

Private en institutionele beleggers samen in één privaat vastgoedfonds?

Een verkennend onderzoek naar de mogelijkheden tot het structureren van één privaat vastgoedfonds voor zowel private als institutionele beleggers.



Auteur : Joep Cuppen
Opleiding : MRE 2009-2011
Begeleider : Hans op 't Veld

VOORWOORD

Voor u ligt mijn scriptie *“Private en institutionele beleggers samen in één privaat vastgoedfonds?”* Deze scriptie is het resultaat van mijn scriptietraject ter afronding van de opleiding Master in Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate.

Al in een vroeg stadium heb ik de keuze voor dit onderwerp gemaakt en ik heb er nooit spijt van gehad. Het onderwerp boeit mij en in mijn dagelijkse praktijk heb ik veel te maken met onderwerpen die in dit onderzoek aan bod komen. Gedurende het scriptietraject heb ik veel geleerd over dit onderwerp en het heeft bijgedragen aan de verbreding van mijn vastgoedkennis in algemene zin. Dit is voor mij een geweldige motivatie geweest.

Graag wil ik alle respondenten bedanken voor het invullen van de enquête. Tevens dank ik de geïnterviewde experts. De gesprekken zijn voor mij ontzettend leerzaam geweest. Speciale dank gaat uit naar Yves Gassler die mij meerdere malen geholpen heeft bij het beantwoorden van mijn vragen.

Mijn dank gaat daarnaast uit naar Eric Bakker voor het kritisch lezen van deze scriptie.

Graag dank ik mijn collega's voor de tijd en ruimte die ze mij hebben gegeven om deze studie te doen. Mijn collega Pieter Akkerman wil ik hierbij in het bijzonder noemen. Pep, dank dat je mij de kans hebt gegeven deze studie te starten en dank ook voor alle ruimte die je me hebt gegeven om de studie succesvol af te ronden! Dit heb ik zeer op prijs gesteld.

In het bijzonder wil ik mijn scriptiebegeleider Hans op 't Veld hartelijk danken voor de goede begeleiding en sturing die hij mij tijdens het schrijven van mijn scriptie gegeven hebt. Hans, ik heb de manier waarop jij mij begeleidt zeer prettig gevonden.

Last but not least wil ik mijn lieve vriendin Fenja danken. Fen, dank voor je begrip, je motivatie en je steun en bovenal dank voor jouw fijne afleiding. Ik waardeer je hierom enorm.

Utrecht, 15 oktober 2011

Joep

EXECUTIVE SUMMARY

In de huidige markt voor private vastgoedfondsen is de toegang tot equity cruciaal. Vastgoedfinanciers hanteren strengere voorwaarden bij het verstrekken van financieringen. Tevens zijn de condities waartegen een financiering verkregen kan worden veranderd. Het aandeel eigen vermogen dat ingebracht moet worden is sterk toegenomen sinds de kredietcrisis.

De toegang tot equity kan vergroot worden door het verbreden van de groep aandeelhouders in een privaat vastgoedfonds. Bijvoorbeeld door het ontwikkelen van een vastgoedfonds voor private en institutionele beleggers. In de Nederlandse vastgoedmarkt bestaat een dergelijk fonds (nog) niet. Private vastgoedfondsen bedienen óf private beleggers óf institutionele beleggers. Niet beiden. Om deze reden worden in dit onderzoek de mogelijkheden bestudeerd tot het verbreden van de groep aandeelhouders. Juist in deze tijd biedt dit kansen.

Het doel van dit onderzoek is het ontwikkelen van een Nederlands privaat vastgoedfonds voor private en institutionele beleggers. Dit heeft geleid tot de volgende centrale onderzoeksvraag:

In hoeverre is het mogelijk een privaat vastgoedfonds dusdanig te structureren dat zowel private als institutionele beleggers bereid zijn in het fonds te investeren?

Ter beantwoording van de centrale onderzoeksvraag is een theoretisch en een praktijkonderzoek uitgevoerd. Het theoretisch onderzoek is ingegaan op het vastgoedbeleggingsproces en op de verschillende redenen voor private en institutionele beleggers om in vastgoed te beleggen. Hieruit kwam naar voren dat de beleggers qua achtergrond, de wijze waarop zij in vastgoed beleggen en de mate van professionaliteit, van elkaar verschillen. De uitdaging voor de ontwikkeling van een gezamenlijk fonds is dan ook voornamelijk gelegen in de juiste afstemming van de doelgroepen.

Het praktijkonderzoek bestond uit twee delen; een kwalitatief en een kwantitatief onderzoek. Het doel van het kwalitatieve onderzoek was het richting geven aan de ontwikkeling van een gezamenlijk fonds. Hiertoe zijn interviews met experts gehouden op het gebied van het structureren van vastgoedfondsen. De belangrijkste uitkomst van het kwalitatieve onderzoek was dat grotere institutionele beleggers niet geïnteresseerd zijn in een gezamenlijk fonds omdat zij niet samen met private beleggers in een fonds willen investeren. Hierdoor valt deze categorie beleggers af als doelgroep voor een gezamenlijk fonds. Kleinere institutionele beleggers, family offices en grotere private beleggers bleken wel de juiste doelgroep te zijn. Deze beleggers lijken sterk op elkaar waardoor zij de beoogde doelgroep van het gezamenlijke fonds vormen.

Het kwantitatieve onderzoek is uitgevoerd door middel van een online enquête. Deze is verstuurd naar een zorgvuldig geselecteerde groep private en institutionele beleggers. De uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek bevestigde de uitkomst van het kwalitatieve onderzoek.

Deze onderzoeken hebben tot de conclusie geleid dat het mogelijk is een privaat vastgoedfonds voor beide typen beleggers te ontwikkelen onder de volgende voorwaarden:

- *Juiste afstemming doelgroepen*: grotere private beleggers en family offices vanuit de private kant en kleinere institutionele beleggers vanuit de institutionele hoek.
- *Scheiden van doelgroepen*: doelgroep wordt gescheiden worden door het opzetten van een feederstructuur.
- *Strategie*: specialistisch vastgoedfonds met een laag risico/rendementsprofiel ('core'-vastgoedfonds)
- *Open-end funds*: ter verhoging van de liquiditeit van de deelname.
- *Corporate governance*: inrichten conform richtlijnen van INREV.

Indien het fonds aan bovenstaande voorwaarden voldoet bestaat de overtuiging dat het fonds gaat slagen in de markt. Hierdoor ontstaat een vastgoedfonds, dat uniek is in zijn soort en mogelijk op termijn als eerste gezamenlijk Nederlands vastgoedfonds in de markt gezet wordt.

1	Inleiding	5
1.1	Aanleiding.....	5
1.2	Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	6
1.3	Opbouw onderzoek.....	7
1.4	Afbakening	8
2	Beleggen in vastgoed	9
2.1	Vastgoed als belegging	9
2.2	Type beleggers.....	10
2.3	Manieren van beleggen in vastgoed	12
2.4	Private vastgoedfondsen	14
2.5	Fiscaliteit en private vastgoedfondsen	16
2.6	Markt voor private vastgoedfondsen	17
3	Investeringsanalyse per type belegger.....	21
3.1	Behavioral finance.....	22
3.2	Redenen investeren in vastgoedfondsen voor private en institutionele beleggers	24
3.3	Verschil redenen private versus institutionele beleggers	28
3.4	Vastgoedfondsstructuren	29
3.5	Relevante criteria vastgoedfondsstructuur	30
3.6	Relevante risico's.....	32
3.7	Corporate governance.....	33
3.8	Deelconclusie.....	34
4	Onderzoeksmethodologie	36
4.1	Onderzoeksmethoden.....	36
4.2	Kwalitatief onderzoek.....	36
4.3	Kwantitatief onderzoek	38
4.4	Respons kwalitatief en kwantitatief onderzoek	39
5	Data en analyse.....	41
5.1	Uitkomsten kwalitatief onderzoek	41
5.2	Conclusie kwalitatief onderzoek.....	46
5.3	Uitkomsten kwantitatief onderzoek.....	47
5.4	Conclusie kwantitatief onderzoek	52
6	Ontwikkeling gezamenlijk vastgoedfonds.....	54
6.1	Strategie	54
6.2	Doelgroep.....	56
6.3	Juridische structuur	57
6.4	Fiscale behandeling	59
6.5	Corporate governance.....	60
6.6	Feestructuur	61
6.7	Haalbaarheid.....	62
7	Conclusies	64
7.1	Conclusie en samenvatting.....	64
7.2	Beantwoording centrale onderzoeksvraag.....	65
7.3	Beperkingen.....	66
7.4	Aanbeveling voor toekomstig onderzoek	67
	LITERATUURLIJST.....	68
	BIJLAGE A Geïnterviewde experts	70

BIJLAGE B Benaderde IVBN-leden	72
BIJLAGE C Enquête tbv kwantitatief onderzoek	73
BIJLAGE D Vragenlijst kwalitatief onderzoek.....	77
BIJLAGE E Algemene afkortingenlijst.....	78
BIJLAGE F Corporate governance best practice review 2010	79
BIJLAGE G Respons private beleggers	80
BIJLAGE H Respons institutionele beleggers (uitvoerders).....	88
BIJLAGE I Respons institutionele beleggers (beleggingsfondsen).....	97

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Onder invloed van de kredietcrisis is de vastgoedbeleggingsmarkt structureel veranderd. Vastgoed wordt steeds minder een financieel instrument en keert weer terug naar haar basisbeginselen; een lange termijn belegging die een stabiel rendement gedurende de looptijd kan opleveren en daarnaast bescherming biedt tegen inflatie. De waarde van vastgoed is in alle vastgoedsectoren naar beneden bijgesteld, risicopercepties zijn veranderd waardoor er veel minder activiteit op de markt is dan voor de kredietcrisis. Daarnaast hanteren vastgoedfinanciers strengere voorwaarden ten aanzien van het verstrekken van kredieten voor vastgoedbeleggingen. Tevens zijn de voorwaarden waartegen financieringen verstrekt worden veranderd. Dit heeft ervoor gezorgd dat bevoorschotting aanzienlijk lager is en de gevraagde vergoeding voor het verkrijgen van een financiering hoger.

Gezien de sterk veranderde markt voor vastgoedbeleggingen en de strengere eisen die banken stellen ten aanzien van het verkrijgen van een financiering wordt de toegang tot equity (eigen vermogen, ingelegd vermogen in een vastgoedfonds) steeds belangrijker. Het ABN AMRO MeesPierson Real Estate Growth Fund NV (REGF) is een privaat vastgoedfonds voor private bank cliënten (private beleggers, goede doelen, stichtingen en charitas) van ABN AMRO MeesPierson dat belegt in logistiek en bedrijfsmatig vastgoed in Nederland en in de toekomst mogelijk daarbuiten. Het REGF is een vastgoedfonds dat toegang heeft tot equity middels het vermogen dat zij beheert en belegt voor haar investeerders en mogelijk voor toekomstige investeerders. Het fonds heeft een duidelijke groeidoelstelling en de huidige markt biedt interessante kansen om deze groeidoelstelling te realiseren en het fonds verder te spreiden waardoor het risico/rendementsprofiel verder verbetert. Om die groeidoelstelling te verwezenlijken en daarmee een verdere spreiding in het fonds aan te brengen is de toegang tot equity essentieel in de huidige markt.

Toegang equity cruciaal

De toegang tot equity zou vergroot kunnen worden door een vastgoedfonds te structureren dat zowel private als institutionele beleggers, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen (Van Gool e.a., 2001), bedient. Door ook institutionele beleggers te bedienen wordt de potentiële doelgroep van het fonds groter. De benodigde equity is met name aanwezig bij institutionele beleggers. Indien zowel private als institutionele beleggers in één vastgoedfonds kunnen investeren wordt de toegang tot equity vergroot. Immers de vijver waaruit gevist kan worden is een stuk groter. Momenteel bestaat er slechts één Nederlands vastgoedfonds voor beide typen beleggers. Op dit fonds wordt in de volgende alinea ingegaan. Dit onderzoek gaat in op de ontwikkeling van een Nederlands privaat vastgoedfonds voor private en institutionele beleggers.

Het belang voor de vastgoedmarkt en voor ABN AMRO MeesPierson

Nederlandse private vastgoedfondsen zijn zo gestructureerd dat zij of private beleggers of institutionele beleggers bedienen. Dit heeft te maken met de verschillende achtergrond en daarmee de wijze waarop belegd wordt. Hierbij gaat het om beleggingsdoelstelling, beleggingshorizon, mate van professionaliteit etc. Momenteel is er slechts één privaat vastgoedfonds (Bouwfonds European Parking Fund III) bekend voor zowel private als institutionele beleggers. Dit fonds is initieel opgezet als een fonds voor internationale institutionele beleggers die wilden investeren in Europese parkeergarages. Echter, toen één van de institutionele beleggers afstand wenste te doen van haar deelneming en deze deelneming niet onder de reeds deelnemende en externe institutionele beleggers geplaatst kon worden, is het fonds dusdanig gestructureerd dat ook private beleggers konden deelnemen. Momenteel wordt de vrijgekomen deelneming geplaatst bij private beleggers.

Gezien het huidige belang van de toegang tot equity is het interessant te onderzoeken of, en zo ja hoe, een privaat vastgoedfonds ontwikkeld en gestructureerd kan worden voor beide typen beleggers. Het kan als blauwdruk dienen voor toekomstige Nederlandse private vastgoedfondsen die zich willen richten op private en institutionele beleggers. Het verschil met het Bouwfonds European Parking Fund III is dat

dit onderzoek ingaat op Nederlandse private en institutionele beleggers die in Nederlands vastgoed willen beleggen. Het parkeerfonds van Bouwfonds is opgezet voor internationale institutionele beleggers die in Europees vastgoed willen investeren. Hierdoor is een andere fiscale behandeling en andere wet- en regelgeving op het parkeerfonds van toepassing. Dit heeft consequenties voor de algehele structuur van het fonds.

Dit onderzoek levert een bijdrage aan het vaststellen van de kenmerken van en de voorwaarden voor een gezamenlijk privaat vastgoedfonds voor private en institutionele beleggers die in Nederlands vastgoed willen investeren. Een dergelijk privaat vastgoedfonds bestaat niet waardoor de uitkomsten van dit onderzoek als blauwdruk kunnen dienen voor een gezamenlijk fonds.

Voor ABN AMRO MeesPierson biedt het een mogelijkheid een nieuw vastgoedproduct aan bestaande en nieuwe cliënten aan te bieden waardoor haar totale productenpakket verder vergroot en gespecialiseerd wordt.

Daarnaast is gevraagd de mogelijkheden te bestuderen tot het bereiken van een grotere doelgroep cliënten voor de vastgoedfondsen van ABN AMRO MeesPierson en speelt het onderliggende strategische vraagstuk. Hoe de toegang tot equity vergroot kan worden is momenteel een concreet strategisch vraagstuk dat binnen ABN AMRO MeesPierson.

Tenslotte bestaat er de mogelijkheid om als één van de eerste aanbieders van private vastgoedfondsen in Nederland een dergelijk vastgoedfonds in de Nederlandse markt te zetten. Hierdoor kan ABN AMRO MeesPierson mogelijk op termijn een unieke positie in de markt voor private vastgoedfondsen verkrijgen (first-mover advantage).

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Voortvloeiend uit de hierboven geschetste situatie waarin de markt voor indirecte vastgoedfondsen zich momenteel bevindt, de overwegingen die dat met zich meebrengt en het strategische vraagstuk dat momenteel concreet binnen ABN AMRO MeesPierson speelt, heeft geleid tot de centrale onderzoeksvraag:

In hoeverre is het mogelijk een privaat vastgoedfonds dusdanig te structureren dat zowel private als institutionele beleggers bereid zijn in het fonds te investeren?

Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden zal er in dit onderzoek ingegaan worden op de volgende deelvragen:

- 1 *Wat zijn de voor- en nadelen van het investeren in private vastgoedfondsen?*
- 2 *Hoe ziet de markt voor private vastgoedfondsen eruit?*
- 3 *Wat zijn de redenen en selectiecriteria per type belegger om in een privaat vastgoedfonds te investeren en verschillen deze per type belegger?*
- 4 *Zouden beide typen beleggers gezamenlijk in één privaat vastgoedfonds willen investeren en wat zouden dan de kenmerken van dat fonds zijn?*
- 5 *Hoe zou een dergelijke structuur eruit zien?*
- 6 *Is het haalbaar om een dergelijke structuur in de praktijk op te zetten dusdanig dat beide typen beleggers ook daadwerkelijk gaan investeren in dat fonds?*

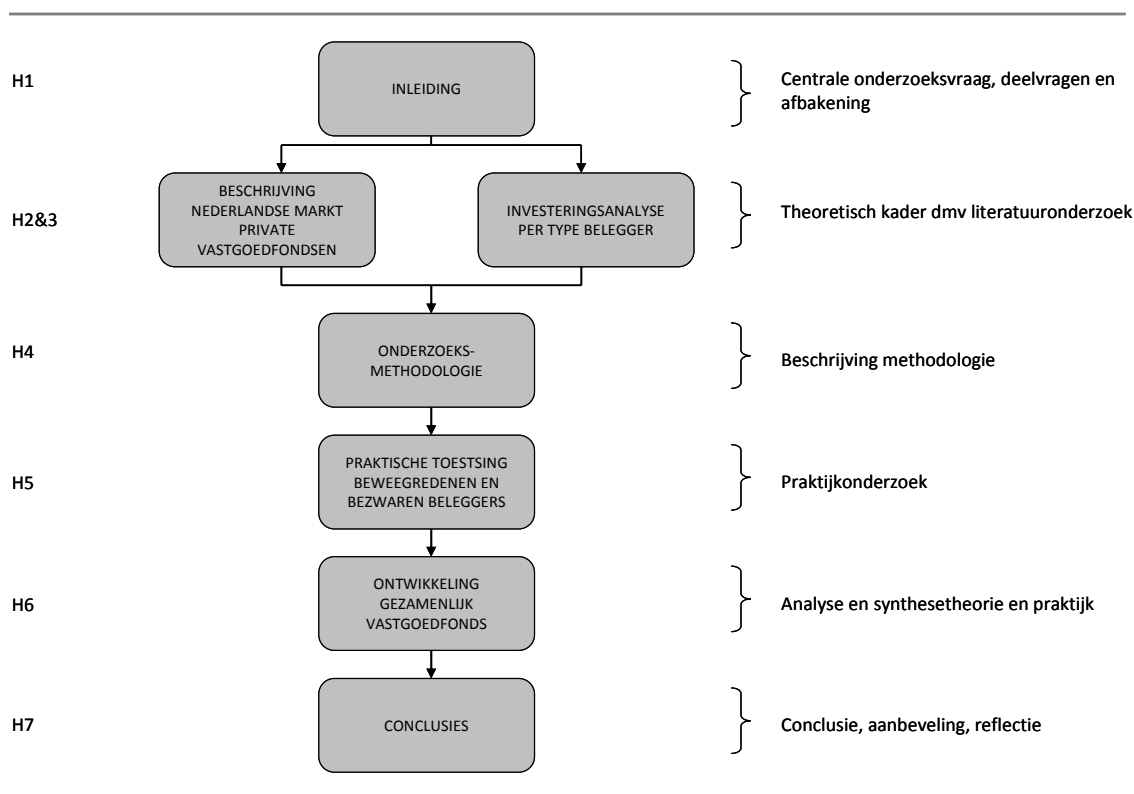
Door dit onderzoek heen zal in verschillende hoofdstukken antwoord gegeven worden op de hierboven geformuleerde deelvragen.

Doelstelling

De doelstelling van dit onderzoek is het ontwikkelen van een structuur voor een gezamenlijk privaat vastgoedfonds, waarbij deze structuur als blauwdruk kan dienen voor een fonds dat mogelijk in de toekomst in de markt gezet gaat worden, indien uit dit onderzoek naar voren komt dat een dergelijk fonds technisch en commercieel haalbaar is. De blauwdruk beschrijft onder andere de strategie van het gezamenlijke fonds evenals de doelgroep, juridische structuur, fiscale behandeling, corporate governance, feestructuur en de haalbaarheid van het gezamenlijke fonds.

1.3 Opbouw onderzoek

In onderstaande figuur is schematisch weergegeven hoe dit onderzoek is opgebouwd.



Figuur 1: Opbouw onderzoek

Na de inleiding wordt in hoofdstuk 2 een beschrijving gegeven van het beleggen in vastgoed in het algemeen. Tevens wordt er beschreven waarom in vastgoed wordt belegd, door wie en op welke manieren dat plaats kan vinden. Het beleggen in private vastgoedfondsen wordt nader toegelicht. Dit hoofdstuk sluit af met een beschrijving van de markt voor private vastgoedfondsen. Vervolgens worden de kenmerken en de voor- en nadelen van het beleggen in private vastgoedfondsen in kaart gebracht. Deelvraag 1 wordt beantwoord in paragraaf 2.5, in paragraaf 2.6 deelvraag 2.

Hoofdstuk 2 en 3 vormen samen het theoretisch kader van dit onderzoek. Paragraaf 3.1 gaat in op de theorie over behavioral finance een onderwerp uit de wetenschap dat ingaat op het gedrag van beleggers bij het nemen van investeringsbeslissingen. In paragraaf 3.2 worden de redenen in kaart gebracht voor het investeren in private vastgoedfondsen voor zowel private als institutionele beleggers. Deelvraag 3 wordt beantwoord in paragraaf 3.2. Vervolgens worden verschillende Nederlandse vastgoedfondsstructuren beschreven en worden de relevante criteria en risico's die aan de verschillende structuren verbonden zijn, weergegeven. Tevens wordt ingegaan op het onderwerp corporate governance dat steeds belangrijker wordt in de huidige markt.

Hoofdstuk 4 beschrijft de onderzoeksmethodologie van dit onderzoek. In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe het onderzoek is opgezet en waarom voor deze opzet gekozen is. Dit hoofdstuk sluit af met een beschrijving van de respons die is voortgekomen uit het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek.

In hoofdstuk 5 worden de uitkomsten van het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek beschreven. Tevens wordt er ingegaan op de implicaties van deze uitkomsten ten aanzien van de structuur van het gezamenlijke vastgoedfonds. Vervolgens worden de uitkomsten van het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek beschreven en wordt ingegaan welke implicaties de uitkomsten hebben voor de structurering van het gezamenlijke vastgoedfonds. Er wordt per type belegger beschreven wat de bezwaren en voorwaarden zijn aan een dergelijk fonds. In paragraaf 5.4 wordt antwoord gegeven op deelvraag 4.

Nadat het praktijkonderzoek is beschreven in hoofdstuk 5 en is ingegaan op de uitkomsten en de implicaties die de uitkomsten hebben op het te structureren gezamenlijke vastgoedfonds, wordt in hoofdstuk 6 de structuur ontwikkeld van het gezamenlijke vastgoedfonds. Er wordt ingegaan op onderwerpen als strategie van het fonds, doelgroep, de gekozen juridische structuur, fiscale behandeling, corporate governance van het fonds en de gekozen feestructuur. In paragraaf 6.3 wordt deelvraag 5 beantwoord en in paragraaf 6.7 deelvraag 6. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een beschrijving van de technische en commerciële haalbaarheid van het fonds.

In hoofdstuk 7 bevat de conclusie van dit onderzoek. Paragraaf 7.1 beantwoordt deelvraag 6, waarna in de aansluitende paragraaf, 7.2, antwoord wordt gegeven op de centrale onderzoeksvraag. Tevens bevat dit hoofdstuk een discussie van dit onderzoek waarin de beperkingen van dit onderzoek worden besproken en waar aanbevelingen worden gedaan voor toekomstig onderzoek.

In dit onderzoek worden afkortingen gebruikt welke zijn opgenomen in bijlage E Algemene afkortingenlijst.

1.4 Afbakening

In dit onderzoek ligt de focus op de mogelijkheid tot het structureren van een Nederlands privaat vastgoedfonds voor private en institutionele beleggers met een Nederlandse zetel, dat investeert in Nederlands vastgoed. Beursgenoteerde vastgoedfondsen worden in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten. Het onderzoek wordt uitgevoerd vanuit het perspectief van de fondsaanbieder en richt zich op de structurering van een privaat vastgoedfonds, rekening houdend met de specifieke wensen en eisen van private en institutionele beleggers ten aanzien van een gewenste vastgoedfondsstructuur. Het onderzoek wordt gehouden onder institutionele beleggers die lid zijn van de Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland (IVBN) en grotere particuliere beleggers in private vastgoedfondsen van ABN AMRO MeesPierson. In dit onderzoek wordt de herfinancieringsproblematiek op de korte en/of middellange termijn (0-5 jaar) waar veel vastgoedfondsen mee te maken krijgen, buiten beschouwing gelaten.

2 Beleggen in vastgoed

Om een duidelijk beeld te geven van het proces van het beleggen in private vastgoedfondsen en de beweegredenen per type belegger zal paragraaf 2.1 een algemene introductie geven van het beleggen in vastgoed. Hierna zal op het beleggen in private vastgoedfondsen worden ingegaan, waar dit onderzoek zich op richt. In paragraaf 2.2 wordt uitgelegd wat private en institutionele beleggers zijn. Vervolgens beschrijft paragraaf 2.3 verschillende manieren om in vastgoed te beleggen en paragraaf 2.4 het beleggen in private vastgoedfondsen. Tevens wordt in paragraaf 2.4 antwoord gegeven op deelvraag 1: *Wat zijn de voor- en nadelen van het investeren in private vastgoedfondsen?*

Fiscaliteit is een belangrijk onderwerp bij het beleggen in vastgoed, om die reden wordt dit onderwerp apart besproken in paragraaf 2.5. De laatste paragraaf beschrijft de markt voor private vastgoedfondsen geschetst zodat een beeld van deze markt gevormd kan worden. Actualiteiten en omvang van de markt worden beschreven, zodat de aanleiding voor het onderwerp van dit onderzoek in het juiste perspectief gezien kan worden.

2.1 Vastgoed als belegging

Onder beleggen in vastgoed wordt verstaan het direct dan wel indirect vastleggen van vermogen in onroerend goed, met het doel om uit de exploitatie en verkoop van onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren (Van Gool e.a., 2007). Voor een belegger is vastgoed derhalve een vermogen genererend product. Vastgoed wordt door beleggers om verschillende redenen opgenomen in hun totale beleggingsportefeuille. Deze zijn bijvoorbeeld:

- *Samenstelling van het rendement van vastgoed.* Het rendement op vastgoed bestaat uit twee componenten; direct en indirect rendement. Direct rendement wordt gegenereerd uit de exploitatie van het vastgoed (huuropbrengst minus de kosten van het vastgoed, bijvoorbeeld onderhoud). Indirect rendement wordt gegenereerd bij waardeinstijging of –daling van het onderliggende vastgoed.
- *Rendement- en risicokarakteristieken van vastgoed.* Beleggingen in vastgoed hebben een lage correlatie met aandelen en obligaties waardoor vastgoed als onderdeel van een totale beleggingsportefeuille het risico van die portefeuille verlaagt.
- *Diversificatie.* Om het risico in een beleggingsportefeuille te verlagen, worden de beleggingen gediversificeerd. Dit houdt in dat beleggingen worden aangehouden die een lage correlatie met elkaar hebben. Tevens kan er diversificatie worden aangebracht door bijvoorbeeld in meerdere landen vastgoed aan te kopen van verschillende vastgoedsectoren (logistiek vastgoed, woningen, winkels en kantoren).
- *Bescherming tegen inflatie.* Doordat huurprijzen jaarlijks, doorgaans contractueel op basis van standaard ROZ-huurovereenkomst, worden aangepast aan het prijsindexcijfer (vastgesteld door CBS), biedt een investering in vastgoed bescherming tegen inflatie. Met name in perioden waarin inflatie optreedt levert vastgoed daardoor een positieve bijdrage aan het rendement van een totale beleggingsportefeuille.
- *Markt is inefficiënt.* In tegenstelling tot de aandelen- en obligatiemarkt voldoet vastgoed niet aan de definitie van een perfecte markt. Transactiekosten zijn hoog, er is geen sprake van volledige mededinging, het product en de markt is heterogeen en marktinformatie is voor slechts een beperkte groep voor handen. Hierdoor is niet alle informatie in vastgoedwaarden opgenomen. Indien dus beschikt kan worden over exclusieve informatie is het mogelijk de markt te verslaan en rendementen te realiseren die hoger zijn dan op grond van het risico aangehouden mag worden (Van Gool e.a., 2007).

Naast de bovengenoemde redenen voor het beleggen in vastgoed wordt er steeds meer aandacht besteed aan transparantie en informatievoorziening. Hierdoor heeft de interesse in deze asset class de laatste jaren aan terrein gewonnen. Zo worden er wereldwijd indices voor vastgoed bijgehouden (ROZ IPD en NCREIF) en wordt de beschikbaarheid van marktinformatie steeds groter.

Alvorens in te gaan op de verschillende manieren waarop in vastgoed belegd kan worden wordt er in paragraaf 2.2 eerst ingegaan op de verschillende beleggers daar deze begrippen veel gebruikt worden in het verdere onderzoek. Hierdoor kan de inhoud van de daarop volgende paragrafen beter in zijn context worden geplaatst.

2.2 Type beleggers

Op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt zijn zowel private als institutionele beleggers actief. Beide typen beleggers verschillen van elkaar waar het gaat om de mate van professionaliteit, de omvang van het vermogen waarmee belegd wordt, beleggingsdoelstellingen en de termijn waarop zij beleggen. Beide typen beleggers worden hieronder kort omschreven.

Private beleggers

Er is niet één groep private beleggers te definiëren. Private beleggers investeren in vastgoed op verschillende manieren en met verschillende bedragen. Tevens is de ene private belegger professioneler dan de andere. Om onderscheid te maken naar type private belegger in het kader van dit onderzoek is deze groep beleggers in drie categorieën verdeeld. Deze zijn:

1. private beleggers die in beursgenoteerde vastgoedfondsen investeren;
2. private beleggers die in private vastgoedfondsen investeren;
3. family offices.

Ad1. Private beleggers in beursgenoteerde vastgoedfondsen

Dit type belegger kan met kleine of grotere bedragen in beursgenoteerde vastgoedfondsen beleggen door aandelen op de beurs te verhandelen. Het is de vraag of deze groep private beleggers bewust in vastgoedfondsen investeert of dat zij het betreffende aandeel interessant vinden en de onderliggende asset toevallig vastgoed is. Er wordt aangenomen dat deze beleggers zich niet specifiek op vastgoed richten en worden om die reden in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

Ad 2. Private investeerders in private vastgoedfondsen

De deelnemingsgrootte in een privaat vastgoedfonds is doorgaans hoger dan de deelnemingsgrootte in een beursgenoteerd vastgoedfonds. Deelname in bepaalde private vastgoedfondsen is mogelijk vanaf enkele duizenden Euro's tot enkele miljoenen Euro's. Deze groep private beleggers lijkt duidelijk te kiezen voor het investeren in vastgoed. Uit onderzoek van de heer Berkhout in samenwerking met Adviesgroep Reyers van Buuren (2007) onder een grote groep private beleggers, blijkt dat deze groep private beleggers in het algemeen gekarakteriseerd kan worden als een hoog opgeleide gehuwde man van middelbare leeftijd met twee kinderen waarbij het overgrote deel een vrij beroep heeft, zelfstandig ondernemer of directeur-grootaandeelhouder is.

Het behoeft geen toelichting dat het beleggen in vastgoed doorgaans wordt gekwalificeerd als een illiquide belegging. Dit betekent dat het geïnvesteerde vermogen doorgaans voor een langere periode vast staat. Dit leidt tot de voorzichtige conclusie dat deze groep beleggers over het algemeen vermogende individuen zijn.

Dan is er nog de deelname grens van EUR 50.000 die door de AFM gesteld is. De AFM heeft deze grens ingesteld om beleggers in private vastgoedfondsen, die voor kleinere bedragen dan EUR 50.000 beleggen in een privaat vastgoedfonds, een vorm van bescherming te bieden. Deze fondsen zijn onder AFM-toezicht gesteld. Indien beleggers deelnemen in vastgoedfondsen met een minimale deelname van EUR 50.000, worden deze beleggers door de AFM gezien als 'professionele' beleggers. Zij worden geacht in staat te zijn alle risico's die aan de betreffende belegging verbonden zijn, zelf in te kunnen schatten. Deze fondsen staan niet onder verplicht toezicht van de AFM. Overigens wordt de grens van EUR 50.000 binnenkort verhoogd naar EUR 100.000.

Ad 3. Family offices

Family offices zijn organisaties die het privévermogen van een vermogende familie beheren. Het kapitaal van deze organisatie is het vermogen van de betreffende familie. Binnen deze family offices zijn

specialisten werkzaam op het gebied van obligaties, aandelen en andere financiële producten zoals vastgoed. Deze groep private beleggers wordt gezien als zeer ervaren en professioneel, daar zij zich gedragen als institutionele beleggers in de wijze waarop zij in vastgoed beleggen (omvang vermogen, termijn, etc.) Hierop wordt nader ingegaan in paragraaf 6.2.

Voor een eenduidig begrip van het begrip private beleggers wordt het volgende vast gesteld:

Indien er in dit onderzoek over private beleggers wordt gesproken, worden daar (i) private investeerders in vastgoedfondsen en (ii) family offices mee bedoeld.

Private beleggers vormen een heterogene groep. Deze groep beleggers verschilt onderling sterk waar het gaat om (i) termijn waarop belegd wordt, (ii) de rendementsdoelstelling die nagestreefd wordt en (iii) de omvang van het vermogen waarmee belegd wordt. Het hangt helemaal af van de risicobereidheid van een private belegger welke rendementsdoelstelling de belegger nastreeft. Maar indien er gekeken wordt naar bovenstaande typering van private beleggers, kan gesteld worden dat de termijn waarop belegd wordt en de omvang van het vermogen waarmee het beleggen plaatsvindt, oploopt van beleggers die vastgoedaandelen op de beurs verhandelen naar family offices. Laatstgenoemde groep private beleggers hebben een lange termijn beleggingshorizon en beleggen met een groot vermogen. Deze groep is dusdanig professioneel en beschikt over veel (vastgoed)expertise dat deze groep zich als institutionele beleggers laat kwalificeren.

Institutionele beleggers

Institutionele beleggers zijn pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen (Van Gool e.a., 2001). Voor een institutionele belegger is het van belang dat hij aan zijn toekomstige verplichtingen kan voldoen. Bijvoorbeeld het uitkeren van pensioen- en verzekeringsgelden. De grotere institutionele beleggers in Nederland hebben zich aangesloten bij de IVBN, de Institutionele Vereniging voor Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN). In bijlage B is een overzicht opgenomen van de leden van de IVBN. Het lidmaatschap van de IVBN staat open voor institutionele vastgoedbeleggers die minimaal EUR 100 miljoen in Nederlands onroerend goed hebben geïnvesteerd. De IVBN leden zijn benaderd om deel te nemen aan het kwantitatieve gedeelte van dit onderzoek. Hierop wordt nader ingegaan in paragraaf 4.1.

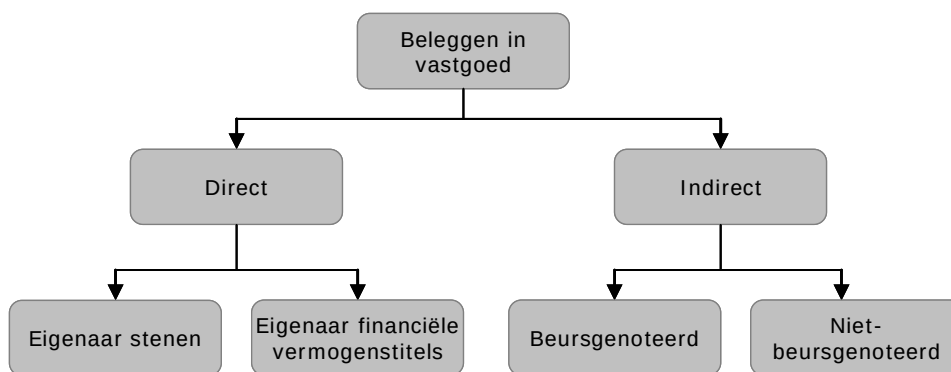
Private versus institutionele beleggers

Het grote verschil met de heterogene groep private beleggers, is dat institutionele beleggers een homogene groep vormen. Weliswaar verschillen institutionele beleggers van elkaar qua omvang, ze beleggen nagenoeg allemaal voor de lange termijn en dienen te voldoen aan hun toekomstige verplichtingen, waardoor zij een bepaalde rendementsdoelstelling hebben. Deze doelstelling wijkt bij institutionele beleggers onderling minder sterk af dan dat deze afwijkt onder private beleggers. Een ander verschil is dat private beleggers doorgaans meer opportunistische beleggers zijn. Wanneer zij winst kunnen maken op een project zullen zij eerder geneigd zijn dat te doen dan institutionele beleggers.

Het is de verwachting dat de hierboven beschreven verschillen tussen private en institutionele beleggers mogelijk knelpunten opleveren bij het structureren van een gezamenlijk fonds. Het literatuuronderzoek in hoofdstuk 3 en het praktijkonderzoek in hoofdstuk 5 zullen uitwijzen of deze verwachting gegrond is en of er een oplossing bestaat voor eventuele knelpunten.

2.3 Manieren van beleggen in vastgoed

Het beleggen in vastgoed vindt op verschillende manieren plaats. In onderstaand figuur zijn deze schematisch weergegeven.

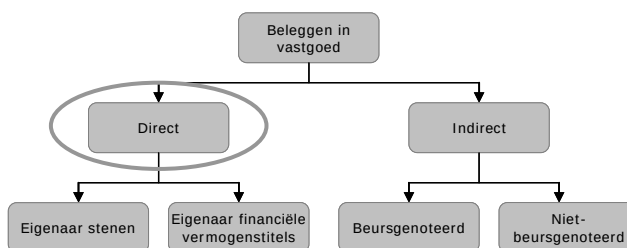


Figuur 2: Manieren om in vastgoed te beleggen

Hieronder zullen de verschillende manieren van het beleggen in vastgoed worden toegelicht.

Direct beleggen

Bij deze wijze van beleggen in vastgoed is de belegger rechtstreeks eigenaar van het vastgoed (eigenaar stenen) of eigenaar van financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten uit de exploitatie van het vastgoed. Tevens heeft de belegger én een meerderheidsbelang én de zeggenschap over het management van het vastgoed (Van Gool e.a., 2007).



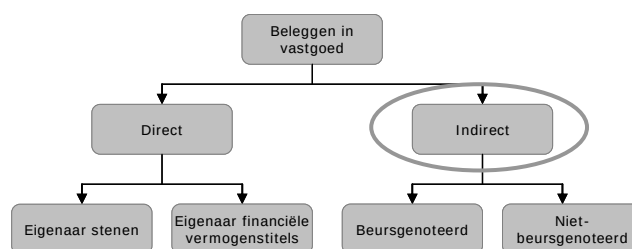
Voordelen van het beleggen in direct vastgoed zijn:

- *Hoge mate van controle over vastgoed.* Beleggers kunnen zelf de gewenste portefeuille samenstellen of investeren in een bepaald type vastgoed dat hen het meest aanspreekt. Tevens kunnen zij zelf besluiten wanneer en tegen welke prijs vastgoed wordt verhandeld.
- *Actief management.* Door het vastgoed actief te managen kan waarde toegevoegd worden.
- *Lagere volatiliteit.* De waarde van vastgoed is minder aan schommelingen onderhevig dan indirect vastgoed indien er geen transactie tot stand wordt gebracht.

Het nadeel van het beleggen in direct vastgoed is dat deze wijze van beleggen kennis- en managementintensief is. Er is kennis nodig van de regio en de vastgoedsector waarin belegd wordt om een goede investering te doen. Tevens zijn de eenheidsprijzen van direct vastgoed hoog waardoor het minder eenvoudig is om met kleine investeringen een verantwoorde spreiding in de vastgoedportefeuille aan te brengen. Daarnaast kan een directe vastgoedbelegging als illiquide worden aangemerkt. Elk vastgoedobject is uniek (locatie, type vastgoed, staat van onderhoud, type huurder) en de markt voor direct vastgoed wordt gekenmerkt door één-op-één transacties. Hierdoor komen transacties minder makkelijk tot stand dan bijvoorbeeld aandelentransacties waarbij identieke standaardeenheden worden verhandeld tussen een grote hoeveelheid kopers en verkopers.

Indirect beleggen

Bij deze wijze van beleggen in vastgoed is de belegger niet rechtstreeks eigenaar van het vastgoed maar eigenaar van financiële vermogenstitels die recht geven op de opbrengsten uit de exploitatie van het vastgoed. Het grote verschil met financiële vermogenstitels bij direct beleggen is dat de belegger bij het indirect beleggen in vastgoed, géén meerderheidsbelang heeft en géén zeggenschap over het management kan uitoefenen (Van Gool e.a., 2007). De belangrijkste voordelen van het indirect beleggen ten opzichte van direct beleggen zijn:

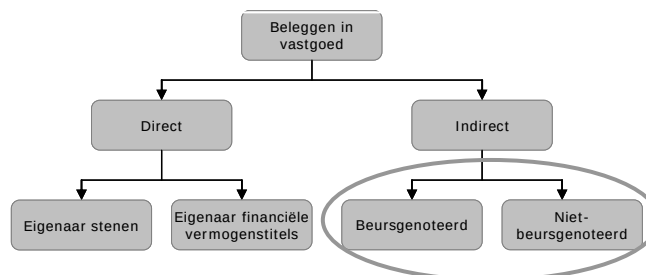


- Grotere mate van liquiditeit; financiële vermogenstitels zijn eenvoudiger te verhandelen dan direct vastgoed.
- Lokale kennis van de vastgoedsector en de regio is niet noodzakelijk, men gaat ervan uit dat de initiatiefnemer hierover beschikt.
- Er kan voor kleinere bedragen geïnvesteerd worden en toch een goede risicospreiding in een gediversificeerde beleggingsportefeuille realiseren.
- Mogelijkheid tot het samenstellen van de gewenste portefeuille door te investeren in meerdere, gespecialiseerde vastgoedfondsen (diversificatie mogelijkheden).

Nu het onderscheid tussen direct en indirect beleggen is gemaakt, zal hieronder verder worden ingegaan op het indirect beleggen in vastgoed aangezien dit de focus van dit onderzoek is.

Niet-beursgenoteerd beleggen

Indirect beleggen in vastgoed kan plaatsvinden middels beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zoals uit de figuur hiernaast valt op te maken. Beleggen in een beursgenoteerd vastgoedfonds is voor dit onderzoek niet relevant en zal om die reden niet nader worden behandeld.



Bij het beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt de belegger gedeeltelijk eigenaar van het betreffende fonds.

Aan het deelnemen in een niet-beursgenoteerd vastgoedfonds zijn door de initiatiefnemer meestal beperkingen gesteld. Hierbij kan gedacht worden aan een maximum aantal deelnemers en een minimale omvang van de deelname. Hierdoor is het aantal deelnemers lager dan bij een beursgenoteerd vastgoedfonds. Indirecte, niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben vaak een specialistisch karakter. Voorbeelden hiervan zijn een vastgoedfonds dat investeert in logistieke centra in Nederland of in parkeergarages in de Benelux, ieder met hun eigen specifieke risico/rendementsprofiel. Door deelname in verschillende gespecialiseerde vastgoedfondsen stellen beleggers hun gewenste portefeuille samen.

Deze laatste vorm van beleggen staat in dit onderzoek centraal: indirect beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. In dit onderzoek wordt dit een privaat vastgoedfonds genoemd.

2.4 Private vastgoedfondsen

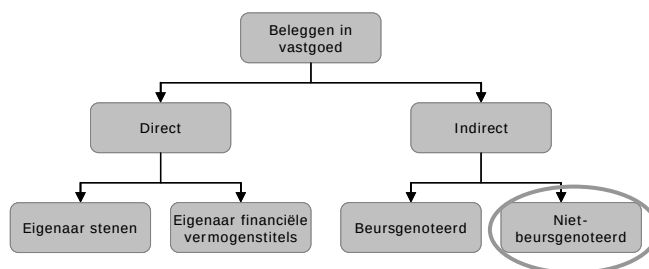
Dit onderzoek richt zich op private vastgoedfondsen. Hieronder zal daarom nader ingegaan worden op deze wijze van beleggen in vastgoed en zullen de voor- en nadelen van het investeren in private vastgoedfondsen besproken worden waarmee antwoord gegeven wordt op deelvraag 1: *Wat zijn de voor- en nadelen van het investeren in private vastgoedfondsen?*

Het beleggen in private vastgoedfondsen heeft doorgaans hetzelfde risico/rendementsprofiel als een identieke directe vastgoedbelegging. De directe en indirecte rendementen worden namelijk bepaald door het onderliggende vastgoed, de rente en de inflatie. Echter, het rendement en volatiliteit van de belegging op fondsniveau worden beïnvloed door de gebruikte leverage en de fiscale structurerings.

Beleggers kunnen middels het beleggen in private vastgoedfondsen profiteren van de specifieke kennis van de regio en de vastgoedsector van de initiatiefnemer. Er is geen managementvehikel nodig om de assets te managen; dit wordt gedaan door de initiatiefnemer. Hiervoor betaalt de belegger een fee aan de initiatiefnemer.

Een belegger baseert zijn keuze voor een privaat vastgoedfonds op basis van de trade-off tussen het betalen van een fee ten opzichte van het zelf direct investeren in vastgoed en het beheren ervan. Hier tegenover staat een grotere mate van operationeel gemak en de mogelijkheid tot het relatief eenvoudig aanbrengen van spreiding in zijn portefeuille (Van Gool e.a., 2007).

Het beleggen in private vastgoedfondsen vindt plaats voor een vooraf overeengekomen periode of voor onbepaalde tijd, in een juridische entiteit welke in vastgoed belegt. Elk privaat vastgoedfonds kenmerkt zich op zijn eigen manier. Op deze fondsspecifieke kenmerken baseren beleggers hun keuze om in het betreffende fonds te investeren of niet. Deze kenmerken zijn onder andere:



- **Strategie en investeringsbeleid.** De beleggingsstrategie is het belangrijkste kenmerk van een vastgoedfonds. Hierbij kan gedacht worden aan de vastgoedsector (woningen, winkels, logistiek, kantoren) en de regio's/landen waarin geïnvesteerd wordt en het specifieke risico/rendementsprofiel van het fonds. De strategie van een vastgoedfonds geeft de randvoorwaarden aan waarbinnen de manager van het fonds mag handelen om de doelstellingen van het fonds te realiseren.
- **Manager.** De manager van het vastgoedfonds is verantwoordelijk voor het uitvoeren van de strategie en streeft naar realisatie van de doelstellingen van het fonds. Het trackrecord en de reputatie van de manager spelen een belangrijke rol bij de keuze van beleggers voor een privaat vastgoedfonds.
- **Fondskosten en performancedoelstellingen.** Een ander belangrijk kenmerk zijn de kosten die een fonds maakt voor bijvoorbeeld het beheer (commercieel, technisch en administratief) van een portefeuille. De kostenstructuur (feestructuur) is van invloed op het uiteindelijke rendement van het fonds.
- **Corporate governance.** De corporate governance van een fonds geeft aan hoe het toezicht op het fonds geregeld is en op welke wijze de manager de belangen van de investeerders zo goed als mogelijk behartigt. Corporate governance van een onderneming geeft in algemene zin aan hoe een onderneming goed, efficiënt en verantwoord geleid dient te worden en op welke wijze er verantwoording afgelegd wordt over het gevoerde beleid richting belanghebbenden, waaronder de eigenaren (aandeelhouders), werknemers, afnemers en de samenleving als geheel.

Het antwoord op de eerste deelvraag: *Wat zijn de voor- en nadelen van het investeren in private vastgoedfondsen*, luidt kort samengevat als volgt.

Voordelen:

- Mogelijkheid tot profiteren specifieke kennis fondsmanager; lokale kennis van de markt niet noodzakelijk, geen managementvehikel nodig.
- Grotere mate van liquiditeit; participaties zijn verhandelbaar.
- Grotere mate van transparantie.
- Investeren met kleine bedragen mogelijk in reeds gespreide en gediversificeerde portefeuille.
- In sommige gevallen is er geen overdrachtsbelasting verschuldigd.

Nadelen:

- Weinig invloed op beleid vastgoedfondsen.
- Waarde aandeel fluctueert meer dan waarde onderliggende vastgoed; rendementen volatieler dan rendementen direct vastgoed.
- Rendementen van indirect vastgoed vertonen correlaties met rendementen van aandelen waardoor minder diversificatie optreedt.
- Minder affiniteit met vastgoedmarkt.

Closed- en open-end fondsen

Private vastgoedfondsen kunnen verder onderverdeeld worden in closed-end en open-end fondsen. Daar deze termen verderop in dit onderzoek worden gebruikt, zullen de kenmerken van beide typen fondsen hier kort toegelicht. Closed-end fondsen kenmerken zich als volgt:

- Formele limiet ingesteld op het maximale bedrag dat aan kapitaal opgehaald kan worden zonder toestemming van de overige investeerders in het fonds.
- Het fonds kent een bepaalde looptijd.
- Liquiditeit is gelimiteerd, investeerders die tot het fonds willen toetreden kunnen dit alleen doen door het kopen van participaties van zittende investeerders nadat het fonds gesloten is.
- Inkoop van eigen aandelen door het fonds kan alleen plaats vinden op verzoek van de investeerders aan het einde van de looptijd van het fonds en/of gedurende de looptijd van het fonds tijdens vastgestelde perioden die minimaal één jaar uit elkaar liggen.

Een open-end fonds kenmerkt zich door:

- Er is geen formele limiet aan het maximale bedrag dat in het fonds geïnvesteerd kan worden. Het fonds kan desgewenst onbeperkt groeien.
- Verhandeling van participaties kan plaatsvinden via het fonds door inkoop en uitgifte van participaties of via onderhandse verkoop tussen participanten.
- De uitgifte/inkoopprijs is onderworpen aan voorwaarden op het gebied van prijs, aantal participaties, periode van aankondiging en van betaling.

Een belangrijk verschil tussen closed-end en open-end fondsen is dat open-end fondsen meer liquide zijn door de mogelijkheid van tussentijdse verhandeling.

Managementstijlen private vastgoedfondsen

Door de European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (INREV) is een classificatie gemaakt van de, door fondsmanagers, gehanteerde managementstijlen. Deze classificaties geven een globaal beeld van de managementstijl en het daarbij behorende risico/rendementsprofiel. Het betreffen echter geen vastomlijnde definities. De managementstijlen zijn:

- *Core.* Deze managementstijl heeft het laagste risico/rendementsprofiel. Er wordt geïnvesteerd in courant vastgoed gelegen op economisch sterke locaties in sterke regio's dat voor een lange periode verhuurd is aan solvabele huurders. Het fonds heeft een lage leverage en weinig tot geen exposure naar vastgoedontwikkelingen. Er is een verantwoorde spreiding aangebracht naar objecten en regio's/landen.
- *Value add / core-plus.* Deze management stijl kent een gemiddeld risico/rendementsprofiel. Er wordt geïnvesteerd in verschillende regio's (economisch sterk en minder sterk), vastgoedsectoren (ook alternatieve sectoren zoals hotels, golfbanen, stadions, etc.) en in ontwikkelingsprojecten.

Door actief management van de portefeuille wordt getracht waarde toe te voegen. Er wordt doorgaans een hogere leverage gehanteerd dan bij de 'core'-managementstijl.

- *Opportunistic*. Deze managementstijl kent de hoogste risico/rendementsverhouding. Er wordt een hoge leverage gehanteerd, er is veel exposure naar vastgoedontwikkelingsprojecten en er wordt geïnvesteerd in elke vastgoedsector en regio.

Private beleggers investeren doorgaans in vastgoed CV's (commanditaire vennootschappen) en institutionele beleggers investeren doorgaans in fiscale beleggingsinstellingen (fbi). Fiscaliteit is de oorzaak van deze grove tweedeling. In de volgende paragraaf zal hier nader op worden ingegaan.

2.5 Fiscaliteit en private vastgoedfondsen

Fiscaliteit speelt een belangrijke rol in de Nederlandse vastgoedmarkt. De fiscale wetgeving in Nederland zorgt ervoor dat een tweedeling is ontstaan tussen vastgoedfondsen waarin voornamelijk private beleggers investeren en fondsen waarin met name institutionele beleggers investeren. Het is dan ook de verwachting dat de fiscaliteit een aandachtspunt vormt bij de totstandkoming van een gezamenlijk vastgoedfonds.

Private beleggers investeren doorgaans in private vastgoedfondsen die fiscaal transparant zijn. Dat betekent dat er alleen op het niveau van de investeerder belasting wordt geheven en niet op het niveau van het fonds. Hierdoor vindt er geen dubbele heffing plaats. De juridische structuur die hiervoor het meest wordt toegepast, is de commanditaire vennootschap (CV). Dit zijn fondsen met behorende en commanditaire vennoten waarbij de laatstgenoemden slechts vermogen of een prestatie inbrengen en verder geen bemoeienis hebben met de vennootschap (Van Gool et al, 2001). De beherend vennoot exploiteert namens de commanditaire vennoten de onderliggende vastgoedobjecten, om deze tegen een vooraf afgesproken tijdstip weer te verkopen. De commanditaire vennoten krijgen gedurende de looptijd van de CV de exploitatieopbrengst (huurinkomsten verminderd met de exploitatiekosten; direct rendement). Aan het einde van de looptijd van de CV ontvangen zij de eventueel gerealiseerde verkoopwinst (indirect rendement).

In economisch goede tijden zijn er veel CV's gestructureerd met daarin bijvoorbeeld één kantoorgebouw dat verhuurd is aan één huurder. Dit zijn risicovolle beleggingen omdat tegen het einde van de looptijd van het fonds, de huurder haar huurcontract verlengt of niet. Indien de huurder haar huurcontract verlengt, is het object veel meer waard dan wanneer de huurder niet verlengt. Dit risico heet het exitrisico.

Een dergelijk fonds zal in de huidige markt weinig kans van slagen hebben omdat dit risico te groot is. Beleggers zijn voornamelijk nog geïnteresseerd in zorgvuldig gespreide en gediversificeerde portefeuilles. Dit is van invloed op de structurering van het gezamenlijke fonds; de portefeuille van het gezamenlijke fonds zal eveneens zorgvuldig gespreid en voldoende gediversificeerd moeten zijn. Indien er een fonds gestructureerd wordt dat beide typen beleggers bedient, zal er een verantwoorde spreiding van het risico en voldoende diversificatie in het fonds moeten bestaan. Naast het feit dat dit vanuit een beleggingsperspectief noodzakelijk is, is er in de huidige markt weinig tot geen interesse voor een CV met één kantoorgebouw, verhuurd aan één huurder. Dit brengt een te hoog exitrisico met zich mee.

Institutionele beleggers investeren doorgaans in fondsen die de status hebben van fiscale beleggingsinstelling (fbi). De belastingdienst beoordeelt een belegging in een fbi vergelijkbaar met een rechtstreekse belegging in vastgoed en hanteert een 0%-tarief voor de vennootschapsbelasting (vpb). Dit voorkomt een dubbele belastingdruk (investeerders- en fondsniveau). De voorwaarden aan de fbi-status zijn:

- Het fonds dient een Nederlandse vestiging te hebben.
- De rechtspersoon dient een NV of BV te zijn.

- Minimaal 95% van de winst van het fonds dient binnen 8 maanden uitgekeerd te worden aan de participanten.
- Maximaal 60% van de boekwaarde van het onderliggende vastgoed mag gefinancierd worden.
- Aandeelhoudersvereisten voor een fbi die zich richt op een breed publiek (beursgenoteerd):
 - o belang van één natuurlijk persoon mag niet groter zijn dan 25%;
 - o er mag geen belang groter dan 45% rusten bij een aan winstbelasting onderworpen lichaam, bij een fiscaal transparant lichaam of bij twee of meer met elkaar verbonden lichamen.
- Aandeelhoudersvereisten voor een fbi die zich niet richt op een breed publiek (niet-beursgenoteerd):
 - o Natuurlijke personen mogen geen aanmerkelijk belang (5% of meer) houden in de fbi;
 - o Minimaal 75% van de aandelen moet berusten bij natuurlijke personen, lichamen die niet aan enige vorm van winstbelasting onderworpen zijn, of breed georiënteerde fbi's.

Bij het oprichten van een privaat vastgoedfonds wordt doorgaans naar een fiscale structuur gezocht die past bij de fiscale status van de potentiële beleggers.

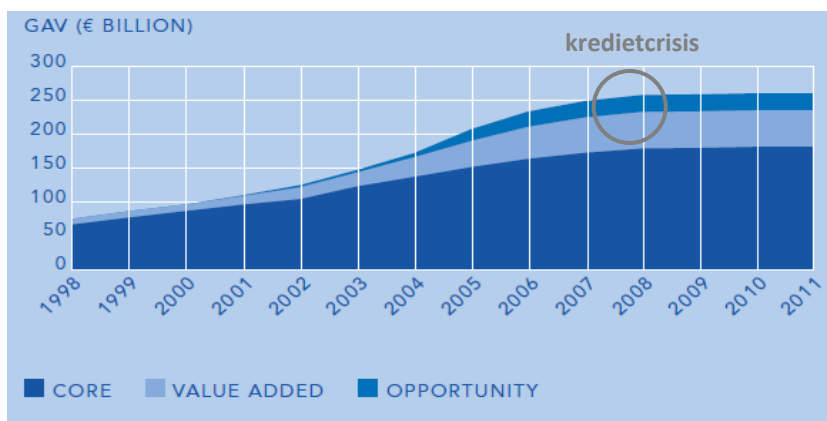
Nu het proces van het beleggen in private vastgoedfondsen beschreven en de fiscaliteit besproken, wordt hieronder ingegaan op de markt voor private vastgoedfondsen. Wat is de actualiteit in deze markt en hoe groot is deze markt? In het licht van dit onderzoek is dit interessant te weten zodat vastgesteld kan worden of de doelgroep groot genoeg is voor de kans van slagen van het fonds. De verwachting is dat dat het geval is. De volgende paragraaf is opgenomen om de actualiteit van de markt voor private vastgoedfondsen te beschrijven en om aan te geven welke problematiek er binnen deze markt speelt, zodat de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen in hun context geplaatst kunnen worden.

2.6 Markt voor private vastgoedfondsen

In deze paragraaf wordt deelvraag 2 beantwoord: *Hoe ziet de markt voor private vastgoedfondsen eruit?*

Toegenomen belangstelling en diversificatie

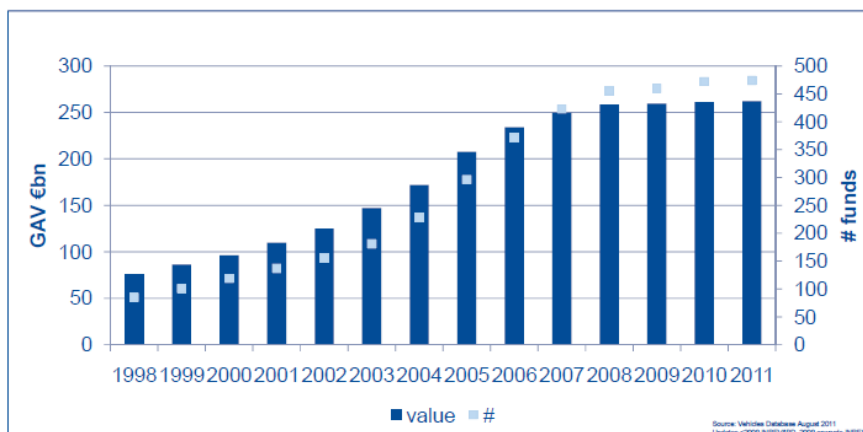
Het investeren in private vastgoedfondsen is geen nieuw fenomeen. Maar sinds het begin van deze eeuw is deze markt sterk gegroeid. Dit geldt voor zowel het aantal private vastgoedfondsen als de totale marktkapitalisatie. Hier is een aantal redenen voor. De voornaamste reden is de toegenomen belangstelling voor vastgoed als beleggingscategorie en de gewenste internationale spreiding van vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers. Dit had te maken met een voortschrijdend inzicht ten aanzien van portefeuilleoptimalisatie, wat veel institutionele beleggers heeft doen besluiten het aandeel vastgoed in de totale portefeuille te vergroten en risico's te spreiden door internationaal te investeren. De komst van de Euro en de eenwording van Europa heeft ook sterk bijgedragen aan de groei van deze markt.



Figuur 3: Cumulatieve omvang markt voor Europese niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen

Figuur 3 geeft grafisch de groei van markt voor private vastgoedfondsen in Europa weer. Tevens laat deze figuur zien dat de omvang van deze markt onder invloed van de kredietcrisis vanaf 2008 is gestabiliseerd.

Figuur 4 geeft het aantal private vastgoedfondsen aan in Europa en de totale waarde van de beleggingen in deze fondsen. Volgens een rapport van INREV (2011) zijn er aan het einde van het eerste kwartaal van 2011 in Europa 473 vastgoedfondsen geplaatst met een totale omvang van EUR 260,6 miljard.



Figuur 4: Aantallen private fondsen en totale waarde (GAV) van hun beleggingen

Toename transparantie

De toenemende mate van transparantie is eveneens een belangrijke oorzaak geweest voor de groei van deze markt. Hierdoor kregen steeds meer beleggers vertrouwen in de markt. De toenemende vraag naar transparantie kwam vanuit de markt. Enerzijds doordat de markt überhaupt weinig transparant was, anderzijds door invloeden als fraudes en met name de recente kredietcrisis. Transparantie werd steeds meer geëist door financiers, toezichhoudende instanties en door investeerders zelf. De markt heeft deze behoefte aan transparantie opgepakt waaruit enkele initiatieven zijn ontstaan die tot doel hadden (en nog steeds hebben) de transparantie te vergroten.

Zo is er op Europees niveau de INREV. INREV is een platform voor de uitwisseling en verspreiding van kennis over de Europese niet-beursgenoteerde vastgoedfondsenmarkt en heeft als doel informatie over niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen te verbeteren. INREV richt zich voornamelijk op institutionele beleggers hoewel andere marktpartijen, zoals fondsbeheerders, investeringsbanken, advocaten en andere adviseurs eveneens zijn aangesloten.

In Nederland is de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) opgericht. De STV wil een concrete bijdrage leveren aan de zelfregulering van beleggingproposities en heeft als doel de transparantie en het vertrouwen in de markt van vastgoedfondsen te vergroten alsmede de markt voor private vastgoedfondsen te faciliteren bij zelfregulering. De STV toetst bijvoorbeeld prospectussen van vastgoedfondsen en geeft vervolgens al dan niet een verklaring af, of de informatie die opgenomen is in het prospectus juist en volledig is. Een door de STV goedgekeurd prospectus kan daarom gezien worden als een kwaliteitskeurmerk.

Managementintensief

Naast de verbeterde transparantie in de markt is er een andere reden voor de sterke groei van de markt voor vastgoedfondsen in Nederland en Europa. Het beleggen in direct vastgoed is zeer managementintensief. Hierdoor hebben met name institutionele beleggers besloten hun directe vastgoedbeleggingen te vervangen voor beleggingen in private vastgoedfondsen. Hierbij wordt het intensieve property- en assetmanagement overgelaten aan organisaties die daarin gespecialiseerd zijn. De institutionele beleggers die nog wel in direct vastgoed beleggen zoals Spoorwegpensioenfondsen, Bouwinvest en MN Services, zijn volgens Van Gool en Bosma-Verhaegh (2009) als aanvulling op hun directe vastgoedportefeuille ook meer in private vastgoedfondsen gaan beleggen. De keuze van

institutionele beleggers om meer te investeren in private vastgoedfondsen heeft voor een sterke groei van deze markt gezorgd. Zij beleggen een groot vermogen in vastgoed om zodoende diversificatie van hun totale beleggingsportefeuille tot stand te brengen.

Specialistische kennis

Een andere oorzaak voor de groei is dat private vastgoedfondsen de mogelijkheid bieden voor beleggers om te investeren in een markt waarvoor specialistische vastgoedkennis nodig is. Door te beleggen in dergelijke gespecialiseerde vastgoedfondsen wordt de gewenste diversificatie bereikt in de beleggingsportefeuille.

Actualiteit

Onder invloed van de kredietcrisis en de veranderde financieringsvoorwaarden van banken, is de hoeveelheid vreemd vermogen waarmee het vastgoed gefinancierd is (leverage) gedaald naar ongeveer 60%. Voor de kredietcrisis was de gebruikte leverage hoger en bedroeg circa 70% (PropertyNL, juni 2011). Dit betekent dat in de huidige markt voor private vastgoedfondsen een groter gedeelte aan eigen vermogen ingebracht moet worden. Dit is een voorbeeld van de eerder in paragraaf 1.1. genoemde toenemende behoefte aan equity.

Daarnaast wordt er minder risico genomen door beleggers. Ontwikkelingsprojecten zijn in de huidige markt minder populair doordat beleggers risicomijdend zijn geworden. Er wordt vooral geïnvesteerd in nieuw vastgoed op een goede locatie, dat lang verhuurd is aan solvabele huurders. Dit type vastgoed kent een laag risicoprofiel en is daardoor interessant voor beleggers. Daarnaast zijn ontwikkelingsprojecten in de huidige markt lastig te financieren.

Tevens is de verwachting dat er aanbieders van vastgoedfondsen tussen 2012 en 2014 in de problemen zullen komen doordat in die periode bestaande financieringen aflopen en er tegen andere (minder gunstige) voorwaarden gefinancierd moet worden waardoor de rentekosten hoger worden. Dit herfinancieringsvraagstuk wordt in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten.

Een andere reden dat sommige aanbieders van vastgoedfondsen in de problemen zijn geraakt, is het verdienmodel van aanbieders. Doorgaans verdienen de aanbieders van private vastgoedfondsen op drie manieren, namelijk (i) tijdens de start van een fonds een introductie-/structureringsfee van circa 2,5 % - 3,5% over ingelegd vermogen, een beheerfee tijdens de looptijd van het fonds (circa 2% - 3% over gefactureerde huur) en een exitfee bij sluiten van het fonds (circa 10% - 30% van de verkoopwinst). Doordat er gedurende de kredietcrisis nagenoeg geen nieuwe fondsen geïnitieerd zijn en het indirecte rendement doorgaans negatief was, bleek de beheerfee vaak niet kostendekkend waardoor het managen van vastgoedfondsen verlieslatend was en aanbieders, mede daardoor, in de problemen kwamen.

De grootste problemen werden echter veroorzaakt doordat beleggingen werden gefinancierd met een hoge leverage en het vastgoed gedurende de kredietcrisis fors afgewaardeerd moest worden.

Deze actualiteit en de beschreven problematiek is van invloed op de ontwikkeling van het gezamenlijke fonds voor private en institutionele beleggers. Hierbij kan gedacht worden aan de wijze waarop het fonds gefinancierd worden, hoe wordt voorzien in de gewenste transparantie en het type vastgoed en regio/land waarin geïnvesteerd wordt (specialistisch karakter).

Omvang markt voor private vastgoedfondsen in Nederland

De omvang van de Nederlandse markt voor private vastgoedfondsen voor private beleggers wordt jaarlijks gepubliceerd in de PropertyNL. De totale omvang van deze markt bedroeg ultimo 2010 circa EUR 13 miljard (2009: EUR 13,9 miljard) aan vastgoedwaarde met een ingelegd vermogen van EUR 4,9 miljard (2009: EUR 4,3 miljard) (PropertyNL, juni 2011). Het verschil tussen de totale vastgoedwaarden en het ingelegde vermogen is het vreemd vermogen dat gebruikt wordt in de vastgoedfondsen.

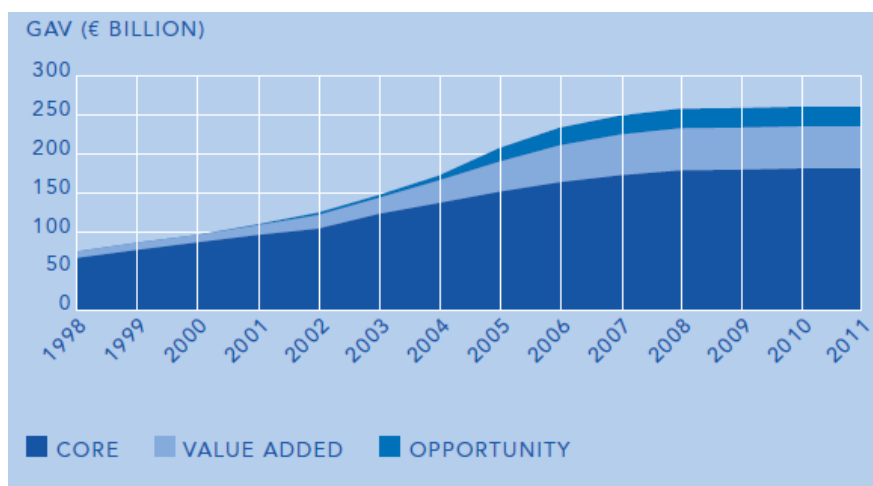
Uit het rapport van INREV, Universe Netherlands Survey 2010, blijkt dat Nederlandse institutionele beleggers per september 2010 wereldwijd naar schatting EUR 121,7 miljard in vastgoed hadden belegd waarbij circa EUR 41,6 miljard in niet-beursgenoteerd vastgoed belegd was. Uit een ander rapport van

INREV (Analysis August 2011) komt naar voren dat er in Nederland door institutionele beleggers voor een bedrag van EUR 16,2 miljard in 23 verschillende private vastgoedfondsen is geïnvesteerd.

Bovenstaande cijfers laten zien dat het door institutionele beleggers geïnvesteerde vermogen in private vastgoedfondsen in Nederland groter is dan het geïnvesteerde vermogen door private beleggers. Indien er dus een fonds gestructureerd kan worden voor zowel private als institutionele beleggers wordt de doelgroep van potentiële beleggers ongeveer verdubbeld. Dit is een interessant gegeven; als een initiatiefnemer van een vastgoedfonds zich uitsluitend richt op private of op institutionele beleggers, laat deze initiatiefnemer de helft van de potentiële beleggers liggen.

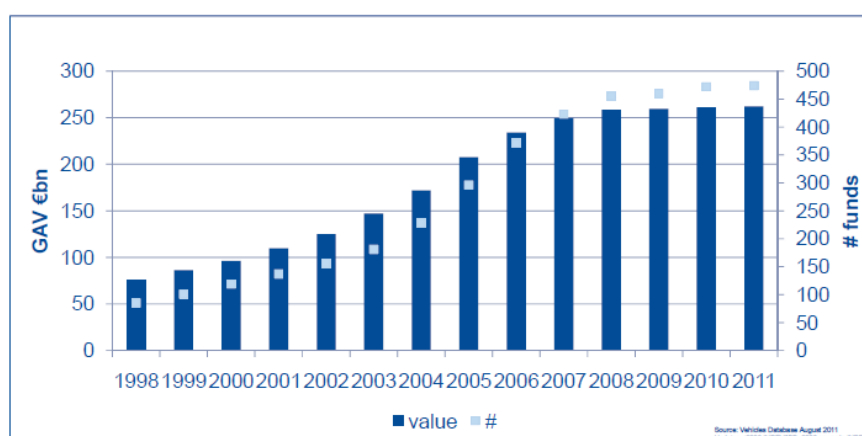
Europese markt voor private vastgoedfondsen

Volgens een rapport van INREV (2011) zijn er aan het einde van het eerste kwartaal in Europa 473 vastgoedfondsen geplaatst met een totale omvang van EUR 260,6 miljard. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat INREV zich primair richt op institutionele beleggers en niet op private beleggers waardoor de totale omvang van de markt groter is. Echter de juiste gegevens ontbreken hierover op Europees niveau. Uit onderstaande figuur blijkt dat deze markt vanaf het begin van deze eeuw sterk is gegroeid, waarna de omvang van deze markt onder invloed van de kredietcrisis vanaf 2008 is gestabiliseerd.



Figuur 5: Cumulatieve omvang markt voor Europese niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen

Figuur 6 geeft het aantal private vastgoedfondsen en de totale waarde van hun beleggingen weer.



Figuur 6: Aantallen private fondsen en totale waarde (GAV) van hun beleggingen

De markt voor private vastgoedfondsen is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Dit heeft te maken met de toenemende transparantie van de markt waardoor beleggers deze wijze van beleggen steeds veiliger vinden. Een andere belangrijke reden is dat met name institutionele beleggers hun directe portefeuille hebben vervangen door private vastgoedfondsen. De markt voor private vastgoedfondsen is hierdoor verder geprofessionaliseerd.

3 Investeringsanalyse per type belegger

In dit hoofdstuk wordt een theoretische onderbouwing gegeven van de verschillen tussen private en institutionele beleggers. Het vakgebied behavioral finance geeft mogelijk verklaringen voor deze verschillen en daarmee ondersteunt het de beeldvorming ten aanzien van het investeringsgedrag van private en institutionele beleggers. Verschillen die uit het literatuuronderzoek naar voren komen, worden in het praktijkonderzoek verder onderzocht, waarmee een link tussen theorie en praktijk wordt gemaakt.

Behavioral finance verklaart het gedrag van beleggers bij het nemen van investeringsbeslissingen en bevindt zich op het snijvlak van psychologie en economische beslissingen. Volgens Tempelaar en Overmeer (2000) kan behavioral finance worden omschreven als het geheel van denkbeelden, modellen en toepassingen waarin gedragtheoretische inzichten worden gebruikt ter verklaring van verschijnselen op het gebied van financiering, vermogensmarkt en beleggingen.

Irrationele argumenten spelen een rol in het vastgoed beleggingsproces. Emotionele en psychische verschijnselen die binnen de theorie over behavioral finance worden beschreven geven mogelijk een verklaring voor het keuzegedrag van beleggers. Cognitieve beperkingen, het effect van psychologie op financieel gedrag en de vraag in hoeverre beleggers rationeel handelen bij het nemen van beslissingen staan centraal in het vakgebied behavioral finance (Westerink, 2011).

De transparantie in de vastgoedmarkt is de laatste jaren dan wel sterk toegenomen, desalniettemin kenmerkt de vastgoedmarkt zich door een heterogeen product (gebouwen zijn uniek) en is er geen sprake van een doorlopende prijsvorming zoals dat op de aandelenmarkt wel het geval is. Deze inefficiënte kenmerken van de vastgoedmarkt kunnen leiden tot irrationeel gedrag van vastgoedbeleggers. Dit irrationeel gedrag kan per type belegger verschillen waardoor zij mogelijk andere beslissingen nemen. Fisher en Statman (1997) geven in een analyse gebaseerd op gedragskenmerken weer, dat de samenstelling van een portefeuille zal moeten aansluiten bij de belevingswereld en intuïtieve voorkeuren van beleggers, gezien vanuit de belegger (Tempelaar e.a., 2000). Belevingswerelden en voorkeuren kunnen per belegger verschillen. Deze dienen wel op elkaar aan te sluiten bij een gezamenlijk fonds, anders zal slechts één groep willen deelnemen.

In paragraaf 3.1 wordt ingegaan op onderwerpen die afkomstig zijn uit de theorie over behavioral finance. Hierdoor kan aan de hand van de theorie een verklaring worden gevonden voor het feit dat private en institutionele beleggers in verschillende vastgoedfondsen beleggen en kan het mogelijk een verklaring geven voor het verschil in de wijze waarop zij beleggen en hoe zij hun investeringsbeslissingen nemen.

Paragraaf 3.2 gaat per type belegger in op de redenen voor het investeren in private vastgoedfondsen waarna in paragraaf 3.3 de verschillen worden beschreven. Tevens wordt in paragraaf 3.3 antwoord gegeven op deelvraag 3: *Wat zijn de redenen en selectiecriteria per type belegger om in een privaat vastgoedfonds te investeren en verschillen deze per type belegger?*

Paragraaf 3.4 beschrijft welke vastgoedfondsstructuren er bestaan, waarna in paragraaf 3.5 en 3.6 respectievelijk de relevante criteria voor een vastgoedfondsstructuur en de risico's verbonden aan het beleggen in vastgoed worden beschreven. In paragraaf 3.7 wordt het belang van de juiste corporate governance beschreven. Dit hoofdstuk sluit af met een deelconclusie waarbij de verschillen tussen private en institutionele beleggers samengevat in beeld worden gebracht.

3.1 Behavioral finance

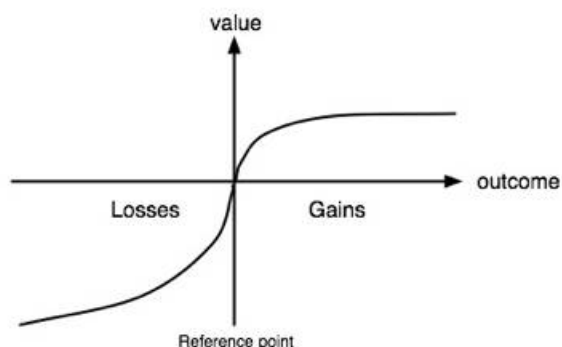
Het investeren in vastgoed laat zich niet alleen verklaren aan de hand van complexe rekenmodellen en analyses, beoogd rendement, mate van risico en de termijn waarbinnen belegd wordt. Niet alle beslissingen van investeerders vinden plaats op rationele gronden, er worden ook irrationele keuzes gemaakt. Behavioral finance is het vakgebied dat onderzoek doet naar irrationeel gedrag van beleggers.

Behavioral finance past inzichten toe uit de sociale wetenschappen, antropologie en de psychologie op financiële beslissingssituaties om irrationeel gedrag van beleggers te doorgronden voor zover dat niet verklaard kan worden vanuit traditionele, op ratio gebaseerde modellen (Prast, 2004). Traditionele theorieën zijn onder andere de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz (1952) en het Capital Asset Pricing Model van Sharpe (1964). Deze theorieën gaan ervan uit dat beleggers rationeel handelen en dat zij alle beschikbare informatie meewegen in hun beslissingsproces. Echter, beleggers doen dat niet. Er wordt momenteel bijvoorbeeld heftig gereageerd op de beurs omtrent de berichtgeving rondom de kredietwaardigheid van Amerika. Mensen vertonen kuddegedrag en er ontstaan hypes en bubbles. Volgens Tempelaar (2000) kan behavioral finance worden omschreven als het geheel van denkbeelden, modellen en toepassingen waarin gedragstheoretische inzichten worden gebruikt ter verklaring van verschijnselen op het gebied van financiering, belegging en vermogensmarkt.

Prospect theorie

In 1979 werd een nieuwe theorie gepresenteerd door Kahneman en Tversky, de zogenaamde prospect theorie. Deze theorie gaat in op de wijze waarop investeerders risicovolle beslissingen nemen. Kahneman en Tversky toonden aan dat individuen hun beslissingen niet louter nemen op basis van rationele en gecalculerde argumenten, maar dat irrationele argumenten eveneens een rol spelen bij het nemen van beslissingen. Door het uitvoeren van experimenten kwamen zij erachter dat mensen bij het nemen van complexe beslissingen geneigd zijn vuistregels (heuristieken) te gebruiken en zich laten leiden door vooroordelen (biases) die mogelijk leiden tot suboptimale keuzes.

Eén van de belangrijkste conclusies van de prospect theorie is dat de psychologische impact van een verlies veel groter is dan die van winst. Het zwaarder wegen van verliezen dan het verkrijgen van een zelfde winst heet loss-aversion. Individueen hebben een aversie voor verlies. In een onderzoek van Kahneman en Tversky (1991) werd de term loss-aversion nader verklaard aan de hand van drie belangrijke componenten waarop individuen keuzes maken bij onzekerheid. Ten eerste worden verliezen en winsten beoordeeld ten opzichte van een referentiepunt (reference dependence). Ten tweede is de waardefunctie steiler voor verliezen dan voor winsten en ten derde wordt de marginale waarde van winsten (loss-aversion) en verliezen verminderd door de omvang van de betreffende winsten en verliezen (diminishing sensitivity). In figuur 7 is dit weergegeven. Kort gezegd komt het erop neer dat de impact van een verlies groter is dan de impact van een evenredige winst.



Figuur 7: waardefunctie gebaseerd op de prospect theorie (bron: Seiler, 2010)

Loss-aversion

Loss-aversion, overgevoeligheid voor verlies, kan leiden tot het maken van verkeerde beslissingen en tot een afkeer voor risicovolle beleggingen. Loss-aversion leidt er tevens toe dat investeerders verlieslatende investeringen langer aanhouden en winstgevende projecten (te) snel verkopen (Genovese

en Mayer, 2001). Daarnaast is een consequentie van loss-aversion dat de waarde van verlies groter is indien een goed reeds in het bezit is van een individu dan wanneer dat individu hetzelfde goed met hetzelfde verlies zou krijgen. Dit wordt het endowment-effect genoemd (Kahneman en Tversky, 1991).

Een andere definitie van het endowment effect wordt door Thaler (1980) gegeven; het feit dat individuen of organisaties een hogere vergoeding verwachten van een investering die ze reeds in hun bezit hebben dan dat zij bereid zouden zijn ervoor te betalen. Een implicatie van het endowment effect is dat investeerders anders aankijken tegen 'opportunity costs' dan tegen 'out-of-pocket costs'; gederfde winsten worden minder vervelend ervaren als gepercipieerde verliezen (Kahneman et al, 1991). Het bestaan van het endowment effect reduceert potentiële winsten bij aan- en verkopen van investeringen (Kahneman et al, 1990).

Deze onderzoeken zijn bekend onder de grotere professionele (institutionele) beleggers, waardoor men zou verwachten dat er rekening wordt gehouden met loss-aversion wanneer een portefeuille of een single asset wordt geëvalueerd. Met andere woorden: men zou verwachten dat de loss-aversion onder professionele investeerders lager is dan onder private belegger, daar private beleggers als minder professioneel gezien worden. Echter blijkt juist het tegenovergestelde waar te zijn. Uit onderzoek van Bokhari en Geltner (2010) blijkt dat loss-aversion een grotere rol speelt bij professionele, meer ervaren beleggers en organisaties dan kleinere, minder professionele beleggers en organisaties. Loss-aversion komt dus ook voor bij professionele vastgoedinvesteerders, waardoor ook zij irrationele beslissingen maken ten aanzien van hun vastgoedportefeuille. Sterker nog, uit onderzoek van Locke en Mann (2000) blijkt dat investeerders die hun verliesgevendende investeringen aanhouden het minst lang aanhouden, het meest succesvol zijn. Investeerders die deze het langst aanhouden zijn het minst succesvol zijn.

Crane en Hartzell (2010) verklaarde dit doordat individuen, die werkzaam zijn voor een professionele investeerder, doorgaans niet voor eigen rekening en risico investeren, maar voor een organisatie of opdrachtgever. Zij zijn terughoudend bij het verkopen van verlieslatende beleggingsobjecten omdat zij daar mogelijk over afgerekend worden. Hierbij zijn de consequenties van het verlies een belangrijk gegeven. Is er sprake van een relatief kleiner of groter verlies ten opzichte van de benchmark? Verliezen die groter zijn dan de benchmark (ten opzichte van vergelijkbare investeerders of fondsmanagers) zullen minder snel genomen worden omdat er dan slechter gepresteerd wordt dan de benchmark. Hierover worden beleggers mogelijk afgerekend. Wordt er een verlies gerealiseerd dat relatief minder laag is ten opzichte van de benchmark dan zullen investeerders eerder bereid zijn dit verlies te nemen omdat er dan nog een positieve draai aan gegeven kan worden doordat beter dan de benchmark is gepresteerd. Er kan dan toch een bepaalde vorm van outperformance gerealiseerd worden. Institutionele beleggers beleggen veel meer op basis van een benchmark dan dat private beleggers doen. Hierdoor is het de verwachting dat institutionele beleggers langer verlieslatende beleggingen aanhouden dan private beleggers. Private beleggers zijn eerder geneigd een winst te realiseren dan institutionele beleggers. Laatstgenoemde zullen dit pas doen als zij beter presteren dan de benchmark. Dit is een belangrijk verschil tussen beide typen beleggers.

Volgens Bokhari en Geltner (2010) streven beleggers ernaar het gemaakte verlies te voorkomen dan wel goed te maken. Tevens kan een verklaring zijn dat professionele beleggers over minder lokale kennis beschikken dan private, lokaal goed ingevoerde investeerders, waardoor zij eveneens terughoudend zijn bij het nemen van een beslissing. Tenslotte is een mogelijke verklaring voor een minder sterke loss-aversion onder private investeerders dat zij doorgaans financieringen afsluiten op gebouwniveau en niet op portefeuilleniveau. Indien de waarde van het betreffende gebouw sterk daalt, zal de financier ook wat strenger zijn wanneer het gaat om het terugbetalen van de lening (verlies nemen door verkoop vastgoed) dan dat zij een gehele vastgoedportefeuille heeft gefinancierd en er derhalve veel grotere belangen spelen.

Aandacht gedreven beslissingen

Er kan een onderscheid gemaakt worden per type belegger naar de wijze waarop zij beslissen om al dan niet ergens in te investeren. Uit onderzoek van Barber en Odean (2006) blijkt dat private beleggers hun keuze met name baseren op de aandacht die de betreffende investeringsmogelijkheden krijgen. Hierbij kan gedacht worden aan aandelen die in het nieuws zijn, die met grote hoeveelheden worden

verhandeld of aandelen die zeer hoge (dag)rendementen laten zien. Dit doen zij omdat zij moeite hebben om te kiezen tussen alle investeringsmogelijkheden.

Institutionele investeerders daarentegen blijken minder vatbaar te zijn voor aandachtgedreven investeringen. Dit komt doordat zij doorgaans een grotere beschikking hebben over middelen zoals tijd, kennis en geld. Hierdoor kunnen institutionele investeerders op een continue basis de prestaties van een grotere hoeveelheid investeringsmogelijkheden bestuderen, waardoor zij op een meer gefundeerde basis en volgens vooraf bepaalde criteria, hun investeringsbeslissingen kunnen nemen.

De hierboven beschreven theorie over behavioral finance wordt gebruikt als input op het praktijkonderzoek waarbij de hierboven beschreven verschillen tussen private en institutionele beleggers, nader worden getoetst in het praktijkonderzoek.

3.2 Redenen investeren in vastgoedfondsen voor private en institutionele beleggers

Waarom er in vastgoed wordt belegd is in het vorige hoofdstuk beschreven. In het kader van dit onderzoek is het interessant te onderzoeken wat de redenen voor zowel private als institutionele beleggers zijn om in private vastgoedfondsen te investeren. Verschillen deze van elkaar en zo ja op welke wijze? Hieronder zal per type belegger aangegeven worden wat de redenen zijn om in deze fondsen te investeren.

Redenen investeren in privaat vastgoedfondsen voor private beleggers

In 2007 is er door de heer Berkhout van Universiteit Nijmegen in samenwerking met Adviesgroep Reyers van Buuren onderzoek gedaan naar de beweegredenen van private beleggers om in private vastgoedfondsen te investeren. Hieruit kwam naar voren dat de belangrijkste drijfveren voor de keuze van een vastgoedfonds zijn:

- hoge rendementsverwachting;
- participaties in private vastgoedfondsen maken het beleggen in vastgoed eenvoudig;
- vastgoed biedt bescherming tegen inflatie;
- het risico van vastgoed ten opzichte van alternatieve beleggingen wordt door particulieren als lager geschat.

Dit onderzoek bevestigt dat private beleggers voornamelijk rendementsgedreven beleggers zijn. Sterker nog, voor bijna 90% van de respondenten in dit onderzoek stond een hoge rendementsverwachting voorop bij de keuze voor een deelname in een privaat vastgoedfonds. Ten aanzien van rendementsverwachting kwam uit het bedoelde onderzoek naar voren dat private beleggers met name geïnteresseerd zijn in het directe rendement (rendement uit de exploitatie).

Een andere conclusie die uit het dit onderzoek naar voren kwam, is dat private beleggers bereid zijn om rendement in te leveren als daar een lager risico dan wel een stabiele inkomstenstroom tegenover staat (Berkhout, 2007). Hierbij kan gedacht worden aan een belegging in een gediversificeerd fonds.

Tevens kwam naar voren dat prospectussen en vooraankondigingen de belangrijkste informatiebronnen zijn bij het beoordelen van een vastgoedfonds door particuliere beleggers. Private beleggers lijken op basis van deze documenten hun keuze te baseren in het betreffende fonds te beleggen of niet. Dit ondersteunt de theoretische beschrijving in paragraaf 3.1 over aandachtsgedreven investeringsbeslissingen van private beleggers.

Het was de verwachting dat het verschil in rendementseis tussen private en institutionele beleggers een knelpunt zou opleveren bij de structurering van een gezamenlijk fonds. Deze verwachting dient bijgesteld te worden nu blijkt dat private beleggers bereid zijn rendement in te leveren voor een lager risico. Hierdoor komt de risico/rendementsverhouding van private en institutionele beleggers mogelijk dichterbij elkaar te liggen waardoor dit knelpunt weggenomen is. In hoofdstuk 6 waar het gezamenlijke fonds ontwikkeld wordt, zal blijken wat deze rendementseis is.

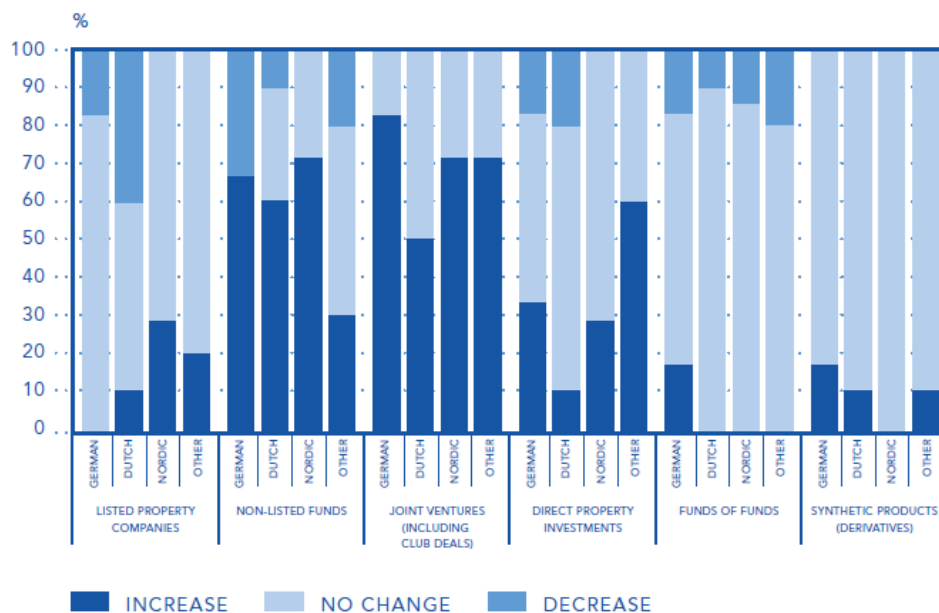
Nu in kaart is gebracht wat de beweegredenen zijn van private beleggers bij hun keuze voor een vastgoedfonds, wordt hieronder ingegaan op de beweegredenen voor institutionele beleggers. In het kader van de centrale onderzoeksvraag is het van belang te beoordelen of deze beweegredenen dezelfde zijn of dat deze van elkaar afwijken en zo ja, op welke punten? Is het vervolgens mogelijk deze beweegredenen met elkaar te combineren, zodanig dat het gezamenlijke fonds voor beide typen beleggers interessant is?

Redenen investeren in privaat vastgoedfondsen voor institutionele beleggers

Jaarlijks houdt INREV een onderzoek, Investment Intentions Survey, onder Europese institutionele vastgoedbeleggers naar de trends van het investeren in private vastgoedfondsen. Uit het onderzoek van 2011 komt een aantal trends naar voren die hieronder toegelicht zal worden.

Ten eerste is een interessante conclusie van dit INREV-onderzoek dat 55% van de Europese institutionele beleggers haar aandeel in direct vastgoed wil vergroten, terwijl slechts 10% van de Nederlandse institutionele beleggers voornemens is het aandeel direct vastgoed te vergroten. 60% van de Nederlandse institutionele beleggers verwacht de allocatie naar private vastgoedfondsen te vergroten en 50% verwacht meer joint-ventures aan te gaan.

Hieruit kan afgeleid worden dat institutionele beleggers met name hun aandeel indirect vastgoed willen vergroten; beursgenoteerd vastgoed of investeren in private vastgoedfondsen. Dit is een interessante bevinding omdat het impliceert dat het totaal belegde vermogen in private vastgoedfondsen aan het toenemen is. Dit biedt kansen voor de toekomst van de markt voor private vastgoedfondsen en daarmee voor het gezamenlijke vastgoedfonds.

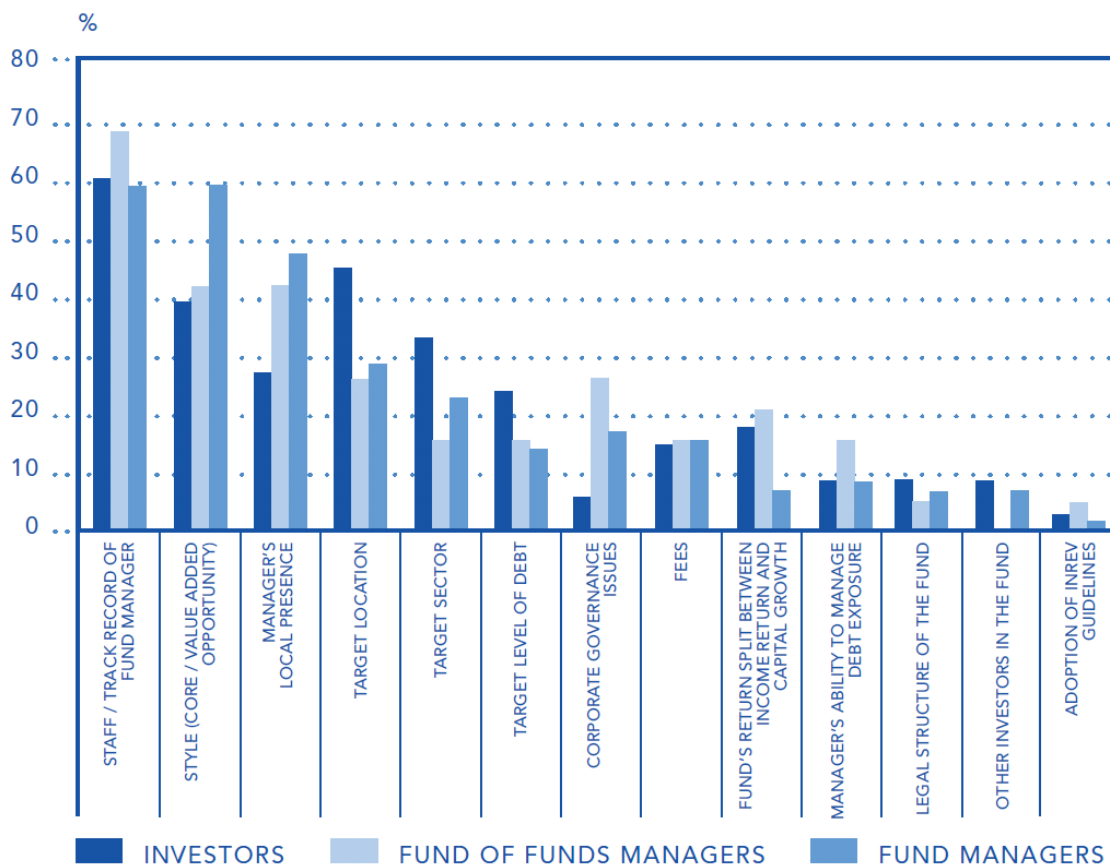


Figuur 8: Verwachte verandering in vastgoedallocatie per land voor komende twee jaar (bron: INREV, 2011)

Een andere interessante conclusie die uit bovenstaand figuur opgemaakt kan worden is dat institutionele beleggers de komende twee jaar meer joint-ventures en club deals met elkaar zullen aangaan. Dit vormt mogelijk een bedreiging voor het slagen van het gezamenlijke fonds omdat deze institutionele beleggers daardoor minder geïnteresseerd kunnen zijn in producten van derden (zoals bijvoorbeeld ABN AMRO MeesPierson). Deze bevinding kwam ook terug in de expert interviews die ten behoeve van dit onderzoek zijn gehouden. In paragraaf 5.1 zal hier nader op ingegaan worden.

Figuur 8 is interessant omdat hieruit duidelijk naar voren komt dat institutionele beleggers toekomst zien in private vastgoedfondsen en joint-ventures en minder toekomst voor het direct investeren in vastgoed.

Uit hetzelfde onderzoek komt naar voren wat de selectiecriteria zijn voor institutionele beleggers bij het investeren in private vastgoedfondsen. Figuur 9 laat zien wat de belangrijkste selectiecriteria zijn bij de keuze voor een privaat vastgoedfonds door institutionele beleggers.



Figuur 9: Belangrijkste selectiecriteria bij fondsselectie en –oprichting (bron: INREV, 2011)

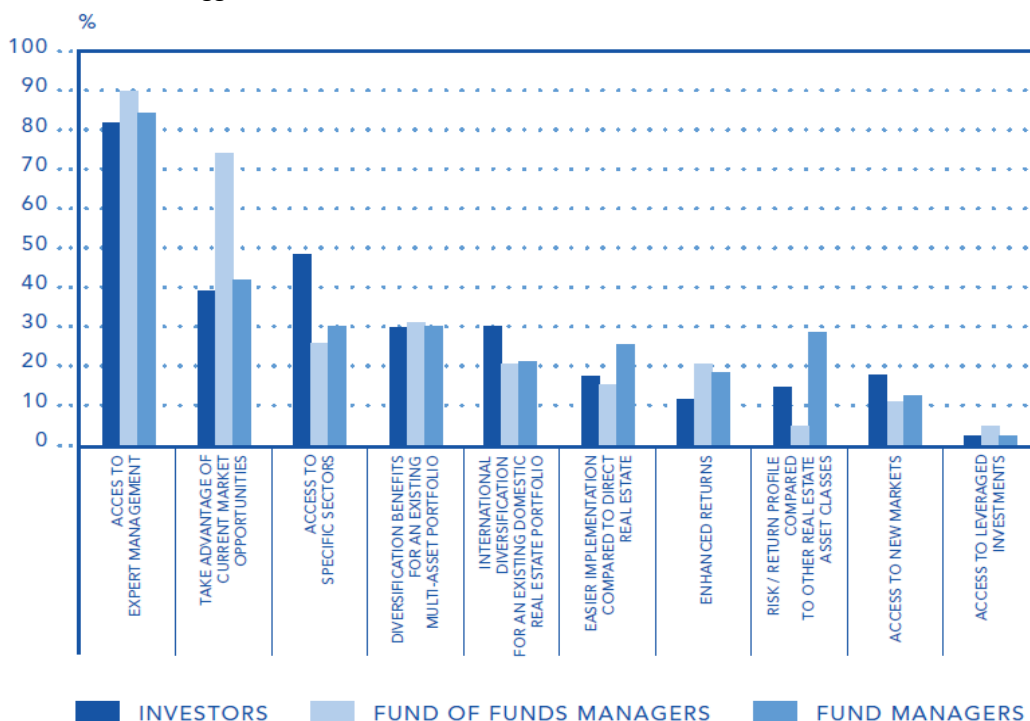
Uit figuur 9 komt naar voren dat de belangrijkste selectiecriteria van institutionele beleggers zijn (in volgorde van importantie):

1. *Trackrecord fondsmanager.* De reputatie van de fondsmanager wordt als zeer belangrijk ervaren in de huidige markt waarbij het van belang is dat de fondsmanager een bewezen staat van dienst heeft. Dit selectie criterium was in het onderzoek van 2010 eveneens de belangrijkste (INREV, Investment Intensions 2010) terwijl in de jaren daarvoor managementstijl als belangrijkste criterium werd ervaren. Dit duidt erop dat in economisch slechtere tijden beleggers op zoek zijn naar zekerheid en vertrouwen.
2. *Locatie waar geïnvesteerd wordt.* Dit selectie criterium heeft onder beleggers sterk aan importantie gewonnen. Dit komt met name door de steeds groter wordende verschillen in economische situatie tussen de Europese landen.
3. *Stijl van beleggen.* De stijl van het fonds (core, value-add, opportunist) geeft het risico/rendementsprofiel van het fonds aan. Dit dient aan te sluiten bij de beleggingsdoelstellingen van een de betreffende belegger.
4. *Vastgoedsector waarin geïnvesteerd wordt.* Diversificatie wordt bewerkstelligd door het beleggen in verschillende vastgoedsectoren (woningen, retail, logistiek, kantoren).
5. *Lokale aanwezigheid van de fondsmanager.* Lokale aanwezigheid van een fondsmanager impliceert dat hij goed op de hoogte is van lokale marktontwikkelingen en goed is ingevoerd in zijn regio. Hiermee kan een kennisvoorsprong behaald kunnen worden dat zich weer vertaalt in de mogelijkheid waarde toe te voegen aan de portefeuille, bijvoorbeeld door het verhuren van leegstaande gebouwen.

Andere criteria waarop institutionele beleggers hun keuze baseren zijn:

- *Juridische en fiscale structuur.* Er zal een vastgoedfonds gekozen worden dat een gunstige fiscale behandeling van haar beleggers kent. Institutionele beleggers worden in Nederland fiscaal anders behandeld dan particuliere beleggers.
- *Corporate governance.* De corporate governance van een vastgoedfonds gaat in op het wettelijk handelen van het vastgoedfonds, transparantie, besluitvormingsprocessen, integriteit, verstrekking van informatie en rapportages, deskundigheid van het management, etc. In paragraaf 3.7 wordt dieper ingegaan op het onderwerp corporate governance.
- *Fees.* Bij het opzetten en het beheren van een vastgoedfonds worden kosten gemaakt welke in de vorm van fees door de initiatiefnemer aan de beleggers in rekening wordt gebracht. Vanzelfsprekend is de ene feestructuur anders dan de andere, om die reden is de feestructuur een selectiecriteria waarop een vastgoedfonds wordt beoordeeld.
- *Verdeling tussen direct en indirect rendement.* De verhouding tussen het directe en het indirecte rendement ten opzichte van het totaal verwachte rendement zegt iets over het risicoprofiel van het fonds. Indien het gedeelte indirect rendement een groot onderdeel uitmaakt van het totale rendement is dat naar verwachting een risicovolle belegging.
- *Medebeleggers.* Voor beleggers is het van belang te weten wie de mede investeerders in het fonds zijn. Indien er zich problemen binnen het fonds voordoen of indien er belangrijke beslissingen genomen moeten worden, is het van belang dat beleggers met elkaar kunnen samenwerken en dat beleggers gelijke belangen en visies hebben.
- *Bekwaamheid managen financiële positie.* Dit criterium is relatief nieuw en is voortgekomen uit de kredietcrisis. Hierbij is het voor een belegger van belang dat een fondsmanager de financiële positie van zichzelf en die van het fonds kan managen.
- *Mate van naleven INREV regels.* De ambitie om de INREV regels na te leven geeft aan in hoeverre een vastgoedfonds geprofessionaliseerd is. Dit is tevens een indicatie van de mate van transparantie.

Tenslotte geeft figuur 10 weer wat de redenen zijn voor het investeren in private vastgoedfondsen door institutionele beleggers.



Figuur 10: Redenen om in private vastgoedfondsen te investeren door institutionele beleggers (bron: INREV, 2011)

Redenen voor institutionele beleggers om in private vastgoedfondsen te investeren zijn:

- *Toegang tot expert management.* Institutionele beleggers zoeken naar zekerheid en vertrouwen door vastgoedfondsen te kiezen waarvan het management een goede reputatie heeft, een bewezen

trackrecord heeft en waarvan de kennis specialistisch is. Door te investeren in gespecialiseerde private vastgoedfondsen kan er spreiding en diversificatie aangebracht worden in de totale asset mix.

- *Voordelen benutten huidige marktomstandigheden.* De huidige markt biedt mogelijkheden waarop institutionele beleggers willen inspelen. Hierbij kan gedacht worden aan het investeren in 'distressed' vastgoedportefeuilles; vastgoedfondsen die onder invloed van de kredietcrisis in zwaar weer zijn geraakt. Hierdoor zijn in de problemen geraakte vastgoedfondsen mogelijk in bezit gekomen van de financiers van de betreffende portefeuille.
- *Toegang tot specifieke vastgoedsectoren.* Voor fondsen met een specialistisch karakter is gespecialiseerde kennis en ervaring nodig, wat mogelijk in mindere mate/niet aanwezig is bij institutionele beleggers. Door te investeren in private vastgoedfondsen kan toch geprofiteerd worden van de aanwezige specialistische kennis en ervaring.
- *Diversificatie voordelen op bestaande multi-asset portefeuilles.* Door te investeren in specialistische fondsen ontstaan er diversificatievoordelen ten aanzien van de bestaande portefeuille. Hierdoor worden risico's gespreid.

Daarnaast stonden er enkele interessante bevindingen in het rapport van INREV die in het kader van dit onderzoek en de huidige marktomstandigheden het vermelden waard zijn.

- Risico/rendementsprofiel van private fondsen ten opzichte van andere vastgoed asset classes (direct vastgoed en beursgenoteerd vastgoed) wordt steeds belangrijker. Dit duidt erop dat risicomanagement steeds hoger op de agenda staat bij de selectie van private vastgoedfondsen. Het is de verwachting dat dit is ingegeven door de kredietcrisis, waardoor beleggers kritischer naar het risico/rendementsprofiel kijken dan voorheen.
- De toegang tot gefinancierde instrumenten (leverage) neemt sterk in belang af ten opzichte van voorgaande jaren. Dit geeft aan dat leverage steeds minder belangrijk is geworden de afgelopen jaren. Dit heeft eveneens te maken met een veranderde risicoperceptie.
- Internationale diversificatievoordelen ten opzichte van bestaande 'domestic portfolios' hebben aan belang gewonnen de afgelopen jaren. Blijkbaar zijn investeerders zich bewust van de risico's die bepaalde landen met zich mee brengen (Griekenland, Spanje). Om risico te spreiden investeren beleggers in verschillende landen.

3.3 Verschil redenen private versus institutionele beleggers

In deze paragraaf wordt deelvraag 3 beantwoord: *Wat zijn de redenen en selectiecriteria per type belegger om in een privaat vastgoedfonds te investeren?*

Opvallend is dat redenen voor institutionele beleggers voor het investeren in private vastgoedfondsen voornamelijk voortkomen uit strategische overwegingen en allocatiekeuzes. Institutionele beleggers beoordelen hun totale beleggingsportefeuille, bepalen wat het aandeel vastgoed in de totale portefeuille dient te zijn en investeren dat vervolgens heel gericht in beursgenoteerde vastgoedaandelen, eventueel in direct vastgoed en in private vastgoedfondsen. Hierbij wordt duidelijk gekeken wat de voor- en nadelen van de verschillende mogelijkheden zijn.

De redenen voor private beleggers om in private vastgoedfondsen te investeren daarentegen zijn rendementsgedreven en mogelijk ook objectgedreven; meer opportunistische redenen. Zij redeneren minder vanuit een portefeuille- en allocatiegedachte en zijn aandachtsgedreven beleggers; keuze wordt voornamelijk gebaseerd op een prospectus en/of een vooraankondiging.

Institutionele beleggers vinden het trackrecord van de fondsmanager zeer belangrijk, waarbij vertrouwen en staat van dienst, evenals in het verleden behaalde rendementen, belangrijke kenmerken zijn van het trackrecord. Locatie wordt eveneens als een belangrijk selectie criterium gekenmerkt, iets wat bij private beleggers in zijn geheel niet terug komt als een belangrijk criterium. Vervolgens wordt er veel waarde gehecht aan de managementstijl en het risico/rendementsprofiel dat daar bij hoort en wordt lokale aanwezigheid van de manager als belangrijk beoordeeld.

Institutionele beleggers kijken sterker naar de vastgoedkenmerken van een privaat vastgoedfonds dan private beleggers dat doen. Dit toont aan dat institutionele beleggers op strategisch niveau hun vermogen alloceren, terwijl private beleggers dit meer op objectniveau doen.

Private beleggers zijn geïnteresseerd in direct rendement en lijken minder een lange termijn visie te hebben. Dit geeft aan dat zij meer cashflowgedreven beleggers zijn. Institutionele beleggers beleggen met een langere termijn visie; het indirecte rendement en met name het risico van een belegging vinden zij minstens net zo belangrijk. Door sterk naar de vastgoedkenmerken van een privaat vastgoedfonds te kijken en, mede daarop, hun keuze voor een specialistisch vastgoedfonds baseren, diversificeren zij hun totale beleggingsportefeuille.

Dit houdt in dat het gezamenlijke vastgoedfonds voor beide typen beleggers zich naar verwachting laat kenmerken als de managementstijl 'core', met een laag risico/rendementsprofiel, waar courante objecten in ondergebracht zijn en gemanaged worden door een fondsmanager met een bewezen staat van dienst en een goed trackrecord. Het rendement in dit vastgoedfonds is mogelijk lager dan private beleggers in eerste instantie zouden wensen, daar zij doorgaans streven naar maximalisatie van hun rendement. Echter, uit het onderzoek van de heer Berkhout kwam naar voren dat private beleggers bereid zijn rendement in te leveren in ruil voor een lager risico. Met andere woorden, in ruil voor rendement krijgen zij een vastgoedbelegging in een zorgvuldig gespreide en gediversificeerde vastgoedportefeuille terug. Hierdoor hoeft het lagere rendement met het bijbehorende lage risicoprofiel geen belemmering te zijn voor de ontwikkelingen van een gezamenlijk vastgoedfonds.

Institutionele beleggers daarentegen zullen niet bereid zijn een hoger risico te lopen in ruil voor meer rendement. Zij streven geen maximalisatie van het rendement na en willen geen hoge risico's lopen omdat zij daardoor mogelijk niet meer kunnen voldoen aan toekomstige verplichtingen.

In de deelconclusie (paragraaf 3.8) is een overzicht opgenomen van de verschillen tussen private en institutionele beleggers ten aanzien van de wijze waarop zij in private vastgoedfondsen investeren. Deze verschillen zullen als input dienen voor het kwalitatieve en kwantitatieve onderzoek dat in hoofdstuk 4 beschreven wordt en worden nader getoetst in beide onderzoeken.

3.4 Vastgoedfondsstructuren

Nu in kaart is gebracht wat de redenen zijn voor private en institutionele beleggers om in private vastgoedfondsen te investeren, wordt in deze paragraaf weergegeven wat de huidige bestaande fondsstructuren zijn waarin geïnvesteerd kan worden. Deze fondsstructuren zijn ontstaan om aan de wensen van de investeerders te voldoen. Hierbij is van belang of een investeerder een natuurlijk persoon of een rechtspersoon is, of de investeerder beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd is, in welke landen er belegd dient te worden en de voorkeur voor het type vastgoed waarin een belegger wenst te investeren.

Dit zijn allemaal kenmerken die uiteindelijk de ideale vastgoedfondsstructuur bepalen voor een bepaalde belegger met een bepaalde beleggingsdoelstelling. Er is derhalve niet één ideale vastgoedfondsstructuur, dit hangt sterk af van het type belegger, zijn achtergrond en zijn beleggingsdoelstelling. Deze profielverschillen hebben uiteindelijk geleid tot het bestaande aanbod van directe en indirecte vastgoedbeleggingen. Een initiatiefnemer past zijn aanbod aan aan de wensen van de beoogde doelgroep.

Het aanbod van vastgoedfondsstructuren kan in het algemeen verdeeld worden aan de hand van de juridische structuur van het vastgoedfonds (beursgenoteerd of niet beursgenoteerd, rechtspersoon of niet, vpb-plichtig of niet) en de inhoud van de belegging (spreiding op basis van vastgoed en locatie, beleggingsvolume, mate van activiteit). De juridische structuur is voornamelijk van belang voor de vraag welke investeerders in het fonds gaan participeren. De keuze voor een bepaalde juridische structuur laat zich voornamelijk bepalen door de wensen van de doelgroep van het fonds. Op basis van de overige niet-fiscale en juridische kenmerken van het vastgoedfonds (risico/rendementsverhouding,

vastgoedsector, regio/land, hoeveelheid leverage) beslist de investeerder uiteindelijk welk fonds het best past bij zijn beleggingsdoelstelling.

Momenteel kan een belegging in vastgoed plaatsvinden door te investeren in de volgende juridische structuren (Gassler, 2009):

- direct vastgoed;
- open en gesloten CV;
- fonds voor gemene rekening (fgr);
- vof;
- (niet) vpb-plichtig rechtspersoon
- fbi ((niet) beursgenoteerd)
- maatschap.

In dit onderzoek wordt niet ingegaan op de (fiscale) voor- en nadelen van het investeren in één van bovenstaande juridische structuren, daar dit buiten de reikwijdte van dit onderzoek valt. Er worden experts op het gebied van juridische en fiscale structuren geïnterviewd en enquêtes gehouden onder zorgvuldig geselecteerde private en institutionele investeerders met als doel een juridische en fiscale fondsstructuur op te zetten voor een bepaalde doelgroep van beleggers. Vervolgens zal er zowel juridisch als fiscaal inhoudelijk ingegaan worden op de gekozen fondsstructuur evenals de fiscale behandeling van de vastgestelde doelgroep.

3.5 Relevante criteria vastgoedfondsstructuur

Zoals gezegd bestaan er verschillende structuren die interessant zijn voor verschillende typen beleggers. Er bestaat niet één optimale structuur. Dit hangt sterk af van het type belegger en zijn beoogde beleggingsdoelstelling. Echter, belangrijke afwegingen die een investeerder maakt bij zijn keuze voor een vastgoedfonds kunnen wel in kaart worden gebracht, waarbij aangegeven wordt welke structuur daarvoor in aanmerking komt.

Hieronder volgt een opsomming van enkele voorkeuren die een belegger kan hebben ten aanzien van zijn investering en er wordt aangegeven welk type investering deze voorkeur biedt. Zoals eerder in dit onderzoek vermeld, wordt een belegging in een beursgenoteerde (vastgoed)onderneming buiten beschouwing gelaten in dit onderzoek. Echter, de onderzoeker is zich er terdege van bewust dat het beleggen in een beursgenoteerd vastgoed voordelen biedt ten opzichte van het beleggen in bijvoorbeeld een privaat vastgoedfonds. Hiervan is de liquiditeit van de deelname een goed voorbeeld; een aandeel in een beursgenoteerde vastgoedonderneming kan op elk gewenst moment verkocht worden, dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld een directe investering in vastgoed¹.

De onderzoeker heeft ervoor gekozen de relevante criteria te bespreken op basis van een recent onderzoek van de heer Gassler (2009). Dit is een recent onderzoek naar (juridische en fiscale) vastgoedfondsstructuren in Nederland.

Liquiditeit: open-end privaat vastgoedfonds

Indien een investeerder liquiditeit van zijn deelname wenst biedt een belegging in een open-end privaat vastgoedfonds enige mate van liquiditeit vanwege de mogelijkheid tot tussentijdse verhandeling van de participatie. Liquiditeit beperkt het risico dat een investeerder zijn investering in een neergaande markt niet kan verkopen. Een investering in een privaat vastgoedfonds is meer liquide dan een investering in direct vastgoed. Een investering in direct vastgoed is het minst liquide.

¹ De uitleg bij de in deze paragraaf genoemde criteria is afkomstig uit de colleges van de heren Op 't Veld en Huisman MRE 2009-2011, uit Van Gool e.a. Gool (2007), *Onroerend goed als belegging* en uit Geltner e.a. (2007), *Commercial Real Estate Analysis & Investments*.

Benodigde vastgoedexpertise: privaat vastgoedfonds

Kennis en ervaring van de vastgoedmarkt is meer van belang naarmate de belegger nauwer betrokken is bij het vastgoed. Dit is het geval bij beleggingen in direct vastgoed. Indien een investeerder niet over de benodigde vastgoedexpertise of lokale marktkennis beschikt, is een investering in een privaat vastgoedfonds een mogelijkheid omdat de fondsmanager wel over de benodigde vastgoedexpertise beschikt.

Anonimiteit: privaat vastgoedfonds

Een directe vastgoedbelegging kan mogelijk leiden tot reputatieschade. Om dit te voorkomen kan een investeerder ervoor kiezen te investeren in een privaat vastgoedfonds. Hierdoor wordt mogelijke reputatieschade niet door de investeerder zelf opgelopen. Ten eerste omdat hij zich kan 'verschuilen' achter de fondsmanager en ten tweede omdat de aandeelhouders in een privaat vastgoedfonds niet kenbaar worden gemaakt naar de buitenwereld.

Controle over het vastgoed: investering in direct vastgoed

De complexiteit van het besluitvormingsproces neemt toe naarmate de investeerder nauwer betrokken is bij het vastgoed. Met de toename van de betrokkenheid neemt ook de controle over het vastgoed toe. De controle is het grootst indien de investeerder zelf de eigenaar van het vastgoed is (directe vastgoedbelegging) en neemt af indien een investeerder eigenaar is met meerdere investeerders, bijvoorbeeld een belegging in een privaat vastgoedfonds.

Transparantie: privaat vastgoedfonds

Als een privaat vastgoedfonds een goede corporate governance structuur voor het betreffende fonds heeft opgezet, zal het voldoen aan de richtlijnen van INREV op dit gebied. Deze richtlijnen geven bijvoorbeeld aan dat het vastgoed jaarlijks extern gewaardeerd dient te worden. Op basis daarvan wordt jaarlijks de intrinsieke waarde van een participatie vastgesteld, mogelijk in samenwerking met een extern accountant. Hierdoor is inzichtelijk wat de waarde van de objecten in de portefeuille zijn en wat dus de waarde van een participatie is. Dit is bij een investering in direct vastgoed niet het geval.

Diversificatie: privaat vastgoedfonds met specialistisch karakter

Spreiding van een portefeuille naar vastgoedsector (kantoren, bedrijfsruimten, winkels, woningen) en naar locatie (nationaal en internationaal) heeft een betere risico/rendementsverhouding tot gevolg. Bij een kleine portefeuille is spreiding lastiger te bereiken. Spreiding wordt het minst snel bereikt door investeren in direct vastgoed. Vanwege de hoge eenheidsprijzen van vastgoed dient een investeerder over veel vermogen te beschikken om een gespreide portefeuille op te bouwen.

Kosten voor management: investering in direct vastgoed

Indien de besluitvorming en de controle over het vastgoed verder van de investeerder af liggen, nemen de managementkosten doorgaans toe. Een belegging in direct vastgoed brengt derhalve de laagste managementkosten met zich mee en een belegging in een beursgenoteerd vastgoedfonds de hoogste.

Investeringsvolume: privaat vastgoedfonds

Een kleine investering in vastgoed kan eenvoudig plaatsvinden door te beleggen in een privaat vastgoedfonds met een lage minimale deelname. Dit zijn bijvoorbeeld private vastgoedfondsen die onder toezicht van de AFM staan (deelname kleiner dan EUR 50.000). Met een investering in direct vastgoed zijn grotere bedragen gemoeid vanwege de hoge eenheidsprijzen.

Volatiliteit en inflatie: investering in direct vastgoed

Vanwege de lange levensduur van vastgoed, de schaarste aan grond en het feit dat huren conform standaard ROZ-huurcontracten jaarlijks indexeren, biedt het investeren in vastgoed een goede bescherming tegen inflatie. Een investering in direct vastgoed is daarentegen minder volatiel dan een investering in beursgenoteerd vastgoed, daar de koers van een aandeel volatieler is dan de waardeontwikkeling van het onderliggende vastgoed.

Waardering van de investering: privaat vastgoedfonds

Indien een fonds jaarlijks extern wordt gewaardeerd is eveneens op jaarbasis de waarde van een participatie bekend. Een initiatiefnemer kan er ook voor kiezen de waarderingsfrequentie te verhogen.

Dit brengt wel extra (taxatie)kosten met zich mee. Een investering in direct vastgoed zal niet op frequente basis gewaardeerd worden (mogelijk alleen bij aan- en verkooptransacties), waardoor een directe belegging minder transparant is.

Fiscaliteit: afhankelijk van investeerder

De belastingsdruk (som van de belastingdruk op de belegger en op het vastgoedfonds) heeft een grote impact op het uiteindelijk te behalen rendement op een belegging. Doordat een belegging in direct vastgoed leidt tot belastingdruk bij de investeerder, zal hij pas bereid in een vastgoedfonds te investeren indien er op fondsniveau geen extra belasting wordt geheven. Een andere mogelijkheid is dat de aanvullende belastingdruk op fondsniveau gecompenseerd wordt door een lagere belastingdruk op het niveau van de investeerder. Gezien het feit dat beleggers zich verschillend laten kenmerken en verschillende voorkeuren hebben, zijn zij niet allemaal op dezelfde wijze aan belastingheffing onderworpen (bijvoorbeeld heffing vennootschapsbelasting bij rechtspersoon, inkomstenbelasting bij een natuurlijk persoon). Hierdoor bepaalt de wijze waarop de investeerder wordt belast doorgaans de keuze voor de juridische structuur van het vastgoedfonds.

Bovenstaande criteria ten aanzien van een vastgoedfondsstructuur worden getoetst in het praktijkonderzoek, waarbij het de doelstelling is om vast te stellen welke criteria meer en welke minder van belang zijn bij de structurering van een gezamenlijk fonds. De beschreven criteria worden opgenomen in de online enquête en daardoor getoetst onder private en institutionele beleggers. Tevens worden de criteria besproken tijdens de expert interviews.

3.6 Relevante risico's

Nu de belangrijke criteria in kaart zijn gebracht die bij de keuze voor een bepaalde vastgoedfondsstructuur relevant zijn, worden de risico's van het investeren in vastgoed in kaart gebracht. Potentiële investeerders maken altijd een risico/rendementsafweging, waardoor het interessant is om ook deze risico's in kaart te brengen zodat nagegaan kan worden welke risico's bij welke vastgoedfondsstructuur horen. Er worden drie niveaus van risico onderscheiden namelijk het niveau van de investeerder, het fonds en van beiden.

Niveau van de investeerder

Risico's waarop de keuze voor een vastgoedfondsstructuur geen invloed uitoefenen, zijn het marktrisico en de uitvalswaarschijnlijkheid. Laatstgenoemde wordt beoordeeld op financiële gegevens (ICR, LTV-ratio, jaarlijkse dividenduitkering, stabiliteit huurinkomsten) en niet-financiële gegevens (imageschade). Een risico dat daarentegen afhangt van de gekozen structuur is de gewenste mate van aansprakelijkheid. Een investeerder kan namelijk hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de verplichtingen van het vastgoedfonds waardoor zijn risico hoger is dan alleen de hoogte van zijn inleg.

Daarnaast is er nog het operationele risico dat mede bepaald wordt door de aanwezige vastgoedkennis bij de betreffende investeerder. Indien er slechts beperkte vastgoedkennis aanwezig is, zal een investeerder eerder geneigd zijn niet te beleggen in direct vastgoed, maar via een privaat vastgoedfonds dat gemanaged wordt door specialisten. Tevens is het operationele risico afhankelijk van de mate waarin de portefeuille gespreid is over vastgoedsectoren en over locaties en de liquiditeit van de portefeuille. Tenslotte bepaalt de transparantie van een investering en de wijze van waarderen van die investering mede het operationele risico. Om deze reden zal een belegger een voorkeur hebben voor een investering in een privaat vastgoedfonds met beperkte aansprakelijkheid zoals een NV, BV, CV of fgr (Gassler, 2009).

Niveau van het fonds

De kwaliteit van het object is van grote invloed op de kwaliteit van de investering. De kwaliteit van het gebouw, de locatie, het huurcontract (lengte en voorwaarden), de kredietwaardigheid van de huurder, de alternatieve aanwendbaarheid zijn van grote invloed op de waarde van het vastgoed en daarmee op de waarde van een participatie indien er sprake is van een belegging in een privaat vastgoedfonds. Dit

risico wordt het objectrisico genoemd. Voor de mogelijke structuur van het gezamenlijke vastgoedfonds is dit risico niet relevant. Dit oefent geen invloed uit op de structuur van het fonds.

Op het niveau van het fonds bestaat naast het objectrisico, het strategische en operationeel risico. Deze risico's houden verband met de corporate governance, het management en de stabiliteit van de directie van het fonds. Deze risico's zijn eveneens minder relevant voor de structuur van het fonds.

Niveau van de investeerder en het fonds

Van grote invloed op het rendement in het fonds is de belastingdruk die op het niveau van de investeerder en op het niveau van het fonds aanwezig is. Op het niveau van de investeerder is dit afhankelijk van de investeerder zelf; ib-, of vpb-plichtig lichaam of een lichaam vrijgesteld van vpb. Wanneer er op het niveau van het fonds gekeken wordt, is de belastingdruk mede afhankelijk van de juridische structuur van het fonds. Dit zal dus voornamelijk worden afgestemd op de wensen van de potentiële investeerder, waarbij de belastingdruk zo laag mogelijk wordt gehouden om het nettorendement zo hoog mogelijk te laten zijn.

Op het niveau van de investeerder en het fonds is tevens het economisch risico van invloed. De macro-economische situatie in Nederland en de rest van de wereld kan een negatieve invloed hebben op de waarde van vastgoed. Veranderingen in vraag en aanbod spelen daarbij een rol. In geval van verminderde vraag bij een minimaal gelijkblijvend aanbod zal de waarde van het vastgoed en de daarmee samenhangende waarde van een participatie, onder druk komen te staan. Ook de beschikbaarheid van financiering, de rentestand en het inflatiepercentage zijn factoren die hierop van invloed kunnen zijn. Een waardedaling van vastgoed onder invloed van algemeen verslechterde economische omstandigheden zal de beoogde rendementsdoelstellingen negatief beïnvloeden.

Daarnaast is het financieringsrisico van invloed op het uiteindelijke rendement van een investering. De kosten voor het gebruik van vreemd vermogen zijn in de rendementsprognoses een belangrijke factor. Een verlaging of verhoging van de hieraan verbonden rentetarieven kan aanzienlijke invloed hebben op het te behalen rendement zoals beschreven bij de actualiteit van de markt voor private vastgoedfondsen in paragraaf 2.6. De looptijd van een financiering is niet per definitie gelijk aan de looptijd van een vastgoedfonds. Dit brengt met zich mee dat financieringen gedurende de looptijd van een vastgoedfonds één of meerdere malen verlengd kunnen en/of moeten worden. Bij tussentijdse verlengingen doet zich het risico voor dat de financier om haar moverende redenen niet bereid is de financiering te verlengen. Dit betekent dat een financiering tegen andere, mogelijke minder gunstige, condities afgesloten zal moeten worden. Eventuele minder gunstige condities in de toekomst kunnen de rendementsdoelstellingen van het vastgoedfonds negatief beïnvloeden. Bovengenoemde (macro)-economische risico's worden niet invloed hebben op gekozen vastgoedfondsstructuur.

Concluderend kan worden gesteld dat een initiatiefnemer van een vastgoedfonds zich voornamelijk laat leiden door de wensen van potentiële investeerders in het vastgoedfonds. De voorkeuren ten aanzien van het gewenste risico/rendementsprofiel van de doelgroep van het vastgoedfonds zal bepalend zijn voor de uiteindelijke structuur van het gezamenlijke vastgoedfonds.

3.7 Corporate governance

De reden dat het onderwerp corporate governance in dit onderzoek apart wordt besproken, is dat dit onderwerp steeds belangrijker is geworden sinds enkele gevallen van fraude en de kredietcrisis. Om derhalve het gezamenlijke vastgoedfonds te structureren dat beide typen beleggers bedient, is de voor dat fonds gehanteerde corporate governance van groot belang. Institutionele beleggers hechten hier waarde aan doordat zij soms ook een maatschappelijke functie bekleden en daarnaast zeer beducht zijn voor reputatierisico. Indien het fonds niet beschikt over een goede corporate governance, zullen er minder institutionele private beleggers in het fonds investeren. Indien een vastgoedfonds echter veel aandacht besteedt aan dit onderwerp, zal het geen belemmering zijn voor beide typen beleggers om in het fonds te investeren. Om deze reden staat corporate governance steeds hoger op de agenda van belegger en aanbieders van private vastgoedfondsen.

Corporate governance best practice

INREV publiceert vanaf 2006 elk jaar een corporate governance best practice. Deze richtlijnen zijn tot stand gekomen door onderzoek onder institutionele beleggers te doen naar de factoren waaraan goed ondernemingsbestuur dient te voldoen. In bijlage F zijn deze richtlijnen opgenomen. De belangrijkste onderwerpen zijn:

- *Structuur van het bestuur.* Het bestuur van een organisatie dat geleid wordt door meerdere personen met specialistische functies (CEO, CFO, CIO, COO) en een raad van commissarissen (RvC) die toezicht houdt op het bestuur, zal eerder kritisch naar elkaar zijn en zwakke plekken in de organisatie signaleren dan een organisatie die wordt geleid door één directeur groot-aandeelhouder.
- *Verantwoording.* Investeerders dienen de mogelijkheid te hebben om de manager van een fonds verantwoordelijk te houden voor de prestaties van het fonds en dienen de manager hier op af te kunnen rekenen. Bijvoorbeeld de mogelijkheid tot het benoemen van een andere fondsmanager.
- *Transparantie.* Het bestuur van een fonds dient transparant te communiceren over het beleid van het fonds, dit beleid dient duidelijk te zijn en opvraagbaar. Tevens dienen externe accountants en taxateurs de financiële prestaties en de waarde van het vastgoed vast te stellen in plaats dat de manager dat zelf doet.
- *Alignment (in lijn brengen van belangen).* Een belangrijke indicator van alignment of interests is of de manager/initiatiefnemer mede in het fonds investeert (co-investment). Een ander voorbeeld van de juiste alignment of interest is een prestatiefee in het verdienmodel van de fondsmanager, waardoor de fondsmanager én de investeerder een gedeeld belang hebben, namelijk een goed presterend fonds.

Uit onderzoek van de European Public Real Estate Association (2008, 2009) blijkt dat Nederlandse markt hoog scoort in Europa waar het gaat om de wijze waarop de corporate governance binnen vastgoedorganisaties is geregeld. Uit deze onderzoeken kwam naar voren dat er met name op het gebied van prestatie-gerelateerde beloningen voor managers verbeteringen kunnen plaatsvinden.

Implicaties voor gezamenlijke fondsstructuur

Het belang van het hebben van de juiste corporate governance is van invloed op de structuur van het gezamenlijke vastgoedfonds dat beide typen beleggers bedient. Het is de verwachting dat de corporate governance van het gezamenlijke vastgoedfonds wordt opgezet conform de richtlijnen en best practice van INREV.

3.8 Deelconclusie

Verskil privaat versus institutioneel beleggen

Private en institutionele beleggers hebben verschillende achtergronden die van invloed zijn op de wijze waarop zij beleggen. Private investeerders proberen doorgaans een zo hoog mogelijk rendement te halen bij een zo laag mogelijk risicoprofiel. Voor institutionele beleggers is het van belang dat aan toekomstige verplichtingen, bijvoorbeeld het uitkeren van pensioen- en verzekeringsgelden, voldaan kan worden. Institutionele beleggers stellen zich daartoe specifieke rendementseisen welke zij dienen te halen op hun investeringen teneinde te kunnen voldoen aan hun toekomstige verplichtingen. De rendementsdoelstellingen van beide typen beleggers kunnen afwijken evenals de gewenste mate van risico. Private vastgoedbeleggers zullen bijvoorbeeld eerder geneigd zijn risico te nemen dan dat institutionele beleggers dat zullen doen.

In onderstaande tabel zijn de verschillen tussen private en institutionele beleggers schematisch weergegeven.

Overzicht verschillen private en institutionele beleggers		
	PRIVAAT	INSTITUTIONEEL
Groep beleggers	heterogeen	homogeen
Mate van professionaliteit		
Rendement	maximalisatie rendement	rendementsdoelstelling
Risico	laag - hoog	laag - gemiddeld
Risico/rendementsprofiel	laag - hoog	laag - gemiddeld
Termijn	kort - lang	lang
Omvang vermogen	klein - gemiddeld	gemiddeld - groot
Wijze van beleggen		
Aan- en verkoopbeslissingen	Opportunistisch	Strategisch
	Rendementsgedreven	Allocatie portefeuille
	Aandachtsgedreven	Trackrecord fondsmanager en lokale aanwezigheid
	Baseren keuze op prospectus en vooraankondiging	Locatie en vastgoedsector
		Stijl van beleggen (core/value add/opportunistic)
Redenen beleggen private vastgoedfondsen		
	Hoge rendementsverwachting	Toegang tot expertmanagement (trackrecord fondsmanager)
	Eenvoudige wijze beleggen in vastgoed	Voordelen benutten huidige marktomstandigheden
	Bescherming tegen inflatie	Toegang tot specifieke vastgoedsectoren (specialistisch karakter)
	Lager risico dan alternatieve beleggingen (aandelen)	Diversificatie mogelijkheden
	Bereidheid minder rendement voor lager risico	
	Met name geïnteresseerd in direct rendement	Verdeling direct en indirect rendement

Tabel 1: verschillen tussen private en institutionele beleggers

In het gezamenlijke vastgoedfonds kan niet tegelijkertijd aan alle voorkeuren van beide typen beleggers ten aanzien van de rendementseis, de acceptatie van risico en termijn waarop belegd wordt, voldaan worden. Er zal derhalve een trade-off plaats vinden tussen deze voorkeuren. Welke trade-off dat zal zijn zal voortkomen uit het praktijk onderzoek.

Risico aversie van institutionele beleggers is een factor waarmee rekening gehouden dient te worden bij het structureren van het gezamenlijke vastgoedfonds. Institutionele beleggers zullen slechts beleggen in fondsen met een institutioneel karakter (goede corporate governance, hoge mate van transparantie, etc.). Private beleggers zullen naar verwachting eerder geneigd zijn in een vastgoedfonds te stappen met een institutioneel karakter, waarbij het parkeerfonds van Bouwfonds een goed voorbeeld is. Andersom zal dit niet snel het geval zijn. In de marketing en communicatie rondom dit fonds wordt richting private beleggers het fonds gepositioneerd als een unieke mogelijkheid voor private beleggers om te investeren in een vastgoedfonds met een institutioneel karakter. Dit geeft aan dat ook Bouwfonds verwacht dat de voorkeuren die institutionele beleggers aan een vastgoedfonds stellen geaccepteerd worden door private beleggers.

Er bestaat niet één optimale fondsstructuur. De optimale structuur is per investeerder verschillend, waarbij de belastingdruk van de investering een belangrijke factor is welke voornamelijk wordt bepaald door de eigenschappen van de investeerder. Een investeerder wil deze namelijk zo laag mogelijk houden. Echter, niet alleen de hoogte van de belastingdruk speelt een belangrijke rol bij de keuze voor een vastgoedfondsstructuur. Er zijn verschillende niet-fiscale kenmerken te noemen die voor een investeerder van belang zijn bij zijn keuze voor een fondsstructuur.

Het is de verwachting dat zowel private als institutionele beleggers in de huidige markt een voorkeur hebben voor het investeren in private vastgoedfondsen. Dit gezien het specialistische karakter van private vastgoedfondsen, waardoor spreiding en diversificatie van de totale beleggingsportefeuille bereikt kan worden. Anderzijds is deze verwachting gebaseerd op het feit dat de beurs momenteel te veel onzekerheid biedt, waardoor beleggers meer zekerheid zoeken in de vorm van het investeren in private vastgoedfondsen, mits deze vanzelfsprekend de gewenste zekerheid kunnen bieden.

De verschillen tussen private en institutionele beleggers die in tabel 1 zijn opgenomen en voortkomen uit het literatuuronderzoek worden getoetst in het praktijkonderzoek. Vervolgens zal op basis van de uitkomsten uit het praktijkonderzoek een gezamenlijk vastgoedfonds worden ontwikkeld.

4 Onderzoeksmethodologie

In dit hoofdstuk wordt de gekozen onderzoeksmethodologie toegelicht. Er wordt een beschrijving gegeven van de verschillende onderzoeksmethoden in paragraaf 4.1, waarna in de daaropvolgende paragrafen het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek wordt toegelicht. In dit hoofdstuk zullen de voor- en nadelen van deze methoden besproken worden. Het hoofdstuk sluit af met een beschrijving van de totale respons van beide delen van het onderzoek.

4.1 Onderzoeksmethoden

Om tot beantwoording van de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen te komen zal in deze paragraaf beschreven worden hoe het onderzoek is opgebouwd, waarom voor deze onderzoeksmethode is gekozen en wordt er ingegaan op de uitvoering van het onderzoek.

Dit onderzoek bestaat uit een kwalitatief en een kwantitatief gedeelte. Beide gedeelten samen vormen uiteindelijk de toetsing van de praktijk aan het theoretisch kader, waardoor er antwoord gegeven kan worden op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen. De reden dat ervoor gekozen is beide vormen van onderzoek uit te voeren is dat daardoor een betere validatie van het onderzoek tot stand gebracht kan worden daar beide methoden hun eigen voor- en nadelen kennen. Door beide methoden naast elkaar te gebruiken kunnen de nadelen van beide onderzoeken verminderd worden en de voordelen ervan gecombineerd.

Er is om twee redenen gestart met het kwalitatieve onderzoek. Ten eerste is het doel van het kwalitatieve onderzoek geweest het richting geven aan de mogelijke gezamenlijke vastgoedfondsstructuur voor een gezamenlijk privaat vastgoedfonds. Hierdoor zijn in een vroeg stadium van het onderzoek mogelijke knelpunten gesignaleerd, welke vervolgens getoetst konden worden in het kwantitatieve onderzoek. Op basis van de eerste expert interviews is de vragenlijst voor het kwantitatieve onderzoek verder opgesteld.

Ten tweede zijn expert interviews tijdrend, deze hebben door het gehele land plaats gevonden. Mede vanuit een procesmatige kant van het onderzoek is gestart met het kwalitatieve onderzoek. Gedurende de eerste expertinterviews is vervolgens het kwantitatieve onderzoek opgezet en uitgezet.

4.2 Kwalitatief onderzoek

Het kwalitatieve gedeelte van dit onderzoek is uitgevoerd door het interviewen van experts op het gebied van het structureren van private vastgoedfondsen. De experts hebben allen een andere, maar zeer gespecialiseerde achtergrond en expertise op het gebied van vastgoedfondsen. Hierdoor is de centrale onderzoeksvraag vanuit verschillende invalshoeken en deelgebieden benaderd. Hierbij kan gedacht worden aan experts op het gebied van juridische en fiscale vastgoedfondsstructuren, van institutionele en private beleggingsprocessen en experts die een vastgoedfonds in de markt hebben gezet voor zowel private als institutionele beleggers.

De experts zijn zeer bewust geselecteerd, waarbij het de doelstelling was experts te interviewen die over zeer specialistische kennis van een deelgebied van het structureren van vastgoedfondsen beschikken. Hierdoor bestond de mogelijkheid op de verschillende deelgebieden die dit onderwerp raken, inhoudelijk de diepte in te gaan met de verschillende experts. Alle aspecten en onderwerpen ten aanzien van het structureren van vastgoedfondsen zijn de revue gepasseerd, waardoor een volledig is gevormd ten aanzien van dit onderwerp.

Door het interviewen van experts op verschillende deelgebieden is er richting gegeven aan de beantwoording van de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen. Tijdens de gesprekken is de interviewer ingegaan op deelonderwerpen zoals fiscaliteit, juridische structuren of de haalbaarheid in de markt van een gezamenlijk vastgoedfonds. De lijst met geïnterviewde experts is opgenomen in bijlage A.

Er zijn gedeeltelijk gestructureerde interviews gehouden, waarbij telkens dezelfde onderwerpen naar voren kwamen en dieper op onderwerpen is ingegaan al naar gelang de achtergrond van de respondent. Gezien de verschillende achtergronden van de respondenten en de verschillende onderwerpen die daardoor aan bod kwamen, is tijdens de interviews niet een vastomlijnde vragenlijst afgewerkt. Elk interview is gestart met de centrale onderzoeksvraag. Vervolgens zijn bepaalde onderwerpen meer in de diepte besproken. Voor de vragenlijst ten behoeve van het kwalitatieve onderzoek wordt verwezen naar bijlage D.

Het voordeel van het interviewen van experts door middel van gedeeltelijk gestructureerde interviews, is dat er heel gericht over een bepaald onderwerp gesproken kan worden, waarbij zeer specialistische kennis overgedragen wordt. Nadelen van dit type interview is dat het vergelijken van antwoorden van respondenten lastiger is en dat de antwoorden meer geschikt zijn voor het vormen van een mening dan voor toetsing. De experts zijn dan wel heel bewust gekozen daar zij allen verschillende achtergronden hebben, echter schuilt hierdoor mogelijk een bepaalde mate van subjectiviteit in hun antwoorden. Aan de andere kant is veel (extra) informatie uit de interviews naar voren komen, die zeer bruikbaar is geweest in dit onderzoek en daardoor heel belangrijk bij de uiteindelijke beantwoording van de centrale deelvraag. Tijdens de expert interviews is namelijk niet alleen inhoudelijk over de gedefinieerde onderwerpen gesproken, maar bestond ook de mogelijkheid gekregen om te putten uit jarenlange kennis en ervaring ten aanzien van dit onderwerp, waardoor veel extra informatie is gegenereerd.

Voor het kwalitatieve onderzoek zijn 12 expertinterviews gehouden. De experts kunnen onderverdeeld worden in vier groepen, te weten:

- *Markt experts*: de heren Smink, Hekman en Van Grieken;
- *Fondsstructuur experts*: mevrouw De Planque en de heren Elink Schuurman en Gassler;
- *Private beleggers experts*: de heren Doets, Keij, Prins, Briët, Smink en Kohsiek;
- *Institutionele beleggers experts*: de heren Doets, Smink, Kohsiek, Hupkens en Smeets.

De verdeling in bovenstaande groepen is gemaakt zodat de antwoorden van de betreffende personen in perspectief geplaatst kunnen worden. In het volgende hoofdstuk vindt namelijk de analyse van de uitkomsten van het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek plaats, waarbij enkele uitspraken van de verschillende experts zijn opgenomen. De reden dat de heren Doets, Smink en Kohsiek in twee groepen voorkomen heeft te maken met hun arbeidsverleden waarbij zij gezien worden als experts op meerdere terreinen.

Er zijn niet meer experts benaderd dan deze, iedereen heeft direct zijn medewerking aan het onderzoek verleend. Een veelgehoorde reactie op de vraag om deel te nemen was dat de experts het een interessant onderwerp vonden en graag de uitkomsten van het onderzoek zouden willen ontvangen gezien de actualiteit van het onderwerp. Dit was vanzelfsprekend een bevestiging voor de keuze van het onderwerp van dit onderzoek.

De conclusie is dan ook dat het kwalitatieve onderzoek geslaagd is in zijn opzet. Het doel was het interviewen van enkele experts op specifieke deelgebieden. Uiteindelijk zijn er 12 expert interviews gehouden, is er veel bruikbare informatie uit de interviews naar voren gekomen teneinde de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen te kunnen beantwoorden. Geen enkele uitgenodigde expert heeft zijn medewerking geweigerd. Het voornaamste doel van het kwalitatieve onderzoek, het richting geven aan de structurering van een gezamenlijk vastgoedfonds en het, in een vroegtijdig stadium, signaleren van mogelijke knelpunten van dit fonds, is bereikt.

4.3 Kwantitatief onderzoek

Kwantitatief onderzoek heeft als primair doel het verkrijgen van een cijfermatig inzicht ter beantwoording van de centrale onderzoeksvraag. De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek heeft een open karakter, waardoor het voor de hand ligt een exploratief onderzoek te doen volgens Baarda en De Goede (2006). Een exploratief onderzoek karakteriseert zich als een tussenvorm van een beschrijvend onderzoek en een toetsingsonderzoek waarbij het doel is het formuleren van een theorie. In dit onderzoek is dit het geval daar er gekeken wordt of, en zo ja hoe, er een vastgoedfondsstructuur te ontwikkelen is waarin zowel particuliere en institutionele beleggers bereid zijn te investeren. Er wordt in kaart gebracht hoe de structuur van het gezamenlijke vastgoedfonds eruit ziet waarbij een blauwdruk wordt gegeven van het fonds. Het exploratief onderzoek is erop gericht een theorie te ontwikkelen, daar deze vooraf niet aanwezig is.

Het kwantitatieve gedeelte van dit onderzoek is als volgt opgebouwd. Er is een groep institutionele en private beleggers geselecteerd en gevraagd een enquête in te vullen. De enquête bestond uit een 11-tal vragen (zie bijlage C). De enquête is online verstuurd naar een zorgvuldige geselecteerde groep institutionele en private beleggers.

De reden dat ervoor gekozen is een online enquête te versturen is om te onderzoeken waarom beleggers voor een investering in vastgoed kiezen, op basis van welke kenmerken van een privaat vastgoedfonds zij een mogelijke keuze baseren, wat hun voorkeuren zijn ten aanzien van de structuur van een vastgoedfonds en hoe zij tegen medebeleggers in een vastgoedfonds aankijken. De uit het theoretische onderzoek naar voren gekomen redenen voor het bovenstaande zijn getoetst door middel van de vragen die in de enquête zijn opgenomen.

De uitkomsten van de online enquête kunnen vervolgens gebruikt worden als input op het te structureren vastgoedfonds. De enquête genereert data, die ter validatie dienen voor de keuzes die zijn gemaakt ten aanzien van de structurering van het gezamenlijke vastgoedfonds. Het doel van de enquête is hiermee het verkrijgen van een cijfermatige onderbouwing (validatie) voor de structurering van het gezamenlijke vastgoedfonds.

De benaderde respondenten bekleden allen een hoge functie waardoor zij beperkt over tijd beschikken voor deelname aan een dergelijke enquête. Om deze reden is de drempel tot deelname aan het onderzoek zo laag mogelijk gemaakt. De uitnodigingen zijn gepersonaliseerd, het invullen duurde maximaal 10 minuten en er is vooraf aangegeven dat de gegevens anoniem verwerkt zouden worden.

Het feit dat alle resultaten direct digitaal beschikbaar zijn, is een ander voordeel van deze methode; verwerking van de gegevens kan relatief eenvoudig plaatsvinden. Een mogelijk nadeel van deze methode is dat de uitnodiging voor deelname aan de enquête op een moment komt dat de respondent druk is en deze derhalve wordt vergeten omdat het geen prioriteit heeft. Hierdoor kan deelname worden uitgesteld, waarna mogelijk afstel volgt met een lagere respons als gevolg.

Respondenten kwantitatief onderzoek

Ten behoeve van het kwantitatieve onderzoek zijn 25 private beleggers en 40 institutionele beleggers (IVBN-leden) benaderd. De oplettende lezer constateert dat dit 40 respondenten zijn, 9 meer dan de lijst van IVBN-leden. Dit heeft te maken met het feit dat, na het versturen van de uitnodiging tot deelname aan de vragenlijst, enkele meldingen kwamen die te maken hadden met vakanties, verkeerde mailadressen of het verzoek tot het benaderen van een ander persoon binnen de organisatie. Hierdoor zijn nieuwe respondenten toegevoegd aan de lijst van respondenten, met als gevolg dat de initieel benaderde respondenten wel in de statistiek zijn meegenomen. Met dit gegeven is rekening gehouden bij het berekenen van respons percentages.

Het was de verwachting dat de respons onder institutionele beleggers lager zou zijn dan de respons onder private beleggers. Dit gezien het feit dat de benaderde institutionele respondenten hoge posities bekleden binnen hun organisatie en daarom mogelijk beperkt beschikken over tijd om deel te nemen aan onderzoeken als deze. Een andere reden voor de verwachting van een hogere respons onder private beleggers is dat de onderzoeker een deel van respondenten persoonlijk kent, wat de kans op een hogere

respons groter maakt. Van de groep institutionele beleggers zijn slechts enkele respondenten persoonlijk bekend.

De benaderde institutionele beleggers zijn in twee groepen verdeeld; beleggingsfondsen en uitvoerders. Reden hiervoor is dat dit twee verschillende typen institutionele beleggers zijn, waardoor zij mogelijk verschillend tegen het beleggen in private vastgoedfondsen aankijken en derhalve de vragen mogelijk anders beantwoorden. Uitvoerders, zoals PGGM, Syntrus Achmea en APG, beleggen vermogen in opdracht van bijvoorbeeld enkele grote pensioenfondsen. Dit doen zij onder andere door het beleggen in private vastgoedfondsen. Deze doelgroep is dagelijks bezig met het analyseren en selecteren van dergelijke beleggingsproducten. De beleggingsfondsen, zoals Unibail, Corio en ASR, beleggen in vastgoed voor eigen rekening en risico. In deze organisaties wordt weer belegd door andere institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars, maar ook door private beleggers.

Door de groep institutionele beleggers op deze wijze onder te verdelen, kunnen de antwoorden beter met elkaar vergeleken worden. In totaal zijn er 18 respondenten benaderd uit de groep beleggingsfondsen en 22 respondenten uit de groep uitvoerders.

Benaderde institutionele beleggers

De benaderde institutionele beleggers zijn allen IVBN-leden. De omvang van de beleggingen van de IVBN-leden weerspiegelt het grootste gedeelte van de markt; allen staan hoog in de top-101 onderzoek van vastgoedbeleggers, een jaarlijks onderzoek van PropertyNL (PropertyNL, 2010). Hierdoor is het onderzoek onder een selecte groep respondenten uitgezet dat het grootste gedeelte van de markt omvat op basis van de zogenaamde 80-20 regel. Dit is het Pareto-principe waarbij 80% van de omvang van de markt in handen is van 20% van de deelnemers in deze markt. Door de vragenlijst onder de IVBN-leden uit te zetten is het grootste gedeelte van de Nederlandse institutionele beleggingsmarkt benaderd, waardoor een juiste afspiegeling van de markt is ontstaan.

Benaderde private beleggers

Naast de groep institutionele beleggers is een groep private beleggers benaderd en gevraagd de online enquête in te vullen. De groep private beleggers is zorgvuldig geselecteerd onder de topcliënten van de private bank van ABN AMRO MeesPierson. Hierbij waren omvang van het belegde vermogen en een voorkeur voor het beleggen in vastgoed belangrijke criteria. Deze groep kan eveneens als kundig en ervaren op het gebied van vastgoedbeleggingen beschouwd worden. Doorgaans hebben zij gespecialiseerde organisaties ingeschakeld, zogenaamde family offices, zoals beschreven in paragraaf 2.2. De cliënten die benaderd zijn voldoen aan de definitie van grotere private beleggers (minimaal vermogen EUR 25 miljoen) die ABN AMRO hanteert. Dit zijn de zogenaamde Private Wealth Management cliënten. Om privacy redenen kunnen de benaderde respondenten niet kenbaar gemaakt worden.

4.4 Respons kwalitatief en kwantitatief onderzoek

De respons op beide onderzoeken is goed te noemen. Voor wat betreft het kwalitatieve onderzoek is de term respons wellicht niet de juiste, daar experts benaderd zijn waarmee vervolgens afspraken gemaakt zijn voor een interview. Toch wordt deze term gebruikt daar geen enkele beoogde expert zijn of haar medewerking niet wilde verlenen. Temeer gezien de hoge posities die de experts bekleden binnen hun organisatie. Een ieder was meer dan bereid medewerking te verlenen en de reacties op het gekozen onderwerp van dit onderzoek waren zeer positief.

Respons beleggingsfondsen

Uit de groep beleggingsfondsen zijn 13 unieke respondenten benaderd. Hiervan zijn er 11 gestart met het invullen van de vragenlijst, wat neerkomt op een percentage van 85%. Echter, slechts 2 respondenten hebben de vragenlijst volledig ingevuld. De respons van deze groep bedraagt hiermee 18%, wat geen representatief percentage is om conclusies ten behoeve van dit onderzoek op te stellen. Een verklaring hiervoor is dat de vragen die in de online enquête gesteld zijn, mogelijk slechts gedeeltelijk op de respondenten van toepassing zijn. Dit omdat institutionele beleggers als Corio,

Vastned of Wereldhave zelf niet in andere vastgoedfondsen beleggen. Hierdoor kan het zijn dat de respondenten aan de vragenlijst begonnen zijn, maar deze niet hebben afgemaakt omdat ze van mening waren dat de vragen niet op hun situatie van toepassing waren. Een andere mogelijke verklaring is dat het online programma tijdelijk te maken heeft gehad met een technische storing, waardoor vragenlijsten mogelijk niet of niet volledig zijn ingevuld.

De respons van de subgroep beleggingsfondsen is echter niet voldoende om onderbouwde conclusies te kunnen trekken uit mogelijk afwijkende antwoorden tussen de twee subgroepen. Om deze reden vindt dat dan ook niet plaats in dit onderzoek.

Respons uitvoerders

Uit deze groep zijn 18 unieke respondenten uitgenodigd tot het invullen van de vragenlijst. Daarvan zijn 14 respondenten gestart met het invullen van de vragenlijst. Dit is een percentage van 78%. Van de 14 gestarte respondenten hebben er 8 de vragenlijst volledig ingevuld, wat een respons is van 57%. Dit is een representatieve respons op de enquête, waardoor conclusies ten behoeve van dit onderzoek getrokken kunnen worden. Echter, is deze representatieve respons niet voldoende om statistisch significante uitspraken te kunnen doen.

Respons private beleggers

Van de 25 benaderde private beleggers hebben 18 respondenten de vragenlijst volledig ingevuld. Dit is een respons van 72%. 2 respondenten hebben de vragenlijst handmatig ingevuld daar zij niet beschikten over e-mail. Hun antwoorden zijn meegenomen in de uitkomsten. De onderzoeker is zeer tevreden over de respons van deze groep. Hiermee is de verwachting van een hoge respons van de groep private beleggers bevestigd.

De uitkomsten van de enquêtes zijn opgenomen in bijlage G, H en I.

Conclusie respons

In totaal is het responspercentage onder institutionele beleggers hiermee uitgekomen op circa 32%. De verwachting was dat circa een kwart van de benaderde respondenten zou reageren. Derhalve zijn de verwachtingen overtroffen. Dit is eveneens het geval bij de respons van de private beleggers, waarbij het de verwachting was dat dit circa 50% zou bedragen. Een respons van 72% is dan ook hoog te noemen. Om deze reden wordt de conclusie getrokken dat de opzet tot het opstellen en uitzetten van een laagdrempelige enquête waar de benodigde kwalitatieve en kwantitatieve informatie ten behoeve van dit onderzoek uitgehaald kon worden, geslaagd is.

5 Data en analyse

Dit hoofdstuk beschrijft de uitkomsten van het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek. Op basis van deze uitkomsten wordt vervolgens in hoofdstuk 6 het gezamenlijk fonds ontwikkeld, waarbij de volgende (fonds)kenmerken besproken worden:

- strategie;
- doelgroep;
- juridische structuur;
- fiscale behandeling;
- corporate governance;
- feestructuur.

De uitkomsten van het kwalitatieve onderzoek worden op basis van bovenstaande kenmerken en in bovenstaande volgorde besproken. Bij de bespreking van de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek wordt de volgorde van de enquête aangehouden (bijlage C). Hierbij zullen eveneens de implicaties voor het gezamenlijke fonds ten aanzien van bovenstaande (fonds)kenmerken besproken worden. Op deze wijze worden de uitkomsten van het onderzoek gekoppeld aan de ontwikkeling van het gezamenlijke fonds.

In paragraaf 5.4 wordt antwoord gegeven op deelvraag vier: *Zouden beide typen beleggers in één privaat vastgoedfonds willen investeren en wat zouden de kenmerken van dat fonds zijn?*

Zoals vermeld is gestart met het uitvoeren van het kwalitatieve onderzoek om richting te geven aan het kwantitatieve onderzoek. Om deze reden zullen dan ook eerst de uitkomsten van het kwalitatieve onderzoek besproken worden, alvorens de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek aan bod komen.

5.1 Uitkomsten kwalitatief onderzoek

IMPLICATIES VOOR STRATEGIE

- Specialistisch karakter

In meerdere interviews kwam naar voren dat het specialistische karakter een belangrijke reden is voor beleggers om in private vastgoedfondsen te investeren. Door te investeren in gespecialiseerde fondsen kunnen beleggers diversificatie in hun totale beleggingsportefeuille aanbrengen. Hierbij wordt door de initiatiefnemer een duidelijke keuze te maken voor een vastgoedsector en een regio/land.

- Liquiditeit vastgoed

Volgens de experts is liquiditeit van het vastgoed in de huidige markt belangrijk. Deze wordt vergroot door te investeren in courant vastgoed. Volgens hen is er altijd vraag vanuit de markt naar courant vastgoed. Ook in economisch minder goede tijden. Dit type vastgoed heeft een laag risico/rendementsprofiel en de bijbehorende managementstijl kenmerkt zich als 'core'. Het vastgoed van de 'core'-fondsen wordt als liquide beschouwd.

Implicaties voor strategie gezamenlijk vastgoedfonds

- Specialistisch karakter
- 'Core'-vastgoedfonds

IMPLICATIES VOOR DOELGROEP

- Verschillende bloedgroepen

Uit alle interviews kwam naar voren dat private en institutionele beleggers van elkaar verschillen op een aantal punten. Hierbij kan gedacht worden aan fiscale behandeling, rendementsdoelstelling, omvang vermogen/deelname en de termijn waarop belegd wordt. Volgens de experts is het cruciaal voor het slagen van het fonds met deze verschillen rekening te houden. Hierbij moet het doel zijn de doelgroepen zoveel mogelijk op elkaar af te stemmen.

Volgens Kohsiek streven private beleggers naar maximalisatie van hun rendement, terwijl institutionele beleggers eerder streven naar het behalen van een vooraf vastgesteld rendement. Dit maakt dat private beleggers zich doorgaans meer opportunistisch gedragen dan institutionele beleggers. Indien private beleggers een winst kunnen realiseren zijn zij eerder geneigd dit te doen dan institutionele beleggers, die vaak met een langere termijnvisie beleggen. Het risico/rendementsprofiel en de termijn waarop belegd wordt, verschilt.

Tevens zullen institutionele beleggers de opbrengst van een verkoop weer willen herbeleggen daar zij rendement dienen te blijven genereren om te voldoen aan hun uitkeringsverplichting. Deze allocatieverplichting geeft een investeringsdruk waardoor institutionele beleggers mogelijk minder snel geneigd zijn korte termijn winsten te nemen. Daar komt bij dat institutionele beleggers geneigd zijn hun beslissing tot het realiseren van een winst (of het nemen van een verlies), te laten afhangen van de benchmark. Private beleggers daarentegen kijken veel meer naar absolute opbrengsten. Dit is eveneens een belangrijk verschil tussen private en institutionele beleggers. Dit sluit aan bij de bevindingen van het literatuuronderzoek.

In de interviews kwam daarnaast ter sprake dat de omvang van het vermogen waarmee belegd wordt verschilt. Volgens de heer Smink en de heer Smeets hebben institutionele beleggers een voorkeur voor een minimale omvang van EUR 100 miljoen per belegging. Dit heeft volgens hen te maken met het feit dat het voor deze bedragen pas loont een investering te doen, daar zij een groot vermogen te beleggen hebben.

Private beleggers daarentegen beleggen, enkele grote family offices uitgezonderd, met een kleiner vermogen. De omvang van het vermogen waarmee belegd wordt zal op elkaar afgestemd moeten worden in een gezamenlijk fonds. Te meer omdat het volgens enkele experts (Hupkens, Smeets, Kohsiek en Smink) niet in het beleggingsbeleid past van grote institutionele beleggers om samen met private beleggers in een gezamenlijk fonds te investeren. Dit wordt ondersteund door de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek. Hieruit kwam namelijk naar voren dat de grote institutionele beleggers op voorhand niet in een gezamenlijk fonds zullen beleggen. Dit geeft aan dat de grote institutionele beleggers niet de doelgroep is voor een gezamenlijk fonds.

De experts gaven aan dat het hun verwachting was dat kleinere institutionele beleggers wel geïnteresseerd zijn om in een gezamenlijk fonds te beleggen. Dit vanwege het feit dat hun achtergrond het meest overeen komt met die van grotere private beleggers en family offices.

- **Mate van professionaliteit**

Het verschil in professionaliteit tussen private en institutionele beleggers is een onderwerp dat tijdens de expert interviews vaak aan bod kwam. Volgens de heer Smeets is dit de reden dat bestaande vastgoedfondsen óf private óf institutionele beleggers bedienen. Kohsiek en Briët gaven aan dat het verschil in professionaliteit de besluitvorming in een fonds moeilijker maakt. Institutionele beleggers kijken namelijk op strategisch niveau naar een fonds en beslissen ook op basis van strategische overwegingen. Private beleggers beslissen meer vanuit objectoverwegingen. Het niveau van overwegingen wijkt van elkaar af. Volgens hen zijn de minder professionele beleggers (kleinere private beleggers) daardoor minder goed in staat de voor het fonds en haar beleggers meest optimale beslissingen te nemen. Om die reden was de gedeelde opvatting dat aan de private kant de doelgroep (i) grotere private beleggers en (ii) family offices dient te zijn.

- **Clubdeals, joint-ventures**

Enkele experts, waaronder de heren Smink, Kohsiek en Smeets gaven aan dat clubdeals en joint-ventures tussen grote institutionele beleggers momenteel de trend is. Investerings worden

gezamenlijk gedaan door een enkele grote institutionele beleggers. Dit wordt ondersteund door uitkomsten van het literatuuronderzoek, waarbij deze trend eveneens geconstateerd is. Daarnaast gaf de heer Smeets aan dat institutionele beleggers veel meer keuze hebben in investeringsmogelijkheden, mede door de volumes die zij te beleggen hebben. Zij creëren vaak hun eigen deals, of worden benaderd door een andere investeerder met de vraag of zij mee willen doen in een gezamenlijk investering.

- Reputatierisico

Volgens Smink en Smeets zijn institutionele beleggers erg beducht voor reputatierisico. Om die reden hebben zij een voorkeur voor het beleggen met andere institutionele beleggers. Zij vinden het prettig om te weten wie hun medebeleggers in een fonds zijn. Indien dit niet bekend is, wordt dit als een risico gezien en zijn ze bang reputatieschade op te lopen, mochten er problemen komen. Volgens Smeets zoeken private beleggers eerder de pers en proberen institutionele beleggers mogelijke problemen onderling op te lossen.

Implicaties voor doelgroep gezamenlijk vastgoedfonds

- Juiste afstemming doelgroep cruciaal voor slagen fonds; (i) kleinere institutionele beleggers aan de institutionele kant en (ii) grotere private beleggers en (iii) family offices aan private kant.

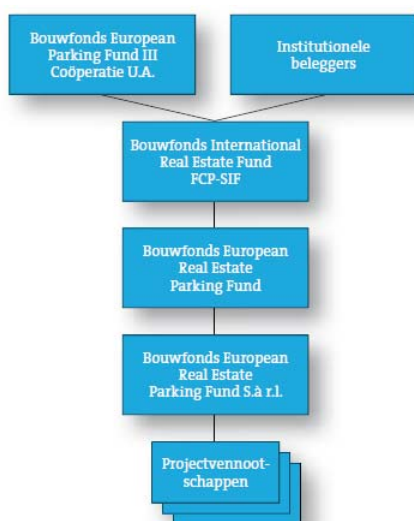
IMPLICATIES VOOR JURIDISCHE STRUCTUUR

- Zeggenschap

Een onderwerp dat met de mate van professionaliteit te maken heeft is de zeggenschap van beide beleggers indien zij in een gezamenlijk fonds beleggen. Verschillende experts hebben aangegeven dat de zeggenschap van private beleggers beperkt dient te worden, gezien het verschil in mate van professionaliteit. Doordat private beleggers, in de ogen van de experts, over minder kennis en ervaring beschikken, maken zij mogelijk niet de meest optimale keuzes ten behoeve van het fonds. Dit kan voorkomen worden door de zeggenschap van private beleggers te beperken.

Een feederstructuur is hiervoor een goede oplossing volgens de experts. In een feederstructuur, beleggen twee of meer feederfondsen in een masterfonds. De feederfondsen verschaffen kapitaal aan het masterfonds dat eigenaar is van het vastgoed.

Een voorbeeld uit de praktijk van een dergelijke structuur is het eerder besproken parkeerfonds van Bouwfonds.



De hiernaast afgebeelde figuur laat zien hoe dit fonds gestructureerd is. De private beleggers beleggen samen met institutionele beleggers in een masterfonds (Bouwfonds International Real Estate Fund) middels een feederfonds (Bouwfonds European Parking Fund III). De private beleggers hebben beperkte zeggenschap in het masterfonds, terwijl de institutionele beleggers dat wel hebben. Volgens de heer Hupkens van Bouwfonds zijn er weinig private beleggers die de beperkte zeggenschap als reden geven om niet in dit fonds te beleggen. Daarnaast gaf de heer Keij aan dat private beleggers verwachten dat “het toch wel goed geregeld wordt” indien ook institutionele beleggers deelnemen. Deze categorie is namelijk kritisch en stelt zeer hoge eisen aan het management van het masterfonds.

Figuur 11: structuur parkeerfonds Bouwfonds

- *Gescheiden jaarvergadering*

In lijn met de beperking van de zeggenschap ligt het scheiden van de jaarvergadering bij een gezamenlijk fonds. Meerdere experts gaven aan dat institutionele beleggers niet in een gezamenlijk fonds deelnemen indien de jaarvergadering van het fonds niet gescheiden plaatsvindt. Als reden hiervoor werd gegeven het verschil in niveau waarop beleggers hun beslissingen nemen; strategische versus objectoverwegingen.

Het is daarnaast de eigen ervaring dat naarmate een private belegger een grotere deelneming in een fonds heeft, er minder over details gesproken wordt en meer over strategische vraagstukken.

- *Eenvoudige besluitvorming (één vertegenwoordiger vanuit private beleggers)*

Volgens mevrouw De Planque geven institutionele beleggers voorkeur aan formele besluitvorming, zodat de besluiten die in het fonds genomen worden conform de daarvoor geldende regelgeving en procedures verlopen. Private beleggers hechten in het algemeen minder waarde aan een formele besluitvorming. Daar komt bij dat een formeel besluitvormingsproces kosten met zich meebrengt die private beleggers liever als rendement uitgekeerd krijgen.

Het nemen van besluiten wordt gecompliceerder naarmate meer partijen hun goedkeuring dienen te geven. De groep private beleggers zal naar verwachting groter zijn dan de groep institutionele beleggers vanwege de omvang van het vermogen waarmee zij beleggen. Derhalve moet voorkomen worden dat besluitvorming moeilijk plaats vindt. Hoe kleiner de groep, hoe eenvoudiger besluiten tot stand komen kan gesteld worden. In het parkeerfonds van Bouwfonds is de besluitvorming vereenvoudigd door de fondsmanager als vertegenwoordiger van de totale groep private beleggers deel te laten nemen aan de jaarvergadering van het masterfonds. Hierdoor is er slechts één vertegenwoordiger voor deze groep.

- *Liquiditeit deelname*

Volgens Elink Schuurman is de liquiditeit van de deelname een belangrijke voorwaarde voor een privaat vastgoedfonds. Met name institutionele beleggers hebben om die reden een voorkeur voor open-end fondsen, waarbij tussentijdse verhandeling van de deelname mogelijk is. Om de liquiditeit van de deelname te vergroten gaf mevrouw De Planque aan dat er tussentijdse evaluatiemomenten gedurende de looptijd van het fonds ingebouwd kunnen worden.

De heer Gassler gaf aan dat bij de keuze voor de juridische structuur van het gezamenlijke fonds, het voordeel van de fgr boven de CV is dat niet iedere deelnemer zijn toestemming hoeft te verlenen bij toe- of uittreding. Dit verhoogt de liquiditeit van de deelname, hetgeen de attractiviteit van het fonds zal vergroten volgens de experts.

Implicaties voor juridische structuur gezamenlijk vastgoedfonds

- **Beperking zeggenschap private beleggers door feederfondsen.**
- **Gescheiden jaarvergadering voor feederfondsen.**
- **Open-end fonds vergroot de liquiditeit van deelname.**
- **Masterfondsen structureren als fgr.**
- **Vereenvoudiging besluitvorming; fondsmanager vertegenwoordigt private beleggers.**

IMPLICATIES VOOR FISCALE BEHANDELING

Fiscaliteit

De fiscaliteit op het niveau van de investeerder, van het fonds en van beiden is een onderwerp dat uitvoerig ter sprake is gekomen tijdens de interviews met de heren Gassler en Elink Schuurman. Zij gaven aan dat een gunstige fiscale behandeling op de verschillende niveaus voor beleggers altijd het uitgangspunt dient te zijn. Anders zal geen enkele belegger bereid zijn in het gezamenlijke fonds te investeren. Nadat werd aangegeven wat de strategie en de doelgroep van het gezamenlijke fonds zou

worden, is er inhoudelijk gesproken over de fiscale consequenties en over de fiscaal optimale structurerings.

De integrale belastingdruk is een kostenpost die iedere belegger zo laag mogelijk wenst te houden. De hoogte van de integrale belastingdruk is afhankelijk van de investeerder en van de kenmerken van het fonds. Uit het interview met de heer Gassler en uit zijn MRE-onderzoek (2009) kwam het volgende naar voren:

- De integrale belastingdruk wordt verhoogd ten opzichte van een directe vastgoedinvestering door een investering in een vpb-plichtig lichaam, niet zijnde een fbi.
- De integrale belastingdruk wordt ten opzichte van een directe vastgoedinvestering verlaagd door een investering in een fbi ingeval de gemiddelde overdrachtsbelastingdruk voor de fbi lager is (bijvoorbeeld door een langere exploitatieperiode).
- De integrale belastingdruk is hoger voor een vpb-plichtig lichaam dan dezelfde investering door een natuurlijk persoon of door een fbi, tenzij het een investering in een deelneming betreft.
- De integrale belastingdruk voor een vpb-vrijgestelde belegger (bijvoorbeeld een pensioenfonds) is lager dan dezelfde investering door een natuurlijk persoon of door een vpb-plichtig lichaam.

In dit onderzoek wordt niet inhoudelijk ingegaan op de fiscale motivatie met betrekking tot bovenstaande constatering. Daar de heer Gassler zijn MRE-scriptie over bovenstaand onderwerp geschreven heeft en de onderzoeker geen expert is op dit vlak, de heer Gassler wel. In dit onderzoek gaat het om de technische en commerciële haalbaarheid van een gezamenlijk fonds, waarbij de fiscaliteit een onderdeel is en geen onderzoek op zich. Wel zullen de fiscale consequenties van de gekozen juridische structuur inhoudelijk worden toegelicht bij de structurerings van het gezamenlijke fonds.

Doordat beleggers fiscaal verschillend behandeld worden adviseerde de heer Gassler bij de structurerings van het gezamenlijke vastgoedfonds, de verschillende groepen beleggers van elkaar te scheiden. Banken en verzekeraars zijn bijvoorbeeld vpb-plichtige lichamen, terwijl pensioenfondsen vpb-vrijgestelde lichamen zijn. Door de verschillende beleggers van elkaar te scheiden kan per belegger de optimale fiscale behandeling gerealiseerd worden. Zo adviseerde de heer Gassler banken en verzekeringsmaatschappijen samen te voegen en aparte beleggersgroepen te maken voor pensioenfondsen, grotere private beleggers en family offices. Family offices worden apart als groep opgenomen omdat deze doorgaans vanuit een BV beleggen en een voorwaarde van de fbi-status is dat er maximaal 25% vpb-plichtige lichamen in een fbi mogen beleggen. Indien grote private beleggers en family offices in één groep worden opgenomen, wordt al snel deze grens bereikt waarmee de family offices slechts beperkt kunnen deelnemen. Dit is juist niet de bedoeling.

Hoe deze juridische structuur er vervolgens uit ziet en wat de fiscale consequenties ervan zijn, wordt beschreven in paragraaf 6.3.

Implicaties voor fiscale behandeling gezamenlijk vastgoedfonds

- **Aparte beleggersgroepen voor gunstige fiscale behandeling; (i) banken en verzekeringsmaatschappijen, (ii) pensioenfondsen, (iii) family offices en (iv) grote private beleggers.**

IMPLICATIES VOOR CORPORATE GOVERNANCE & FEESTRUCTUUR

- ***Corporate governance***

Corporate governance wordt door alle experts genoemd als een belangrijk aandachtspunt in de huidige markt. Institutionele beleggers en private beleggers in mindere mate, zullen slechts bereid zijn in het fonds te investeren als het fonds over juiste corporate governance beschikt. De richtlijnen die de INREV daarvoor heeft opgesteld vormen de juiste leidraad bij de inrichting van de corporate governance van het gezamenlijke vastgoedfonds.

- *Alignment of interests*

Alignment of interests tussen de belangen van de fondsmanager en de investeerder is eveneens een onderwerp dat meerdere experts ter sprake brachten. Alignment of interest houdt in dat er prestatiefee's in het fonds verwerkt zijn, waardoor zowel de fondsmanager/initiatiefnemer en de beleggers een gedeeld belang hebben, namelijk een goed presterend fonds.

Daarnaast werd het belang van co-investment door meerdere experts genoemd. Bij een co-investment neemt de fondsmanager/initiatiefnemer een belang in het fonds.

- *Feestructuur*

Feestructuur dient aan de huidige maatstaven te voldoen, waarbij een prestatiefee een belangrijke voorwaarde is. Hierbij dient het INREV onderzoek naar feestructuren een goede basis volgens de experts.

Implicaties voor corporate governance gezamenlijk vastgoedfonds

- **Corporate governance inrichten conform INREV richtlijnen.**
- **Feestructuur conform INREV richtlijnen.**
- **Co-investment door fondsmanager/initiatiefnemer.**

Tenslotte is er tijdens alle expertinterviews gesproken over de technische en commerciële haalbaarheid van een gezamenlijk fonds. De experts waren van mening dat een gezamenlijk fonds haalbaar is. Technisch werd er geen enkel knelpunt gezien. Commercieel werd een gezamenlijk fonds eveneens haalbaar geacht, zij het onder voorwaarden. Deze voorwaarden zijn hierboven beschreven, waarbij als belangrijkste voorwaarde de juiste afstemming van de doelgroep werd gezien.

5.2 Conclusie kwalitatief onderzoek

Het kwalitatieve onderzoek heeft samengevat, geleid tot de volgende implicaties voor het gezamenlijke vastgoedfonds.

Strategie

- Specialistisch karakter.
- 'Core'-vastgoedfonds.

Doelgroep

- Kleinere institutionele beleggers, family offices en grotere private beleggers.

Juridische structuur

- Beperking zeggenschap private beleggers door feederfonds.
- Gescheiden jaarvergadering voor feederfondsen.
- Open-end fonds vergroot de liquiditeit van deelname.
- Vereenvoudiging besluitvorming; fondsmanager vertegenwoordigt private beleggers.

Fiscale behandeling

- Aparte beleggersgroepen voor gunstige fiscale behandeling; (i) banken en verzekeringsmaatschappijen, (ii) pensioenfondsen, (iii) family offices en (iv) grote private beleggers.

Corporate governance & feestructuur

- Corporate governance inrichten conform INREV richtlijnen.
- Feestructuur conform INREV richtlijnen.
- Co-investment door fondsmanager/initiatiefnemer.

5.3 Uitkomsten kwantitatief onderzoek

In deze paragraaf worden de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek besproken. Hierbij wordt de structuur van de vragenlijst aangehouden die door de benaderde respondenten is ingevuld. Per deelonderwerp worden de implicaties die de uitkomsten hebben op het gezamenlijke fonds toegelicht, wederom op basis van de (fonds)kenmerken van het gezamenlijke fonds.

Voor de structuur van de enquête wordt verwezen naar bijlage C.

KEUZE VOOR VASTGOED (vraag 1 en 2)

Institutioneel

Door institutionele beleggers worden als redenen gegeven om in vastgoed te beleggen:

- een aantrekkelijk rendement (90% volledig mee eens / mee eens);
- de samenstelling van het rendement (80% volledig mee eens / mee eens);
- diversificatie van de beleggingsportefeuille (90% volledig mee eens / mee eens);
- de bescherming tegen inflatie (70% volledig mee eens / mee eens).

Het feit dat een belegging in aandelen momenteel onzeker is, blijkt geen reden te zijn voor institutionele beleggers om in vastgoed te beleggen. Deze constatering geeft aan dat institutionele beleggers lange termijn beleggers zijn en meer vanuit een optimale portefeuillemix denken, zoals uit paragraaf 3.3 naar voren kwam, waar de redenen voor het investeren in vastgoed per type belegger zijn beschreven.

Dat vastgoed tastbaar is, is eveneens geen reden om in vastgoed te beleggen voor institutionele beleggers. Dit is mogelijk te verklaren doordat institutionele beleggers zich minder snel laten leiden door emotie, maar beleggen vanuit strategische en allocatie overwegingen. Affiniteit met vastgoed en goede ervaringen met vastgoed als belegging blijken geen direct aanwijsbare redenen te zijn; hierover lopen de meningen uiteen.

7 van de 10 respondenten (70%) gaven aan in private vastgoedfondsen te investeren, dit impliceert dat zij in staat zijn de overige vragen vanuit hun eigen achtergrond, kennis en ervaring te beantwoorden.

Privaat

De benaderde respondenten van de groep private beleggers gaven als redenen om te beleggen in vastgoed:

- het kunnen realiseren van een aantrekkelijk rendement (89% volledig mee eens / mee eens);
- bescherming tegen inflatie (83% volledig mee eens / mee eens);
- affiniteit met vastgoed (78% volledig mee eens / mee eens);
- de mogelijkheid tot diversificatie van de beleggingsportefeuille (67% volledig mee eens / mee eens).

Iets meer dan helft van respondenten (56%) gaf aan dat de samenstelling van het rendement een reden is om in vastgoed te beleggen. Het feit dat aandelen momenteel onzeker zijn en vastgoed een tastbare belegging is, blijken geen duidelijk aanwijsbare redenen te zijn voor private beleggers om in vastgoed te investeren.

Hieruit blijkt dat private beleggers voornamelijk investeren in vastgoed vanwege de rendementsverwachting en de veronderstelde bescherming tegen inflatie die een investering in vastgoed biedt. Opvallend is dat affiniteit met de beleggingscategorie vastgoed eveneens als reden wordt gegeven om in vastgoed te investeren. Dit geeft aan dat private beleggers mogelijk ook emotionele (irrationele) factoren laten meewegen in hun keuze.

Er kan geconcludeerd worden dat de uitkomsten van het praktijkonderzoek overeen komen met de uitkomsten van het literatuuronderzoek. Private beleggers zijn rendementsgedreven en de inflatiebescherming is een belangrijke factor bij de keuze voor vastgoed als belegging. Tevens laten private beleggers mogelijk irrationele redenen meewegen in hun beslissingen.

15 van de 18 respondenten (83%) gaven aan in private vastgoedfondsen te investeren, wat eveneens impliceert dat de overige vragen door deze groep beantwoord kunnen worden. Overigens wekt het verbazing dat 'slechts' 15 van de 18 respondenten (83%) gaven aan in private vastgoedfondsen te investeren. De benaderde respondenten zijn namelijk allemaal cliënten van ABN AMRO MeesPierson en beleggen in één of meerdere private vastgoedfondsen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de definitie van een privaat vastgoedfonds niet bij iedere respondent duidelijk is geweest. Deze is namelijk niet opgenomen in de enquête. Mogelijk als deze wel was opgenomen had iedere private belegger aangegeven in private vastgoedfondsen te beleggen.

Beide beleggers vinden (samenstelling) het rendement belangrijk, echter is er niet gevraagd naar de mate van risico die zij bereid zijn te nemen zodat een uitspraak gedaan kon worden over het risico/rendementsprofiel en daarmee over de managementstijl van het gezamenlijke fonds.

Implicaties voor strategie gezamenlijk vastgoedfonds

- **Specialistisch karakter; beleggers zoeken diversificatiemogelijkheden.**

SELECTIE EN ALLOCATIE KENMERKEN (vraag 3)

Institutioneel

Nagenoeg alle kenmerken worden als 'van belang' aangemerkt bij de keuze voor een vastgoedfonds. Wat opvalt, is dat de vastgoedgerelateerde kenmerken zoals vastgoedsector en regio/land waarin belegd wordt, unaniem als een belangrijk kenmerk wordt aangegeven. Dit onderschrijft de bewuste keuze voor deze groep institutionele beleggers voor gespecialiseerde vastgoedfondsen en de vastgoedsector in combinatie met de regio waarin het vastgoedfonds investeert in het kader van de allocatie en samenstelling van de totale beleggingsportefeuille. Tevens onderschrijft dit de uitkomsten van het INREV onderzoek (Investment intentions, 2011) waarin locatie en vastgoedsector ook als belangrijke kenmerken naar voren kwamen. Tevens kwam uit deze vraag naar voren dat corporate governance unaniem als belangrijk kenmerk van een vastgoedfonds wordt gezien.

Het kenmerk duurzaamheid wordt als enige niet door elke respondent van belang geacht, wat mogelijk aangeeft dat dit onderwerp bij de betreffende investeerder (nog) niet (hoog) op de agenda staat.

Privaat

Uit het onderzoek onder private beleggers komt naar voren dat de belangrijkste kenmerken bij de keuze voor een vastgoedfonds het verwachte rendement van het fonds is (89% volledig mee eens / mee eens) en de fiscale structuur van het vastgoedfonds (89% volledig mee eens / mee eens). Dit is wederom een bevestiging van het feit dat private beleggers streven naar een optimalisatie van hun rendement. Kenmerken als managementstijl, vastgoedsector, regio/land (allen 67% volledig mee eens / mee eens) en corporate governance van het fonds (72% volledig mee eens / mee eens), zijn de kenmerken die na rendement en fiscaliteit als belangrijke kenmerken worden gezien.

In tegenstelling tot institutionele beleggers, waarvan 80% van de respondenten aangaf de mede-investeerders in het fonds een belangrijk kenmerk te vinden, vindt slechts 28% van de private beleggers dit een belangrijk kenmerk. Dit kenmerk kwam ook duidelijk naar voren in het kwalitatieve onderzoek. De conclusie die hieruit getrokken kan worden is dat bij de selectie van de doelgroep van investeerders voor het gezamenlijke fonds, aandacht besteed dient te worden aan de voorkeuren die institutionele beleggers hebben ten aanzien van hun mede-investeerders in het fonds. Blijkbaar hechten private beleggers daar een minder groot belang aan.

Beide beleggersgroepen gaven aan rendement, managementstijl, vastgoedsector en regio/land belangrijke kenmerken van een vastgoedfonds te vinden. Dit duidt erop dat beleggers kiezen voor fondsen met een specialistisch karakter. Daarnaast werd de hoeveelheid leverage eveneens van belang geacht, wat een indicatie geeft van de hoeveelheid risico die zij bereid zijn te nemen. Als dit kenmerk namelijk niet van belang werd geacht, zouden zij bereid zijn veel risico te nemen. Dat is niet het geval.

Om die reden wordt geconcludeerd dat de managementstijl 'core', geïmplementeerd zal worden voor het gezamenlijke fonds.

Implicaties voor strategie gezamenlijk vastgoedfonds

- Specialistisch karakter.
- 'Core'-vastgoedfonds.

Implicaties voor doelgroep gezamenlijk vastgoedfonds

- Duidelijke keuze voor doelgroep.

Implicaties voor fiscale behandeling gezamenlijk vastgoedfonds

- Fiscaal zo gunstig mogelijke structuur.

Implicaties voor corporate governance gezamenlijk vastgoedfonds

- Corporate governance inrichten conform richtlijnen INREV.

VOORKEUREN FONDSSTRUCTUUR (vraag 4)

Institutioneel

Een vastgoedfonds dient transparant te zijn geven institutionele beleggers unaniem aan. Dit betekent dat het fonds hoog dient te scoren op dit punt, waarbij de best practice en richtlijnen van INREV ten aanzien van corporate governance een goed uitgangspunt voor het gezamenlijke fonds kunnen zijn.

De behoefte aan liquiditeit van het vastgoed (80% (sterk) van belang) werd door institutionele beleggers gezien als een belangrijke voorwaarde. De liquiditeit van de deelname werd door 70% van de respondenten van belang geacht. Liquiditeit kan vergroot worden door het fonds als open-end fonds te structureren. Tevens is de fgr als juridische entiteit een voor de hand liggende keuze voor het gezamenlijke fonds.

Kenmerken die te maken hebben met de mate van professionaliteit zoals benodigde vastgoedexpertise (80% (sterk) van belang), controle over het vastgoed (70%) en vereist investeringsvolume (70% (sterk) van belang) werden door de respondenten van belang geacht. Dit onderschrijft de uitkomsten uit het kwalitatieve onderzoek en wijst erop dat institutionele beleggers bij voorkeur in een fonds beleggen met andere institutionele beleggers of de meer professionele private belegger (family offices of grotere private vastgoedfondsbelegger).

Vanzelfsprekend is de fiscaliteit van het fonds van belang in de ogen van respondenten. Tevens werd de hoogte van de managementkosten (feestructuur) door nagenoeg alle respondenten van belang geacht (90%). Het is bij de keuze van een feestructuur voor het fonds daarom van belang om aan te sluiten bij de uitkomsten van het INREV onderzoek naar management fees (INREV, 2011)

De behoefte aan anonimiteit werd door slechts 30% van de respondenten van belang geacht. Dit is opvallend omdat de verwachting was dat dit een kenmerk van een vastgoedfonds zou zijn, waaraan beleggers waarde zouden hechten. Anonimiteit heeft bijvoorbeeld te maken met het risico op reputatieschade. Mogelijk is het te verklaren doordat beleggers graag van te voren willen weten wie hun mede-investeerdere zijn, waardoor zij dit risico vooraf al enigszins kunnen inschatten en er daardoor minder waarde aan hechten.

Privaat

Het belang van liquiditeit van de deelname wordt door private beleggers onderschreven (78% (sterk) mee eens). Dit betekent dat zij een voorkeur hebben voor een open-end fonds met als juridische entiteit een fgr.

Daarnaast werd waarde gehecht aan fiscaliteit, transparantie en de hoogte van de managementkosten (89% (sterk) mee eens). Dit sluit aan bij de uitkomsten van het onderzoek onder institutionele beleggers.

Anonimiteit werd niet van belang geacht. Mogelijke verklaring hiervoor is dat zij doorgaans in fondsen beleggen waar veel mede-investeerders in beleggen, waardoor een belegger vanzelf al anoniem opereert.

Het vereist investeringsvolume is voor beide groepen van belang. Om die reden wordt geconcludeerd dat beleggers een hoge minimale deelname wensen, om kleinere private beleggers daarmee uit te sluiten. Anders hadden zij namelijk aangegeven de hoogte van de deelneming niet van belang te vinden.

Implicaties voor strategie gezamenlijk vastgoedfonds

- 'Core'-vastgoedfonds.

Implicaties voor doelgroep gezamenlijk vastgoedfonds

- Duidelijke keuze voor doelgroep, achtergronden aansluiten.

Implicaties voor juridische structuur gezamenlijk vastgoedfonds

- Open-end fonds, juridische entiteit fgr.
- Hoge minimale deelname.

Implicaties voor fiscale behandeling gezamenlijk vastgoedfonds

- Fiscaal zo gunstig mogelijke structuur.

Implicaties voor corporate governance & feestructuur gezamenlijk vastgoedfonds

- Feestructuur en corporate governance inrichten conform INREV richtlijnen.

MEDEBELEGGER IN EEN VASTGOEDFONDS (vraag 5 tot en met 11)

Bij de start van dit onderzoek zijn er enkele oriënterende gesprekken gevoerd om gevoel te krijgen welke mogelijke knelpunten voor een gezamenlijk fonds er zijn, zodat richting gegeven kon worden aan het kwalitatieve en kwantitatieve onderzoek. De heer Doets, voormalig bestuursvoorzitter van ING Real Estate, gaf al vroeg aan dat de juiste afstemming van de doelgroepen een belangrijk aspect voor een gezamenlijk fonds is. Dit werd bevestigd door de expertinterviews, waardoor het kwantitatieve onderzoek daarop is afgestemd. Dit heeft er toe geleid dat een belangrijk deel van de vragenlijst het onderwerp de medebeleggers in een gezamenlijk fonds behandelt. Om die reden zijn de laatste vragen van de enquête toegespitst op de bekendheid met medebeleggers en het eventueel scheiden van deze groepen in een gezamenlijk fonds. Vraag 5 tot en met 11 van de vragenlijst gaan hierop in (zie bijlage C).

Institutioneel

In vraag 5 wordt de vraag gesteld of het binnen het beleggingsbeleid van de betreffende belegger past om te investeren in een fonds waarin zowel private als institutionele beleggers deelnemen. Slechts één institutionele respondent heeft deze vraag met 'ja' beantwoord. 5 respondenten (waarvan 2 beleggingsfondsen) gaven aan dat investeren in een dergelijk fonds niet binnen het beleggingsbeleid past. Dit geeft aan dat het voor deze institutionele respondenten uitgesloten is om deel te nemen in een dergelijk fonds. De overige 4 respondenten antwoordden dat het mogelijk zou passen, echter onder voorwaarden. Hierbij zijn de volgende reacties gegeven: "*particulieren via een feederfonds*", "*geen nadelige gevolgen voor institutionele beleggers*" en "*als de karakteristieken voor institutionele beleggers goed zijn*". Dit zijn interessante opmerkingen die aangeven dat institutionele beleggers gezamenlijk beleggen in één fonds mogelijk geen probleem vinden, als beide typen beleggers van elkaar gescheiden worden óf indien ze overeenkomen in mate van professionaliteit. Het belang van het scheiden van beide typen beleggers kwam eveneens duidelijk naar voren tijdens de expert interviews. Blijkbaar willen institutionele beleggers geen 'hinder' ondervinden van private beleggers en wordt het scheiden van zeggenschap als een oplossing daarvoor gezien.

Het belang te weten wie de mede-investeerders in het fonds zijn kwam in vraag 6 aan bod. Deze vraag werd door 8 van de 10 respondenten met 'ja' beantwoord. Eén institutionele respondent gaf als

antwoord dat het mogelijk van belang is indien het een closed-end fonds betreft. Dit is te verklaren omdat er aan het einde van de looptijd van een closed-end fonds gezamenlijk besloten dient te worden wat er met het fonds en het onderhavige vastgoed dient te gebeuren, hierover zal consensus bereikt moeten worden. In dat geval is het dus goed om vooraf te weten met wie er consensus bereikt dient te worden. Bij een open-end fonds speelt dat niet.

Stel dat private beleggers eveneens in het fonds kunnen beleggen is dat voor institutionele beleggers dan een reden om niet in het betreffende fonds te investeren en andersom? Dit onderwerp kwam aan bod in vraag 8. 5 institutionele respondenten gaven aan dat dat het geval is. De overige institutionele respondenten gaven aan mogelijk, tenzij: *“schaal van investering een institutioneel karakter heeft”, “particulieren geen directe invloed hebben op governance, maar investeren via een feederfund”, “zeggenschap individueel uitgeoefend wordt”* en *“het geen nadelige gevolgen heeft en niet te veel als % van beleggerstotaal”*. Deze reacties bevestigen hiermee de uitkomsten van het kwalitatieve onderzoek waar het belang van het scheiden van zeggenschap via een feederstructuur naar voren kwam.

Vraag 9 gaat door op de achtergrond van deze opmerkingen. Stel dat de zeggenschap gescheiden is van beide typen beleggers, is het dan minder van belang dat beide typen beleggers kunnen deelnemen? Hierop werd door 6 respondenten ‘eens’ geantwoord en 3 respondenten antwoordden ‘oneens’, wat impliceert dat deze respondenten ondanks het scheiden van de zeggenschap, niet geïnteresseerd zijn in deelname.

De meningen zijn verdeeld onder institutionele respondenten ten aanzien van het belang van het scheiden van aandeelhoudersvergaderingen. 6 respondenten gaven aan dat indien aandeelhoudersvergaderingen gescheiden worden dat het voor hen minder van belang is als beide typen beleggers kunnen deelnemen. Weer 3 gaven aan er dan nog steeds bezwaren tegen te hebben en 1 respondent gaf aan dit niet relevant te vinden. Het scheiden van aandeelhoudersvergadering blijkt geen voorwaarde te zijn aan een gezamenlijk fonds.

Privaat

Alle private respondenten gaven aan dat het in hun beleggingsbeleid zou passen om in een fonds te investeren met institutionele beleggers. De antwoorden op de vraag of het vervolgens van belang wordt geacht te weten wie de mede-investeerders in het fonds zijn, lopen uiteen. 8 respondenten (44%) gaven aan dit niet van belang te vinden en 6 (33%) respondenten vonden dit wel van belang. Interessant is dat 4 respondenten (22%) hebben aangegeven dit mogelijk van belang te vinden waarbij de volgende uitspraken zijn gedaan: *“ligt aan het aantal deelnemers. Indien er slechts enkele beleggers zijn is het van belang, anders niet”, “de omvang klein is”, “er een selecte groep beleggers is”* en *“ligt aan omvang”*.

Het wordt door deze groep met name van belang geacht om te weten wie de mede-investeerders in het fonds zijn wanneer de groep kleiner wordt. Doorgaans neemt bij een kleiner wordende groep beleggers de omvang van het vermogen toeneemt, waardoor de belangen die op het spel staan groter worden. Hierdoor is het voor de hand liggend dat beleggers willen weten wie hun mede-investeerders zijn, met name wanneer er belangrijke beslissingen genomen moeten worden in het fonds. Deze worden eenvoudiger genomen door een kleine groep bekenden dan door een grote groep onbekenden.

Indien institutionele beleggers eveneens in het fonds kunnen investeren is dat voor private beleggers geen belemmering om deel te nemen in een fonds. 16 van de 18 respondenten (89%) gaven aan hier geen bezwaar tegen te hebben, 1 respondent vond dit niet relevant en 1 respondent gaf aan dat het een reden is om niet in het betreffende fonds te investeren. Hieruit kan geconcludeerd worden dat private beleggers het geen belemmering vinden om samen met institutionele beleggers in één fonds te investeren. Andersom bleek dit wel het geval te zijn.

Stel dat de zeggenschap gescheiden is tussen beide typen beleggers, is het dan minder van belang dat beiden kunnen deelnemen? 9 van de 18 respondenten (50%) gaven aan het hiermee oneens te zijn. 7 van de 18 (39%) gaven aan dit als niet relevant te beschouwen ten aanzien van een vastgoedfonds. Dit duidt erop dat deze respondenten een gescheiden zeggenschap niet als een belemmering voor deelname zien.

50% van de respondenten is het oneens met de vraag dat indien er gescheiden aandeelhoudersvergaderingen plaatsvinden, het minder van belang is dat beide typen beleggers in het vastgoedfonds kunnen beleggen. Dit kan betekenen dat zij geen gescheiden aandeelhoudersvergaderingen wensen, maar één vergadering voor beide typen beleggers. De andere 50% van de respondenten vonden het of niet relevant (28%) of waren het eens met deze stelling (22%). Er bestaat dus enige verdeeldheid onder private beleggers ten aanzien van gescheiden aandeelhoudersvergaderingen. Dit was eveneens het geval onder de institutionele respondenten.

Het is de verwachting dat dit voor het gezamenlijke fonds betekent dat, indien de totale groep beleggers niet te groot wordt en mate van professionaliteit tussen de verschillende beleggers in het fonds niet sterk van elkaar verschilt, een gescheiden aandeelhoudersvergadering geen voorwaarde voor het slagen van het fonds is.

De antwoorden op vraag 5 tot en met 11 leiden tot de volgende implicaties voor een gezamenlijk fonds.

Implicaties voor doelgroep gezamenlijk vastgoedfonds

- Duidelijke keuze voor doelgroep, voorkeur voor beperkte groep.

Implicaties voor juridische structuur gezamenlijk vastgoedfonds

- Scheiden zeggenschap door middel van feederstructuur

5.4 Conclusie kwantitatief onderzoek

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op deelvraag 4: *Zouden beide typen beleggers gezamenlijk in één privaat vastgoedfonds willen investeren en wat zouden dan de kenmerken van dat fonds zijn?*

Het kwantitatieve onderzoek heeft samengevat, geleid tot de volgende implicaties voor het gezamenlijke vastgoedfonds.

Strategie

- Specialistisch karakter; beleggers zoeken diversificatiemogelijkheden.
- 'Core'-vastgoedfonds.

Doelgroep

- Duidelijke keuze voor doelgroep, achtergronden aansluiten.

Juridische structuur

- Scheiden zeggenschap door middel van feederstructuur
- Open-end fonds, juridische entiteit fgr.
- Hoge minimale deelname.

Fiscale behandeling

- Fiscaal zo gunstig mogelijke structuur

Corporate governance & feestructuur

- Feestructuur en corporate governance inrichten conform INREV richtlijnen.

Nu de uitkomsten van het kwantitatieve en kwalitatieve onderzoek in kaart zijn gebracht, kan antwoord gegeven worden op de vierde deelvraag. Het antwoord op deze vraag is: ja, maar onder voorwaarden. De belangrijkste is de juiste afstemming van doelgroep. Tevens dient de zeggenschap van deze beleggers gescheiden te zijn. Een feederstructuur biedt hiervoor de mogelijkheid.

Hiermee is het praktijkonderzoek afgerond. In het volgende hoofdstuk wordt het gezamenlijke fonds ontwikkeld, gebaseerd op de uitkomsten van het literatuur- en praktijkonderzoek

6 Ontwikkeling gezamenlijk vastgoedfonds

In dit hoofdstuk komen de bevindingen uit het literatuur- en praktijkonderzoek samen. Er is uitvoerig onderzoek gedaan naar de achtergrond van beide typen beleggers en welke invloed die heeft op de wijze waarop zij beleggen. Er is in kaart gebracht in welke opzichten deze beleggers van elkaar verschillen en welke voorwaarden er door beide typen beleggers worden gesteld aan een gezamenlijk vastgoedfonds. Tevens is beschreven aan welke voorwaarden een gezamenlijk fonds dient te voldoen om te slagen in de markt. Deze voorwaarden leiden in dit hoofdstuk tot een blauwdruk voor een gezamenlijk fonds binnen de in dit onderzoek gestelde kaders.

In paragraaf 6.3 wordt antwoord gegeven op deelvraag 5: *Hoe zou een dergelijke structuur eruit zien?*

In paragraaf 6.7 wordt antwoord gegeven op deelvraag 6: *Is het haalbaar om een dergelijke structuur in de praktijk op te zetten dusdanig dat beide typen beleggers ook daadwerkelijk gaan investeren in het fonds?*

6.1 Strategie

Doelstelling fonds

De doelstelling van het fonds is het realiseren van een stabiel direct rendement met een verantwoord risicoprofiel in een zorgvuldig gespreide portefeuille van een nader te bepalen Nederlandse vastgoedsector.

Specialistisch karakter

Zowel uit het literatuuronderzoek als uit het praktijkonderzoek kwam duidelijk naar voren dat beleggers in private vastgoedfondsen investeren vanwege hun specialistische karakter en de mogelijkheid die dat biedt om diversificatie in de totale beleggingsportefeuille aan te brengen. Om deze reden zal het gezamenlijke fonds een specialistisch karakter hebben. Hierbij kan gedacht worden aan een fonds dat zich richt op bedrijfsruimten voor MKB-ondernemers gelegen langs de transportcorridors van Nederland. Het valt echter buiten de reikwijdte van dit onderzoek om vast te stellen in welke vastgoedsector en regio belegd gaat worden. Hier moet een grondige (macro-economische) studie aan ten grondslag liggen. Dit is een aanbeveling voor vervolgonderzoek.

Managementstijl 'core'

Conform het door INREV gemaakte onderscheid in managementstijl, karakteriseert het gezamenlijke fonds zich als een 'core'-vastgoedfonds. Dit is de managementstijl met het laagste risico/rendementsprofiel. Het fonds heeft geen exposure naar vastgoedontwikkelingsprojecten.

De verwachte IRR (gefinancierd) ligt tussen de 10% en de 11,5% (INREV, 2011). De IRR (Internal Rate of Return) is de interne rentevoet waartegen de toekomstige uitkeringen aan de deelnemers contant worden gemaakt, zodanig dat de som van de contant gemaakte cashflows gelijk is aan de oorspronkelijke investering.

De keuze voor deze managementstijl is ingegeven door het feit dat met name institutionele beleggers in de huidige markt kiezen voor producten met een laag risico/rendementsprofiel. Daarnaast lijken private beleggers genoeg te nemen met minder rendement als daar een lager risico en een diversificatie van hun portefeuille tegenover staat. In deze managementstijl zijn derhalve beide typen beleggers geïnteresseerd en daarom de keuze voor een fonds met managementstijl 'core'.

Vastgoedkenmerken

Het vastgoed wordt aangemerkt als courant en heeft de volgende kenmerken:

- (relatief) nieuw vervaardigd onroerend goed (0 – 10 jaar oud);
- lange huurcontracten (minimaal 10 jaar);

- solvabele huurders;
- gelegen in economisch sterke regio's (Randstad en langs transport corridors);
- goede bereikbaarheid;
- representatieve locaties.

Bovenstaande kenmerken zijn gebaseerd op eigen kennis en ervaring.

De vraag naar een dergelijk vastgoedproduct blijft aanwezig, ongeacht de economische situatie. Het vastgoed wordt aangemerkt als liquide; het exitrisico is laag.

Samenstelling portefeuille

De wijze waarop de portefeuille opgebouwd wordt, bepaalt mede het risicoprofiel van het fonds. Indien de fondsmanager een goed trackrecord kan laten zien, zullen beleggers eerder geneigd zijn deel te nemen in het fonds, dan wel zich committeren voor het inbrengen van vermogen in de toekomst. Hierbij is een goed trackrecord van het fonds een indicatie van een laag risicoprofiel. Wanneer het fonds en/of de fondsmanager een goed track record kan laten zien, is het mogelijk de portefeuille verder op te bouwen op basis van een zogenaamde blind pool.

Bij een blind pool wordt vooraf duidelijk afgesproken aan welke kenmerken het vastgoed dat ten behoeve van het fonds aangekocht gaat worden, dient te voldoen. Binnen deze bandbreedten wordt het vastgoed aan de portefeuille toegevoegd. Deze kenmerken worden opgenomen in het prospectus. Beleggers committeren zich vervolgens voor een bepaald bedrag, waarna middels capital calls, het gecommiteerde vermogen in tranches bij de verschillende beleggers wordt opgenomen. Deelnemers in het fonds hebben bij de keuze van objecten geen directe betrokkenheid en kunnen deze keuze daardoor niet blokkeren. De fondsmanager bepaalt welke objecten ten behoeve van de portefeuille worden aangekocht.

Doorgaans vindt er een capital call plaats nadat vastgoed aan de portefeuille is toegevoegd. Het nadeel van een blind pool is dat beleggers zich dienen te committeren. Zo lang het gecommiteerde vermogen niet wordt belegd, rendeert het minder. Dit wordt door beleggers als een nadeel gezien van het investeren in een blind pool. Het voordeel van een blind pool is dat de fondsmanager snel kan handelen op het moment dat er zich een interessante acquisitie voordoet. Dat is een groot voordeel in de vastgoedmarkt, waarbij snelheid vaak geboden is.

Er zal voldoende spreiding in het fonds aangebracht worden. De gemiddelde omvang van een object zal onderling niet sterk verschillen. Het advies is om bij de start van het fonds kleinere objecten ten behoeve van het fonds te verwerven. Nadat er voldoende spreiding in de portefeuille is aangebracht, kan de omvang per object toenemen.

Financiering

Een 'core'-vastgoedfonds maakt gebruik van conservatieve financieringen. Het fonds zal voor maximaal 50% gefinancierd worden met vreemd vermogen, wat in het algemeen wordt gezien als conservatief. INREV hanteert voor het maximaal te gebruiken vreemd vermogen 60% (INREV, 2011). Echter, in de huidige onzekere markt is een lage financiering een aantrekkelijk kenmerk van een vastgoedfonds. Tevens heeft het fonds bij een verslechterende markt een buffer. LTV-convenanten zijn in de huidige markt namelijk circa 60%.

De financiering zal voor een langere periode worden afgesloten, minimaal voor 7 jaar, op basis van een vaste rente. Hierdoor wordt het risico van renteverandering en daardoor hogere financieringslasten voor een lange periode uitgesloten; de financieringslasten staan gedurende 7 jaar vast.

Looptijd

Het fonds zal als open-end fonds opgezet worden. Hierop wordt nader ingegaan in paragraaf 6.3 (juridische structuur).

6.2 Doelgroep

De belangrijkste voorwaarde aan het gezamenlijke fonds is de juiste afstemming van de doelgroep. Achtergronden van de beleggers dienen op elkaar aan te sluiten. Uit de theorie over behavioral finance kwam naar voren dat beleggers sterk van elkaar kunnen verschillen waar het gaat om de wijze waarop zij beleggen. Dit werd bevestigd door de verschillende redenen van het beleggen in vastgoed per type belegger welke uit de onderzoeken van INREV naar voren kwamen. Tevens kwam uit het praktijkonderzoek naar voren dat de doelgroepen op elkaar afgestemd dienen te worden voor het gezamenlijke fonds. Dit werd als één van de belangrijkste voorwaarden gesteld door de geïnterviewde experts, wat bevestigd werd in de uitkomsten van het kwantitatieve onderzoek. Om deze reden dient er voldoende aandacht aan dit onderwerp besteed te worden. De doelgroepen van het gezamenlijke fonds zijn daarom de volgende.

Doelgroep private beleggers

De doelgroepen aan de private kant zijn (i) grotere private beleggers en (ii) family offices. Deze beleggers lijken qua achtergrond en wijze van beleggen op (kleinere) institutionele beleggers. Deze groep heeft een groot vermogen te beleggen, heeft een lange termijn visie en beschikt over specialistische (vastgoed) kennis. De mate van professionaliteit van deze beleggers komt overeen met die van institutionele beleggers. Conform de in paragraaf 4.3 opgenomen definitie van ABN AMRO MeesPierson voor grotere private beleggers, beschikt deze doelgroep over een minimaal vermogen van EUR 25 miljoen wat kan oplopen tot enkele honderden miljoenen Euro's.

Doelgroep institutionele beleggers

De doelgroep aan de institutionele kant zijn de kleinere institutionele beleggers. Deze doelgroep lijkt qua bloedgroep op de family offices en de grotere private beleggers. Beide groepen kunnen als professioneel beschouwd worden.

Bij de vaststelling van de definitie van grote en kleinere institutionele beleggers is uitgegaan van cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Uit deze cijfers blijkt dat er in 2009 470 verzekeraars en pensioenfondsen in Nederland actief waren. Tot de groep institutionele beleggers behoren ook banken. In het bankwezen waren in 2009 4.645 instellingen actief. Echter, deze groep betreft naast banken ook veel aanverwante financiële instellingen zoals hypotheekadviseurs. Hierdoor is deze groep buiten beschouwing gelaten. Deze institutionele beleggers hebben in 2009 gezamenlijk een vermogen belegd van EUR 114,5 miljard blijkt eveneens uit cijfers van het CBS.

Door het totaal belegde vermogen van EUR 114,5 miljard te delen door het aantal instellingen van 470, komt naar voren dat het gemiddeld belegde vermogen in vastgoed circa EUR 245 miljoen per institutionele belegger bedraagt. Kleinere en grotere institutionele beleggers worden als volgt gedefinieerd: institutionele beleggers met een belegd vermogen kleiner dan EUR 245 miljoen vallen onder de definitie kleinere institutionele beleggers. Institutionele beleggers met een totaal belegd vermogen boven deze grens worden gedefinieerd als grotere institutionele beleggers. Hierbij wordt vastgesteld dat de kleinere institutionele beleggers een belegd vermogen hebben van minder dan EUR 245 miljoen.

Minimale deelname

Het advies is om participaties van minimaal EUR 100.000 uit te geven om boven de toetsingsgrens van de AFM te blijven. Momenteel is die nog EUR 50.000 maar het is de verwachting dat deze grens binnenkort wordt verhoogd naar EUR 100.000. Indien er belegd wordt met bedragen die boven deze grens liggen, worden de beleggers door de AFM gezien als professioneel waardoor zij geen bescherming genieten. Fondsen die participaties aanbieden onder deze grens staan onder verplicht toezicht van de AFM, met alle administratieve consequenties voor de initiatiefnemer van dien. Op het toezicht wordt nader ingegaan in paragraaf 6.5.

Tevens wordt geadviseerd een minimale afname van 5 participaties (minimaal EUR 500.000) te verplichten voor de grotere private beleggers. Het effect daarvan is dat de kleinere private belegger deze deelneming te groot vindt en daarmee automatisch de groep kleinere private beleggers afvalt. De reden dat de participaties in stukken van EUR 100.00 worden aangeboden met een minimale afname

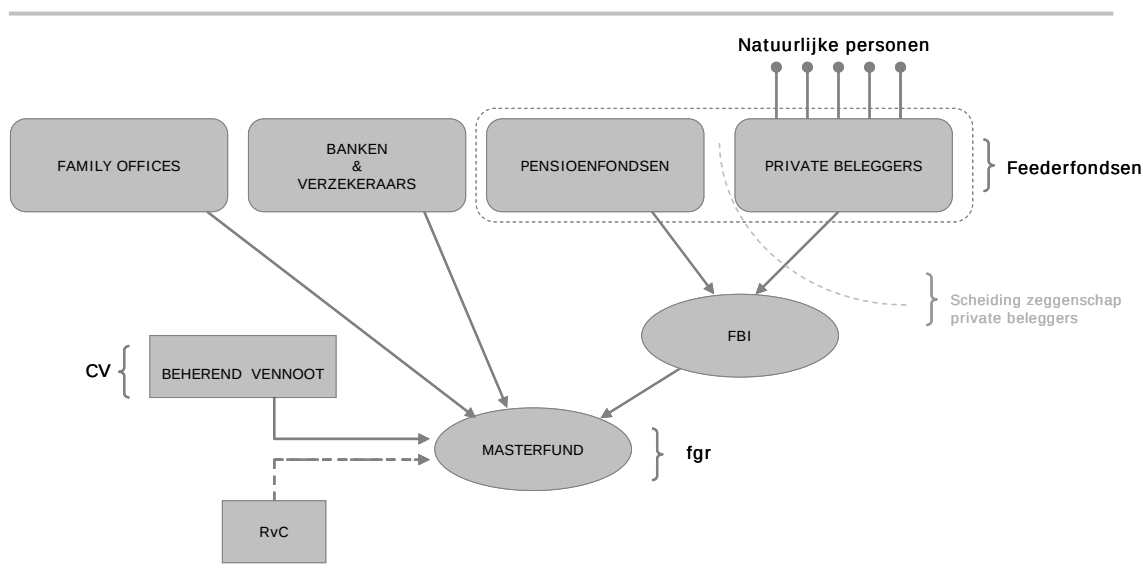
van 5 stuks en niet één stuk van EUR 500.00 is dat hiermee de liquiditeit verhoogd wordt van de participatie. Hierbij kan gedacht worden aan het geval van overlijden; participaties kunnen hierdoor overgaan op meerdere erfgenamen.

Door te kiezen voor deze doelgroepen zijn de verschillende achtergronden zo veel als mogelijk op elkaar afgestemd, waardoor de belangen gelijk zijn en de mate van professionaliteit tussen de verschillende beleggers niet sterk afwijkt. Hiermee is een belangrijk knelpunt voor een gezamenlijk fonds, het verschil in achtergrond en de mate van professionaliteit, weggenomen.

6.3 Juridische structuur

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op deelvraag 5: *Hoe zou een dergelijke structuur eruit zien?*

Nu de strategie van het gezamenlijke fonds op hoofdlijnen besproken is en de doelgroep bepaald, zal in deze paragraaf in kaart worden gebracht wat de juridische structuur van het fonds wordt en waarom voor deze structuur gekozen is. Allereerst zal de structuur schematisch worden weergegeven waarna deze inhoudelijk besproken wordt.



Figuur 12: juridische structuur gezamenlijk fonds

De structuur van het gezamenlijke fonds is tot stand gekomen door het literatuuronderzoek en het praktijkonderzoek. Uit het literatuuronderzoek kwam naar voren dat beleggers op zoek zijn naar een bepaalde mate van liquiditeit van hun deelneming en dat zij alleen beleggen in structuren die fiscaal gunstig gestructureerd zijn. Tevens kwam naar voren dat de zeggenschap van private beleggers beperkt dient te zijn. Vervolgens is tijdens het kwalitatieve gedeelte van het praktijkonderzoek met de juridische en fiscale experts besproken wat nu de meest optimale juridische en fiscale structuur voor een gezamenlijk fonds is, gegeven deze kenmerken. Tezamen hebben deze uitkomsten geleid tot bovenstaand figuur. Hieronder wordt nader ingegaan op de juridische implicaties voor een gezamenlijk fonds.

Beschrijving fonds

Het fonds kent vier typen beleggers; (i) banken en verzekeraars, (ii) pensioenfondsen, (iii) private beleggers en (iv) family offices, conform hetgeen beschreven in paragraaf 6.2. De pensioenfondsen en private beleggers beleggen samen in een fbi die weer belegt in het masterfonds, samen met de groep family offices en banken en verzekeraars, die rechtstreeks beleggen in het masterfonds. De fondsen waarin de pensioenfondsen en de private beleggers zitten, worden feederfondsen genoemd. De

structuur betreft de eerder genoemde feederstructuur. Door een feederstructuur te kiezen wordt de gewenste beperking van de zeggenschap van private beleggers bereikt. De keuze om private beleggers en pensioenfondsen te laten beleggen in een fbi welke vervolgens in het masterfonds belegt, heeft een fiscale achtergrond. Deze zal nader toegelicht worden in paragraaf 6.4.

Zeggenschap

Zoals hierboven vermeld is de zeggenschap van de private beleggers beperkt in deze structuur. Dit wordt in de fbi geregeld door het uitgeven van verschillende participaties aan private beleggers (participaties A) en aan pensioenfondsen (participaties B). Participaties A hebben geen stemrecht, participaties B wel. Door het uitgeven van verschillende participaties, wordt beperking van de zeggenschap bereikt.

Uit het onderzoek onder private beleggers kwam naar voren dat zij een beperkte zeggenschap niet als een voordeel zien. Echter, de keuze wordt gemaakt de wens van institutionele beleggers ten aanzien van de beperking van de zeggenschap voor private beleggers, te laten prevaleren. Dit is voornamelijk een commerciële afweging.

Rechtsvorm

Uit het kwalitatieve gedeelte van het praktijkonderzoek kwam naar voren dat de rechtsvorm van het masterfonds een fgr is. Het voordeel van een fgr is dat de beleggers slechts aansprakelijk zijn voor hun inleg (ook het geval bij NV, BV en CV). Daarnaast is het voordeel van een fgr ten opzichte van de CV, dat de verhandelbaarheid (liquiditeit) van participaties groter is. De reden hiervoor is dat er geen toestemming nodig is van alle participanten voor de gewenste verhandeling. Dit is bij een CV wel het geval. Hiermee wordt de flexibiliteit en de liquiditeit van de deelname verhoogd. Voor zowel private als institutionele beleggers was de liquiditeit van de deelname een belangrijk kenmerk bij de keuze voor een vastgoedfonds kwam uit het literatuuronderzoek naar voren.

Door het masterfonds te structureren als een fgr waar participaties vrij verhandelbaar zijn, wordt er toch een mate van liquiditeit gecreëerd, ondanks het feit dat een belegging in een privaat vastgoedfonds als minder liquide beschouwd dient te worden.

Liquiditeit deelname

Om de liquiditeit van de deelname in het fonds te verhogen wordt het fonds opgezet als een open-end fonds. Zoals in paragraaf 2.4 al naar voren kwam, kan verhandeling in een open-end fonds plaats vinden door middel van inkoop en uitgifte van het fonds zelf of via onderhandse verkoop tussen participanten. Echter, er dient duidelijk gecommuniceerd te worden naar potentiële beleggers dat een belegging in vastgoed zich desondanks laat kenmerken als een illiquide belegging.

Looptijd

Het fonds zal als open-end fonds opgezet worden, waardoor de looptijd in beginsel oneindig is. Dit heeft echter wel een negatieve impact op de liquiditeit van de belegging doordat het fonds geen einde kent en beleggers het geïnvesteerde vermogen daarmee niet (deels) terug krijgen. Dit wordt ondervangen door vooraf enkele vaste evaluatiemomenten van het fonds op te nemen. Gezamenlijk kan er dan door de beleggers besloten worden of het fonds gecontinueerd wordt of dat er gezien de dan geldende marktomstandigheden, een interessant verkoopmoment bestaat voor de gehele portefeuille en daarmee de mogelijkheid bestaat tot het realiseren van een aantrekkelijk (indirect) rendement.

Overige juridische aspecten

Belangrijke andere juridische aspecten van het gezamenlijke vastgoedfonds zoals stemrechten, totstandkoming van de jaarrekening van het fonds, ontslag en benoeming van de fondsmanager, overdracht en verhandeling van participaties zullen worden beschreven in het nader op te stellen prospectus van het fonds. Dit valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

6.4 Fiscale behandeling

In deze paragraaf worden de fiscale gevolgen voor de gekozen juridische structuur besproken. Per doelgroep zal de fiscale behandeling worden toegelicht.

Een fiscaal gunstige behandeling was een belangrijke reden voor beleggers om in vastgoed te beleggen kwam naar voren in het literatuuronderzoek. Dit werd bevestigd door de uitkomsten van het kwantitatieve gedeelte van het praktijkonderzoek. Tijdens de expertinterviews met de heren Gassler en Elink-Schuurman is vervolgens de fiscaal meest optimale structuur voor het gezamenlijke fonds vastgesteld gegeven de beoogde strategie en doelgroep.

Zoals uit paragraaf 6.2 (Doelgroep) duidelijk is geworden, zijn er vier verschillende groepen beleggers gedefinieerd. Deze groepen kennen fiscaal een andere behandeling. Fiscaal het meest opvallende aan de gekozen structuur is dat de private beleggers en de pensioenfondsen, via een fbi in het masterfonds beleggen. Een fbi kent namelijk, onder de in paragraaf 2.5 beschreven voorwaarden, een 0% vpb-tarief, wat het beleggen in een fbi fiscaal aantrekkelijk maakt. Daarnaast vanwege het fiscaal gunstige ib-tarief van 1,2% voor private beleggers zoals hieronder nader wordt toegelicht.

Echter, één van de voorwaarden aan een fbi is dat er maximaal 25% vpb-plichtige lichamen mogen deelnemen. Banken en verzekeringsmaatschappijen en (de meeste) family offices zijn vpb-plichtig waardoor deze groep beleggers direct in het masterfonds investeert en niet via de fbi. Pensioenfondsen zijn vrijgesteld van vpb, waardoor deze groep beleggers onbeperkt in de fbi kan beleggen. Om deze reden is de groep kleinere institutionele beleggers gesplitst in een groep banken en verzekeringsmaatschappijen en een groep pensioenfondsen. Tevens is de groep family offices gesplitst van de grotere private beleggers.

Hieronder volgt een toelichting van de fiscale behandeling per groep beleggers. De fiscale consequenties zijn (mede) gebaseerd op het eerder besproken onderzoek van de heer Gassler (2009).

Private beleggers investeren in een fbi

- **IB.** Indien private beleggers (natuurlijke personen) investeren in een fbi is de belastingdruk op het niveau van de investeerder 1,2%. Dit is een zogenaamde box-3 belegging (sparen en beleggen), waarbij 30% van 4% over het forfaitair rendement afgedragen dient te worden. Het forfaitair rendement is het verschil tussen de gemiddelde waarde van de belegging in het economisch verkeer en de gemiddelde waarde van de externe financiering in het economisch verkeer.
- **OVb.** Bij een verkrijging van een belang van minder dan een derde is geen overdrachtsbelasting verschuldigd op het niveau van de investeerder. Er is 6% ovb verschuldigd op het niveau van het fonds bij de aankoop van een object. Voor woningportefeuilles geldt momenteel een tijdelijk tarief van 2% ovb.
- **VPB.** Op fondsniveau kent de fbi een 0%-tarief voor vpb.

Pensioenfondsen investeert in een fbi

- **IB.** Pensioenfondsen zijn niet ib-plichtig.
- **OVb.** Op het niveau van het fonds is 6% ovb verschuldigd bij de aankoop van een object. Voor woningen geldt wederom het tijdelijke tarief van 2% ovb.
- **VPB.** Een pensioenfonds is vrijgesteld van vpb.

Fbi investeert in masterfonds

- **IB.** De deelnemers in de fbi zijn ib-plichtig. In dit geval alleen de private beleggers daar pensioenfondsen niet ib-plichtig zijn. Private beleggers zijn 1,2% ib verschuldigd over het forfaitair rendement.
- **OVb.** Op het niveau van het fonds is 6% ovb verschuldigd bij de aankoop van een object.
- **VPB.** In dit geval zijn beide deelnemers niet vpb-plichtig.

Bank investeert in masterfonds

- **OVb.** Op het niveau van het fonds is 6% ovb verschuldigd bij de aankoop van een object.

- *VPB*. Een bank is 25% vpb verschuldigd over de gerealiseerde winst.

Family offices investeren in masterfonds

Family offices zijn doorgaans niet-natuurlijke personen, voornamelijk BV's, waardoor deze lichamen vpb-plichtig zijn.

- *OVB*. Op het niveau van het fonds is 6% ovb verschuldigd bij de aankoop van een object.
- *VPB*. Een family office is vpb verschuldigd van 25% over de gerealiseerde winst.

Samengevat zijn fiscaal gezien de belangrijkste kenmerken van de gekozen structuur dat (i) private beleggers en pensioenfondsen beleggen in het masterfonds via een fbi, vanwege de fiscaal gunstige behandeling van ib en vpb en (ii) de verdeling van beleggers in vier groepen doordat zij verschillende fiscale behandeling kennen én vanwege het feit dat een fbi slechts 25% vpb-plichtige lichamen mag bedienen. Hierdoor zijn de family offices als een aparte beleggersgroep in de structuur opgenomen.

6.5 Corporate governance

In paragraaf 3.7 kwam naar voren dat corporate governance steeds belangrijker wordt in de huidige markt. Tevens kwam uit het praktijkonderzoek naar voren (zowel kwalitatief als het kwantitatieve onderzoek) dat beleggers het belang van de juiste corporate governance onderschrijven. Om deze reden is bij de ontwikkeling van het gezamenlijke fonds nadrukkelijk aandacht besteed aan dit onderwerp.

Het advies is de corporate governance van het gezamenlijke fonds aan te laten sluiten bij de richtlijnen die INREV jaarlijks publiceert ten aanzien van de inrichting van de corporate governance van een vastgoedfonds. Deze richtlijnen zijn tot stand gekomen door uitgebreid onderzoek te doen onder institutionele beleggers. De richtlijnen vormen dan ook een goede afspiegeling van de eisen die beleggers ten aanzien van dit onderwerp stellen.

Het gezamenlijke fonds hecht een grote waarde aan een gedegen, transparante bedrijfsvoering, met voldoende toezicht, in alle lagen van de organisatie. Hieronder volgen dan ook enkele aanbevelingen hoe de transparantie in het gezamenlijke fonds tot stand wordt gebracht.

Toezicht

Doordat het fonds participaties aanbiedt met een waarde van EUR 100.000, zal het fonds en de fondsmanager niet onder toezicht van de AFM staan omdat het daarvan vrijgesteld is (artikel 4 lid 1a Vrijstellingsregeling Wft). Hierdoor zal het prospectus dat ten behoeve van het fonds opgesteld gaat worden eveneens niet getoetst worden door de AFM (artikel 5:3 lid onder c Wft). De beleggers in het fonds worden door de AFM als professioneel aangemerkt, wat de doelgroep van het gezamenlijke fonds ook is. Aangezien het fonds zich conform de definitie van de AFM kwalificeert als beleggingsinstelling, zal het management een toetsing van betrouwbaarheid en deskundigheid af leggen (beheren van een beleggingsinstelling, artikel 2:65 lid 1 sub e van de Wft). Desalniettemin zal het prospectus van het gezamenlijke fonds zoveel mogelijk worden ingericht conform de vereisten die worden gesteld aan een door de AFM goedgekeurd prospectus.

Wel zal de fondsmanager zich bij de STV aansluiten en het prospectus door de STV laten toetsen. Hierdoor kan aangetoond worden dat het prospectus voldoet aan de door de STV opgestelde standaarden voor transparantie.

Het is belangrijk om ten aanzien van het toezicht het volgende te melden. Het Europees Parlement heeft in 2011 ingestemd met de Alternative Investment Fund Manager (AIFM)-richtlijn. Dit betreft een Europese richtlijn voor beheerders (fondsmanagers) van alternatieve beleggingsinstellingen, waar een privaat vastgoedfonds per definitie onder valt. Anders dan onder de huidige regelgeving (vrijstelling vergunning voor het aanbieden aan professionele beleggers, de huidige EUR 50.000 grens), zullen na de invoering van deze richtlijn ook beheerders/fondsmanagers, die deelnemingen aanbieden aan uitsluitend professionele beleggers, te maken krijgen met een vergunningsplicht en diverse andere

doorlopende verplichtingen. Dit heeft consequenties voor de inrichting van de organisatie van een beheerder/fondsmanager, Hierbij kan gedacht worden aan minimum kapitaal, waardering van de portefeuille, het uitbesteden van taken en het omgaan met belangenconflicten (De Planque, 2011). Echter gaat het te ver om daar in dit onderzoek inhoudelijk dieper op in te gaan. Dit zou een aanbeveling voor een vervolgonderzoek kunnen zijn.

Raad van Commissarissen

Het fonds heeft een ervaren RvC die beschikt over de relevante kennis en expertise in de vastgoedsector en regio waarin het fonds gaat investeren. De RvC houdt toezicht op het beleid van de fondsmanager, de uitvoering ervan en op de algemene gang van zaken binnen het fonds. Tevens staat de RvC de fondsmanager met raad en daad terzijde. De RvC zal altijd het belang van het fonds voorop stellen. De RvC zorgt voor de gewenste onafhankelijkheid en verhoogt de transparantie van het besluitvormingsproces.

Jaarlijkse externe waardering portefeuille

Het fonds zal jaarlijks extern gewaardeerd worden door een taxateur van naam en faam. Door de portefeuille extern te laten taxeren wordt de waarde onafhankelijk en door een derde vastgesteld. De waarderingen vormen daarmee de grondslag voor de waardebepaling van de (half-)jaarrekening in het half- en jaarverslag dat uitgebracht zal worden. De waardering van de portefeuille zal plaats vinden conform de daarvoor door INREV opgestelde richtlijnen en aanbevelingen. Tevens zal de externe waardering en de totstandkoming van de jaarrekening jaarlijks goedgekeurd dienen te worden door een externe accountant. Hierdoor wordt maximale transparantie bereikt ten aanzien van de waardering van de portefeuille en de verantwoording van de financiële prestaties van het fonds dientengevolge.

Alignment of interests

De belangen van de fondsmanager/initiatiefnemer dienen in lijn gebracht te worden met de belangen van de deelnemers in het fonds. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een co-investment in het fonds door de initiatiefnemer. Hieruit spreekt ten eerste vertrouwen naar andere beleggers. Ten tweede heeft de initiatiefnemer hetzelfde belang als de overige deelnemers, namelijk een goed presterend vastgoedfonds. Tevens is het van belang dat de initiatiefnemer niet zomaar haar belang in het gezamenlijke vastgoedfonds kan verkopen aan een derde.

Daarnaast is de gehanteerde feestructuur een belangrijke indicatie van de mate waarin de belangen van de beleggers en de fondsmanager op elkaar afgestemd zijn. Hierop wordt meer in detail ingegaan in de volgende paragraaf.

6.6 Feestructuur

De gekozen feestructuur is een belangrijke indicator van alignment of interests. INREV geeft in haar rapport Management Fees and Terms study (INREV, 2010) een analyse en een vergelijking van de feestructuren en de hoogte van de fees van Europese private vastgoedfondsen, om daarmee de transparantie op dit vlak te vergroten. Tevens kwam uit het praktijkonderzoek naar voren dat de feestructuur van belang wordt geacht door beleggers, dit is namelijk van invloed op het rendement.

Daar INREV in kaart brengt wat de gemiddelden zijn van de hoogte van de gehanteerde fees, is het advies deze gemiddelden aan te houden bij de bepaling van de hoogte van de fees voor het gezamenlijke vastgoedfonds. Het valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek om hier inhoudelijk dieper op in te gaan.

Door aan te sluiten bij de gemiddelden en de meest gebruikelijke en gewenste fees op te nemen in de feestructuur voor het gezamenlijke fonds, wordt verondersteld dat het fonds een representatieve feestructuur kent. Hieronder wordt de gekozen feestructuur en de hoogte van de verschillende fees besproken.

Total expense ratio (TER)

De TER is een verhoudingsgetal waarbij de gemiddelde totale kosten (exploitatie- en fondskosten exclusief rentelasten) van het fonds gedeeld worden door de (gemiddelde) netto vermogenswaarde berekend over de looptijd van het fonds, uitgedrukt in een percentage. De TER geeft informatie over de kostenstructuur van het fonds. Een belegger kan hierdoor in één oogopslag zien of de totale kosten van het fonds hoog of laag zijn, wat de transparantie van het fonds ten goede komt.

- Het advies is een TER op te nemen in het prospectus van het gezamenlijke vastgoedfonds op basis van zowel de gemiddelde netto vermogenswaarde (Gross Asset Value) als de netto vermogenswaarde (Net Asset Value). Daar het een single country portefeuille betreft zal de TER circa 0,85% op basis van de gemiddelde netto vermogenswaarde en 1,70% op basis van de netto vermogenswaarde dienen te zijn. Dit sluit aan bij de Europese gemiddelden.

Management fees

De meest voorkomende managementfees voor een 'core'-vastgoedfonds zijn:

- *Aankoop fee.* Dit betreft een vergoeding voor de aankoop van objecten van het fonds. Van deze vergoeding worden de makelaar betaald en de kosten voor het uitvoeren van een due diligence onderzoek. De aankoop fee bedraagt 1,0% - 1,5% over de aankoopwaarde van een object, afhankelijk van de omvang van de investering.
- *Asset management fee.* Hiervan worden de kosten voor het vastgoedbeheer betaald. Deze fee bedraagt jaarlijks 2,75% - 3,0% van de jaarlijkse huurinkomsten van het fonds.
- *Fonds management fee.* Hiervan worden kosten voor het management van het fonds betaald. De fee voor het fonds management bedraagt 0,6% over de gemiddelde netto vermogenswaarde van de portefeuille.
- *Verkoop fee.* Dit betreft een vergoeding voor de verkoop van objecten uit het fonds. Wederom naar gelang de omvang van het verkochte wordt hiervoor een fee in rekening gebracht van 1,0% - 1,5% over de verkoopwaarde van (een) object(en).

Performance fee

Zoals vermeld is een belangrijke indicator de 'alignment of interests' van de belangen tussen beleggers en de initiatiefnemer. Een voorbeeld hiervan is het opnemen van een performance fee in de feestructuur van het gezamenlijke fonds. Een performance fee is een fee die wordt betaald aan de fondsmanager/initiatiefnemer uit de opbrengsten die het fonds gegenereerd, gedurende of aan het einde van de looptijd van een fonds. Het betreft een percentage van de prestaties van het fonds, boven een zogenaamde 'hurdle rate' (vooraf bepaalde grenswaarde). Daar het gezamenlijke fonds een onbepaalde looptijd kent, is het advies om periodieke performance fees in de feestructuur op te nemen. Hierbij kan gedacht worden aan een performance fee indien er gedurende een bepaalde periode boven de benchmark wordt gepresteerd, waarbij de benchmark de vastgestelde 'hurdle rate' is. Conform het rapport van INREV over feestructuren (INREV, 2010) is het advies een performance fee op te nemen van 20%.

Door de feestructuur van het gezamenlijke vastgoedfonds op te stellen conform de door INREV vastgestelde gemiddelden voor de meest gehanteerde fees, is de mening dat de juiste feestructuur voor het gezamenlijke vastgoedfonds gehanteerd wordt.

6.7 Haalbaarheid

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op deelvraag 6: *Is het haalbaar om een dergelijke structuur in de praktijk op te zetten dusdanig dat beide typen beleggers ook daadwerkelijk gaan investeren in dat fonds?*

Het is duidelijk geworden dat private beleggers het interessant vinden om te beleggen in een gezamenlijk fonds en dat institutionele beleggers een gezamenlijk fonds eveneens interessant vinden, echter onder voorwaarden. Tevens is duidelijk geworden wat de voorwaarden en kenmerken aan een gezamenlijk fonds dienen te zijn wil het kans van slagen hebben, waarbij de voorwaarden vooral worden

gesteld door de institutionele beleggers. De vraag is nu of een dergelijk fonds technisch (juridisch en fiscaal) en commercieel haalbaar is en is er vraag naar vanuit de markt?

De haalbaarheid wordt gescheiden in technische en commerciële haalbaarheid. In elk expertinterview is de technische en commerciële haalbaarheid aan bod gekomen. Hieronder zullen de uitkomsten besproken worden.

Technische haalbaarheid

De technische haalbaarheid heeft te maken met de juridische en fiscale structuur van het gezamenlijke fonds. De centrale onderzoeksvraag is aan iedere expert voorgelegd. Alle respondenten beantwoordden deze centrale vraag positief. Ja, het is technisch mogelijk een vastgoedfonds te structureren voor zowel private als institutionele beleggers. Meer in detail is hierover gesproken met mevrouw De Planque en de heren Elink Schuurman en Gassler die respectievelijk een juridische (De Planque) en een fiscale achtergrond hebben (Elink Schuurman en Gassler). Alle drie de experts waren van mening dat de technische haalbaarheid absoluut geen reden zal zijn voor het wel of niet slagen van een gezamenlijk fonds. Voor beide typen beleggers is er één fonds te structureren, dat zowel juridisch als fiscaal interessante kenmerken biedt. In paragraaf 6.3 is de structuur van het gezamenlijke fonds in kaart gebracht.

Nu de technische haalbaarheid geen belemmering zal vormen rest nog de vraag of het fonds commercieel haalbaar is. Volgens de experts dient de commerciële haalbaarheid altijd voorop te staan bij de structurering van het gezamenlijke vastgoedfonds gegeven een specifieke situatie. Indien er geen vraag vanuit de markt voor een beleggingsproduct bestaat, heeft het geen zin een dergelijk fonds te structureren.

Commerciële haalbaarheid

De experts achten een gezamenlijk fonds commercieel ook haalbaar onder de in dit onderzoek beschreven voorwaarden. Hierbij wordt de juiste afstemming van de doelgroepen als doorslaggevend gezien en dient de zeggenschap tussen de verschillende beleggers gescheiden te zijn.

Het antwoord op deelvraag 6 is dat een gezamenlijk fonds technisch en commercieel haalbaar is. De doelgroepen van het fonds dienen te bestaan uit kleinere institutionele beleggers, family offices en grotere private beleggers. Deze zullen van elkaar gescheiden worden door middel van een feederstructuur om de zeggenschap te scheiden.

7 Conclusies

7.1 Conclusie en samenvatting

Een privaat vastgoedfonds waar zowel private als institutionele beleggers in kunnen beleggen bestond tot voor kort niet. Bestaande structuren bedienen óf private óf institutionele beleggers, niet beiden. Dit terwijl het in de huidige markt voor private vastgoedfondsen ontzettend interessant is de doelgroep van het fonds te verbreden en daarmee de toegang tot de benodigde equity te vergroten. Daar komt bij dat banken minder makkelijk financieringen verstrekken en als ze dat al doen, moeten beleggers veel meer eigen vermogen inbrengen dan voor de kredietcrisis. Kortom, de behoefte aan equity is groot en de toegang ertoe is cruciaal. Hoe kan die toegang bereikt worden? Het antwoord op deze vraag is even eenvoudig als gecompliceerd: door het verbreden van de doelgroep van het fonds. Een doelgroep die bestaat uit private én institutionele beleggers. De uitdaging ligt precies daar: de juiste afstemming van de doelgroepen.

Toch bestaat een dergelijk privaat vastgoed nog niet. Wat is daar de reden van? Dit is mogelijk gelegen in het feit dat initiatiefnemers in een opgaande markt hier niet over hoefden te denken, er was tenslotte genoeg geld beschikbaar in de markt. Misschien zijn er wel initiatieven op dit vlak geweest, maar zijn de fondsen in oprichting verkeerd gestructureerd, waardoor deze niet in de markt gezet konden worden. Wat de reden ook moge zijn, juist de afwezigheid ervan maakt het interessant te onderzoeken óf en, zo ja, hoe het wel mogelijk is een gezamenlijk fonds te structureren.

Een gezamenlijk fonds met een bredere doelgroep is interessant omdat het over een bredere toegang tot equity kan beschikken. Uit dit onderzoek is namelijk naar voren gekomen dat de doelgroep minimaal verdubbeld wordt als grotere private beleggers en de kleinere institutionele beleggers beiden in een gezamenlijk fonds kunnen beleggen. Doordat een fonds een bredere toegang tot equity heeft kan het sneller groeien waardoor een betere en verantwoorde spreiding van het risico ontstaat waardoor diversificatie van de portefeuille wordt bewerkstelligd. Indien dat het geval is en de prestaties van het fonds zijn eveneens goed, dan zullen op termijn meer beleggers willen deelnemen in het fonds. Daar komt bij dat de huidige markt interessante investeringskansen biedt; prijsniveaus van vastgoed liggen lager dan voor de kredietcrisis en er zijn minder kopers in de markt. Hierdoor kunnen interessante acquisities ten behoeve van het fonds gedaan worden welke positief bijdragen aan de bestending van het beoogde rendement en een verdere spreiding van de portefeuille tot gevolg hebben.

Uit dit onderzoek kwam naar voren dat er ook vraag vanuit de markt bestaat naar beleggingen in private vastgoedfondsen vanwege hun specialistisch karakter. Zowel private als institutionele beleggers investeren in private vastgoedfondsen om diversificatie aan te brengen in hun totale beleggingsportefeuille. 60% van de Nederlandse institutionele beleggers verwachten hun belegd vermogen in private vastgoedfondsen de komende jaren te vergroten om deze reden. Er is dus een duidelijke vraag naar een dergelijk product.

Vanuit de initiatiefnemer is een gediversificeerd en goed presterend fonds eveneens interessant omdat die opbrengsten genereert, bijvoorbeeld door de prestatiefee die is opgenomen in het verdienmodel van de aanbieder.

Een gezamenlijk fonds is derhalve vanuit meerdere invalshoeken gezien interessant; vanuit de portefeuilledachte (omvang fonds, voldoende diversificatie), er is vraag vanuit de markt naar gespecialiseerde vastgoedfondsen, tevens biedt de huidige markt interessante kansen en genereert een goed presterend fonds opbrengsten op voor de initiatiefnemer. Al deze factoren op een rijtje zettend, is de conclusie dat de introductie van een privaat vastgoedfonds voor beide typen beleggers, juist in deze tijd, ontzettend interessant is. Een gezamenlijk fonds zou het eerste in zijn soort zijn, wat mogelijk weer andere voordelen oplevert (first-mover advantage, kennisvoorsprong op andere aanbieders).

Last but not least is vanuit ABN AMRO MeesPierson de concrete vraag gesteld te onderzoeken op welke wijze de toegang tot equity vergroot kan worden. Al deze redenen tezamen hebben geleid tot dit onderzoek.

7.2 Beantwoording centrale onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag luidde als volgt:

In hoeverre is het mogelijk een privaat vastgoedfonds dusdanig te structureren dat zowel private als institutionele beleggers bereid zijn in het fonds te investeren?

Het antwoord op de centrale onderzoeksvraag is dat het zeker mogelijk is een vastgoedfonds te structureren waarin zowel private als institutionele beleggers willen deelnemen. Technisch is er geen belemmering bij de structurering van een gezamenlijk fonds. Commercieel gezien is het fonds ook haalbaar, mits het fonds aan de juiste voorwaarden voldoet. Dit onderzoek heeft geleid tot het vaststellen van deze voorwaarden. De belangrijkste voorwaarden van het gezamenlijke fonds zijn de volgende.

- *Doelgroepen*

De achtergronden en de mate van professionaliteit van de beoogde beleggers dienen overeen te komen. De doelgroep van het gezamenlijk fonds is om deze reden als volgt vastgesteld: grotere private beleggers en family offices vanuit de kant van private beleggers en kleinere institutionele beleggers vanuit de institutionele hoek. De achtergronden en professionaliteit van deze groepen liggen dicht bij elkaar, wat een belangrijke voorwaarde is voor het gezamenlijke fonds.

- *Scheiden van doelgroepen*

De beleggers zullen van elkaar gescheiden worden door het opzetten van een feederstructuur. Hierdoor hebben private en institutionele beleggers geen bemoeienis met elkaar, wat de besluitvorming in het fonds zal vergemakkelijken. In deze structuur beleggen grotere private beleggers en pensioenfondsen in een fbi, dat vervolgens in een masterfonds belegt. Family offices en banken en verzekeraars beleggen rechtstreeks in het masterfonds. Hierdoor wordt tevens een fiscaal gunstige behandeling van de verschillende beleggers mogelijk gemaakt. Dit laatste is een belangrijke voorwaarde voor beleggers bij het investeren in private vastgoedfondsen.

- *Strategie*

Het fonds heeft een specialistisch karakter omdat beleggers op zoek zijn naar diversificatie van hun totale beleggingsportefeuille. Het betreft een 'core'-vastgoedfonds met een laag risico/rendementsprofiel.

- *Managementstijl 'core'*

Conform het door INREV gemaakte onderscheid in managementstijl, karakteriseert het gezamenlijke fonds zich als een 'core'-vastgoedfonds. Dit is de managementstijl met het laagste risico/rendementsprofiel. Het fonds heeft geen exposure naar vastgoedontwikkelingsprojecten.

- *Open-end fonds*

Het masterfonds is een open-end fonds, waardoor een bepaalde mate van liquiditeit van de participatie wordt bewerkstelligd, ondanks het feit dat vastgoed zich kenmerkt als een illiquide belegging.

- *Corporate governance*

Transparantie is cruciaal in de huidige markt; het fonds zal voldoen aan de laatste INREV richtlijnen ten aanzien van corporate governance en feestructuren.

Indien het fonds aan deze voorwaarden voldoet, bestaat de overtuiging dat het fonds gaat slagen in de markt. Hierdoor ontstaat een uniek vastgoedfonds, dat de eerste is in zijn soort, met alle mogelijke voordelen van dien. Er wordt een kennisvoorsprong opgebouwd ten aanzien van het structureren van gezamenlijke vastgoedfondsen: first-mover advantage. Daarnaast is het zeer interessant voor ABN AMRO MeesPierson omdat hiermee het cliëntenbestand wordt vergroot. Als de beleggers van het fonds tevreden zijn over de prestaties van het fonds, zullen zij ook andere producten gaan afnemen. De totale service-offering van de bank wordt verbreed. Maar bovenal kan er voorzien worden in de behoefte tot het vergroten van de toegang tot equity. Hierdoor is de kans zeer reëel dat het fonds op termijn daadwerkelijk in de markt gezet gaat worden op de wijze zoals in dit onderzoek is besproken.

Met dit fonds wordt voorzien in meerdere behoeften. De behoefte tot het vergroten van de toegang tot equity, de behoefte vanuit de markt naar gespecialiseerde vastgoedfondsen, de behoefte vanuit ABN AMRO MeesPierson om vernieuwende producten in de markt te zetten, de behoefte vanuit ABN AMRO MeesPierson het cliëntenbestand te vergroten en de behoefte om een nieuw ontwikkeld vastgoedfonds in de markt te zetten dat uniek is in zijn soort.

Er is echter één onzekere factor die mogelijk van invloed is op het slagen van het fonds; de ontwikkeling van de macro-economie. Als de problemen rond Griekenland groter worden, de problemen in Spanje en Italië toenemen en de rente gaat stijgen, zal dit zijn gevolgen hebben voor de (vastgoed)beleggingsmarkt. Zo ver is het echter nog lang niet. De toekomst zal duidelijkheid geven.

Overige conclusies

De IVBN leden zijn gekozen als institutionele respondenten op basis van het Pareto-principe, waarbij 80% van de markt in handen is van 20% van de spelers in die markt. Echter, naar nu blijkt, vormen zij niet de beoogde doelgroep van het gezamenlijke fonds. Dit zijn namelijk de kleinere institutionele beleggers die qua achtergrond en mate van professionaliteit aansluiten bij de grotere private beleggers en family offices.

Private beleggers vinden het belang om te weten wie de medebeleggers in het fonds zijn groter worden naarmate het aantal deelnemers in het fonds kleiner wordt. Hoe exclusiever de deelneming hoe groter de behoefte aan de bekendheid met de medebeleggers, wat te verklaren is. In het geval het fonds een beperkte groep beleggers kent, zal naar verwachting de omvang van de deelneming groter worden. Hierdoor worden de belangen ook groter. Bij groter wordende belangen wil een belegger weten met wie er nog meer in het gezamenlijke fonds belegd wordt. Met de medebeleggers dienen mogelijk strategische beslissingen genomen te worden. Om deze reden wil een belegger weten met wie er consensus (of niet) bereikt moet worden.

Het was de inschatting dat het verschil in rendementsverwachting van de verschillende beleggers, mogelijk een knelpunt zou vormen. Deze verwachting is bijgesteld, daar uit het onderzoek naar voren is gekomen dat dit niet het geval is. Private beleggers zijn bereid rendement in te leveren als zij in ruil daarvoor kunnen beleggen in een zorgvuldig gespreide en gediversificeerde portefeuille met een lager risico.

7.3 Beperkingen

Beleggingsfondsen niet doelgroep onderzoek

De respons van de deelgroep 'beleggingsfondsen' was lager dan verwacht. Een verklaring hiervoor is mogelijk dat de vragen van de enquête meer gericht waren op de deelgroep 'uitvoerders' dan op de deelgroep 'beleggingsfondsen'. Daarnaast vormt de groep 'uitvoerders' de mogelijke doelgroep van het gezamenlijke fonds en niet de deelgroep 'beleggingsfondsen'. Deze deelgroep belegt namelijk voor eigen rekening en risico in vastgoed belegd en zal dus niet in private vastgoedfondsen beleggen. Dit is de belangrijkste beperking aan dit onderzoek.

Onderzoek onder kleinere institutionele beleggers

Doordat de kleinere institutionele beleggers de doelgroep vormen vanuit de institutionele kant, zou het interessant geweest zijn deze doelgroep te betrekken in het kwantitatieve onderzoek om te bezien of hun respons op de enquête de uitkomsten van het onderzoek mogelijk zouden veranderen. Dit was overigens niet de verwachting gezien het feit dat de achtergrond en professionaliteit overeenkomt met de gekozen doelgroep onder de private beleggers. Nadat het onderzoek was uitgevoerd, werd dit pas duidelijk.

Definitie private vastgoedfondsen

Tenslotte bevatte de vragenlijst geen definitie van het begrip private vastgoedfondsen, hetgeen er mogelijk toe heeft geleid dat enkele private respondenten, de vraag of zij in private vastgoedfondsen beleggen, met 'nee' beantwoordden. Allen zijn namelijk cliënt van ABN AMRO MeesPierson en beleggen in één of meer private vastgoedfondsen van ABN AMRO MeesPierson.

7.4 Aanbeveling voor toekomstig onderzoek

Doordat de kleinere institutionele beleggers een belangrijke beoogde doelgroep voor het gezamenlijke fonds zijn, is een aanbeveling voor vervolgonderzoek om dit onderzoek ook onder deze beleggers uit te voeren teneinde hun redenen voor het beleggen in vastgoed te toetsen, evenals hun voorkeuren ten aanzien van een vastgoedfondsstructuur. Hierdoor wordt onderzocht of de structuur van het gezamenlijk fonds mogelijk aangepast dient te worden aan hun voorkeuren, of dat het in de hier geschetste vorm kan blijven bestaan.

Een andere aanbeveling voor vervolgonderzoek is het onderzoeken in welke vastgoedsector en regio/land het gezamenlijke fonds zal gaan beleggen. Hierbij spelen macro-economische verwachtingen een belangrijke rol. Indien deze verwachtingen in kaart zijn gebracht kan bepaald worden op welke wijze het specialistische karakter van het fonds tot stand gebracht kan worden. Dit was immers een belangrijk kenmerk van het gezamenlijke fonds.

De invloed van de AIFM richtlijn op de inrichting van de organisatie van een beheerder/fondsmanager is een aanbeveling voor nader onderzoek.

Tenslotte kan er nader onderzoek verricht worden onder de grotere private beleggers en family offices tot welk punt zij een beperking van hun zeggenschap accepteren. Naarmate de minimale deelname hoger en het belegde vermogen groter wordt, is het de verwachting dat het accepteren van een beperking van zeggenschap grenzen kent. Toekomstig onderzoek zou zich kunnen richten op het vaststellen van deze grens. De minimale deelname of de omvang van het vermogen waarmee belegd wordt, was namelijk niet gedefinieerd in de vragenlijst.

LITERATUURLIJST

- Barber, B.M en Odean, T. (2006). *All that glitters: the effect of attention and news on buying behaviour of individual and institutional investors*, The review of financial studies, vol 21, no 2.
- Berkhout, T.M. (2007). *Reken op vertrouwen! Onderzoek naar het profiel van beleggers in vastgoedparticipaties onder relaties van Adviesgroep Reyers van Buuren*.
- Boef, A. (2010). 'Value add' voor particulieren; een verkennend onderzoek naar de randvoorwaarden en mogelijkheden van een niet-beursgenoteerd 'value add' vastgoedfonds voor grote particuliere beleggers in de huidige markt, MRE-scriptie.
- Bokhari, S., Geltner, D. (2010). *Loss aversion and anchoring in commercial real estate pricing: empirical evidence and price index implications*, Paper prepared for the Real Estate Research Institute.
- Brueggeman, W., Chen, A. en Thibodeau, T. (1984). *Real estate investment funds: performance and portfolio considerations*, Journal of the American real estate and urban economics association 12(3), p 333 – 354.
- Crane, A.D. en Hartzell, J.C. (2010). *Is there a disposition effect in corporate investment decisions? Evidence from real estate investment trusts*. Houston, Austin.
- De Planque, M., (2011). *Beheerders vastgoedfondsen straks vergunningsplichtig; impact van nieuwe Europese richtlijn voor vastgoedfondsen*, Vastgoedmarkt, maart, p 73.
- EPRA (2008), Corporate governance of European listed property firms 2008.
- Fisher, K.L. en Statman, M. (1997). *The mean-variance-optimization puzzle: security portfolios and food portfolios*, Financial Analysts Journal, 53 (4), p 41 - 50.
- Gassler, Y. (2009). *Nederlandse transparante beleggingsfondsen; de optimale structuur in een veranderend landschap*, MRE-scriptie.
- Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J., Eichholtz, P. (2007). *Commercial real estate analysis and investments*. South-Western Cengage Learning (2nd edition).
- Genovese, D., Mayer, C. (2001). *Loss-aversion and seller behaviour: evidence from the housing market*, The Quarterly Journal of Economics, november p 1233-1260.
- Gool, P. van, Bosma-Verhaegh, M. (2009). *Uitdagingen bij privaat (niet-beursgenoteerd) indirect vastgoed. Onderzoekspaper*. ASRE Research Center, Amsterdam School of Real Estate.
- Gool, P. van, Brounen, D., Jager, P., Weisz, R.M. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Goningen/Houten: Wolters Noordhof (vierde druk).
- Harinck, F., Van Dijk, E., Van Beest, I. Mersmann, P. (2007). *When gains loom larger than losses*, Psychological Science, vol. 18: p 1099-1105
- INREV, diverse rapporten.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., Thaler, R.H. (1990). *Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem*, Journal of Political Economy, vol. 98, no. 6: p 1325-1348.
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., Thaler, R.H. (1991). *Anomalies: the endowment effect, loss-aversion and status quo bias*, The Journal of Economic Perspectives, vol. 5, no. 1: p 193-206.

Kahneman, D., Tversky, A. (1991). *Loss-aversion in riskless choice: a reference-dependent model*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 106, no. 4: p 1039-1061.

Kahneman, D., Tversky, A. (1979). *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, Econometrica, vol. 47, no. 2: p 263-292.

Locke, P.R. en Mann, S.C. (2000). *Do professional traders exhibit loss realization aversion?*, Working paper of Finance Department, School of Business and Public Management, The George Washington University.

Seiler, M.J., Seiler, V.L. (2010). *Mitigating investor risk-seeking behaviour in a down real estate market*, Journal of Behavioral Finance, vol. 11: p 161 – 167.

PropertyNL, diverse edities.

Tempelaar, F.M., Overmeer, J.M. (2000). *Behavioral finance en begrensde rationaliteit; toegepast op het beleggingsmanagement*, Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie, augustus, p 342-352.

Westerink, P. (2011). *Behavioral finance en leegstand; een onderzoek naar irrationele aspecten bij de besluitvorming van beleggers*, MSRE-scriptie.

BIJLAGE A Geïnterviewde experts

1. **Jan Doets**, voormalig CEO ING Real Estate. De heer Doets heeft leiding gegeven aan één van de grootste vastgoedbeleggers ter wereld en heeft in die hoedanigheid zeer veel ervaring opgedaan in het beleggen in vastgoed en het structureren van vastgoedfondsen. Daarnaast heeft ING in het verleden eveneens bekeken of het voor hun interessant zou kunnen zijn fondsen te structureren voor private en institutionele beleggers.
2. **Jeroen Elink Schuurman**, partner PWC. De heer Schuurman is Real Estate Leader van PWC Nederland en heeft als specialisatie fiscale strategie & consulting op onroerend goed transacties, fondsstructureren, REIT belastingen, vennootschapsbelasting, overdrachtsbelasting, BTW, EU-fiscaal recht en internationale fiscale planning.
3. **Yves Gassler**, Tax Director bij Deloitte Netherlands. De heer Gassler is werkzaam bij het Real Estate Team van Deloitte Belastingadviseurs en als universitair docent en als wetenschapper verbonden aan de afdeling Belastingrecht van de Universiteit Leiden. Als fiscalist is hij gespecialiseerd in advieswerkzaamheden aangaande de belastingdruk bij vastgoedtransacties en bij het opzetten van vastgoedfondsen en zodoende is hij betrokken bij de grotere vastgoedtransacties en -projecten.
4. **Marco Hekman**, CEO van CBRE Netherlands BV. De heer Hekman is gespecialiseerd in vastgoedbeleggingen en het tot stand brengen van beleggingstransacties voor en namens private en institutionele beleggers van Nederlandse en buitenlandse origine.
5. **Robert Kohsiek**, momenteel bezig eigen onderneming op te richten. Hiervoor was de heer Kohsiek werkzaam voor Eurindustrial, een privaat vastgoedfonds voor institutionele beleggers om daarna als fondsmanager binnen Fortis MeesPierson te gaan werken waar hij vastgoedfondsen structureerde voor private beleggers. Daarna is de heer Kohsiek in dienst getreden bij Ping Properties als directeur. De heer Kohsiek beschikt daarmee over veel ervaring in het beleggen in vastgoed, het opzetten van vastgoedfondsen, voor zowel private als institutionele beleggers en het opzetten van club deals en joint-ventures.
6. **Casper van Grieken**, Director Real Estate Finance binnen CBRE Netherlands BV. De heer Van Grieken heeft veel ervaring in fund structuring, equity placement, secondary trading, fund due diligence, fund valuation, corporate finance en restructuring & recovery solutions voor zowel grotere private beleggers (family offices) als institutionele beleggers. Tevens is de heer Van Grieken lid van het Secondary Market and Liquidity Committee van INREV.
7. **Stephan Smeets**, Senior Legal Counsel van APG Asset Management. De heer Smeets is gespecialiseerd in het juridisch structureren van vastgoedfondsen voor institutionele beleggers en is vanuit zijn functie betrokken bij het structureren van club deals, joint-ventures en vastgoedtransacties die APG aangaat.
8. **Riemer Smink**, Associate Corporate Finance at Kempen & Co. De heer Smink houdt zich binnen Kempen & Co bezig met grootschalige wereldwijde vastgoedtransacties en het structureren daarvan. De heer Smink doet dit in opdracht van institutionele beleggers en private equity firms.
9. **Merel de Planque**, advocaat bij Loyens & Loeff. Mevrouw De Planque is gespecialiseerd in het structureren en herstructureren van gereguleerde (retail) en niet-gereguleerde (venture capital en vastgoed) beleggingsfondsen en asset pooling. Ook houdt zij zich bezig met het financieel toezicht op beleggingsproducten, vermogensbeheer en andere beleggingsdiensten en beleggingsadvies.
10. **Maarten Briët**, Head of Product Development and Acquisitions bij MPC Münchmeyer Petersen Real Estate. De heer Briët heeft uitgebreide ervaring in het investeren in direct en indirect vastgoed voor private en publieke investeerders in vastgoed en in opdracht namens derden. Hij heeft gewerkt voor de Qatar Investment Authority, waar overheidsgeld belegd werd in wereldwijde

vastgoedfondsen. MPC is een organisatie die vastgoedfondsen aanbiedt voor private beleggers en de heer Briët is derhalve zeer goed op de hoogte van het beleggingsproces van private en institutionele beleggers.

11. **Gaston Hupkens**, Senior Manager Structuring bij Bouwfonds REIM. De heer Hupkens is betrokken geweest bij het structureren van het Bouwfonds European Parking Fund I en Bouwfonds European Parking Fund III, een fonds dat zowel private als institutionele beleggers in één vastgoedfonds bedient en is derhalve vanuit juridisch/fiscaal, maar ook vanuit markttechnische invalshoek een specialist.
12. **Peter Keij**, Senior Private Wealth Manager binnen ABN AMRO MeesPierson. Private Wealth Management (clients vanaf een vermogen van EUR 25 miljoen binnen de bank) bedient de top laag van private cliënten en heeft in die hoedanigheid veel ervaring met family offices. In een eerdere functie was de heer Keij Senior Preferred Wealth Manager. Deze afdeling bedient clients met een vermogen vanaf EUR 5 miljoen, waardoor de heer Keij ervaring heeft met verschillende groepen private beleggers.

BIJLAGE B Benaderde IVBN-leden

1. Aberdeen Property Investors The Netherlands
2. Altera Vastgoed NV
3. Amvest
4. APG Investments
5. ASR Vastgoed Vermogensbeheer
6. Blue Sky Group
7. Bouwfonds Real Estate Investment Management
8. Bouwinvest
9. Cordares Vastgoed BV
10. Corio NV
11. Dela Vastgoed
12. Delta Lloyd Vastgoed
13. Generali Vastgoed
14. Grafische Bedrijfsfondsen
15. ING Real Estate Investment Management
16. Mn Services
17. NEWOMIJ
18. Nieuwe Steen Investments NV
19. NS Poort Vastgoed Vermogensbeheer
20. PGGM
21. Q-Park
22. Redevco Nederland BV
23. Schiphol Real Estate BV
24. SPF Beheer BV
25. Stienstra Beleggingen BV
26. Syntrus Achmea Vastgoed
27. Unibail – Rodamco
28. VALAD Property Group
29. VastNed Groep
30. Vesteda Groep BV
31. Wereldhave NV

BIJLAGE C Enquête tbv kwantitatief onderzoek

VRAGENLIJST MRE-SCRIPTIE JOEP CUPPEN ABN AMRO MEESPIERSON

In het kader van mijn MRE-scriptie aan de Amsterdam School of Real Estate onderzoek ik of het mogelijk is een privaat vastgoedfonds dusdanig te structureren dat zowel private als institutionele beleggers bereid zijn in het fonds te investeren. Dit onderzoek is uitgezet onder de leden van de IVBN (vereniging voor Institutionele Beleggers Nederland) en onder een selecte groep cliënten van ABN AMRO MeesPierson

Het invullen van deze vragenlijst zal maximaal 10 minuten duren en de gegevens worden anoniem verwerkt.

Ik zou het bijzonder op prijs stellen als u uw medewerking wil verlenen waarvoor op voorhand mijn hartelijke dank.

Joep Cuppen
Fondsmanager ABN AMRO MeesPierson Private Real Estate
joep.cuppen@nl.abnamro.com
06 – 3068 8579

KEUZE VOOR VASTGOED

1. *Waarom belegt u in vastgoed?*

(1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)

	1	2	3	4	5
Aantrekkelijk rendement	☐	☐	☐	☐	☐
Samenstelling van het rendement	☐	☐	☐	☐	☐
Diversificatie beleggingsportefeuille	☐	☐	☐	☐	☐
Affiniteit met vastgoed	☐	☐	☐	☐	☐
Aandelen momenteel onzeker	☐	☐	☐	☐	☐
Vastgoed is tastbaar	☐	☐	☐	☐	☐
Reeds goede ervaring met vastgoed	☐	☐	☐	☐	☐

2. *Belegt u in private vastgoedfondsen?*

- ☐ Ja
☐ Nee
☐ Mogelijk, indien: _____
-

SELECTIE EN ALLOCATIE KENMERKEN

3. De volgende kenmerken zijn van belang bij een (mogelijke) keuze voor een privaat vastgoedfonds

(1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)

	1	2	3	4	5
Rendement van het fonds	0	0	0	0	0
Managementstijl van het fonds (core, value add, opportunistic)	0	0	0	0	0
Vastgoedsector waarin belegd wordt	0	0	0	0	0
Regio / land waarin belegd wordt	0	0	0	0	0
Hoeveelheid gebruikte leverage	0	0	0	0	0
Mede-investeerders in het fonds	0	0	0	0	0
Juridische structuur van het fonds	0	0	0	0	0
Fiscale structuur van het fonds	0	0	0	0	0
Corporate governance van het fonds	0	0	0	0	0
Feestructuur	0	0	0	0	0
Duurzaamheid	0	0	0	0	0

VOORKEUREN FONDSSTRUCTUUR

4. Bij de keuze voor een vastgoedfonds zijn de volgende kenmerken van belang

(1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)

	1	2	3	4	5
Liquiditeit vastgoed	0	0	0	0	0
Liquiditeit deelname	0	0	0	0	0
Complexiteit van waardering	0	0	0	0	0
Anonimiteit	0	0	0	0	0
Hoofdelijke aansprakelijkheid	0	0	0	0	0
Complexiteit besluitvormingsproces	0	0	0	0	0
Benodigde vastgoedexpertise	0	0	0	0	0
Controle over het vastgoed	0	0	0	0	0
Fiscaliteit	0	0	0	0	0
Vereist investeringsvolume	0	0	0	0	0
Transparantie	0	0	0	0	0
Hoogte managementkosten	0	0	0	0	0
Volatiliteit	0	0	0	0	0
Correlatie	0	0	0	0	0
Bescherming tegen inflatie	0	0	0	0	0

MEDEBELEGERS IN EEN VASTGOEDFONDS

5. Zou het in uw beleggingsbeleid passen om te investeren in een privaat vastgoedfonds waarin zowel particuliere als institutionele beleggers deelnemen?

- ☐ Ja
☐ Nee
☐ Mogelijk, indien: _____

6. Indien u bij vraag 5 'nee' hebt geantwoord, wat is daarvoor de reden?

(meerdere antwoorden mogelijk)

- ☐ Cultuurverschillen
☐ Verschillende rendementsbehoefte
☐ Opbouw van het gewenste rendement (direct en indirect) is verschillend
☐ Verschillende beleggingshorizon (termijn)
☐ Afwijkende belangen (omvang deelname)
☐ Zeggenschap dient verschillend te zijn
☐ Professionaliteit per belegger verschilt
☐ Anders, nl: _____

7. Bij de selectie van een privaat vastgoedfonds is het van belang te weten wie de medebeleggers in het vastgoedfonds zijn.

- ☐ Ja
☐ Nee
☐ Mogelijk, indien: _____

8. Indien institutionele beleggers eveneens in het fonds kunnen beleggen is dat een reden om niet in het betreffende vastgoedfonds te investeren.

- ☐ Ja
☐ Nee
☐ Mogelijk, tenzij: _____
☐ Niet relevant

9. Indien de zeggenschap tussen private en institutionele beleggers in een vastgoedfonds gescheiden is, is het minder van belang dat beide typen beleggers in het vastgoedfonds kunnen investeren.

- ☐ Eens
☐ Oneens
☐ Oneens, tenzij: _____
☐ Niet relevant

10. Indien er gescheiden aandeelhoudersvergaderingen plaatsvinden is het minder van belang dat beide typen beleggers in het vastgoedfonds kunnen beleggen.

- ☐ Eens
☐ Oneens
☐ Oneens, tenzij: _____
☐ Niet relevant

11. Per definitie beleggen wij niet in een vastgoedfonds waar zowel private als institutionele beleggers in kunnen investeren.

- ☐ Eens
☐ Oneens
☐ Oneens, tenzij: _____
☐ Niet relevant
-

Hartelijk dank voor uw medewerking, ik stel het zeer op prijs!

Joep Cuppen
Fondsmanager ABN AMRO MeesPierson Private Real Estate
joep.cuppen@nl.abnamro.com
06 – 3068 8579

BIJLAGE D Vragenlijst kwalitatief onderzoek

Vragenlijst ten behoeve van kwalitatief onderzoek

- ***In hoeverre is het mogelijk een privaat vastgoedfonds dusdanig te structureren dat zowel private als institutionele beleggers bereid zijn in het fonds te investeren?***

Naar gelang de respondent:

- ***Wat zou volgens u de beoogde doelgroep van het fonds dienen te zijn?***
 - ***Wat zou juridisch de meest optimale structuur zijn?***
 - *Wat zijn de voor- en nadelen van de door u geschetste structuur?*
 - ***Wat zou fiscaal gezien de meest optimale structuur zijn?***
 - *Wat zijn de voor- en nadelen van de door u geschetste structuur?*
 - ***Denkt u dat het technisch haalbaar is een gezamenlijk vastgoedfonds te structureren?***
 - *Hoe zou volgens u een dergelijke structuur eruit zien?*
 - *Welke knelpunten brengt deze structuur met zich mee?*
 - *Wat zijn de voor- en nadelen van een deze structuur?*
 - ***Denkt u dat het commercieel haalbaar is een gezamenlijk vastgoedfonds te structureren?***
 - *Waarom wel/niet?*
 - *Welke knelpunten denkt u dat er zijn?*
 - *Op welke wijze zouden deze knelpunten eventueel weggenomen kunnen worden?*
 - ***Zijn er onderwerpen die niet besproken zijn welke u wel van belang acht om deze te bespreken in het kader van dit onderzoek?***
-

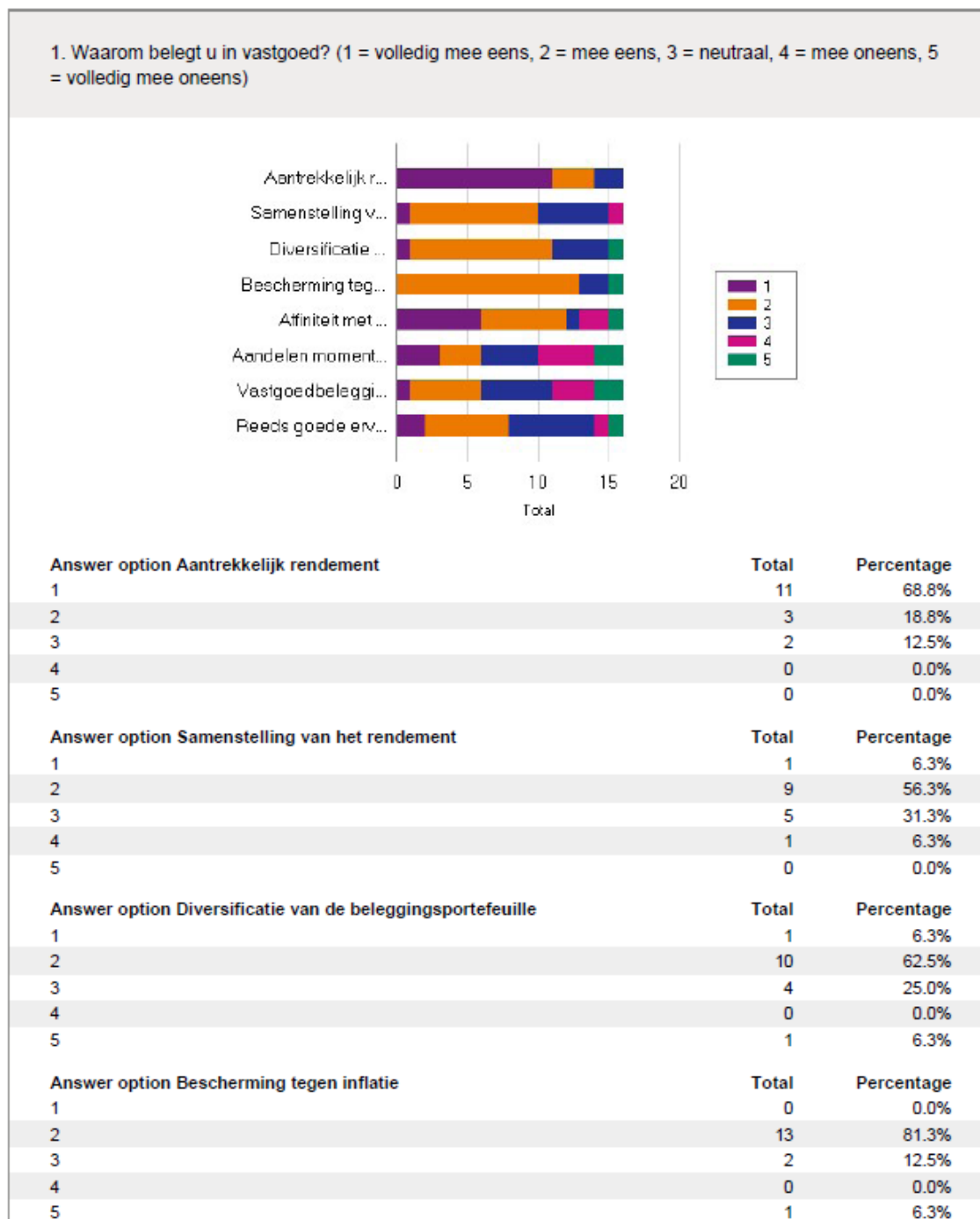
BIJLAGE E Algemene afkortingenlijst

AFM	: Autoriteit Financiële Markten
fbi	: fiscale beleggingsinstelling
fgr	: fond voor gemene rekening
ib	: inkomstenbelasting
ICR	: Interest Coverage Ratio
INREV	: European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
LTV	: Loan to Value
NCREIF	: National Council of Real Estate Investment
STV	: Stichting Transparantie Vastgoedfondsen
ovb	: overdrachtsbelasting
ROZ IPD	: Raad voor Onroerende Zaken Investment Property Databank
vpb	: vennootschapsbelasting

BIJLAGE F Corporate governance best practice review 2010

P.1	COMPLIANCE WITH THE LAW The fund should always comply with the relevant legislation and regulations applicable in the jurisdiction in which it is established.
P.2	COMPLIANCE WITH CONSTITUTIONAL TERMS The fund's constitutional terms should articulate the key corporate governance principles, and these should always be applied.
P.3	SKILL, CARE, DILIGENCE AND INTEGRITY Managers, non-executive officers and investors should manage funds, the protection of investors' interests and their investments, with due skill, care, diligence and integrity, and should ensure adequate levels of human, financial and operational resources.
P.4	ACCOUNTABILITY Managers, non-executive officers and investors should always be accountable for their actions.
P.5	TRANSPARENCY Adequate information relating to the fund should be communicated to all relevant parties in a way which is clear, fair, complete, timely and not misleading.
P.6	ACTING IN INVESTORS' AND THE FUND'S INTERESTS, INCLUDING ALIGNMENT OF INTERESTS AND CONFLICTS OF INTEREST Funds should be run in the interests of investors. Where they arise, conflicts of interest should be managed fairly amongst investors as a group and between investors and managers; the alignment of interests between investors and managers can reduce the risk of such conflicts.
P.7	CONFIDENTIALITY Information regarding funds and investors' interests in funds which is not publicly available should always be treated confidentially.

BIJLAGE G Respons private beleggers



Answer option Affiniteit met beleggingscategorie vastgoed	Total	Percentage
1	6	37.5%
2	6	37.5%
3	1	6.3%
4	2	12.5%
5	1	6.3%
Answer option Aandelen momenteel onzeker	Total	Percentage
1	3	18.8%
2	3	18.8%
3	4	25.0%
4	4	25.0%
5	2	12.5%
Answer option Vastgoedbeleggings is tastbaar	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	5	31.3%
3	5	31.3%
4	3	18.8%
5	2	12.5%
Answer option Reeds goede ervaring met vastgoed	Total	Percentage
1	2	12.5%
2	6	37.5%
3	6	37.5%
4	1	6.3%
5	1	6.3%

2. Belegt u in private vastgoedfondsen?

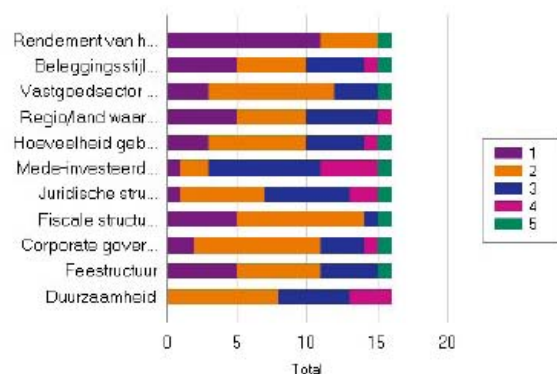


Answer option	Total	Percentage
Ja	13	81.3%
Nee	3	18.8%
Mogelijk, indien	0	0.0%

Other, please specify:

[No answers]

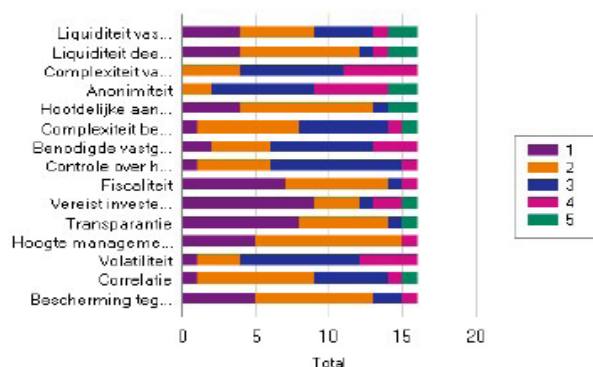
3. De volgende kenmerken zijn van belang bij een (mogelijke) keuze voor een privaat vastgoedfonds. (1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)



Answer option Rendement van het fonds	Total	Percentage
1	11	68.8%
2	4	25.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	1	6.3%
Answer option Beleggingsstijl van het fonds (core, value add, opportunistic)	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	5	31.3%
3	4	25.0%
4	1	6.3%
5	1	6.3%
Answer option Vastgoedsector waarin belegd wordt	Total	Percentage
1	3	18.8%
2	9	56.3%
3	3	18.8%
4	0	0.0%
5	1	6.3%
Answer option Regio/land waarin belegd wordt	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	5	31.3%
3	5	31.3%
4	1	6.3%
5	0	0.0%
Answer option Hoeveelheid gebruikte leverage	Total	Percentage
1	3	18.8%
2	7	43.8%
3	4	25.0%
4	1	6.3%
5	1	6.3%
Answer option Mede-investeerd in het fonds	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	2	12.5%
3	8	50.0%
4	4	25.0%
5	1	6.3%
Answer option Juridische structuur	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	6	37.5%
3	6	37.5%
4	2	12.5%
5	1	6.3%
Answer option Fiscale structuur	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	9	56.3%
3	1	6.3%
4	0	0.0%
5	1	6.3%
Answer option Corporate governance	Total	Percentage
1	2	12.5%
2	9	56.3%

Answer option Corporate governance	Total	Percentage
3	3	18.8%
4	1	6.3%
5	1	6.3%
Answer option Feestructuur	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	6	37.5%
3	4	25.0%
4	0	0.0%
5	1	6.3%
Answer option Duurzaamheid	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	8	50.0%
3	5	31.3%
4	3	18.8%
5	0	0.0%

4. Bij de keuze voor een vastgoedfonds zijn de volgende kenmerken van belang. (1 = sterk van belang, 2 = van belang, 3 = neutraal, 4 = minder van belang, 5 = niet van belang)



Answer option Liquiditeit vastgoed	Total	Percentage
1	4	25.0%
2	5	31.3%
3	4	25.0%
4	1	6.3%
5	2	12.5%
Answer option Liquiditeit deelname	Total	Percentage
1	4	25.0%
2	8	50.0%
3	1	6.3%
4	1	6.3%
5	2	12.5%
Answer option Complexiteit van waardering	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	4	25.0%
3	7	43.8%
4	5	31.3%
5	0	0.0%
Answer option Anonimiteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	12.5%
3	7	43.8%
4	5	31.3%
5	2	12.5%
Answer option Hoofdelijke aansprakelijkheid	Total	Percentage
1	4	25.0%
2	9	56.3%
3	1	6.3%
4	0	0.0%
5	2	12.5%

Answer option Complexiteit besluitvormingsproces	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	7	43.8%
3	6	37.5%
4	1	6.3%
5	1	6.3%
Answer option Benodigde vastgoedexpertise	Total	Percentage
1	2	12.5%
2	4	25.0%
3	7	43.8%
4	3	18.8%
5	0	0.0%
Answer option Controle over het vastgoed	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	5	31.3%
3	9	56.3%
4	1	6.3%
5	0	0.0%
Answer option Fiscaliteit	Total	Percentage
1	7	43.8%
2	7	43.8%
3	1	6.3%
4	1	6.3%
5	0	0.0%
Answer option Vereist investeringsvolume	Total	Percentage
1	9	56.3%
2	3	18.8%
3	1	6.3%
4	2	12.5%
5	1	6.3%
Answer option Transparantie	Total	Percentage
1	8	50.0%
2	6	37.5%
3	1	6.3%
4	0	0.0%
5	1	6.3%
Answer option Hoogte managementkosten	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	10	62.5%
3	0	0.0%
4	1	6.3%
5	0	0.0%
Answer option Volatiliteit	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	3	18.8%
3	8	50.0%
4	4	25.0%
5	0	0.0%
Answer option Correlatie	Total	Percentage
1	1	6.3%
2	8	50.0%
3	5	31.3%
4	1	6.3%
5	1	6.3%
Answer option Bescherming tegen inflatie	Total	Percentage
1	5	31.3%
2	8	50.0%
3	2	12.5%
4	1	6.3%
5	0	0.0%

5. Zou het in uw beleggingsbeleid passen om te investeren in een privaat vastgoedfonds waarin zowel private als institutionele beleggers deelnemen?

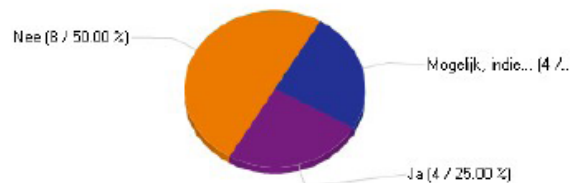


Answer option	Total	Percentage
Ja	16	100.0%
Nee	0	0.0%
Mogelijk, indien	0	0.0%

Other, please specify:

[No answers]

7. Bij de selectie van een privaat vastgoedfonds is het van belang te weten wie de mede-beleggers in het vastgoedfonds zijn.

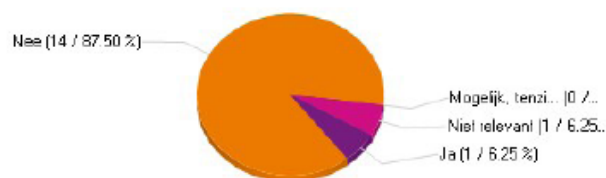


Answer option	Total	Percentage
Ja	4	25.0%
Nee	8	50.0%
Mogelijk, indien	4	25.0%

Other, please specify:

Ligt aan het aantal deelnemers. Indien er slechts enkele beleggers zijn is het van belang, anders niet de omvang klein is er een selecte groep beleggers licht aan omvang

8. Indien institutionele beleggers eveneens in het fonds kunnen beleggen is dat een reden om niet in het betreffende vastgoedfonds te investeren.

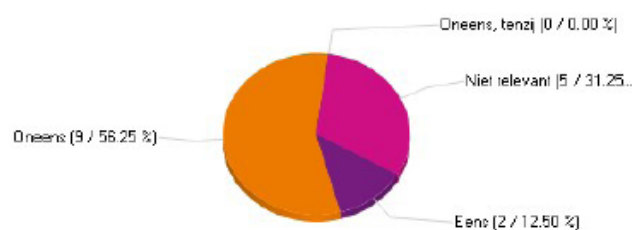


Answer option	Total	Percentage
Ja	1	6.3%
Nee	14	87.5%
Mogelijk, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	1	6.3%

Other, please specify:

[No answers]

9. Indien de zeggenschap tussen private en institutionele beleggers in een vastgoedfonds gescheiden is, is het minder van belang dat beide typen beleggers in het vastgoedfonds kunnen investeren.



Answer option	Total	Percentage
Eens	2	12.5%
Oneens	9	56.3%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	5	31.3%

Other, please specify:

[No answers]

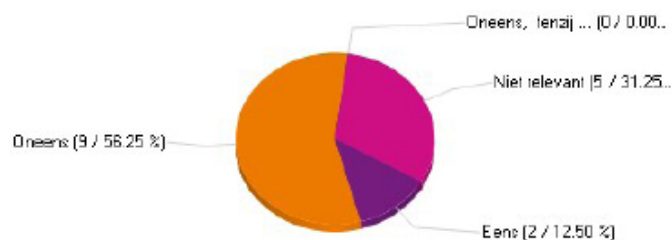
11. Per definitie beleggen wij niet in een vastgoedfonds waar zowel private als institutionele beleggers in kunnen investeren.



Answer option	Total	Percentage
Eens	0	0.0%
Oneens	16	100.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:
[No answers]

10. Indien er gescheiden aandeelhoudersvergaderingen plaatsvinden is het minder van belang dat beide typen beleggers in het vastgoedfonds kunnen beleggen.

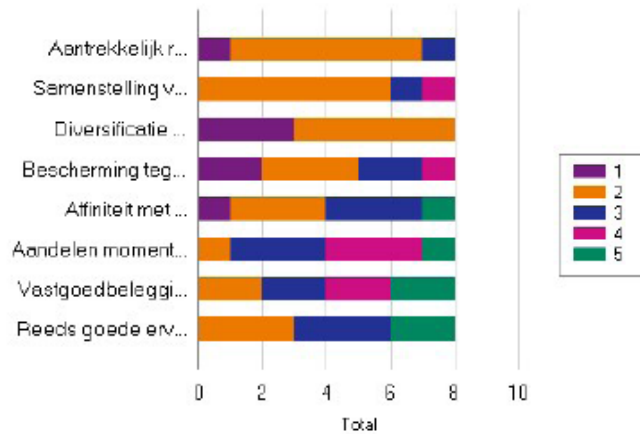


Answer option	Total	Percentage
Eens	2	12.5%
Oneens	9	56.3%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	5	31.3%

Other, please specify:
[No answers]

BIJLAGE H Respons institutionele beleggers (uitvoerders)

1. Waarom belegt u in vastgoed? (1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)



Answer option Aantrekkelijk rendement

	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	6	75.0%
3	1	12.5%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Samenstelling van het rendement

	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	6	75.0%
3	1	12.5%
4	1	12.5%
5	0	0.0%

Answer option Diversificatie van de beleggingsportefeuille

	Total	Percentage
1	3	37.5%
2	5	62.5%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Bescherming tegen inflatie

	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	3	37.5%
3	2	25.0%
4	1	12.5%
5	0	0.0%

Answer option Affiniteit met beleggingscategorie vastgoed	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	3	37.5%
3	3	37.5%
4	0	0.0%
5	1	12.5%
Answer option Aandelen momenteel onzeker	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	12.5%
3	3	37.5%
4	3	37.5%
5	1	12.5%
Answer option Vastgoedbeleggings is tastbaar	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	25.0%
3	2	25.0%
4	2	25.0%
5	2	25.0%
Answer option Reeds goede ervaring met vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	3	37.5%
3	3	37.5%
4	0	0.0%
5	2	25.0%

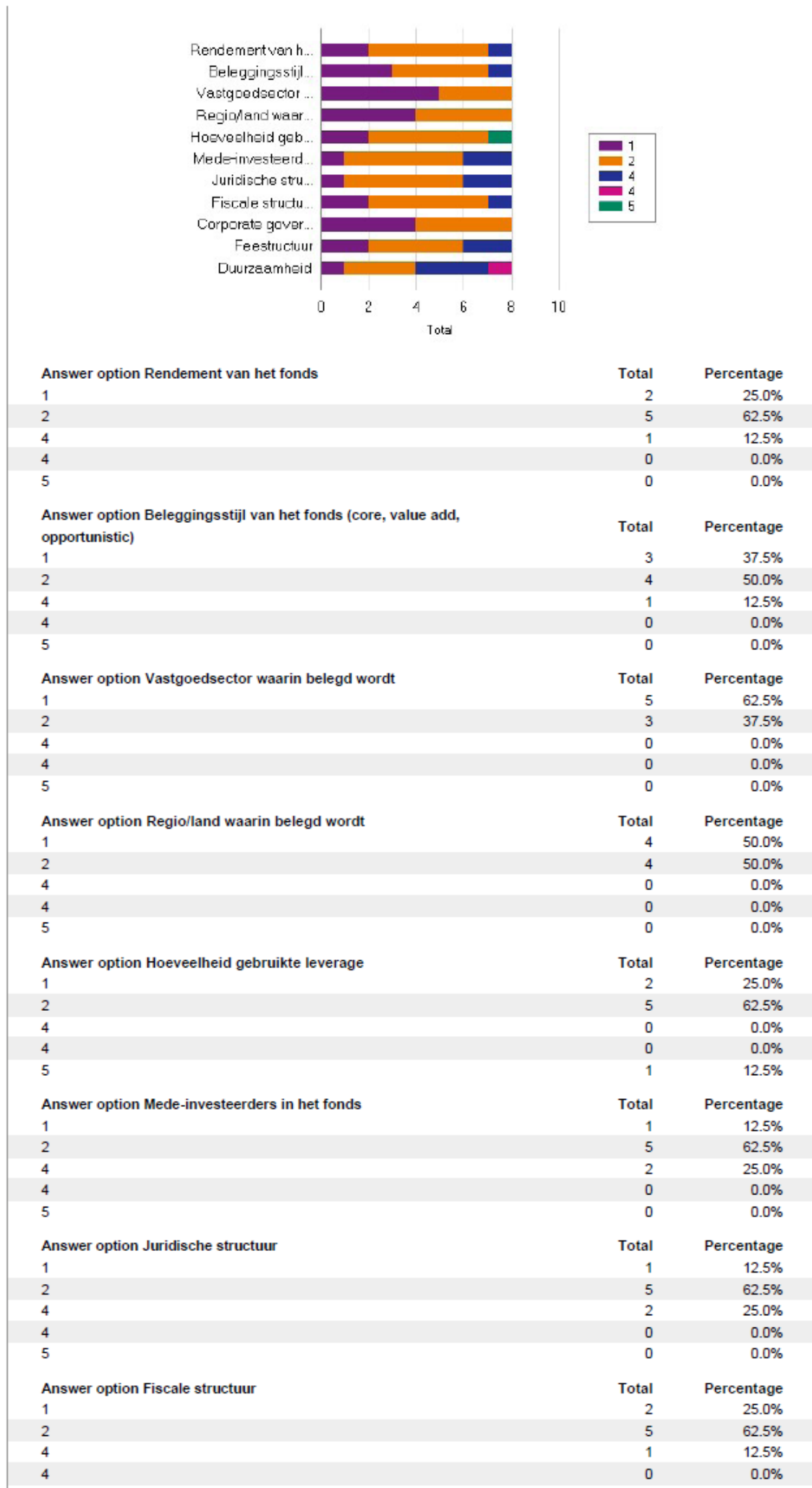
2. Belegt u in private vastgoedfondsen?



Answer option	Total	Percentage
Ja	6	75.0%
Nee	2	25.0%
Mogelijk, indien	0	0.0%

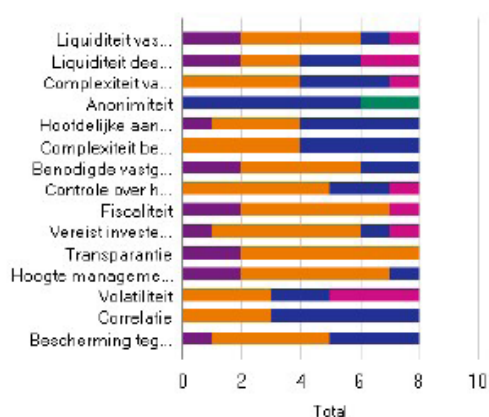
Other, please specify:
[No answers]

3. De volgende kenmerken zijn van belang bij onze (mogelijke) keuze voor een privaat vastgoedfonds. (1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)



Answer option Corporate governance	Total	Percentage
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Feestructuur	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	4	50.0%
4	2	25.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Duurzaamheid	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	3	37.5%
4	3	37.5%
4	1	12.5%
5	0	0.0%

4. Bij onze keuze voor een vastgoedfonds zijn de volgende kenmerken van belang. (1 = sterk van belang, 2 = van belang, 3 = neutraal, 4 = minder van belang, 5 = niet van belang)



Answer option Liquiditeit vastgoed	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	4	50.0%
3	1	12.5%
4	1	12.5%
5	0	0.0%

Answer option Liquiditeit deelname	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	2	25.0%
3	2	25.0%
4	2	25.0%
5	0	0.0%

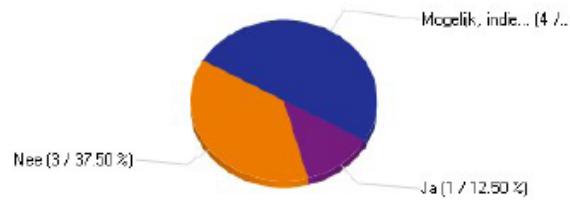
Answer option Complexiteit van waardering	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	4	50.0%
3	3	37.5%
4	1	12.5%
5	0	0.0%

Answer option Anonimiteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	0	0.0%
3	6	75.0%
4	0	0.0%
5	2	25.0%

Answer option Hoofdelijke aansprakelijkheid	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	3	37.5%
3	4	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Complexiteit besluitvormingsproces	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	4	50.0%
3	4	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Benodigde vastgoedexpertise	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	4	50.0%
3	2	25.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Controle over het vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	5	62.5%
3	2	25.0%
4	1	12.5%
5	0	0.0%
Answer option Fiscaliteit	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	5	62.5%
3	0	0.0%
4	1	12.5%
5	0	0.0%
Answer option Vereist investeringsvolume	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	5	62.5%
3	1	12.5%
4	1	12.5%
5	0	0.0%
Answer option Transparantie	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	6	75.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Hoogte managementkosten	Total	Percentage
1	2	25.0%
2	5	62.5%
3	1	12.5%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Volatiliteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	3	37.5%
3	2	25.0%
4	3	37.5%
5	0	0.0%
Answer option Correlatie	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	3	37.5%
3	5	62.5%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Bescherming tegen inflatie	Total	Percentage
1	1	12.5%
2	4	50.0%
3	3	37.5%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

5. Zou het in uw beleggingsbeleid passen om te investeren in een privaat vastgoedfonds waarin zowel particuliere als institutionele beleggers deelnemen?

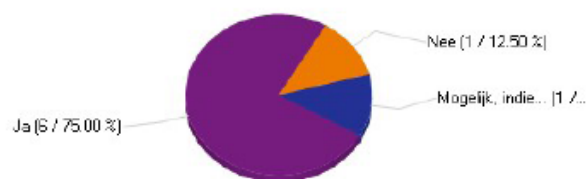


Answer option	Total	Percentage
Ja	1	12.5%
Nee	3	37.5%
Mogelijk, indien	4	50.0%

Other, please specify:

particulieren via een feederfonds
doelomschrijving wordt aangepast
geen nadelige gevolgen voor institutionele beleggers
karakteristieken voor IB'ers goed zijn.

7. Bij de selectie van een privaat vastgoedfonds is het voor ons van belang te weten wie de mede-beleggers in het vastgoedfonds zijn.

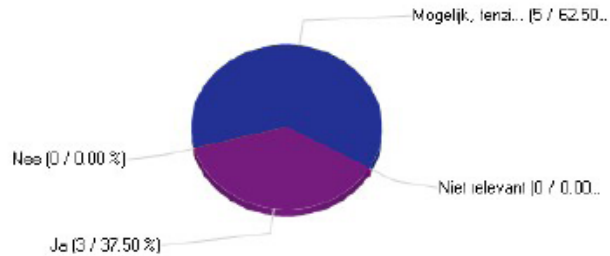


Answer option	Total	Percentage
Ja	6	75.0%
Nee	1	12.5%
Mogelijk, indien	1	12.5%

Other, please specify:

met name van belang bij een closed end structuur

8. Indien private beleggers eveneens in het fonds kunnen beleggen is dat een reden om niet in het betreffende vastgoedfonds te investeren.

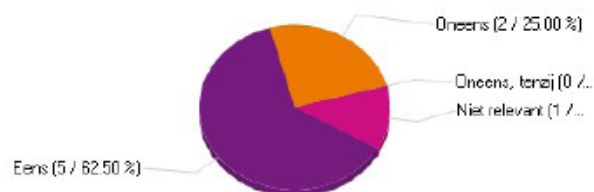


Answer option	Total	Percentage
Ja	3	37.5%
Nee	0	0.0%
Mogelijk, tenzij	5	62.5%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:

schaal investing een institutioneel karakter heeft
 particulieren geen directe invloed hebben op governance, maar via feederfund investeren
 zeggenschap individueel wordt uitgeoefend
 geen nadelige gevolgen en niet te veel als % van beleggerstotaal
 geen inmenging

9. Indien de zeggenschap tussen private en institutionele beleggers in een vastgoedfonds gescheiden is, is het voor ons minder van belang dat beide type beleggers in het vastgoedfonds kunnen investeren.

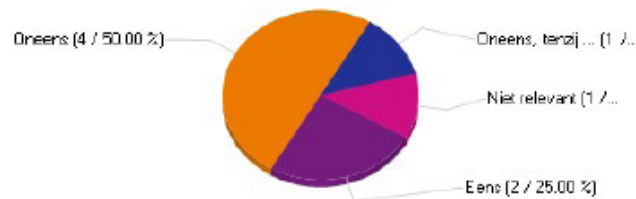


Answer option	Total	Percentage
Eens	5	62.5%
Oneens	2	25.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	1	12.5%

Other, please specify:

[No answers]

10. Per definitie beleggen wij niet in een vastgoedfonds waar zowel private als institutionele beleggers in kunnen investeren.

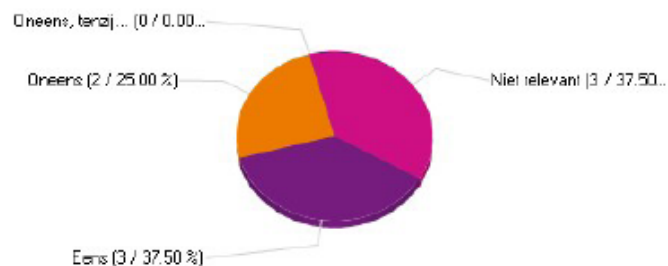


Answer option	Total	Percentage
Eens	2	25.0%
Oneens	4	50.0%
Oneens, tenzij	1	12.5%
Niet relevant	1	12.5%

Other, please specify:

enigszins eens, heeft niet onze voorkeur. want vaak andere liquiditeitseisen

11. Indien er gescheiden aandeelhoudersvergaderingen plaatsvinden is het voor ons minder van belang dat beide type beleggers in het vastgoedfonds kunnen beleggen.



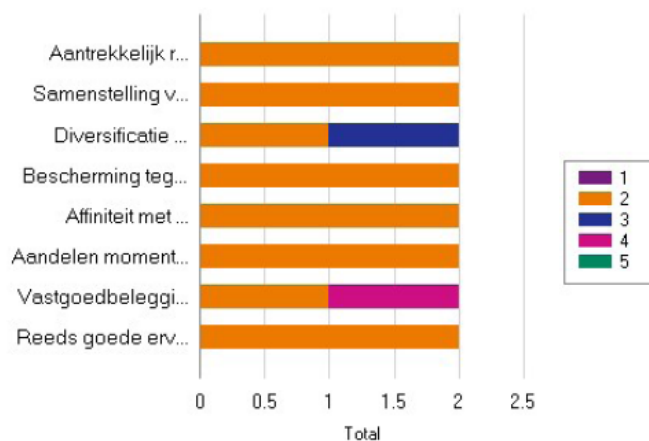
Answer option	Total	Percentage
Eens	3	37.5%
Oneens	2	25.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	3	37.5%

Other, please specify:

[No answers]

BIJLAGE I Respons institutionele beleggers (beleggingsfondsen)

1. Waarom belegt u in vastgoed? (1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)



Answer option Aantrekkelijk rendement

	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Samenstelling van het rendement

	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Diversificatie van de beleggingsportefeuille

	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
3	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Bescherming tegen inflatie

	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

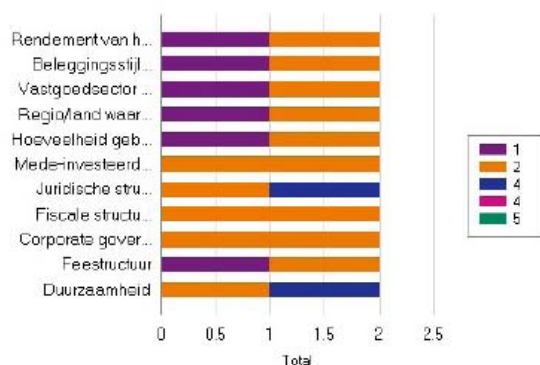
Answer option Affiniteit met beleggingscategorie vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Aandelen momenteel onzeker	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Vastgoedbelegging is tastbaar	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
3	0	0.0%
4	1	50.0%
5	0	0.0%
Answer option Reeds goede ervaring met vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

2. Belegt u in private vastgoedfondsen?



Answer option	Total	Percentage
Ja	1	50.0%
Nee	1	50.0%
Mogelijk, indien	0	0.0%
Other, please specify: [No answers]		

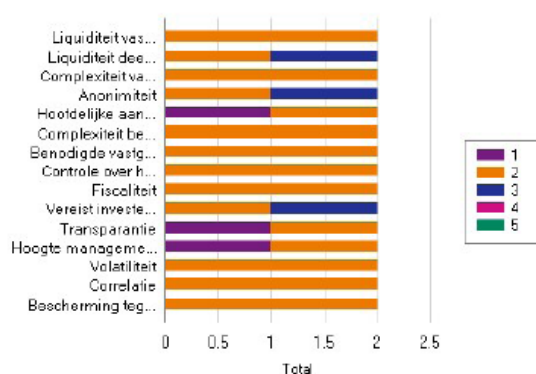
3. De volgende kenmerken zijn van belang bij onze (mogelijke) keuze voor een privaat vastgoedfonds. (1 = volledig mee eens, 2 = mee eens, 3 = neutraal, 4 = mee oneens, 5 = volledig mee oneens)



Answer option Rendement van het fonds	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Beleggingsstijl van het fonds (core, value add, opportunistic)	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Vastgoedsector waarin belegd wordt	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Regio/land waarin belegd wordt	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Hoeveelheid gebruikte leverage	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Mede-investeerders in het fonds	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Juridische structuur	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
4	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Fiscale structuur	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Corporate governance	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%

Answer option Corporate governance	Total	Percentage
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Feestructuur	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
4	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Duurzaamheid	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
4	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

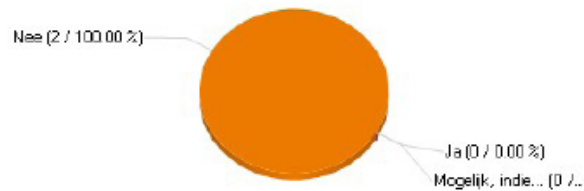
4. Bij onze keuze voor een vastgoedfonds zijn de volgende kenmerken van belang. (1 = sterk van belang, 2 = van belang, 3 = neutraal, 4 = minder van belang, 5 = niet van belang)



Answer option Liquiditeit vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Liquiditeit deelname	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
3	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Complexiteit van waardering	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Anonimiteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
3	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Hoofdelijke aansprakelijkheid	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

Answer option Complexiteit besluitvormingsproces	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Benodigde vastgoedexpertise	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Controle over het vastgoed	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Fiscaliteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Vereist investeringsvolume	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	1	50.0%
3	1	50.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Transparantie	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Hoogte managementkosten	Total	Percentage
1	1	50.0%
2	1	50.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Volatiliteit	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Correlatie	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%
Answer option Bescherming tegen inflatie	Total	Percentage
1	0	0.0%
2	2	100.0%
3	0	0.0%
4	0	0.0%
5	0	0.0%

5. Zou het in uw beleggingsbeleid passen om te investeren in een privaat vastgoedfonds waarin zowel particuliere als institutionele beleggers deelnemen?



Answer option	Total	Percentage
Ja	0	0.0%
Nee	2	100.0%
Mogelijk, indien	0	0.0%

Other, please specify:
[No answers]

7. Bij de selectie van een privaat vastgoedfonds is het voor ons van belang te weten wie de mede-beleggers in het vastgoedfonds zijn.



Answer option	Total	Percentage
Ja	2	100.0%
Nee	0	0.0%
Mogelijk, indien	0	0.0%

Other, please specify:
[No answers]

8. Indien private beleggers eveneens in het fonds kunnen beleggen is dat een reden om niet in het betreffende vastgoedfonds te investeren.



Answer option	Total	Percentage
Ja	2	100.0%
Nee	0	0.0%
Mogelijk, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:

[No answers]

9. Indien de zeggenschap tussen private en institutionele beleggers in een vastgoedfonds gescheiden is, is het voor ons minder van belang dat beide type beleggers in het vastgoedfonds kunnen investeren.



Answer option	Total	Percentage
Eens	1	50.0%
Oneens	1	50.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:

[No answers]

10. Per definitie beleggen wij niet in een vastgoedfonds waar zowel private als institutionele beleggers in kunnen investeren.



Answer option	Total	Percentage
Eens	2	100.0%
Oneens	0	0.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:
[No answers]

11. Indien er gescheiden aandeelhoudersvergaderingen plaatsvinden is het voor ons minder van belang dat beide type beleggers in het vastgoedfonds kunnen beleggen.



Answer option	Total	Percentage
Eens	0	0.0%
Oneens	2	100.0%
Oneens, tenzij	0	0.0%
Niet relevant	0	0.0%

Other, please specify:
[No answers]

