts worden de volgende effecten verwacht op basis van de sectorverdeling:

- Portefeuilles bestaande uit meerdere vastgoedsectoren hebben een kleinere doelgroep kopers.
- Portefeuilles bestaande uit één vastgoedsectoren hebben de grootste doelgroep kopers.

Tabel 16 Samenstelling portefeuilles

Vastgoedsector	Aantal portefeuilletransacties
Kantoren en Bedrijfsruimten	79
Woningen	47
Winkels	27
Logistiek	15
Overig	9
Woningen en Winkels	9
Horeca en Hotels	4
Parkeergarages	3
Zorgvastgoed	3
Kantoren en Winkels	1
Woningen en Kantoren	1

Als er wordt gekeken naar de transacties valt op dat van de 199 portefeuilletransacties (tabel 16) er 20 geen duidelijke sectorprofiel mee hebben gekregen (divers of gemengd).

Tabel 17 Details portefeuilletransacties zonder sectorprofiel

Datum	Transactieprijs	koper	Toelichting
3-jul-14	€ 10.375.000	private belegger	Betreft een woningtransitie van 70 woningen met als bijvangst 4 winkelunits.
22-sep-14	€ 70.000.000	Bayside Capital	Multisector investering: zes kantoorgebouwen en een winkelcentrum.
29-jun-15	€ 56.500.000	Hummingbird	Betreft met name kantoren en bedrijfsruimten.
20-aug-15	€ 212.000.000	Tristan Capital Partners	Betreft een gemengde portefeuille. Zo'n 48% van de huurinkomsten van de portefeuille komt van vastgoed dat hoofdzakelijk of geheel een winkelbestemming heeft, 33% komt van kantoren en 19% van woningen.
28-okt-15	€ 340.000.000	Patrizia Immobiliën	Betreft een winkeltransactie met als bijvangst 3 kantorenvilla's en enkele woningen.
9-nov-15	€ 59.500.000	M7 Real Estate	Betreft met name kantoren uit de boedel van Lips.
27-nov-15		Garden-End Building (Harry Hilders)	Betreft een gemengde portefeuille. De portefeuille bevat winkelcentra en woningen.
30-nov-15	€ 35.000.000	Sodify	Betreft een winkeltransactie met als bijvangst 4 woningen.
07-jul-16	€ 32.000.000	DELA Vastgoed	Betreft winkeltransactie met als bijvangst 18 woningen.
26-jul-16	€ 30.000.000	Max Abram/Laviem BV	De portefeuille bestaat uit achttien solitaire (woon-/) winkelobjecten, een binnenstedelijk winkelcentrum, drie kantoor-/bedrijfsgebouwen, drie vakantiewoningen en twee hotels. Daarnaast werd een perceel monumentale bosgrond en het pachtrecht op een havenplaats in Les Issambre (Frankrijk) verkocht.
05-okt-16	€ 32.500.000	Heitman	Betreft een woningtransitie met winkels als bijvangst

02-nov-16	€ 17.000.000	Sebald Invest/Royal Properties Group	Gemengd winkels en woningen.
13-dec-16	€ 5.050.000	Sjopperdepop	Regio concentratie Haarlemse woon- en winkelruimtes.
21-jun-17	€ 10.000.000	Internationale belegger	Gemengd 23 woningen en 2 bedrijfsruimten.
05-jul-17		private belegger	Betreft winkeltransactie met als bijvangst 4 woningen
21-aug-17	€ 13.200.000	Capreit	Betreft woningtransactie met zes winkelunits als bijvangst.
01-sep-17	€ 215.000.000	Lone Star	Gemengd
28-sep-17	€ 16.240.000	M7 Real Estate	Betreft enkel kantoren en bedrijfsruimten.
10-nov-17		private belegger	Regio concentratie. De portefeuille bestaat uit bedrijfsruimtes, winkels en horeca in verschillende stadsdelen van Amsterdam.
07-dec-17		Prime Pitch	Betreft woningportefeuille met 5 commerciële ruimten als bijvangst.

Echter indien inhoudelijk naar deze 20 transacties wordt gekeken (tabel 17) blijkt dat 12 van deze 20 wel een duidelijke weging hebben naar één sector.

Binnen de totale populatie van 199 zijn er maar 8 transacties waarbij er geen sprake is van een duidelijke sectorspecialisatie.

Van de 8 resterende portefeuilles hebben twee portefeuilles wel een duidelijke regioconcentratie in Amsterdam dan wel Haarlem.

Conclusie

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. Op basis van de resultaten worden de veronderstellingen derhalve niet verworpen.

Hoofdstuk 5 Conclusies en aanbevelingen

5. Hoofdstuk 5 Conclusies en aanbevelingen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden op basis van het uitgevoerde onderzoek de conclusies getrokken. Hiernaast worden er op basis van beschouwingen aanbevelingen gedaan met betrekking tot vervolgonderzoek.

5.2 Conclusies

De vraagstelling welke in dit onderzoek is onderzocht betreft:

In hoeverre dragen de verschillende eigenschappen van de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers bij aan het behalen van een portefeuillepremie.

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden zijn de volgende vragen in dit rapport behandeld;

- Welke portefeuille eigenschappen worden onderkend?
- In hoeverre kennen experts waarde toe aan de eigenschappen van portefeuilles boven single assets bij aankoopbeslissing in Nederland?

Uit het theorieonderzoek bleek dat er weinig informatie beschikbaar is over de eigenschappen van portefeuilles naast de eigenschappen van de individuele objecten welke voor de markt van toegevoegde waarde zijn. Om het theoretisch raamwerk op te bouwen is er voor gekozen om experts te interviewen.

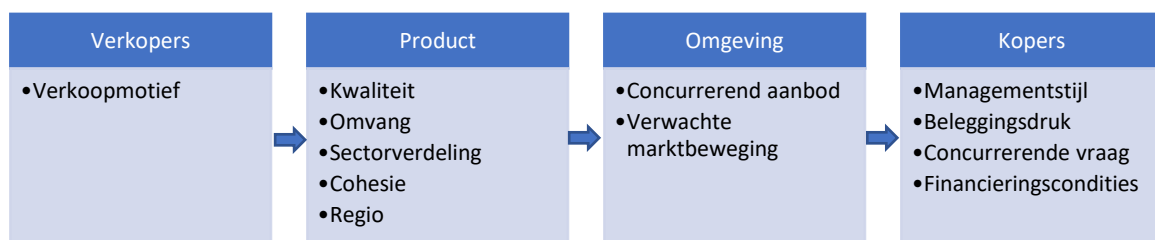
Als eerste is in kaart gebracht, wanneer er gekozen wordt voor een portefeuillev verkoop boven losse verkoop (tabel 18).

Tabel 18 Verkoopstrategie

Kenmerken verkoopopgave	Portefeuillev verkoop	Single Asset verkoopstrategie
Verkoopmotief		
• Reguliere Hold - Sell	Afhankelijk van verkoopopgave	Afhankelijk van verkoopopgave
• Liquiditeitsbehoefte	Grote liquiditeitsbehoefte	Kleine liquiditeitsbehoefte
• Liquidatie portefeuille	Hoge snelheid	Lage snelheid
• Concrete vraag	Afhankelijk van vraag	Afhankelijk van vraag
Samenstelling verkoopopgave		
• Kwaliteit objecten	Lage liquiditeit individuele objecten	Hoge liquiditeit individuele objecten
• Omvang object	Kleine objecten	Grote objecten
• Omvang totale opgave	Veel objecten	Weinig objecten
• Woningen	Appartementen	Eengezinswoningen
Transactiekosten		

• Doorlooptijd	Hoge snelheid bij bundeling objecten.	Lagere snelheid bij meerdere losse verkooptrajecten
• Kosten	Lagere kosten per object bij bundeling objecten	Hogere gemiddelde kosten per object
• Informatievoorziening	Betere informatievoorziening	Minder transparant

De resultaten van de interviews tonen aan dat de prijsstelling voor portefeuilles niet alleen wordt gedreven door de eigenschappen van de portefeuilles, maar ook door andere factoren. Deze factoren zijn in het theoretische model onderverdeeld in vier categorieën: De verkopers, het product, de omgeving en de kopers.



Figuur 24 Marktmodel

De veronderstelling is dat de prijs afhankelijk is van alle bovenstaande factoren. Met betrekking tot de eigenschappen van de portefeuilles zijn de volgende factoren onderkend: De kwaliteit, de omvang, de sectorverdeling, de cohesie en de regio.

Door de beperkte informatie die in de gebruikte dataset beschikbaar was, is gekozen om enkel de eigenschappen van het product te toetsen. Hierbij zijn de aannames met betrekking tot de kwaliteit, de omvang en de sectorverdeling getoetst.

Doordat op basis van de dataset de samenstelling en de omvang van de portefeuillepremies niet zijn vast te stellen, worden de volgende aannames gedaan in het onderzoek.

- De optimale opbrengst bij de portefeuilletransacties in de dataset is behaald, door de verkoop aan de in de dataset opgenomen kopers.
- De optimale portefeuillepremie is behaald, door het behalen van de optimale opbrengst.

Kwaliteit

De volgende aannames met betrekking tot de kwaliteit van de portefeuille zijn getoetst:

- Nederlandse institutionele beleggers bieden vanwege de vergelijkbare strategieën minder vaak op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers.
- Nederlandse institutionele beleggers bieden wel op portefeuilles van andere Nederlandse institutionele beleggers indien de portefeuille niet vanwege kwaliteitsoverwegingen wordt verkocht.
- Oude woningportefeuilles worden vaak verkocht aan buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers.

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. De praktijktoetsing toont aan dat Nederlandse institutionele beleggers

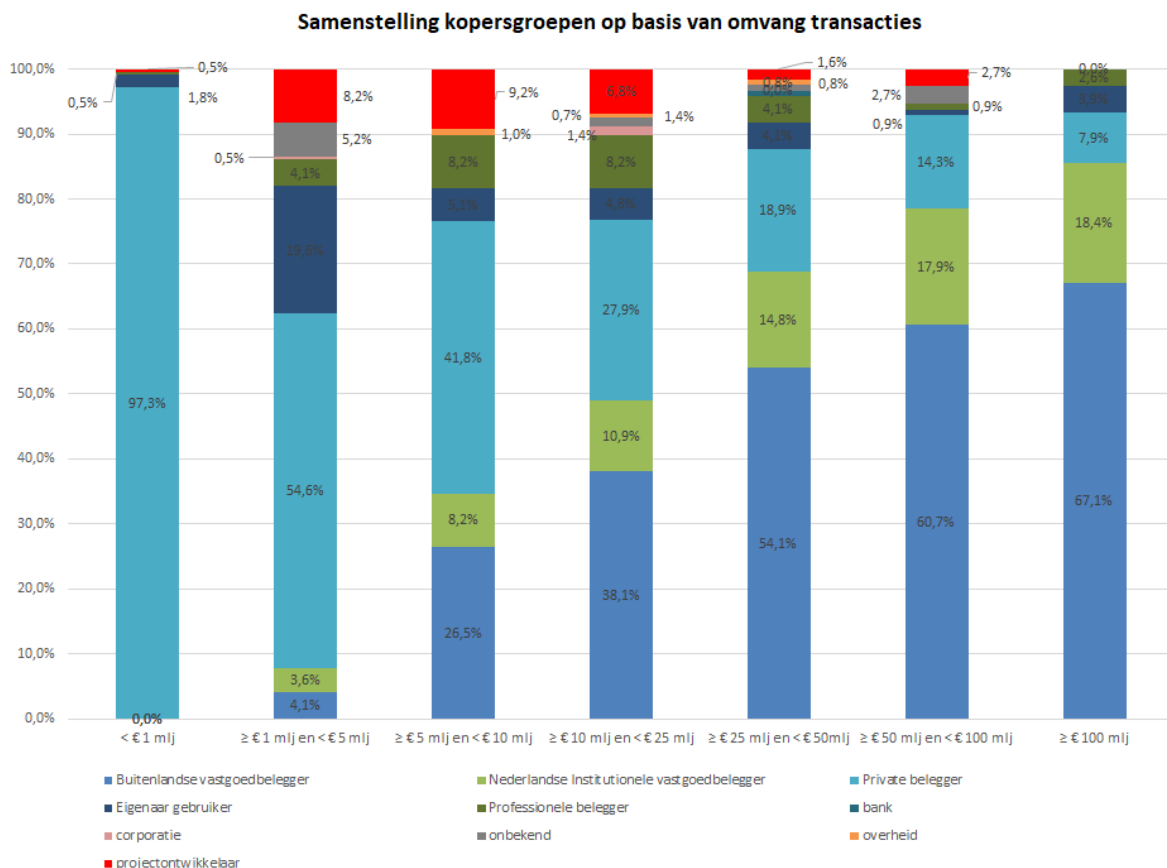
in de regel geen portefeuilles opkopen van andere Nederlandse institutionele beleggers. Indien dit wel gebeurt blijkt dat de verkoop is ingegeven door de executie van een gehele portefeuille. Ook de veronderstelling dat oude woningportefeuilles in de regel worden opgekocht door buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers wordt ondersteund door de praktijktoetsing. Op basis van deze resultaten kan worden geconcludeerd dat indien de verkoopopgave het resultaat is van een hold sell analyse op kwalitatieve grondslagen, de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt aangeboden aan buitenlandse beleggers, professionele of private beleggers.

Omvang

De volgende aannames met betrekking tot de omvang van de portefeuille zijn getoetst:

- Hoe groter de omvang van de portefeuille hoe kleiner het aantal kopers in de markt.
- De kopersgroepen veranderen na mate de omvang van de portefeuilles toeneemt.

Ook hier zijn de resultaten van de praktijktoetsing in lijn met veronderstellingen uit het theoretische model. Er is een duidelijke verschuiving van de kopersgroep zichtbaar naar mate de omvang van de portefeuilles toenemen (figuur 25). Hiernaast neemt ook het aantal unieke kopers af naar mate de omvang toeneemt.



Figuur 25 Effect transactieomvang op kopersgroep

Op basis van deze resultaten kan worden geconcludeerd dat de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt aangeboden aan kopersgroepen die actief zijn in het prijssegment.

Sectorverdeling

De volgende aannames met betrekking tot de omvang van de portefeuille zijn getoetst

- Portefeuilles bestaande uit meerdere vastgoedsectoren hebben een kleinere doelgroep kopers.
- Portefeuilles bestaande uit één vastgoedsectoren hebben de grootste doelgroep kopers.

De resultaten van de praktijktoetsing zijn in lijn met de veronderstellingen in het theoretische model. De resultaten toont aan dat in de markt met name gespecialiseerde beleggers actief zijn die op zoek zijn naar vastgoedobjecten uit één vastgoedsector. Op basis van deze resultaten kan worden geconcludeerd dat de hoogste opbrengsten kunnen worden gerealiseerd indien de portefeuille wordt samengesteld uit objecten uit één vastgoed segment.

5.3 Bevindingen en aanbevelingen

Op basis van het onderzoek kan worden geconcludeerd dat enkel de eigenschappen van een portefeuille, niet bepalend zijn voor de prijs die behaald kan worden in de markt. De verwachte marktbeweging, het concurrerende aanbod en de vraag in de markt zijn allemaal factoren waarmee rekening gehouden moet worden. Beleggers worden geadviseerd om het marktbeeld op te halen, voordat de verkoopopgave in de markt wordt gezet. Dit kan aan de hand van het monitoren van transacties, persberichten maar ook bij makelaars. Bij het verzamelen van de data ten behoeve van dit onderzoek bleek dat veel data over de beleggingsstrategie en aankoopwensen beschikbaar is op de websites van de kopers. Hiernaast is gebleken dat bij de samenstelling van een portefeuille rekening gehouden moet worden met de specialisatie van vastgoedbeleggers in specifieke vastgoedsectoren. De verkoop van een portefeuille bestaande uit meerdere sectoren, of vastgoed objecten welke verschillende managementstijlen vereisen wordt op basis van het onderzoek afgeraden. Tijdens het onderzoek is gebleken dat er meerdere aannames in het theoretisch model niet met de beschikbare dataset getoetst kunnen worden. Om het theoretisch model te complementeren wordt aanbevolen om de overige aannames met betrekking tot de verkopers, het product, de omgeving en de kopers te onderzoeken (tabel 8 & tabel 14). Hiernaast is de individuele weging en effecten van de drivers op de portefeuillepremie niet getoetst. Aanbevolen wordt om ook deze effecten te onderzoeken (tabel 19).

Tabel 19 Drivers portefeuillepremie

Drivers	Negatieve premie	Positieve premie
Beleggingsdruk	Weinig vraag	Veel vraag
Liquiditeit markt	Veel aanbod	Weinig aanbod
Samenstelling portefeuille	Weinig cohesie	Veel cohesie
Omvang portefeuille	Weinig spreiding	Veel spreiding
Transactiekosten		Veel objecten
Transactie snelheid		Hoge snelheid
Financieringscondities		Gunstige financieringscondities
Marktbeweging	Dalende markt	Stijgende markt

5 Bibliografie

- Beaujean, R. (1998). *Mogelijkheden en beperkingen van Nederlandse vastgoedfondsen*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Bian, X., Waller, B. D., & Wentland, S. A. (2016). The role of transaction costs in impeding market exchange in real estate. *Journal of housing research*, volume 25, issue 2, p115-135.
- Boer, D., Brounen, D., & Op 't Veld, H. (2005). Corporate focus and stock performance international evidence from listed property markets international evidence from listed property markets. *Journal of real estate finance and economics*, p. 263-281.
- Brounen, D., & Eichholtz, P. (2003). Property, Common Stock, and Property Shares. *Journal of Portfolio Management*, 129-137.
- Brounen, D., Porras Prado, M., & Verbeek, M. (2010). Real estate in an ALM framework : the case of fair value accounting . *Real estate economics*, Vxx x: pp. 1–30.
- Capital Value. (2018, januari 29). *Steeds meer buitenlandse pensioenfondsen willen Nederlandse huurwoningen*. Opgeroepen op november 25, 2018, van Capital Value: <https://www.capitalvalue.nl/nieuws/steeds-meer-buitenlandse-pensioenfondsen-willen-nederlandse-huurwoningen>
- CBS. (2014, oktober 10). *CBS Statline*. Opgeroepen op November 25, 2018, van Beleggingen van institutionele beleggers 1996 - 2014: <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/70645ned/table?ts=1543141703076>
- Cheng, P., Lin, Z., & Liu, Y. (2010). Illiquidity, transaction cost, and optimal holding period for real estate : theory and application. *Journal of housing economics* , vol 2 nr19 p. 121-130 .
- Cushman, & Wakefield. (2018, juli 5). <http://www.cushmanwakefield.nl/nl-nl/research-and-insight>. Opgeroepen op oktober 28-10-2018, 2018, van www.cushmanwakefield.nl: <https://view.publitas.com/cushmanwakefield/cushman-wakefield-track-record-book/page/6-7>
- de Heer, V. (2009). *Optimaal beleggen vanuit locatievoorkeur: Over fondsbeleggen met diversificatiestrategieën in een bereikbaarheidscontext*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996). *Urban Economics and Real Estate Markets*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- DNB. (2017, augustus 28). *DNBulletin: Consolidatie pensioenfondsen zet door - algemene pensioenfondsen verwerven marktaandeel*. Opgeroepen op november 18, 2018, van www.dnb.nl: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2017/dnb362426.jsp#>
- DNB. (2018, november 18). *Pensioenen*. Opgeroepen op november 18, 2018, van www.dnb.nl: <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/pensioenen/index.aspx>
- Funken, H. (2015). Vooral door boekwinsten stijgt vastgoedbezit boven 100 miljard euro. *Vastgoedmarkt*, 48-53.
- Klapwijk, A., Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam: ASRE Research Center | Amsterdam school of Real Estate.

- Lambson, V. E., McQueen, G. R., & Slade, B. A. (2004). Do Out-of-State Buyers Pay More for Real Estate? An Examination of Anchoring-Induced Bias and Search Costs. *Real Estate Economics*, 85-126.
- Lin, C. Y., & Yung, K. (2004). Real Estate Mutual Funds: Performance and Persistence. *Journal of Real Estate Research*, Vol. 26, No. 1, pp. 69-94.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Cowles Commission Paper, New Series, No. 60*.
- Marquard, A. R., & van der Post, W. J. (2016, september). Basissyllabus Module I: Inleiding Marktanalyse. Amsterdam, Noord-Holland, Nederland: Amsterdam School of Real Estate.
- Noordhoff, H. (2015). *Toekomst woning(beleggers)markt: De effecten van de veranderende woning(beleggers)markt op*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Oikarinen, E., & Falkenbach, H. (2017). Foreign investors' influence on the real estate market capitalization rate – evidence from a small open economy. *Applied Economics*, 3141-3155.
- Rehring, C. (2012). Real estate in a mixed-asset portfolio : the role of the investment horizon. *Real estate economics* , 1 / 40 / p. 65-95.
- RICS Nederland, R. L. (2012). RICS-taxatiestandaarden. In R. L. RICS Nederland, *RICS-taxatiestandaarden : bevattende de International Valuation Standards : maart 2012* (pp. 99-100). Voorburg: RICS Nederland.
- Rom , B. M., & Ferguson, K. W. (1994). Post-Modern Portfolio Theory Comes of Age. *The Journal of Investing Fall* , page 11-17.
- Rooijers , E. (2018, november 6). Durfkapitaal vertrekt weer uit de Nederlandse huurmarkt. *FD*, p. 1 en 3.
- Rooijers, E. (2017, Oktober 23). Alle vastgoedrecords sneuvelen in 2017. *FD*, p. 2.
- Rooijers, E. (2017, 12 14). Nieuwbouwwoningen in trek bij pensioenfondsen. *FD*, p. 1. Opgehaald van <https://fd.nl/ondernemen/1231848/pensioenfondsen-kopen-recordaantal-nieuwbouwwoningen>
- ROZ, S. (2017, Oktober). *IPD Nederlandse Jaar Vastgoedindex 2016*. Opgeroepen op Oktober 27, 2017, van Stichting ROZ: <http://www.stichtingroz.nl/wp-content/uploads/IPD-NL-2016.pdf>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of Finance*, Volume 14, No. 3, page 425-442.
- Statline. (2017, juli 11). *Pensioenfondsen; beleggingen voor en na consolidatie beleggingsfondsen*. Opgeroepen op 22, 2018, van CBD Statline: <https://opendata.cbs.nl/#/CBS/nl/dataset/83113NED/table?ts=1517581332755>
- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies* , Vol. 25, No. 2, pp. 65-86 .
- van Gool, P., & Muller, F. (2005). *Vastgoed en ALM : de praktijk bij een aantal pensioenfondsen*. Amsterdam: ASRE research publications.
- Vastgoedjournaal. (2018, 3). *Research Alle vastgoedbeleggingstransacties van 2009 t-m - 2017 in een overzicht*. Opgeroepen op 3 2, 2018, van vastgoedjournaal.nl: <https://vastgoedjournaal.nl/news/6876/Alle-vastgoedbeleggings--transacties-van-2009-t-m-2014-in-een-overzicht-te-downloaden-in-Excel/>
- Vis, J. W. (2006). *Moderne Portfeuille Theorie & Indirect Beursgenoteerd Onroerend Goed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

- Yiu, C. Y., Wong, S. K., & Chau, K. W. (2009). Transaction volume and price dispersion in the presale and spot real estate markets . *Journal of real estate finance and economics*, p. 241-253 .
- Yunus, N. (2013). Dynamic interactions among property types: international evidence based upon cointegration tests. *Journal of Property Investments & Finance*, 135-159.
- Zegger, L. (2016). *Is there a pricing difference between domestic and foreign investors in the real estate market?* Groningen: University of Groningen.

Bijlagen

Bijlage 1 woningmarkt 2014-2017

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	2.2369e+17	6	3.7282e+16	6.08	0.0001
Within groups	2.4524e+17	40	6.1311e+15		
Total	4.6893e+17	46	1.0194e+16		

Bartlett's test for equal variances: chi2(4) = 110.3333 Prob>chi2 = 0.000

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:

2 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)						
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..	Profes..	onbekend
Eigena..	-1.7e+08 1.000					
Nederl..	-1.7e+08 0.006	4.4e+06 1.000				
Privat..	-2.0e+08 0.000	-2.6e+07 1.000	-3.0e+07 1.000			
Profes..	-2.0e+08 0.069	-2.5e+07 1.000	-3.0e+07 1.000	411733 1.000		
onbekend	-1.1e+08 1.000	6.3e+07 1.000	5.8e+07 1.000	8.8e+07 1.000	8.8e+07 1.000	
projec..	-2.0e+08 0.073	-2.4e+07 1.000	-2.8e+07 1.000	1.7e+06 1.000	1.3e+06 1.000	-8.7e+07 1.000

Figuur 26 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de woningsector 2014

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	2.1978e+16	5	4.3955e+15	11.03	0.0000
Within groups	1.9533e+16	49	3.9864e+14		
Total	4.1511e+16	54	7.6873e+14		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(4) = 35.7764$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)					
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Nederl..	Privat..	Profes..	onbekend
Nederl..	-1.3e+07 1.000				
Privat..	-4.0e+07 0.000	-2.7e+07 0.053			
Profes..	3.6e+07 0.397	4.9e+07 0.063	7.6e+07 0.000		
onbekend	-4.1e+07 0.895	-2.7e+07 1.000	-270538 1.000	-7.6e+07 0.045	
projec..	-3.2e+07 0.645	-1.9e+07 1.000	7.9e+06 1.000	-6.8e+07 0.019	8.2e+06 1.000

Figuur 27 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de woningsector 2015

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.2437e+16	4	3.1092e+15	1.68	0.1911
Within groups	3.8763e+16	21	1.8459e+15		
Total	5.1200e+16	25	2.0480e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(2) = 0.8414$ Prob> $\chi^2 = 0.657$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
2 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprij's by Kopersgroep (Bonferroni)				
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Nederl..	Privat..	Profes..
Nederl..	-2.2e+07 1.000			
Privat..	-5.0e+07 0.461	-2.8e+07 1.000		
Profes..	-6.6e+07 1.000	-4.4e+07 1.000	-1.6e+07 1.000	
projec..	-7.8e+07 1.000	-5.6e+07 1.000	-2.8e+07 1.000	-1.2e+07 1.000

Figuur 28 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de woningsector 2016

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	6.3632e+16	4	1.5908e+16	12.25	0.0000
Within groups	1.5198e+17	117	1.2989e+15		
Total	2.1561e+17	121	1.7819e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(3) = 279.9942$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep
(Bonferroni)

Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..
Eigena..	-5.0e+07 1.000			
Nederl..	3.2e+06 1.000	5.3e+07 1.000		
Privat..	-6.1e+07 0.000	-1.1e+07 1.000	-6.4e+07 0.001	
Profes..	-3.2e+07 1.000	1.7e+07 1.000	-3.5e+07 1.000	2.8e+07 1.000

Figuur 29 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de woningsector 2017

Bijlage 2 winkelmarkt 2014-2017

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.8315e+16	3	6.1049e+15	3.18	0.0465
Within groups	3.8450e+16	20	1.9225e+15		
Total	5.6765e+16	23	2.4680e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(2) = 4.8551$ Prob> $\chi^2 = 0.088$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)			
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..
Eigena..	-9.2e+07 0.453		
Nederl..	-5.2e+07 0.493	4.0e+07 1.000	
Privat..	-7.4e+07 0.046	1.8e+07 1.000	-2.3e+07 1.000

Figuur 30 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de winkelsector 2014

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	7.0292e+16	4	1.7573e+16	0.70	0.6035
Within groups	5.0489e+17	20	2.5244e+16		
Total	5.7518e+17	24	2.3966e+16		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(3) = 21.1347$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:

1 single-observation cells not used

Figuur 31 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de winkelsector 2015

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.3502e+16	4	3.3756e+15	0.60	0.6698
Within groups	6.7519e+16	12	5.6266e+15		
Total	8.1022e+16	16	5.0639e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(2) = 9.1207$ Prob> $\chi^2 = 0.010$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:

2 single-observation cells not used

Figuur 32 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de winkelsector 2016

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	4.8610e+16	4	1.2153e+16	13.73	0.0000
Within groups	4.2471e+16	48	8.8482e+14		
Total	9.1082e+16	52	1.7516e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(3) = 94.3765$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:

1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep
(Bonferroni)

Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..
Eigena..	-2.7e+07 1.000			
Nederl..	641909 1.000	2.8e+07 1.000		
Privat..	-6.6e+07 0.000	-3.9e+07 1.000	-6.7e+07 0.000	
Profes..	-6.1e+07 0.010	-3.4e+07 1.000	-6.1e+07 0.035	5.8e+06 1.000

Figuur 33 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen in de winkelsector 2017

Bijlage 3 Kantoren en bedrijfsruimten 2014-2017

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni wrap

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.1466e+17	8	1.4332e+16	3.56	0.0015
Within groups	3.0173e+17	75	4.0231e+15		
Total	4.1639e+17	83	5.0167e+15		

Bartlett's test for equal variances: chi2(5) = 97.4625 Prob>chi2 = 0.000

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
3 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)								
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..	Profes..	bank	onbekend	overheid
Eigena..	-7.8e+07 0.067							
Nederl..	3.9e+06 1.000	8.2e+07 1.000						
Privat..	-7.7e+07 0.000	1.1e+06 1.000	-8.1e+07 1.000					
Profes..	-6.1e+07 1.000	1.7e+07 1.000	-6.5e+07 1.000	1.6e+07 1.000				
bank	-4.4e+07 1.000	3.5e+07 1.000	-4.8e+07 1.000	3.4e+07 1.000	1.8e+07 1.000			
onbekend	-1.5e+06 1.000	7.7e+07 1.000	-5.4e+06 1.000	7.6e+07 1.000	6.0e+07 1.000	4.2e+07 1.000		
overheid	-7.5e+07 1.000	3.7e+06 1.000	-7.9e+07 1.000	2.6e+06 1.000	-1.3e+07 1.000	-3.1e+07 1.000	-7.3e+07 1.000	
projec..	-7.8e+07 0.851	82611.1 1.000	-8.2e+07 1.000	-1.0e+06 1.000	-1.7e+07 1.000	-3.5e+07 1.000	-7.7e+07 1.000	-3.6e+06 1.000

Figuur 34 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen kantoren en bedrijfsruimten 2014

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni wrap

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	5.1342e+16	7	7.3346e+15	4.85	0.0001
Within groups	1.5282e+17	101	1.5131e+15		
Total	2.0417e+17	108	1.8904e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(6) = 77.4348$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
1 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)							
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Privat..	Profes..	corpor..	onbekend
Eigena..	-4.6e+07 0.004						
Nederl..	1.7e+07 1.000	6.3e+07 0.025					
Privat..	-4.2e+07 0.001	4.3e+06 1.000	-5.8e+07 0.027				
Profes..	-4.4e+07 0.358	2.0e+06 1.000	-6.1e+07 0.223	-2.3e+06 1.000			
corpor..	-3.2e+07 1.000	1.4e+07 1.000	-4.8e+07 1.000	1.0e+07 1.000	1.2e+07 1.000		
onbekend	-4.5e+07 0.903	1.1e+06 1.000	-6.2e+07 0.439	-3.2e+06 1.000	-898333 1.000	-1.3e+07 1.000	
projec..	-3.2e+07 1.000	1.4e+07 1.000	-4.9e+07 0.601	9.4e+06 1.000	1.2e+07 1.000	-642500 1.000	1.3e+07 1.000

Figuur 35 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen kantoren en bedrijfsruimten 2015

. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni wrap

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	7.5548e+16	4	1.8887e+16	1.65	0.1802
Within groups	4.5731e+17	40	1.1433e+16		
Total	5.3286e+17	44	1.2110e+16		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(3) = 28.0929$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

Figuur 36 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen kantoren en bedrijfsruimten 2016

```
. oneway Transactieprijs Kopersgroep, bonferroni wrap
```

Source	Analysis of Variance			F	Prob > F
	SS	df	MS		
Between groups	1.4651e+17	9	1.6278e+16	3.65	0.0003
Within groups	8.7329e+17	196	4.4555e+15		
Total	1.0198e+18	205	4.9746e+15		

Bartlett's test for equal variances: $\chi^2(7) = 202.8532$ Prob> $\chi^2 = 0.000$

note: Bartlett's test performed on cells with positive variance:
2 single-observation cells not used

Comparison of Transactieprijs by Kopersgroep (Bonferroni)									
Row Mean- Col Mean	Buiten..	Eigena..	Nederl..	Onbekend	Overheid	Privat..	Profes..	corpor..	onbekend
Eigena..	-7.2e+07 0.003								
Nederl..	-4.9e+07 1.000	2.3e+07 1.000							
Onbekend	-6.8e+07 1.000	4.1e+06 1.000	-1.9e+07 1.000						
Overheid	-5.5e+07 1.000	1.7e+07 1.000	-6.7e+06 1.000	1.2e+07 1.000					
Privat..	-6.0e+07 0.000	1.2e+07 1.000	-1.2e+07 1.000	7.7e+06 1.000	-4.8e+06 1.000				
Profes..	-5.9e+07 0.542	1.3e+07 1.000	-1.0e+07 1.000	9.1e+06 1.000	-3.3e+06 1.000	1.5e+06 1.000			
corpor..	-7.1e+07 1.000	930250 1.000	-2.2e+07 1.000	-3.1e+06 1.000	-1.6e+07 1.000	-1.1e+07 1.000	-1.2e+07 1.000		
onbekend	-7.2e+07 1.000	-219750 1.000	-2.3e+07 1.000	-4.3e+06 1.000	-1.7e+07 1.000	-1.2e+07 1.000	-1.3e+07 1.000	-1.2e+06 1.000	
projec..	-6.5e+07 0.014	7.0e+06 1.000	-1.6e+07 1.000	3.0e+06 1.000	-9.5e+06 1.000	-4.7e+06 1.000	-6.2e+06 1.000	6.1e+06 1.000	7.2e+06 1.000

Figuur 37 Vergelijking transactieomvang kopersgroepen kantoren en bedrijfsruimten 2017