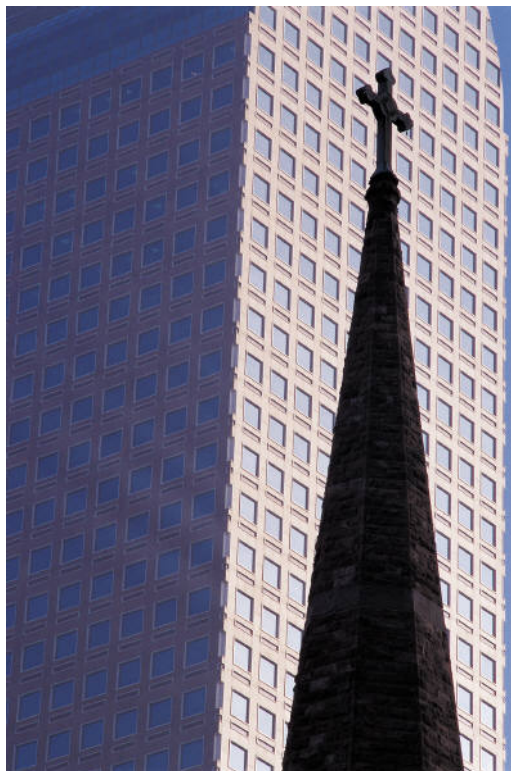


Investeren in Europese private vastgoedfondsen

*Een onderzoek naar de selectiecriteria voor
institutionele beleggers*



Searching for the holy grale?

Auteur: Drs Daan van Aert, CFA
Begeleider: Drs G.A. Vos

Postdoctorale Opleiding Vastgoedkunde
Amsterdam, augustus 2006

INHOUDSOPGAVE

EXECUTIVE SUMMARY	4
HOOFDSTUK 1: INLEIDING	7
1.1 PROBLEEMSTELLING	7
1.2 HYPOTHESEN	7
1.3 OPBOUW	8
1.4 AFBAKENING	8
1.5 SAMENVATTING	8
HOOFDSTUK 2: EUROPESE PRIVATE VASTGOEDMARKT	9
2.1 INLEIDING	9
2.2 GRONDBEGINSELEN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN.....	9
2.3 KEUZE VOOR PRIVATE VASTGOEDFONDSEN	11
2.4 REDENEN OM NIET IN PRIVATE VASTGOEDFONDSEN TE BELEGGEN	14
2.5 GROOTTE VAN DE VASTGOEDFONDSENMARKT.....	14
2.6 EUROPESE VASTGOEDBELEGGERS	16
2.7 SAMENVATTING	17
HOOFDSTUK 3: BELEGGINGSPROCES VASTGOEDFONDSEN	18
3.1 INLEIDING	18
3.2 ORIGINATION	18
3.3 SCREENING	19
3.4 NEGOTIATION & STRUCTURING	19
3.5 DUE DILIGENCE.....	19
3.6 FORMAL APPROVAL	20
3.7 CLOSING	20
3.8 SAMENVATTING	20
HOOFDSTUK 4: SELECTIE PRIVATE FONDSEN.....	21
4.1 INLEIDING	21
4.2 TRACK RECORD MANAGER	22
4.3 STIJL	23
4.4 SECTOR	25
4.5 LOCATIE	26
4.6 CORPORATE GOVERNANCE.....	27
4.7 STRUCTUUR	29
4.8 FEES.....	30
4.9 SAMENVATTING	33

HOOFDSTUK 5: ONDERZOEK.....	34
5.1 INLEIDING	34
5.2 HYPOTHESEN	34
5.3 METHODOLOGIE	35
5.4 DATA	40
5.5 UITKOMSTEN TRACK RECORD	41
5.6 UITKOMSTEN CORPORATE GOVERNANCE	42
5.7 UITKOMSTEN FEES	44
5.8 SAMENVATTING	47
HOOFSTUK 6: SAMENVATTING	48
LITERATUURLIJST	50
BIJLAGE 1: DUE DILIGENCE CHECK LIST.....	51
BIJLAGE II: UITKOMSTEN ONDERZOEK.....	55
BIJLAGE III: VOORBEELD FEE MODEL.....	61

EXECUTIVE SUMMARY

De wereld van Europese private vastgoedfondsen is een gesloten wereld waarover relatief maar weinig literatuur beschikbaar is. Beleggers hebben hier echter grote behoefte aan, omdat het moeilijk is om uit de vele aangeboden vastgoedfondsen een verantwoorde keuze te maken. Het doel van deze masterproof is om de Europese private vastgoedmarkt en het beleggingsproces voor institutionele beleggers inzichtelijker te maken, met daarbij een speciale aandacht voor de selectiecriteria die van belang zijn om de juiste fondsen te kiezen.

INREV (European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) heeft hiernaar al onderzoek gedaan door aan beleggers en managers te vragen welke selectiecriteria van belang zijn. Dit heeft geleid tot de volgende zeven criteria. (1) het track record van de manager, (2) stijl, (3) sector, (4) locatie, (5) corporate governance, (6) structuur en (7) fee kosten van een fonds.

Vervolgens heeft de auteur van deze masterproof zelf een empirisch onderzoek gedaan naar drie van deze factoren: het track record van de manager, de corporate governance en de feekosten van het fonds. De reden voor deze keuze is dat deze factoren algemeen van aard zijn en minder specifiek zijn voor de individuele investeerder.

In dit onderzoek zijn vijf hypothesen geformuleerd die vervolgens aan de praktijk zijn getoetst door 42 Europese private vastgoedfondsen op de drie genoemde selectiecriteria te analyseren. De analyse wordt verdiept door deze fondsen naar beleggingstijl (Core, Value-add en Opportunistic) te onderscheiden. De informatie over de 42 Europese private vastgoedfondsen is verkregen uit de fondsdocumentatie van deze fondsen. Uit het eigen onderzoek zijn de volgende uitkomsten op de geformuleerde hypothesen naar voren gekomen:

- 1. In de institutionele beleggingswereld is het hebben van een goed track record in Europa een vereiste om een privaat vastgoedfonds succesvol op te richten***
Deze hypothese kan bevestigd worden op basis van de uitkomsten van het onderzoek. Ongeveer 78% van de onderzochte private vastgoedfondsen hebben een sterk track record
- 2. Onafhankelijke bestuurspersonen bestaan niet. Als gevolg hiervan worden de meeste Advies Commissies van Europese private vastgoedfondsen gevormd uit vertegenwoordigers van de beleggers zelf. Deze handelen namelijk volledig in het belang van de aandeelhouder***
Deze stelling kan eveneens onderschreven worden aangezien 76% van alle fondsen met een Advies Commissie een samenstelling heeft met alleen maar beleggers en slechts 10% met uitsluitend onafhankelijke derden
- 3. Vanwege een grote behoefte aan bewegingsvrijheid hebben Opportunistic fondsen een beperktere corporate governance dan Core en Value-add fondsen***
Deze stelling dient verworpen te worden, aangezien de Opportunistic fondsen de hoogste score op corporate governance vlak hebben. Uit het onderzoek kan overigens tevens opgemaakt worden dat de corporate governance bij private vastgoedfondsen te wensen overlaat met slechts een maximale score van een zes (op een schaal van één tot tien)

4. De managementkosten van Opportunistic fondsen zijn voor meer dan de helft afhankelijk van de prestaties van het fonds. Dit is bij Core & Value-add fondsen niet het geval

Deze hypothese kan op basis van de uitkomsten van het onderzoek bevestigd worden. Het lijkt er derhalve op dat de managers van de Core en Value-add fondsen minder gemotiveerd zijn om aan actief portfoliomanagement te doen

5. Hoe hoger het rendement en het risico bij een privaat vastgoedfonds zijn, hoe hoger de grenswaarden (“hurdle rates”) van het rendement van deze fondsen moeten liggen

Deze stelling blijkt verworpen te moeten worden. Ondanks het verschil in risico liggen de hurdle rates van de diverse stijlen juist dicht bij elkaar: rond de 10-11%. Dit verschil kan niet verklaard worden uit een verschil in de feekosten of door een verschil in het bonuspercentage (“Promote”).

Naast de bovengenoemde uitkomsten aan de hand van de hypothesen zijn er nog een aantal andere interessante bevindingen uit het onderzoek naar voren gekomen:

- Stemrecht van de leden in de Advies Commissies is zeer beperkt, de leden mogen in een privaat vastgoedfonds maar over een beperkt aantal strategische zaken meebeslissen
- Investeringscriteria geven zelden minimale richtlijnen voor het initiële en verwachte rendement van het vastgoed. Dit is te verklaren uit het feit dat de manager zoveel mogelijk vrijheid wil hebben om acquisities te doen. Daar komt bij dat de manager vaak ook nog financieel afhankelijk is van de jaarlijkse fees op het geïnvesteerde kapitaal en dus zeer gemotiveerd is om het geld snel te investeren
- Managers kunnen nauwelijks ontslagen worden bij slechte prestaties. Dit is opmerkelijk in een samenleving die steeds meer gericht is op het bevorderen van prestaties
- Exclusiviteitsrechten van fondsen om concurrentie te voorkomen, laten te wensen over. Daardoor is het mogelijk dat managers meerdere investeringsvehikels hebben met het risico, dat deze met elkaar gaan concurreren.

De bovengenoemde uitkomsten kunnen waardevol zijn voor beleggers in Europese private vastgoedfondsen. De verkregen gegevens uit het onderzoek kunnen als graadmeter dienen om nieuwe vastgoedfondsen te toetsen. Bijvoorbeeld om te kijken of de managementkosten (te) hoog zijn.

Daarnaast leiden deze uitkomsten tot de volgende aanbevelingen:

- Het lijkt erop dat de corporate governance bij Europese private vastgoedfondsen beter georganiseerd kan worden. Dit zou bijvoorbeeld bereikt kunnen worden door het geven van meer stemrecht aan Advies Commissies in de fondsen, door het scheppen van de mogelijkheid om managers te kunnen ontslaan als ze slecht presteren en door minimale aankooprendementen in de investeringscriteria voor het vastgoed op te nemen

- De hurdle rates van de vastgoedfondsen lijken het verschil in risiconiveau van de verschillende fondsstijlen niet op een juiste manier weer te geven. Dit zou aangepast kunnen worden door de grenswaarden van Value-add & Opportunistic fondsen omhoog, dan wel die van Core fondsen omlaag te brengen
- Om concurrentie tussen beleggingsvehikels van eenzelfde manager tegen te gaan, dienen er betere afspraken gemaakt te worden over de exclusiviteit van vastgoedfondsen

Verder is in deze masterproof het bestaande feemodel van INREV geanalyseerd om na te gaan of dit gebruikt kon worden voor het onderzoek. Daarbij zijn een aantal omissies in dit model geconstateerd, die inmiddels besproken zijn met INREV. Vandaar dat voor het onderzoek in deze masterproof een eigen feemodel ontwikkeld is om de berekeningen te kunnen maken.

Het onderzoek roept weer verdere vragen op voor nader onderzoek. Hierbij kan onder andere aan de volgende onderwerpen gedacht worden:

- Onderzoek naar de Total Expense Ratio (“TER”) van private vastgoedfondsen. Het onderzoek van deze masterproof richt zich slechts op de managementkosten van Europese private vastgoedfondsen. Deze kosten bepalen weliswaar het merendeel van de totale kosten in deze fondsen, maar in een vervolgonderzoek zouden alle kosten meegenomen kunnen worden om de TER te kunnen berekenen.
- Vergelijking van de TER van private vastgoedfondsen met de TER van beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiervoor moet natuurlijk eerst de TER van beursgenoteerde vastgoedfondsen berekend worden omdat dit momenteel nog niet gebeurt. Vervolgens zouden deze kosten vergeleken en geanalyseerd kunnen worden waardoor eventuele aanbevelingen gedaan kunnen worden om de kosten te optimaliseren
- Een enquête onder Europese vastgoedbeleggers om de relatieve gewichten van de subcriteria van het onderzoek te bepalen. Deze subcriteria bepalen namelijk de scores op de diverse selectiecriteria die later in deze masterproof aan de orde zullen komen
- Onderzoek naar de veranderingen in rendementsverwachtingen van fondsen met verschillende startdata. Deze veranderingen zouden immers van invloed kunnen zijn op de hoogte van bijvoorbeeld de hurdle rates en andere variabelen van een privaat vastgoedfonds

Hoofdstuk 1: Inleiding

1.1 Probleemstelling

Op dit moment staat de Europese vastgoedmarkt volop in de belangstelling van de beleggerswereld. Dit heeft vooral te maken met de sterke rendementen van deze beleggingscategorie ten opzichte van andere beleggingscategorieën zoals aandelen en vreemd vermogen¹. Als gevolg hiervan hebben veel institutionele partijen en andere beleggers zowel in Europa als in de Verenigde Staten hun allocatie naar onroerend goed verhoogd². Het aanbod van kwalitatief hoogstaand vastgoed is echter gelimiteerd en als gevolg hiervan zijn de prijzen de afgelopen jaren sterk gestegen³. Om toch aan beleggingsvolume te komen, zijn vastgoedinvesteerders minder selectief geworden in prijs en kwaliteit om vastgoed te verkrijgen. Vastgoedmanagers proberen hier op in te springen door het aanbieden van private vastgoedfondsen met meestal een zogenaamd 'blind pool' karakter. Dit zijn niet beursgenoteerde vastgoedfondsen die nog geen vastgoedbeleggingen hebben bij aanvang van het fonds. Het is natuurlijk nog maar de vraag of deze fondsen in een krappe markt succesvol zullen worden; wel worden er meestal aanzienlijke kosten op voorhand in rekening gebracht.

Deze masterproof heeft als doel om de institutionele beleggers in Europa te helpen bij het maken van een gedegen keuze uit de huidige veelheid aan aangeboden private vastgoedfondsen. Dit heeft tot de volgende probleemstelling geleid:

Welke criteria zijn voor institutionele beleggers van belang om een keuze te maken bij de selectie van niet-beursgenoteerde Europese vastgoedfondsen?

Op deze probleemstelling zal een antwoord geformuleerd worden door gebruik te maken van een door INREV uitgevoerd onderzoek⁴ naar de belangrijkste selectiecriteria van private vastgoedfondsen. Hierbij zullen deze criteria nader uiteengezet worden.

1.2 Hypothesen

Deze masterproof beoogt een beschrijving alsmede een analysering te geven van de belangrijkste selectiecriteria van private vastgoedfondsen voor institutionele beleggers. Dit heeft geresulteerd in een eigen onderzoek onder 42 Europese private vastgoedfondsen naar drie selectiecriteria uit het onderzoek van INREV: (1) track record, (2) corporate governance en (3) feekosten. Hierbij is het track record volgens de beleggers het belangrijkste selectie criterium voor institutionele private vastgoedfondsen. Daarnaast is corporate governance essentieel om toezicht te houden op de manager van het fonds. Ook is het belangrijk dat de manager op een juiste manier beloond wordt om een optimale prestatie van het fonds te realiseren en te zorgen dat de totale feekosten niet te hoog worden.

¹ Sinds 1998 heeft het Europese vastgoed een rendement van 11.4% (EPRA index), terwijl vreemd vermogen en aandelen over de zelfde periode slechts 5.5% (BCEE1T Index) en 3.8% (BE500 index) gemaakt hebben

² Zie bijvoorbeeld INREV Investor Intentions 2006

³ Het totale rendement van de drie jaar gemiddelden van IPD UK ligt momenteel op 18% terwijl dit bijvoorbeeld 9 jaar geleden op slechts 7% stond

⁴ INREV, Investment Intentions Survey 2006, 2006

In dit onderzoek zullen met behulp van de bovengenoemde criteria vijf hypothesen getoetst worden. Deze hypothesen worden in hoofdstuk vijf geformuleerd.

1.3 Opbouw

In hoofdstuk twee zal een korte beschrijving gegeven worden van de Europese vastgoedmarkt voor private vastgoedfondsen. Hier zal niet alleen de markt aan bod komen maar ook de bouwstenen van een privaat vastgoedfonds zelf. Vervolgens zal in hoofdstuk drie ingegaan worden op het beleggingsproces van private vastgoedfondsen. Om een verantwoorde selectie van fondsen te kunnen maken, is het namelijk belangrijk om een gestructureerd beleggingsproces te volgen. In hoofdstuk vier zal de probleemstelling beantwoord worden door de belangrijkste selectiecriteria van private vastgoedfondsen te behandelen. In hoofdstuk vijf wordt het eigen onderzoek onder 42 private vastgoedfondsen besproken. Tevens zal aan de hand van de uitkomsten van dit onderzoek getracht worden om een antwoord te geven op de geformuleerde hypothesen. Tenslotte eindigt de masterproof in hoofdstuk zes met een samenvatting.

1.4 Afbakening

Zoals in de probleemstelling vermeld heeft deze scriptie als focus private (dat wil zeggen niet beursgenoteerde) vastgoedfondsen in Europa. Daarnaast zal bij de behandeling van deze scriptie uitgegaan worden van institutionele beleggers die intern een vastgoedafdeling hebben met voldoende ervaren medewerkers om in private vastgoed fondsen te beleggen. De reden voor deze toevoeging is dat de meeste private vastgoedfondsen zeer complexe beleggingsfondsen zijn waarbij deskundigheid van de belegger een vereiste is. Dit zal nog verder in de toelichting van het beleggingsproces aan de orde komen.

Als gevolg van deze keuze zullen in het onderzoek alleen private vastgoedfondsen aan de orde komen gericht op de Europese vastgoed markt en institutionele beleggers.

1.5 Samenvatting

In dit eerste hoofdstuk is de probleemstelling van deze masterproof besproken. Tevens is de totstandkoming van de hypothesen aan de orde gekomen. Daarnaast zijn de opbouw en de afbakening aangegeven om de probleemstelling en hypothesen uit te werken.

Hoofdstuk 2: Europese private vastgoedmarkt

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal beknopt de Europese, niet beursgenoteerde (“private”) vastgoedmarkt beschreven worden. In eerste instantie zal een beschrijving gegeven worden van de grondbeginselen van private vastgoedfondsen. Daarna volgt een overzicht van de grootte van de Europese markt voor private vastgoedfondsen. Daarnaast wordt ingegaan op de belangrijkste factoren die gezorgd hebben voor de groei van private vastgoedfondsen. Ook zal getracht worden om een overzicht te geven van de grootste beleggers in Europees vastgoed. Tenslotte zal het hoofdstuk eindigen met een samenvatting.

2.2 Grondbeginselen private vastgoedfondsen

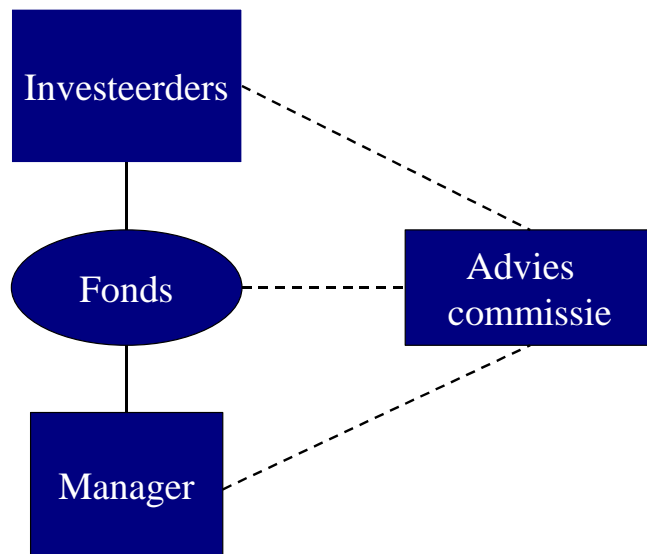
In principe bestaat elk privaat vastgoedfonds uit een aantal basiselementen. Deze elementen worden bijvoorbeeld in de fondsvoorwaarden beschreven. De belangrijkste onderdelen van een fonds zijn nu de volgende:

- **Strategie en investeringcriteria**
Het hart van elk privaat vastgoedfonds wordt gevormd door de strategie: wat is de manager van plan om te doen. Dit is een soort raamwerk, een kapstok voor wat er allemaal mag gebeuren in het fonds op investeringsvlak. Hierbij kan gedacht worden aan de stijl van het fonds (het rendement / risico profiel wat gekozen gaat worden), de sector waarin belegd gaat worden en de landen waarin men gaat opereren. De investeringcriteria geven nu de precieze voorwaarden aan waarbinnen de manager mag handelen om zijn strategie te verwezenlijken. Bijvoorbeeld tegen welke minimale rendementen het vastgoed aangekocht kan worden, hoe groot de beleggingen maximaal mogen zijn, hoeveel er geld er geleend mag worden etc.
- **Manager**
De manager heeft een cruciale rol in het fonds, namelijk zorgen dat de strategie succesvol verwezenlijkt gaat worden. Een goede analyse naar de kwaliteiten en reputatie van deze manager is dus essentieel alvorens in een fonds te stappen
- **Vastgoed**
Een belangrijk element van een vastgoed fonds zelf is natuurlijk of er al bij de start van het fonds een vastgoedportefeuille aanwezig is. Deze dient dan natuurlijk grondig geanalyseerd te worden
- **Fondskosten & performance doelstellingen**
Financiële informatie vormt ook een essentieel onderdeel van elk vastgoedfonds, in het bijzonder de performance doelstellingen (die natuurlijk ook in de strategie meegenomen zijn) en de kosten van een fonds

- Corporate governance
Last but not least: de corporate governance van een fonds; dit is eigenlijk het toezicht op een privaat vastgoedfonds opdat de manager handelt in het belang van de aandeelhouders. Hierbij wordt daarom ook ingegaan op de beslissingsbevoegdheden van diverse organen in het fonds

Op alle bovengenoemde elementen zal in deze masterproof uitvoerig teruggekomen worden. Ter verduidelijking van de corporate governance volgt nu een schema met de basisstructuur van elk vastgoedfonds:

Figuur1: basisstructuur vastgoedfonds



Bron: INREV, Corporate Governance Principles and Guidelines, 2006

Zoals uit deze figuur naar voren komt zijn er meestal drie partijen bij een privaat vastgoedfonds betrokken: de investeerders, de manager van het fonds en vaak een Advies Commissie (“AC”). De AC is in principe een onafhankelijk orgaan dat moet waken over de belangen van het fonds en de aandeelhouders en zorgen dat de manager zo prudent mogelijk handelt. Zoals gezegd zorgt de corporate governance van een fonds voor structuur en regels zodat de manager in het belang van de aandeelhouders handelt. Bijvoorbeeld ten aanzien van de beslissingsbevoegdheden per partij: wat doet het management, waarover moeten de investeerders en waarover moet de adviescommissie beslissen. De onderstaande lijst geeft een indicatie van de belangrijkste taken/ verantwoordelijkheden van de drie genoemde partijen:

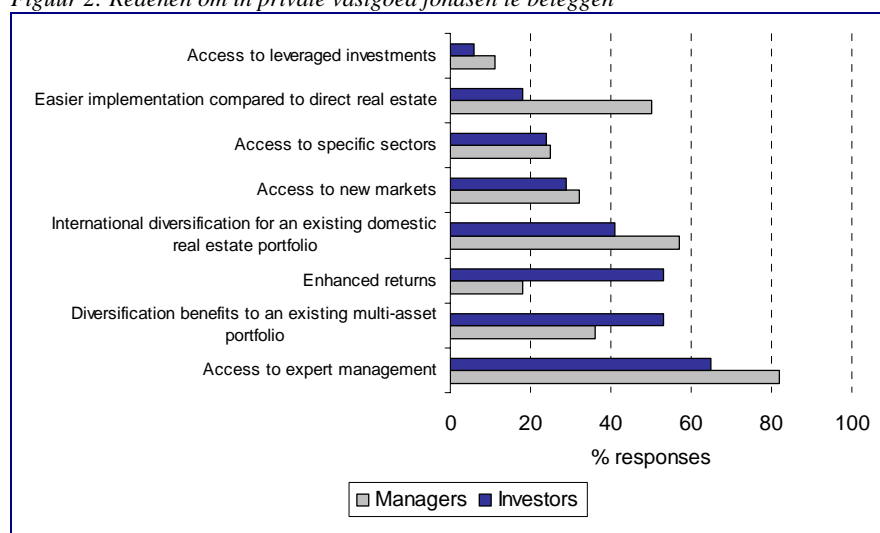
Partij	Taken / Verantwoordelijkheden
1. Manager	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Operationele gang van zaken (bijv. administratie, communicatie naar beleggers etc) ▪ Acquisities, management en verkoop vastgoed binnen de investeringscriteria van het fonds ▪ Zorgen voor liquiditeit / exit als investeerders uit het fonds willen
2. Advies commissie	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Managen van conflictsituaties, bijv. als de manager vastgoed van zichzelf aan het fonds wil verkopen ▪ Strategische beslissingen buiten de fondscriteria, bijv. mogelijke investeringen die buiten de criteria vallen ▪ Aanstellen en veranderen van onafhankelijke taxateurs van het vastgoed van het fonds ▪ Bewaken transparantie / openheid van het fonds naar investeerders toe
3. Investeerders	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aankoop / verkoop belang in fonds ▪ Ontslaan / aanstelling van manager ▪ Verandering van strategie / investeringscriteria van het fonds

De bovengenoemde taken per groep zijn niet limitatief, maar geven slechts een indicatie waarover elke partij ongeveer moet beslissen. In paragraaf 4.6 zal nader op de corporate governance van een fonds ingegaan worden.

2.3 Keuze voor private vastgoedfondsen

Waarom vinden beleggers private vastgoedfondsen zo interessant? De onderstaande figuur uit het reeds genoemde onderzoek van INREV geeft de belangrijkste redenen aan waarom beleggers en managers in niet-beurs genoteerd vastgoed willen beleggen:

Figuur 2: Redenen om in private vastgoed fondsen te beleggen



Bron: Investment Intentions Survey 2006

Uit de deze tabel komen een aantal interessante factoren voor beleggers naar voren:

- Toegang tot expert management
In tegenstelling tot sommige grote beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben private vastgoedfondsen meestal een klein management team met veel specialistische kennis. Beleggers vinden deze specialistische kennis heel belangrijk en zien die als een mogelijkheid om extra rendement te realiseren

- **Diversificatie voordelen**
 Traditioneel noemen beleggers vastgoed als een interessante beleggingsklasse aangezien die een lage correlatie heeft met andere categorieën (bijvoorbeeld aandelen en vreemd vermogen)⁵. Daarnaast zien beleggers de internationale diversificatievoordelen binnen hun bestaande vastgoedportefeuille als voordelig. Achtergrond hiervan zijn de diversificatievoordelen tussen landen⁶. De algemene verklaring voor de voordelen van diversificatie is gebaseerd op de portfoliotheorie van Harry Markowitz⁷. Deze theorie komt er in kort op neer dat beleggers het niet systematische risico van beleggingen kunnen elimineren door in hun portefeuille een voldoende aantal beleggingen op te nemen die niet perfect met elkaar correleren. Voor meer informatie over dit fenomeen wordt verwezen naar de literatuur die in de voetnoot vermeld is

- **Toegang tot nieuwe markten en sectoren**
 Private vastgoedfondsen geven toegang tot markten en sectoren waar veel beursgenoteerde vastgoedfondsen (nog) niet in beleggen. Dit heeft alles te maken met het feit dat binnen Europa nog niet zoveel beursgenoteerde fondsen zijn, omdat de meeste landen nog geen gunstige fiscale regelingen hebben voor de verwezenlijking van de zogenaamde Real Estate Investment Trust (“REIT”). Deze REITS zijn vergelijkbaar met de Nederlandse Fiscale Beleggings Instellingen (“FBIs”) en zijn geen of lagere belasting verschuldigd over de inkomsten en waardeinstijgingen van het vastgoed. Private vastgoedfondsen kunnen vaak wel fiscaal aantrekkelijk gestructureerd worden. In de toekomst zullen er echter wel meer REITS gaan komen; volgend jaar bijvoorbeeld zullen REITS geïntroduceerd worden in het Verenigd Koninkrijk en het is de verwachting dat Duitsland snel zal volgen. Toch zal het nog even gaan duren voordat veel landen de REIT zullen gaan implementeren

- **Makkelijkere implementatie dan bij direct vastgoed**
 Beleggen in direct vastgoed is een stuk gecompliceerder dan beleggen in private vastgoedfondsen. De belangrijkste reden hiervoor is dat de belegger een grotere rol heeft in het vastgoedmanagement en daardoor een behoorlijke eigen vastgoedorganisatie moet hebben om de portefeuille in de gaten te houden. Als gevolg hiervan is de investeerder meer een vastgoedmanager dan een belegger. Dit is bijvoorbeeld de hoofdreden geweest dat het grootste pensioenfonds van Europa, Stichting Pensioenfonds ABP, in 1997 haar directe vastgoedportefeuille op afstand gezet heeft in aparte dochter ondernemingen met een eigen management organisatie

- **Rendementsverhoging**
 Veel institutionele beleggers zijn hun beleggingsstrategie aan het herzien. Hierbij is een van de grootste uitdagingen om bij de huidige historisch lage rentestand voldoende rendement te behalen voor hun cliënten. Door de lage rentestand en de tegenvallende resultaten in de aandelenmarkt, gaan beleggers

⁵ Eichholtz, P., Koedijk, K., Schweitzer, M., Testing international real estate investment strategies, LIFE working paper, 1996

⁶ Hartzell, D., Eichholtz, P., Selender, A., Economic diversification in European real estate portfolios, Journal of Property research, 1993

⁷ H. Markowitz, Portfolio Selection, 1959

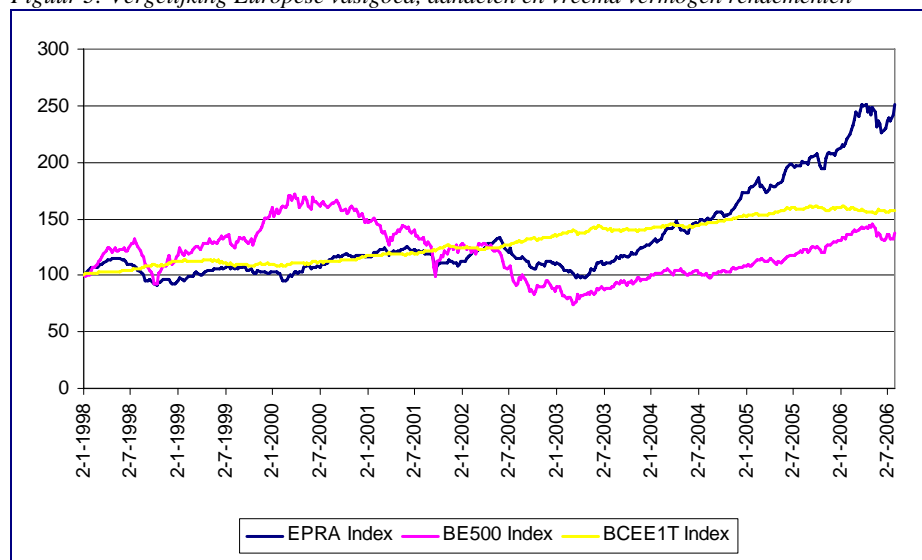
naar alternatieve beleggingscategorieën kijken, zoals vastgoed. Hier is nog een interessant rendement te behalen. Daarbij kennen private vastgoedfondsen een relatief lage volatiliteit

De redenen om in vastgoed te beleggen voor managers komen grotendeels overeen met die van de beleggers. Er zijn echter een aantal nuanceverschillen die vooral te maken hebben met de andere invalshoek van managers. Managers bijvoorbeeld hechten vooral veel waarde aan de makkelijkere implementatie dan bij direct vastgoed, en aan het expert management. Dit is wel logisch aangezien managers graag veel vrijheid krijgen en horen dat ze zelf onmisbaar zijn.

Aan het einde van deze paragraaf is het interessant om terug te komen op het aantrekkelijke rendement van vastgoed. Dit zal gebeuren door een historisch overzicht te geven van het rendement sinds 1998 van vastgoed, aandelen en vreemd vermogen in Europa. Dit zal gebeuren door te kijken naar drie indexen:

- European Public Real estate Association index (ticker: EPRA index) met daarin de prijsrendementen van de Europees genoteerde vastgoedbedrijven
- Bloomberg 500 index (ticker: BE500 index) met daarin de prijsrendementen van de 500 grootste Europese bedrijven
- Barclays Capital EU Government All Bonds index (ticker: BCEE1T Index) met daarin de prijsrendementen van Europese overheidsobligaties

Figuur 3: Vergelijking Europese vastgoed, aandelen en vreemd vermogen rendementen



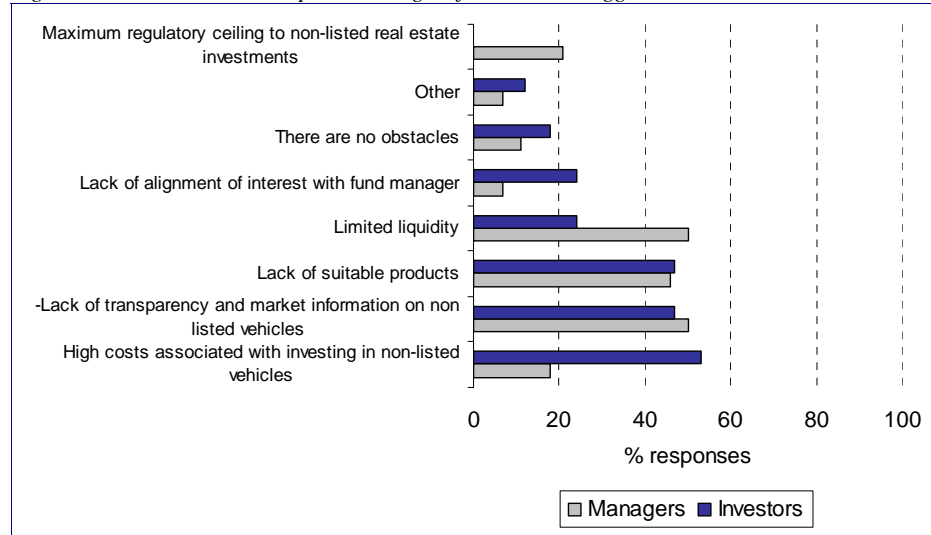
Bron: Bloomberg

Uit deze tabel komt duidelijk naar voren dat na het uiteenspatten van de 'equity bubble' in 2001 vastgoed veel beter presteert dan aandelen en obligaties. De institutionele beleggers in Europa hebben dan ook hun allocatie naar vastgoed verhoogd. De toekomst zal moeten uitwijzen of dit een verstandige keuze is geweest.

2.4 Redenen om niet in private vastgoedfondsen te beleggen

Naast de argumentatie om in een privaat vastgoedfonds te beleggen is het ook interessant om te weten waarom beleggers wellicht overwegen om niet in deze vehikels te beleggen. Het onderzoek resulteerde in de volgende punten:

Figuur 4: Redenen om niet in private vastgoedfondsen te beleggen



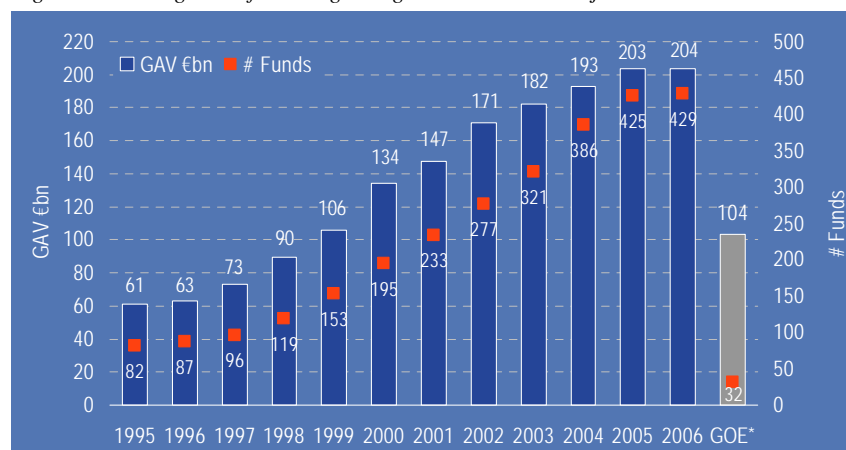
Bron: Investment Intentions Survey 2006

Wat uit de bovenstaande figuur naar voren komt is dat voor beleggers hoge kosten, transparantie en een gebrek aan geschikt product de belangrijkste redenen zijn om niet in private vastgoedfondsen te beleggen. Hier wordt in paragraaf 4.8 kort op teruggekomen.

2.5 Grootte van de vastgoedfondsenmarkt

De markt voor private vastgoedfondsen in Europa is ongeveer € 307 miljard⁸. Het totaal belegde vermogen in beursgenoteerde vastgoedfondsen is echter slechts € 94mln⁹. Hieruit blijkt dat de huidige markt voor private vastgoedfondsen veel groter is dan de markt voor beursgenoteerde vastgoedfondsen. In de onderstaande twee figuren wordt de groei sinds 1995 van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen inzichtelijk gemaakt:

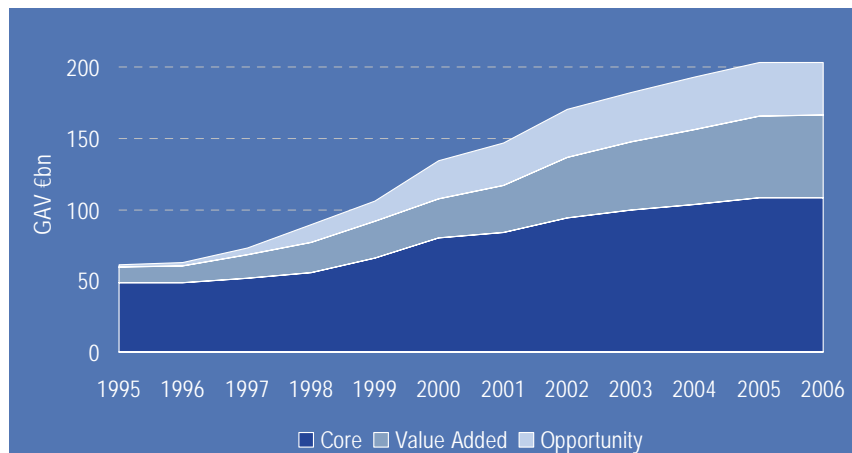
Figuur 5: Markt groei – fondsen gecategoriseerd naar start jaar



⁸ Bron INREV, IPD mei 2006

⁹ EPRA november 2005

Figuur 6: Markt groei naar fondsstijl opgesplitst (uitgezonderd German Open Ended fondsen)

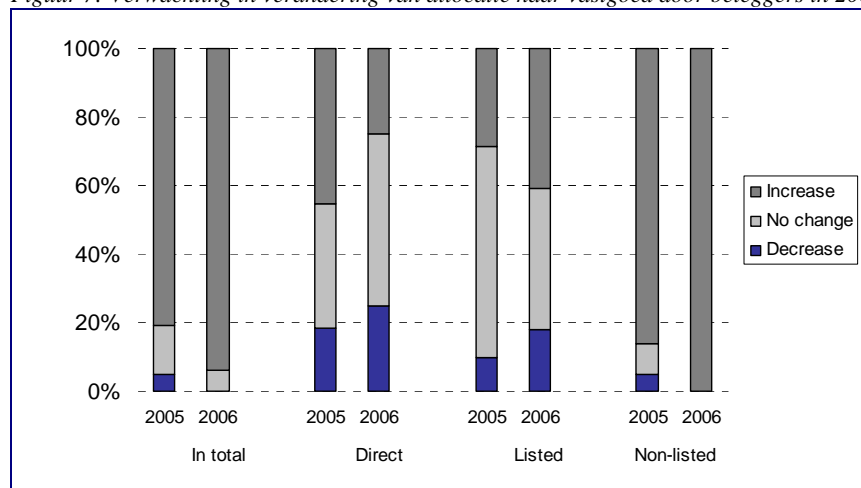


Bron: INREV, IPD 2006

Zoals uit deze twee grafieken blijkt zijn de afgelopen jaren de investeringen in de private vastgoedfondsen flink toegenomen: van €61 miljard in 1995 naar ongeveer € 204 miljard in 2006. Zo schat INREV op basis van haar onderzoek dat investeerders in 2005 tussen de €27-€52 miljard in niet beursgenoteerd vastgoed belegd hebben¹⁰.

Uit de groei en huidige grootte van de private vastgoedmarkt komt duidelijk naar voren dat er veel belangstelling is voor private vastgoedfondsen. Uit een onderzoek van INREV onder 47 institutionele beleggers over hun allocatie naar vastgoed¹¹ gaf 95% aan dat ze hun allocatie naar vastgoed gaan verhogen. Daar komt bij dat zelfs 100% het verstandig achtte om de allocatie naar niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen te verhogen. De volgende figuur geeft dit weer:

Figuur 7: Verwachting in verandering van allocatie naar vastgoed door beleggers in 2005 en 2006



Bron: INREV Investment Intentions Survey 2006

¹⁰ Zie INREV Capital Raising Survey, 2005

¹¹ INREV, Investment Intentions Survey 2006, 2006

2.6 Europese vastgoedbeleggers

Het is een interessante maar lastige exercitie om erachter te komen wie de grote institutionele beleggers zijn in de private vastgoedmarkt van in Europa. INREV probeert hiertoe een eerste aanzet te geven in haar businessplan 2005-2008. Daarin geeft zij een overzicht van de totale investeringen van pensioenfondsen en verzekeraars per land:

Tabel 1: Pensioensfondsen en levensverzekeringmaatschappijen in Europa

Land	Totale Investering (EUR x bln)	Aandeel GDP (%)	INREV members (#)
UK	1.709	128	5
Frankrijk	693	57	2
Nederland	460	129	14
Zwitserland	424	186	5
Italië	220	22	0
Denemarken	140	95	3
België	77	37	0
Noorwegen	50	31	2
Finland	28	25	5
Oostenrijk	39	23	0
Portugal	23	22	0
Polen	13	8	0
Hongarije	5	9	0
IJsland	6	89	3
Duitsland	0	0	5
Ierland	0	0	1
Zweden	0	0	2
Totaal	3.887	109	47

Bron: INREV businessplan 2005-2008, 2006

Hiernaast heeft INREV gekeken naar de vastgoedallocatie van de beleggers die lid zijn van haar organisatie:

Tabel 2: Pensioensfondsen en levensverzekeringmaatschappijen

Fonds	Land	Totale Waarde (EUR x mln)	Vastgoed (EUR x mln)	Vastgoed (% totaal)
ABP	Nederland	168.000	16.800	10%
PGGM	Nederland	60.000	6.200	10%
ATP	Denemarken	43.500	1.800	4%
Alecta	Denemarken	37.500	2.300	6%
Ilmarinen	Finland	15.300	2.100	14%
Locale overheidspensioen	Finland	13.000	1.300	10%
Nationaal Pensioen Reserve	Ierland	10.123	10	0%
Sampension	Denemarken	10.000	800	8%
Artsenpensioensfonds	Nederland	9.911	300	3%
KP	Denemarken	8.769	870	10%
Staatspensioensfonds	Finland	6.900	0	0%
TKP - TPG KPN pensioen	Nederland	6.470	680	11%
E.On Energie	Duitsland	6.200	62	1%
Tapiola	Finland	6.000	400	7%
Totaal		401.673	33.622	8%

Bron: INREV businessplan 2005-2008, 2006

Als men uitgaat van een gemiddelde allocatie van 8% en een institutionele beleggingsmarkt van bijna € 4 miljard, dan leert een snelle rekensom dat Europese institutionele partijen ongeveer € 320 miljard in vastgoed investeren. Uit deze cijfers moge duidelijk zijn dat een kleine verhoging van de allocatie naar vastgoed een behoorlijke druk op de prijzen zal geven.

2.7 Samenvatting

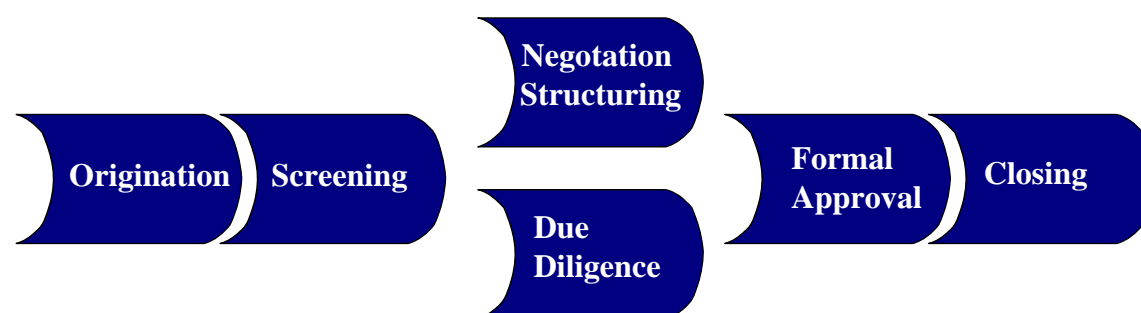
In dit hoofdstuk is getracht om een introductie te geven in de wereld van de private vastgoedfondsen. Dit is gebeurd door in eerste instantie de grondbeginselen van een vastgoedfonds te behandelen. Vervolgens is gekeken naar de redenen van beleggers om wel of niet in private vastgoedfondsen te beleggen. Tenslotte zijn zowel de grootte van de Europese private vastgoedfondsenmarkt als de grootte van de institutionele vastgoedbeleggingsmarkt beschreven.

Hoofdstuk 3: beleggingsproces vastgoedfondsen

3.1 Inleiding

De basis voor een betrouwbare selectie van private vastgoedbeleggingen is een gedegen beleggingsproces. Naast een gedegen beleggingsproces is het ook belangrijk om de beleggingen nauwkeurig te monitoren nadat de investering in het betreffende fonds gedaan is. Dit noemt men wel het portfolio management proces. Aangezien de selectie van private vastgoedfondsen centraal staat, zal in dit hoofdstuk alleen gefocust worden op het beleggingsproces zelf. Uitgangspunt hierbij is dat beleggende instantie voldoende gekwalificeerd personeel heeft om de fondsen te selecteren. Zoals al eerder gezegd is dit essentieel aangezien het beleggingsproces bij private vastgoedfondsen veel tijd en daardoor mankracht kost. Het beleggingsproces zal aan de hand van stappen uitgelegd worden¹²:

Figuur 8: Beleggingsproces private vastgoedfondsen



Bron: ABP Vermogensbeheer

Deze fasen zullen hieronder aan de orde komen. Het hoofdstuk zal afgesloten worden door middel van een samenvatting.

3.2 Origination

De eerste stap op weg naar een vastgoedbelegging is het identificeren van potentiële beleggingen. Dit noemt men in het Angelsaksische taalgebruik origination, dit betekent oorsprong, ontstaan, ofwel in deze context het vinden van een mogelijke belegging. Hierbij is het essentieel dat een belegger een duidelijk overzicht heeft van zijn huidige en beoogde portefeuille om zo actief op zoek te gaan naar de benodigde aanvullingen. Dit vergemakkelijkt de beleggingsbeslissing. Daar komt bij dat de belegger gericht fondsmanagers kan benaderen en afwijzen. Dit zorgt voor een efficiënter zoekproces voor de belegger. In de origination fase is het van belang dat de portfoliomanager zijn ideeën bespreekt met de rest van zijn team en het op de hoogte houdt. Als de portfoliomanager van mening is dat een investering in een bepaald fonds aantrekkelijk kan zijn, gaat de volgende fase in: de screening.

¹² Dit stappenproces is gebaseerd op het wereldwijde interne beleggingsproces voor onroerend goed beleggingen bij Stichting Pensioensfonds ABP

3.3 Screening

In deze fase maakt de portfoliomanager een korte samenvatting van de investeringsmogelijkheid met daarin de hoofdlijnen van de belegging. De focus ligt hierbij vooral op de mogelijke valkuilen die er zouden kunnen zijn en of die vermeden zouden kunnen worden. Dit is namelijk het doel van het screenen: kijken of het een serieuze beleggingsmogelijkheid is voor de belegger, om hierna een volledig, diepgaand onderzoek te doen en tegelijkertijd de onderhandelingen in te gaan. Het is dus een soort proefonderzoek alvorens echte kosten te gaan maken. De portfoliomanager stuurt het screening memo naar zijn team en bediscussieert dit in een speciaal daarvoor georganiseerde meeting. Hierna neemt het team een beslissing of er met de investeringsmogelijkheid doorgedaan zal worden of niet.

3.4 Negotiation & structuring

Na het succesvolle afsluiten van het screenen van een investeringsmogelijkheid gaat de portfolio manager verder met twee hoofdactiviteiten: onderhandelen & structureren (“negotiation & structuring”) en due diligence (onderzoek). Hoewel deze twee hoofdactiviteiten parallel plaatsvinden, zullen ze hier sequentieel besproken worden. Aan de hand van het screening memo heeft de manager een aantal onderhandelingspunten geïdentificeerd die met de manager besproken moeten worden. Dit kan leiden tot aanpassingen in de structuur en voorwaarden van een fonds. In deze fase is het van belang om een overzicht bij te houden met daarin een samenvatting van alle belangrijke uitstaande punten en de huidige positie van beide partijen (belegger en manager) ten opzichte van die punten. Dit vormt de basis voor efficiënt onderhandelingsproces. Daarnaast zal dit proces gevoed worden door de uitkomsten van het due diligence proces. Dit proces zal nu aan de orde komen.

3.5 Due diligence

Bij een due diligence onderzoek moet de portfoliomanager vooral drie hoofdzaken onderzoeken: (1) structuur, (2) vastgoed en (3) manager. Dit dient de portfoliomanager te onderzoeken vanuit een viertal invalshoeken:

	Structuur	Vastgoed	Manager
Commercieel	<ul style="list-style-type: none">▪ Nvt	<ul style="list-style-type: none">▪ Locatie▪ Rendement / risico perspectief	<ul style="list-style-type: none">▪ track record▪ Alignment▪ Dedication
Juridisch	<ul style="list-style-type: none">▪ Corporate governance▪ Documentatie	<ul style="list-style-type: none">▪ Verontreiniging▪ Aansprakelijkheden	<ul style="list-style-type: none">▪ Strafrechtelijk verleden
Fiscaal	<ul style="list-style-type: none">▪ Belasting consequenties	<ul style="list-style-type: none">▪ Belasting schulden / fiscale claims	<ul style="list-style-type: none">▪ Persoonlijke schulden
Technisch	<ul style="list-style-type: none">▪ Nvt	<ul style="list-style-type: none">▪ Constructie vastgoed▪ Onderhoud vastgoed	<ul style="list-style-type: none">▪ Nvt

De bovenstaande lijst geeft een indicatie van de hoofdlijnen van een due diligence onderzoek en dient zeker niet gezien te worden als een limitatieve lijst. In Bijlage I is een voorbeeld opgenomen van een due diligence checklijst. Zoals eerder gezegd, dienen de uitkomsten van een due diligence onderzoek als basis voor de

onderhandelings- en structureringsfase. Het advies is dan ook om dit proces niet te lichtzinnig op te vatten en het verdient aanbeveling om bij dit proces professionele externe adviseurs zoals advocaten, taxateurs, fiscalisten, technische experts etc. in te schakelen.

3.6 Formal approval

Als de onderhandelingen, structurering en het due diligence onderzoek afgelopen zijn, moet er meestal binnen de organisatie een formele goedkeuring gegeven worden door bijvoorbeeld een beleggingscommissie. Hiertoe schrijft de portfoliomanager een beleggingsvoorstel waarin alle belangrijke elementen van de investering aan de orde komen. De portfoliomanager zal dan meestal het investeringsvoorstel aan een beleggingscommissie presenteren en deze fase zal eindigen met een goedkeuring dan wel afkeuring van deze commissie. Bij een afkeuring is er soms een mogelijkheid om terug te komen naar de commissie indien een aantal condities aangepast kunnen worden. De portfoliomanager moet dan terug naar de tekentafel.

3.7 Closing

Na een goedkeuring door de beleggingscommissie moeten alle formaliteiten worden afgehandeld: juridische documentatie opgesteld en ondertekend worden en tevens moeten de interne administratieprocessen ingericht worden zodat de nieuwe belegging hierin verwerkt kan worden.

Na het sluiten van de transactie moet de portfoliomanager de belegging blijven volgen. Dit noemt men wel het portfolio management proces.

3.8 Samenvatting

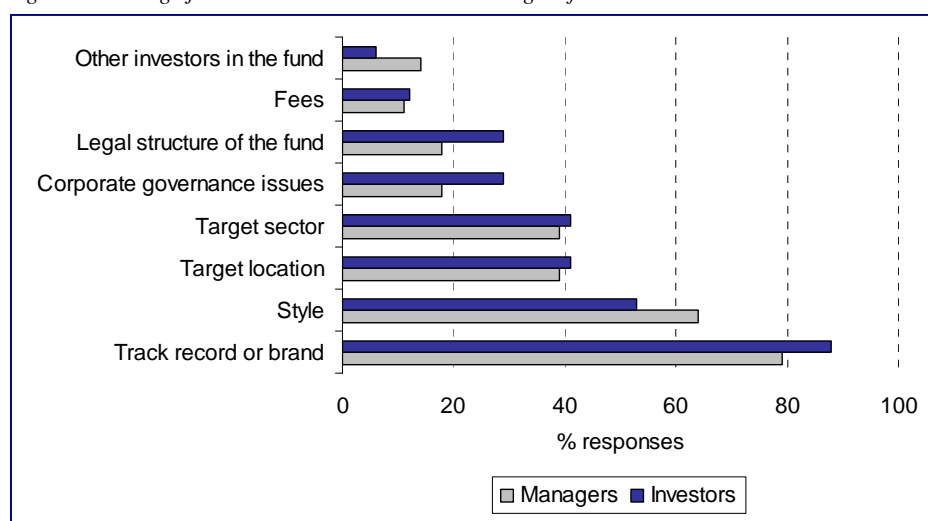
In dit hoofdstuk is er een beschrijving gegeven van fasen van het beleggingsproces voor niet beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hierbij zijn de zes verschillende fasen aan de orde gekomen: (1) origination, (2) screening, (3) negotiation & structuring, (4) due diligence (5) formal approval and (6) closing.

Hoofdstuk 4: Selectie private fondsen

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen de kritische factoren beschreven worden die beleggers/investeerders hanteren om vastgoedfondsen te selecteren. Deze factoren zijn onder te brengen in kwalitatieve en kwantitatieve criteria. INREV (European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles) heeft recentelijk hiernaar een onderzoek¹³ uitgevoerd onder 47 beleggers en 92 vastgoedmanagers. In dit onderzoek is gevraagd welke factoren beleggers en managers belangrijk vinden bij de selectie van een vastgoedfonds. De uitkomst hiervan kan door de volgende grafiek gevisualiseerd worden:

Figuur 9: Belangrijkste criteria voor selectie van vastgoedfondsen



Bron: INREV Investment Intentions Survey 2006

De uitkomst voor beleggers is zeer overtuigend: het track record of brand van de manager is het allerbelangrijkste criterium met een score van meer dan 80%. Deze wordt gevolgd door de (beleggings)stijl van het fonds met een score van meer dan 50%. Daarna komen de sector en locatie van het vastgoed van het fonds met een score rond de 40%. Verder scoren de juridische structuur en corporate governance rond de 30%. Tenslotte wordt de lijst met belangrijkste selectiecriteria afgesloten met fees en met het gegeven welke andere beleggers er nog meer in het fonds zitten.

De score voor de managers ligt grotendeels in lijn met die van de beleggers. Een belangrijk verschil echter is dat de managers corporate governance, juridische structuur en het gegeven dat andere beleggers in het fonds zitten, een stuk minder belangrijk vinden. Dit is natuurlijk vrij logisch te verklaren omdat deze factoren voor een manager minder belangrijk zijn en hem alleen maar kunnen hinderen in zijn werk. In dit hoofdstuk zullen de bovengenoemde criteria stapsgewijs door de auteur worden geïnterpreteerd.

¹³ INREV Investment Intentions Survey 2006

4.2 Track record manager

Zoals gezegd is een van de belangrijkste criteria om een vastgoedfonds te selecteren het track record van het management van het fonds. De volgende punten zijn van belang om de kwaliteit van de manager te beoordelen:

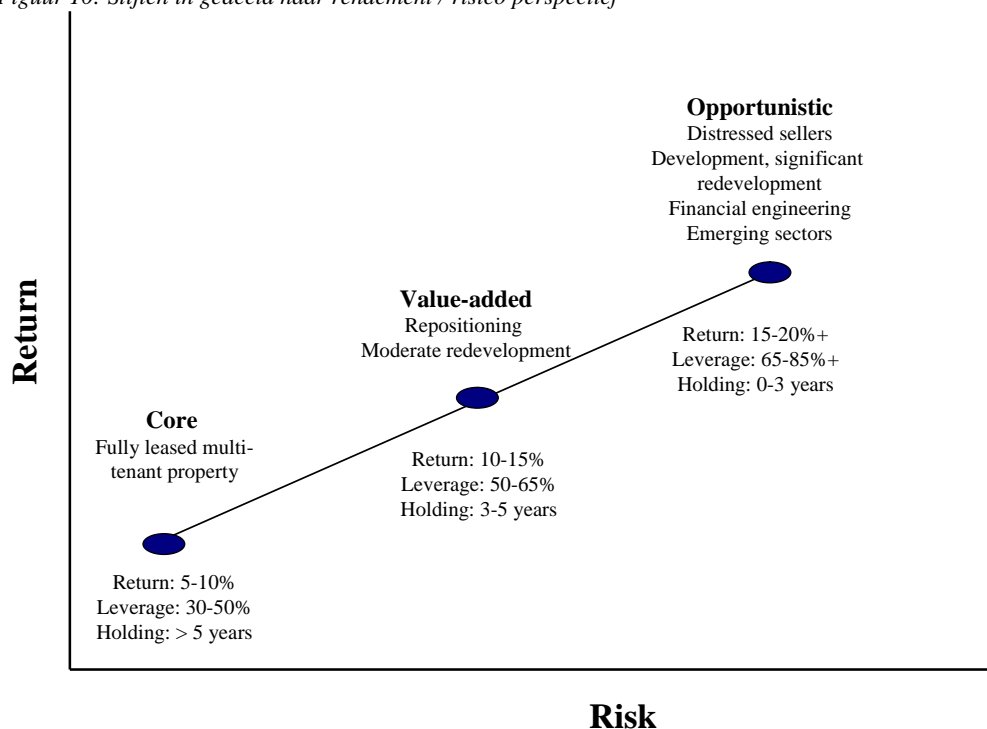
- **Financiële prestaties**
Een van de belangrijkste dingen om te weten is hoe de manager in het verleden gepresteerd heeft. Dit kan nagegaan worden door bijvoorbeeld te kijken naar de financiële prestaties van eerdere fondsen en vastgoedtransacties en of die voldaan hebben aan het beloofde rendement
- **Werkgebied**
Naast de financiële prestaties binnen het vastgoed, is het ook belangrijk om te weten in welke vastgoedgebieden de manager actief is. Is de manager alleen maar actief geweest bij het managen van vastgoedfondsen of is er ook andere ervaring, bijvoorbeeld in het ontwikkelen van vastgoed, of in verhuur en technisch onderhoud van vastgoed (het zogenaamde property management), et cetera
- **Breedte van de organisatie**
Met deze uitbreiding wordt gekeken naar de grootte van de organisatie: is het een klein team of zijn er veel medewerkers beschikbaar die kunnen inspringen. Dit heeft invloed op het risico voor de manager in het geval dat iemand uit de organisatie wegvalt
- **Toewijding team**
Het team van de manager kan zich 100% bezighouden met dit fonds of het team kan zich ook gedeeltelijk bezighouden met andere activiteiten binnen de organisatie. Een grote vastgoedorganisatie zoals ING bijvoorbeeld heeft meerdere fondsen die gebruik maken van hetzelfde acquisitieteam. Dit is natuurlijk voor de fondsmanager erg efficiënt, maar heeft minder toewijding van het team aan elk specifiek fonds tot gevolg. Voor de belegger heeft dan ook volledige toewijding de voorkeur
- **Ervaring met fondsstijl**
Een andere belangrijk punt is of deze manager al ervaring heeft met de specifieke fondsstijl. Hier wordt later in paragraaf 4.3 bij de behandeling van de stijl van fondsen op teruggekomen
- **Ervaring met beleggers**
Beleggers stellen veel eisen, bijvoorbeeld aan de administratieve processen, rapportering etc. Als de manager bijvoorbeeld veel ervaring met (institutionele) beleggers heeft zijn deze processen vaak op orde
- **Aanwezigheid vastgoed bij de start van een fonds**
Zoals in de inleiding al gesteld is het aan te bevelen als de manager een vastgoedfonds start waarin al op dag één vastgoed aanwezig is. Hierdoor kan er al een goed beeld gevormd worden wat voor product in het fonds gaat komen; het is eigenlijk het visitekaartje van de manager. De kracht van het hebben van initieel vastgoed in het fonds wordt versterkt door het feit dat het

momenteel vanwege schaarste op de markt erg moeilijk is om kwalitatief goed vastgoed te kopen.

4.3 Stijl

Elk vastgoedfonds kan ingedeeld worden naar stijl. De stijl zegt iets over het bewust gezochte rendement / risico profiel van het vastgoedfonds. Op basis van gegevens uit een INREV onderzoek¹⁴ kan de volgende categorisering van investeringsstijlen gevisualiseerd worden:

Figuur 10: Stijlen in gedeeld naar rendement / risico perspectief



Bron: Baum & INREV

Deze figuur geeft een indeling weer van drie verschillende investeringsstijlen van vastgoedfondsen. Elke stijl kent een verschillende risico / rendement verhouding met daarbij een korte omschrijving en een range voor rendement en vreemd vermogen financiering (“leverage”). Alvorens dieper in te gaan op deze drie stijlen is het nuttig om eerst stil te staan bij een stukje theorie, en wel business en financieel risico:

- **Business risico**
Investopedia¹⁵ geeft hieraan de volgende definitie: *het risico dat een bedrijf niet voldoende liquide middelen heeft om aan haar operationele uitgaven te voldoen*. Het is eigenlijk de stabiliteit van de operationele kasstromen. Hierbij is de stabiliteit van de omzet van belang en de verhouding vaste en variabele kosten (een hoge hoeveelheid vaste kosten zorgt voor een minder veerkrachtige organisatie). In het algemeen kent vastgoed een behoorlijk hoge component aan vaste kosten aangezien het kapitaalsbeslag fors is (vergelijkbaar met een onderneming met dure machines). Afhankelijk van

¹⁴ INREV Investment Intentions Survey 2006

¹⁵ Investopedia.com is een website met informatie over business finance

looptijden van de huurcontracten en de kwaliteit van de huurder kan een inschatting gemaakt worden van het business risico

- Financieel risico

Dit is het risico dat een onderneming heeft om niet aan haar financiële verplichtingen te voldoen. Het is het extra risico dat een onderneming loopt als een onderneming gebruik maakt van vreemd vermogen financiering naast het eigen vermogen. Dit risico neemt toe bij het gebruik van meer vreemd vermogen financiering in verhouding tot eigen vermogen

Deze twee risicofactoren zijn van invloed op de indeling van het vastgoed binnen de verschillende stijlen. Nu zal elke stijl beknopt aan de orde komen:

1. Core

De core stijl gaat uit van volledig verhuurd onroerend goed met meestal meerdere huurders en lange huurcontracten die het liefst minimaal met de jaarlijkse inflatie omhoog gaan. Hierdoor is de eigenaar van het vastgoed verzekerd van een stabiel inkomen. Dit zorgt voor een relatief laag operationeel risico. Het stabiele huurinkomen (directe rendement) domineert dan ook het totale rendement en de waardestijging van het vastgoed is daarom minder belangrijk. De looptijd om dit vastgoed in de beleggingsportefeuille te houden is ook lang om zo te profiteren van de stabiele directe cashflow. Naast een laag operationeel risico is het financiële risico van de core stijl ook laag door het gebruik van relatief weinig vreemd vermogen (30%-50% van de waarde van het vastgoed). Hierbij probeert de manager vaak het renterisico af te dekken door de hoogte van de rente voor een lange termijn te fixeren

2. Value-add

De “toegevoegde waarde” stijl gaat veel meer uit van het creëren van meerwaarde aan bestaand vastgoed door herpositionering hiervan. Te denken valt bijvoorbeeld aan een acquisitie van vastgoed met huurcontracten die onder marktniveau liggen en waarbij de termijn van de contracten bijna afgelopen is. Een ander voorbeeld is de herontwikkeling van bestaand vastgoed. Meestal kan het vastgoed tegen een aantrekkelijke prijs gekocht worden en na de opknopbeurt weer verkocht worden tegen een hogere prijs. Het doel is dan ook om na de generatie van de toegevoegde waarde het vastgoed weer te verkopen. De holding periode is vandaar kort en ligt vaak tussen de drie tot vijf jaar. Het operationele risico is dus bij deze stijl beduidend hoger dan de core strategie aangezien de opbrengsten onzekerder zijn. Het operationele rendement is daardoor veel meer afhankelijk van de (her)waardering dan van de directe huur inkomsten. Naast het hogere operationele risico, kent deze stijl ook een hoger financieel risico als gevolg van het gebruik van meer vreemd vermogen (tussen 50-65%)

3. Opportunistic

De Opportunistic stijl haalt het rendement voornamelijk uit de waardestijging van het vastgoed door gebruik te maken van inefficiënties in de (financiële) markten. Hierbij valt te denken aan het van de beurs halen van een

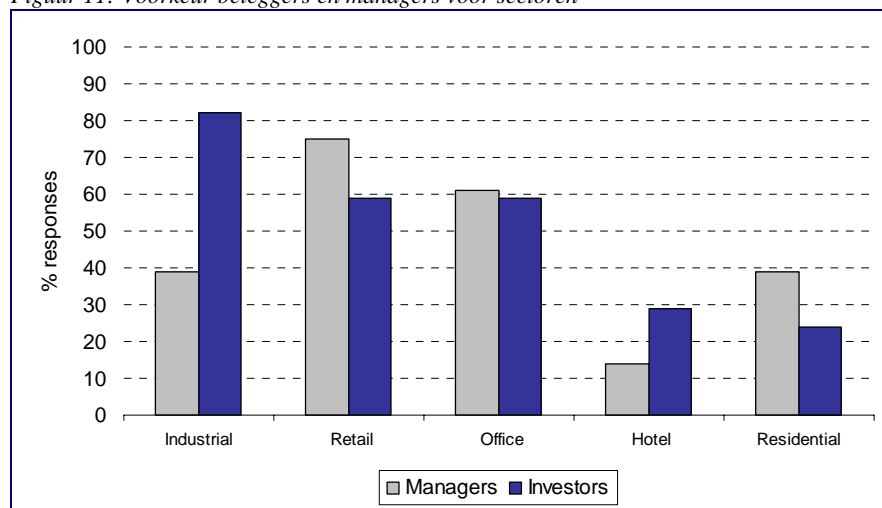
vastgoedfonds als de beurskoers onder de NAV¹⁶ van het vastgoed ligt. Andersom is ook mogelijk als juist de beurskoers boven de NAV ligt. Een andere manier om van inefficiënties in de markt gebruik te maken is het doen van zogenaamde “wholesale to retail” transacties. Dit is het geval als een investeerder een grote portefeuille koopt en vervolgens in kleine stukken weer verkoopt waarbij de individuele delen meer waard zijn dan de som. Andere elementen van de Opportunistic stijl zijn bijvoorbeeld de “Greenfield” ontwikkeling van vastgoed. Hiermee wordt het pure ontwikkelingsrisico bedoeld: er is nog geen vastgoed aanwezig, er moet grond en bouwbestemming geregeld worden, gebouwd worden en een huurder en koper van het vastgoed gevonden worden. Een andere vorm van een opportunistische transactie is de koop van vastgoed van een partij die in financiële moeilijkheden zit. Hierbij kan de investeerder tegen discounts in de markt kopen. Naast het operationele risico is ook het financiële risico groot, meestal wordt er met zeer veel vreemd vermogen gekocht (tussen de 65-85% of zelfs meer)

Uit het al eerder genoemde onderzoek¹⁷ van INREV komt naar voren dat momenteel 60% van de Europese beleggers duidelijk een voorkeur hebben voor Value-add fondsen ten opzicht van Core (20%) en Opportunistic fondsen (20%). De vermoedelijke reden hiervoor kan zijn dat beleggers weliswaar risico mijndend zijn, maar dat momenteel Core fondsen toch te weinig rendement geven. Het lijkt erop dat beleggers voor de gulden middenweg kiezen. Nader onderzoek moet uitwijzen of dit zo is.

4.4 Sector

De volgende figuur uit het onderzoek van INREV geeft de belangrijkste vastgoed sectoren goed weer met daarbij de voorkeur van de beleggers en vastgoedmanagers; deze zullen nu de revue passeren naar belangrijkheid voor de beleggers:

Figuur 11: Voorkeur beleggers en managers voor sectoren



Bron: INREV Investment Intentions Survey 2005

¹⁶ Dit is de Net Asset Value, de netto waarde van het vastgoed na aftrek van vreemd vermogen financiering en werkkapitaal

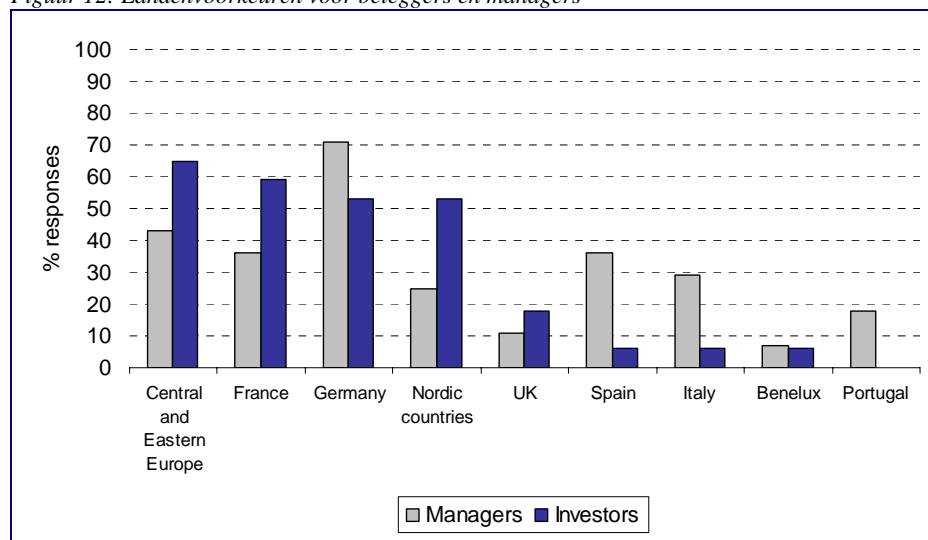
¹⁷ INREV Capital Raising Survey 2005

Uit deze grafiek komt duidelijk naar voren dat beleggers een voorkeur hebben voor industrieel vastgoed, daarna volgen winkels en kantoren. Het is echter moeilijk om hier bepaalde conclusies aan te verbinden, aangezien elke belegger kijkt naar haar specifieke portefeuillecompositie en zoekt naar het ontbrekende. Hierbij is meestal industrieel vastgoed de grote afwezige. Dit komt doordat industrieel vastgoed moeilijk te verkrijgen is zowel in de private markt als in de beursgenoteerde markt¹⁸. Dit is een stuk makkelijker met kantoren en winkels. Het zal in ieder geval lastig worden om de sector als selectie criterium te gebruiken omdat dit zoals gezegd specifiek is voor de huidige portefeuille van een belegger.

4.5 Locatie

Op de vraag aan een makelaar welke drie factoren het meest belangrijk zijn bij het kiezen van vastgoed komt bijna altijd het antwoord: locatie, locatie en nog eens locatie. Hierbij gaat hij echter uit van een micro benadering: daarbij is de factor locatie het allerbelangrijkste op wijk, stad of zelfs regio niveau. Men zou ook de locatievraag op macro niveau kunnen stellen. Hierbij gaat het dan veel meer op landenniveau, waarbij beleggers rekening houden met de reeds bestaande beleggingen, de huidige groei- en rendementsverwachtingen, de grootte van de vastgoedmarkt, de moeilijkheid om bouwvergunningen te verkrijgen in een bepaald land, etc. De volgende figuur komt ook uit het onderzoek van INREV en geeft de landenvoorkeuren van beleggers en managers in 2005 en 2006:

Figuur 12: Landenvoorkeuren voor beleggers en managers



Bron: INREV Investment Intentions Survey 2005

Uit deze figuur komt naar voren dat Duitsland, de Scandinavische landen en Portugal vooral aan populariteit hebben gewonnen. Daarentegen is de afname van Frankrijk, Spanje en vooral de afname van het Verenigd Koninkrijk opvallend te noemen. De belangrijkste verklaringen hiervoor zijn de veranderingen in transparantie en daarmee mogelijkheden om in vastgoed te beleggen en de huidige stand van de economie in een bepaald land. Duitsland bijvoorbeeld is van oudsher een zeer gesloten vastgoedmarkt geweest. Door het aantrekken van de economie zijn veel partijen op

¹⁸ Uitzondering zijn de diverse beursgenoteerde industriële fondsen in het verenigd koninkrijk, zoals Slough, Brixton en Ashtenne

het moment geïnteresseerd in dit land en als gevolg hiervan worden hier meer beleggingsproducten aangeboden. Het Verenigd Koninkrijk daarentegen is een zeer transparante markt die toegankelijk is voor buitenlandse partijen (veel vastgoedbedrijven zijn beursgenoteerd) en op dit moment is de toekomst van de economie twijfelachtig en lijken de vastgoedprijzen op hun hoogtepunt te liggen. Hierdoor is de belangstelling voor deze markt afgenomen.

4.6 Corporate governance

Na een aantal boekhoudschandalen bij onder andere Enron, Worldcom, Ahold en Parmalat is corporate governance in het middelpunt van belangstelling komen te staan, zeker ook bij private vastgoedfondsen. Wat is nu eigenlijk precies corporate governance? Er zijn vele definities voorhanden van dit fenomeen:

"Corporate governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate managers will deliver a competitive rate of return", www.encycogov.com, Mathiesen [2002].

"Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment", The Journal of Finance, Shleifer and Vishny [1997, page 737].

"Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as, the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance", OECD April 1999. OECD's definition is consistent with the one presented by Cadbury [1992, page 15].

Uit deze definities komt een bekend verschijnsel naar voren: er bestaat een spanningsveld tussen management en aandeelhouder doordat ze beide een verschillend belang hebben. Dit staat wel bekend als het agency probleem¹⁹. De agency theorie beargumenteert dat door de scheiding van leiding en eigendom binnen een onderneming, de handelingen van het management afwijken van wat zou moeten gebeuren om maximale aandeelhouderswaarde te creëren²⁰. Het management bijvoorbeeld kan bewust veel risico nemen om betere resultaten te laten zien en een grote bonus te krijgen, terwijl de aandeelhouders dit hogere risico liever niet willen lopen. Om dit conflict te beperken moeten er kosten gemaakt worden, bijvoorbeeld de kosten van corporate governance om te zorgen dat het management handelt in overeenstemming met de belangen van de aandeelhouders²¹. Wel moet er sprake zijn van informatie asymmetrie tussen aandeelhouders en management om van een agency conflict te kunnen spreken²². Zonder informatie asymmetrie immers kunnen aandeelhouders volledig vertrouwen op het management om investeringsbeslissingen te maken.

¹⁹ Zie bijvoorbeeld www.investopedia.com voor definities en nadere uitleg van dit probleem

²⁰ Berle en Gardner, The Modern Corporation and private property, Macmillan, New York, 1932

²¹ Jensen en Meckling, Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, 1976

²² Myers en Mailuf, Corporate Financing and Investment Decisions; when Firms have Information that others do not have, Journal of Financial Economics 13, 187-221, 1984

Corporate governance is nu een middel om de agency kosten te verminderen door de organisatie in te richten met systemen die zorgen voor een verantwoord ondernemingsproces, dat resulteert in optimaal resultaat voor de aandeelhouders. INREV²³ heeft zich nu ten doel gesteld om voor private vastgoedfondsen corporate governance standaarden te creëren om het vertrouwen van onder andere beleggers in de sector te vergroten. De private onroerend goed sector heeft namelijk nog geen algemeen geaccepteerde uniforme regels en standaarden. Deze standaarden moeten voornamelijk het belang van beleggers en het fonds dienen. Hierbij zijn onder andere de volgende zaken belangrijk die in de onderstaande tabel behandeld worden:

Aandachtspunt	Uitleg
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rechten investeerders 	Investeerders moeten minimaal de volgende zaken kunnen goedkeuren: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Veranderingen in strategie van het fonds ▪ Beleggingen buiten investeringscriteria (dit kan ook door een onafhankelijk orgaan gebeuren) ▪ Veranderingen in fee structuur ▪ Veranderingen in liquiditeit mechanisme en tijdsperiode van het fonds ▪ Ontslaan van manager bij slechte performance of zelfs fraude ▪ Voorkeursrechten bij verkoop aandelen andere aandeelhouders en nieuwe emissie
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Advies Commissie²⁴ 	Orgaan met onafhankelijke personen met ervaring in de business om de fondszaken juist te kunnen beoordelen <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bij conflictsituaties²⁵ een beslissing laten nemen door adviescommissie zonder stemrecht voor de manager ▪ Consulteren van beleggers in geval van conflictsituaties, verandering van taxateur, accountant, vervanging en ontslaan van de manager en aanstelling van adviseurs voor het fonds voor specifieke zaken ▪ Idealiter zou het onafhankelijke orgaan een soort tussenpersoon moeten zijn tussen manager en belegger
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Op een lijn brengen belangen 	Manager belonen afhankelijk van de prestaties van het fonds door: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investering manager in het fonds ▪ Management fee afhankelijk te maken van fondsprestaties en onafhankelijkheid van de taxatierapporten te waarborgen ▪ Exclusiviteit fonds, geen concurrerende investeringsvehikels ▪ Externe taxatierapporten van het vastgoed
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparantie informatie 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ De manager moet tijdig alle investeerders en onafhankelijke organen rapporteren op periodieke basis ▪ Investeringscriteria moeten volledig en strikt zijn

De bovenstaande zaken zijn slechts richtlijnen en dienen in overleg met belegger en manager besproken te worden alvorens de fondstructuur volledig ingericht wordt. Het benoemen en ontslaan van managers bijvoorbeeld kan door de beleggers maar ook door de Advies Commissie (“AC”) gedaan worden. Het moge duidelijk zijn dat de onafhankelijkheid en deskundigheid (onder andere van de vastgoedmarkt) van de AC belangrijk zijn om alle belanghebbenden van een fonds op een eerlijke wijze te vertegenwoordigen. De praktijk lijkt erop te wijzen dat dit meestal niet het geval is.

²³ INREV – Corporate Governance Principles and Guidelines, 2006, Rome

²⁴ De adviescommissie, het onafhankelijke orgaan kan in Nederland min of meer vergeleken worden met de Raad van Commissarissen binnen ondernemingen

²⁵ Voorbeelden hiervan zijn als de manager vastgoed van zichzelf van/(aan) het fonds wil (ver)kopen, of als de manager met een ander fonds concurreert in transacties of andere services aan het fonds levert, etc. Hierbij dient de manager geen inspraak te hebben in besluitvorming over deze acties

Als gevolg hiervan zijn er veel vastgoedfondsen waarbij beleggers in de AC plaatsnemen. Dit zal in het eigen onderzoek nader bekeken worden.

4.7 Structuur

Er zijn diverse juridische structuren mogelijk om een vastgoedfonds op te zetten, voorbeelden hiervan zijn de zogenaamde UK Limited Partnership (“LP”), de Nederlandse Commanditaire Venootschap (“CV”), Property Unit Trust (“PUT”) en de Luxemburgse Fonds Commun Placement (“FCP”). Voor de keuze van een specifieke structuur is vooral de fiscaliteit een belangrijke criterium. Beleggers vinden het immers zeer belangrijk om dividenden en kapitaalswinsten zoveel mogelijk onbelast naar het eigen land te laten terugkeren. De daadwerkelijke keuze voor een bepaalde structuur hangt af van de strategie / stijl van het fonds, de landen waarin door het fonds belegd wordt en het type belegger dat in het fonds belegt. Voor deze scriptie zou het te ver voeren om hier dieper op in te gaan. In het algemeen kan gezegd worden dat het belangrijk is om altijd goed juridisch en vooral fiscaal advies te vragen voordat in een bepaald fonds belegd wordt, aangezien de situatie voor elke belegger weer anders kan zijn. Naast de algemene juridische & fiscale structuur zijn er nog andere elementen waaraan bij een private vastgoedfonds gedacht kan worden. Deze zijn hieronder toegelicht:

Element	Uitleg
▪ Singly country vs multi country	Hierbij gaat het erom of het fonds in een land of meerdere landen belegt. Zoals boven gezegd moet hierbij op de fiscale implicaties gelet worden
▪ Specialist vs diversified	Een fonds kan slechts op een sector gericht zijn of op meerdere sectoren. Bijvoorbeeld een fonds dat alleen in kantoren kan beleggen ten opzichte van een fonds dat in elke sector kan beleggen. Meestal kan dit ook gekoppeld worden aan de stijl van een fonds: bijvoorbeeld een Core fonds kent vaak een focus op één sector, bij een Value-added fonds en zeker bij een Opportunistic fonds is dit meestal gediversifieerd. Dit is ook logisch aangezien deze stijlen steeds meer opportunistisch willen handelen
▪ Closed vs. open ended	Een gesloten fonds kent een vaste, eindige levensduur. Na het opzetten van het fonds, kan er in principe geen nieuw geld meer opgehaald worden en is het lastig voor aandeelhouders om hun aandelen te verkopen voor het einde van de looptijd van het fonds. Een fonds met een open einde heeft daarentegen geen eindige levensduur en kan vrij eenvoudig aandelen uitgeven en verkopen. In het verleden waren er vooral gesloten fondsen terwijl tegenwoordig voornamelijk Core fondsen met een open einde opgericht worden. Dit is ook wel logisch aangezien Core fondsen een langere termijn focus hebben in vergelijking tot de andere stijlen
▪ Blind pool vs seeded	Zoals al eerder beschreven in deze scriptie is een ‘blind pool’ fonds een fonds waarin nog geen vastgoed bij de aanvang van het fonds aanwezig is. Een ‘seeded’ fonds heeft daarentegen van het begin al vastgoed in het fonds. Het voordeel hiervan is dat er al bewijs is dat de manager in staat is om kwalitatief hoogstaand vastgoed kan kopen
▪ High versus low level of investor involvement	Het aantal en de grootte, en de expertise van de beleggers en de stijl van het fonds bepalen voornamelijk de mate van betrokkenheid. Als er bijvoorbeeld slechts een paar beleggers zijn die veel geld investeren in een Core fonds dan is de kans groot dat deze beleggers nauw betrokken willen zijn bij het fonds. Maar als er veel beleggers met kleine investeringen in een groot Opportunistic fonds zijn, dan is de mate van betrokkenheid meestal laag.
▪ Individual fund vs funds to funds	Bij een ‘funds to funds’ investeert een belegger in een fonds dat vervolgens zelf weer fondsen selecteert die in vastgoed beleggen. Dit kan interessant zijn voor beleggers met weinig expertise in selectie van vastgoedfondsen en die in een korte tijdsperiode een gespreide portefeuille willen verkrijgen

4.8 Fees

Voor het opzetten en managen van een vastgoedfonds moeten veel kosten worden gemaakt. De belangrijkste kosten van een vastgoedfonds zijn in de onderstaande tabel op een rijtje gezet om een goed overzicht te krijgen:

Kostenpost	Omschrijving
1. Set-up fee	<ul style="list-style-type: none">Dit zijn de kosten om een fonds op te zetten. Hierbij moet voornamelijk gedacht worden aan juridische en fiscale kosten. Deze fee wordt vaak uitgedrukt als een percentage van het gecommitteerde eigen vermogen door de beleggers
2. Placement fee	<ul style="list-style-type: none">Ook kan het zijn dat er soms een placement fee betaald moet worden aan bijvoorbeeld een bank voor binnenhalen van eigen vermogen van beleggers, voor het schrijven van een informatiememorandum, het coördineren van het offer proces en soms ook voor het begeleiden van het aantrekken van vreemd vermogen. Ook deze fee wordt vaak uitgedrukt als een percentage van het gecommitteerde eigen vermogen
3. Acquisitie fee	<ul style="list-style-type: none">Dit is meestal een percentage van aankoopprijs (voor transactiekosten) van het vastgoed die de manager ontvangt bij aankoop van het vastgoed. Deze fee motiveert de manager om vastgoed te kopen
4. Base management fee	<ul style="list-style-type: none">De base management fee, ook wel fondsmanagement fee genoemd, is bedoeld om de manager te compenseren voor het managen van het fonds: de salariskosten van het management team en de kosten van het huisvesten van dit team. Deze fee is vaak een percentage van het gecommitteerde en geïnvesteerde eigen vermogen (boek- of marktwaarde) dan wel een percentage van de bruto waarde van het vastgoed.
5. Performance fee	<ul style="list-style-type: none">Deze fee is bedoeld om de manager te belonen voor het behalen van goede prestaties. Het systeem werkt meestal met een minimale rendementsdoelstelling. Als het fonds nu een hoger rendement haalt dan de doelstelling (“hurdle rate”) dan verkrijgt de manager een bepaald percentage van het extra rendement boven de doelstelling.
6. Prop. management. fee	<ul style="list-style-type: none">In Angelsaksisch taalgebruik wordt vaak van property management gesproken. Dit is voornamelijk het technische beheer van de vastgoedportefeuille inclusief het contact met de huurder om de huur op te halen en op de hoogte te blijven van de verlangens van de huurder. Deze fee wordt meestal berekend door middel van een percentage van bruto of netto huur inkomen. Meestal worden deze kosten rechtstreeks aan de huurders doorberekend
7. Verhuur fee	<ul style="list-style-type: none">Dit zijn de kosten die betaald worden voor de (weder)verhuur van het vastgoed. Het is meestal een percentage van de bruto jaarhuur. Soms wordt dit door de manager zelf gedaan, soms worden er externe makelaars ingeschakeld om dit te doen
8. Overige kosten	<ul style="list-style-type: none">Overige kosten die het fonds meestal moet betalen zijn kosten voor reizen, administratie, accountant, rapportage, juridisch en belastingadviezen, makelaars kosten. Het zijn dus eigenlijk alle kosten voor de dagelijkse gang van zaken van het fonds die niet te maken hebben met het salaris en het huisvesten van het management team
9. Dispositie fee	<ul style="list-style-type: none">Dit is een kostenpost voor het fonds bij verkoop van vastgoed en is meestal een percentage van de verkoopprijs (na transactiekosten). Deze fee kan de verkoop van het vastgoed stimuleren

De bovenstaande lijst is geen limitatieve lijst van alle types fees en kosten van een vastgoedfonds maar geeft wel een representatief overzicht van de belangrijkste kosten. Om een volledig overzicht van allerlei specifieke definities voor private vastgoedfondsen te hebben wordt naar het volgende door INREV opgestelde

document verwezen: INREV Definitions Working Group, Proposed Core Definitions, May 2006.

Voor een goede analyse van de kostenstructuur van een vastgoedfonds is het van belang om al deze kosten in totaliteit te kennen en niet te veel naar de kosten geïsoleerd te kijken. Het is echter niet altijd gemakkelijk om al deze fees boven water te krijgen, met name een inschatting van de post *overige kosten* wordt bijna nooit door de fondsmanager gegeven.

Zoals uit het INREV onderzoek naar voren komt vinden beleggers aan de ene kant de totale kosten van een fonds niet zo belangrijk als selectie criterium (zie paragraaf 2.3). Aan de andere kant echter zijn de hoge kosten die verbonden zijn aan het beleggen in private vastgoedfondsen wel een belangrijk criterium voor beleggers om niet in een private vastgoedfonds te beleggen (zie paragraaf 2.4). Dit lijkt een beetje tegenstrijdig met elkaar te zijn hoewel de belegger wellicht de hoge due diligence kosten van het fonds bedoeld. Naar mijn mening zijn de feekosten wel belangrijk voor een belegger. Deze kosten moeten echter niet absoluut bekeken worden. Veel belangrijker is het kijken naar het nettorendement na aftrek van alle kosten. Hierbij kan een goede fee structuur juist sturend werken door een deel van deze kosten resultaat afhankelijk te maken. Het gaat namelijk uiteindelijk om het totaalrendement achter de streep. Dit is al eerder genoemd in de corporate governance paragraaf. Wat dat betreft is het belangrijk om de werking van de performance fee nader uit te leggen. Bij de performance fee zijn een aantal termen van belang, die hieronder toegelicht worden:

Item	Uitleg
▪ Hurdle rate	Dit is de grenswaarde voor het minimale rendement dat de manager moet maken. Boven deze waarde gaat de manager meedelen in het rendement. Het is dus zaak om deze grenswaarde niet te hoog maar zeker ook niet de laag te stellen. De manager moet namelijk gestimuleerd te worden om beter te presteren, maar het moet ook weer niet te moeilijk gemaakt worden zodat de manager gedemotiveerd raakt
▪ Promote	Dit is het percentage dat de manager krijgt van het rendement boven de grenswaarde
▪ Catch-up	Dit is een speciale vorm van de Promote, waarbij na het behalen van de grenswaarde de belegger even geen rendement meer krijgt totdat de manager een bepaald percentage van het totale beleggingsrendement heeft gehad. Deze vorm komt vooral veel bij Opportunistic fondsen voor.
▪ Clawback	De meeste private vastgoedfondsen kennen een eindige levensduur waarbij een eventuele Promote pas uitbetaald wordt aan het einde van deze levensduur. Dan is namelijk pas het totale eindrendement bekend. Er zijn echter vastgoedfondsen die tussentijds al een performance fee betalen. Opportunistic fondsen bijvoorbeeld betalen al een performance fee bij de verkoop van elke asset. Maar op het eind van de rit kan pas het totale rendement van alle assets berekend worden. Hierdoor kan het zo zijn dat er te veel betaald is. De “clawback” grijpt nu als het ware terug naar eerder uitbetaald rendement; als er dus te veel betaald is, dan moet de manager dit bedrag aan de beleggers terugbetalen

Na deze begrippen kort uitgelegd te hebben verdient het aanbeveling om het een en ander nog eens te verduidelijken door middel van een simpel cijfervoorbeeld.

Figuur 13: Voorbeeld Closed-end Fund Promote berekening

Assumpties			Jaar Cash Flows					
			0	1	2	3	4	5
(1) Eigen vermogen	100	Eigen vermogen investering	-100					
(2) Leverage	50%	Netto huuropbrengst		18,0	18,5	19,1	19,7	20,3
(3) Total Asset size	200	Rentekosten		-5	-5	-5	-5	-5
(4) Vreemd vermogen	100	Netto inkomen voor bel		13,0	13,5	14,1	14,7	15,3
(5) Rente vreemd vermogen	5%	Belasting		-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
(6) Belastingdruk	5%	Netto inkomen na bel		12,4	12,9	13,4	13,9	14,5
(7) NAR vastgoed	9%	Opbrengst verkoop						231,9
(8) Groei netto huuropbrengsten	3%	Aflossing schuld						-100
(9) EXIT NAR vastgoed	9%	Netto cashflow investeerders	-100	12,4	12,9	13,4	13,9	146,4
(10) Hurdle rate	10%							
(11) Promote	20%	IRR voor promote						17,7%
		Hurdle rate						10,0%
		Outperformance						7,7%
		Promote						-1,5%
		IRR na promote						16,2%

Bron: Daan van Aert

Dit voorbeeld laat op een vereenvoudigde wijze zien hoe de berekening van een performance fee bij een closed-end fonds tot stand komt. Hierbij zijn alle getallen slechts indicatief. De volgende zaken vallen hierbij op:

- Rendement berekening wordt uitgevoerd op basis van een Internal Rate of Return (“IRR”) op het eigen vermogen
- Bij een closed-end fonds wordt de IRR aan het einde van de looptijd van het fonds opgemaakt
- Netto Aanvangs Rendement (“NAR”) is hier gegeven zowel voor de aanschaf als de verkoop (EXIT) van het vastgoed. De verkoopprijs bijvoorbeeld is berekend door de huuropbrengsten in jaar 6 ($1.03 \cdot 20.3$) te delen door de EXIT NAR
- De belasting druk is opgenomen aangezien er in de meeste private vastgoedfondsen toch een beperkte tax leakage aanwezig is ondanks de vaak gehanteerde fiscaal aantrekkelijke structuur
- Het totale rendement is 17.7%. De promote kan berekend worden door eerst de outperformance te meten ($17,7\% - 10\%$) en dit met het promote percentage te vermenigvuldigen ($7,7\% \cdot 20\%$)

Het is tevens interessant om een voorbeeld te nemen van een open-end fonds, waarbij er jaarlijkse betalingen van de promote uitgevoerd worden.

Figuur 14: Voorbeeld Open-end Promote berekening

Assumpties			Jaar Cash Flows					
			0	1	2	3	4	5
(1) Eigen vermogen	100	Eigen vermogen investering	-100,0					
(2) Leverage	50%	Netto huuropbrengst		18,0	18,5	19,1	19,7	20,3
(3) Total Asset size	200	Rentekosten		-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0
(4) Vreemd vermogen	100	Netto inkomen voor bel		13,0	13,5	14,1	14,7	15,3
(5) Rente vreemd vermogen	5%	Belasting		-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
(6) Belastingdruk	5%	Netto inkomen na bel		12,4	12,9	13,4	13,9	14,5
(7) NAR vastgoed	9%							
(8) Groei netto huuropbrengsten	3%	Waarde vastgoed		206,0	212,2	218,5	225,1	231,9
(9) EXIT NAR vastgoed	9%	Netto inkomen na bel		12,4	12,9	13,4	13,9	14,5
(10) Hurdle rate	10%	Vreemd vermogen		-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0
(11) Promote	20%	NAV voor promote en dividend		118,4	125,0	131,9	139,0	146,4
		NAV na promote en dividend		106,0	112,2	118,5	125,1	131,9
		Rendement eigen vermogen		18,4%	18,0%	17,6%	17,3%	17,0%
		Hurdle rate		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
		Outperformance		8,4%	8,0%	7,6%	7,3%	7,0%
		Promote		-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
		Netto cashflow investeerders	-100,0	10,7	11,2	11,7	12,2	144,6
		IRR na promote						16,2%

Bron: Daan van Aert

De volgende zaken dienen bij dit voorbeeld toegelicht te worden:

- Waarde van het vastgoed is tussentijds berekend door de netto huuropbrengsten te delen door de EXIT NAR

- NAV staat voor Net Asset Value en is de intrinsieke waarde van het vastgoed
- NAV na dividend en promote staat gelijk aan NAV voor promote en dividend minus het netto inkomen na belasting
- Het rendement op het eigen vermogen wordt berekend door de NAV voor uitkering van dividenden en promote betaling te delen door de NAV van het jaar daarvoor waarbij dividenden en promote betaling uitbetaald zijn
- Uiteindelijk is het totaalrendement (IRR) voor de eigen vermogen investeerders hetzelfde als het rendement in voorbeeld 1.

Figuur 15: Voorbeeld closed-end fonds met catch-up & promote

Assumpties			Jaar Cash Flows					
			0	1	2	3	4	5
(1) Eigen vermogen	100	Eigen vermogen investering	-100					
(2) Leverage	50%	Netto huuropbrengst		18,0	18,5	19,1	19,7	20,3
(3) Total Asset size	200	Rentekosten		-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0
(4) Vreemd vermogen	100	Netto inkomen voor bel		13,0	13,5	14,1	14,7	15,3
(5) Rente vreemd vermogen	5%	Belasting		-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
(6) Belastingdruk	5%	Netto inkomen na bel		12,4	12,9	13,4	13,9	14,5
(7) NAR vastgoed	9%	Opbrengst verkoop						231,9
(8) Groei netto huuropbrengsten	3%	Aflossing schuld						-100
(9) EXIT NAR vastgoed	9%	Netto cashflow investeerders	-100,0	12,4	12,9	13,4	13,9	146,4
(10) Hurdle rate catch-up	10%							
(10) Catch-up % of total profits	20%	IRR voor promote						17,7%
(10) Promote hurdle rate	12%	Catch-up hurdle rate						10,0%
(10) Promote	20%	Catch-up						-2,0%
		Rendement na catch-up						15,7%
		Promote hurdle						12%
		Promote						-0,7%
		IRR na catch-up en promote						15,0%

Bron: Daan van Aert

Tenslotte nog een voorbeeld van een closed-end fonds met een promote en catch-up:

- Hierbij valt het op dat er meerdere hurdle rates zijn: een voor de catch-up en een voor de promote
- De catch-up is berekend door het catch-up percentage te vermenigvuldigen met de catch-up hurdle (20% x 10%). De manager maakt als het ware een inhaalslag van 2%
- Na de catch-up wordt het overgebleven rendement berekend (17,7% - 2%). Dit rendement wordt vervolgens weer vergeleken met de promote hurdle. Hierover wordt weer een promote berekend ((15,7% - 12%) * 20%)

Deze voorbeelden geven slechts een versimpeld beeld van het daadwerkelijke model dat gebruikt is voor de fee calculaties in het onderzoek dat in Hoofdstuk 5 aan de orde zal komen. Voor een inzicht in dit model wordt naar Bijlage III verwezen.

4.9 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn op basis van het door INREV uitgevoerde onderzoek de zeven belangrijkste selectiecriteria voor institutionele beleggers nader toegelicht: het track record van de manager, de stijl, sector, locatie, corporate governance, structuur en fees van private vastgoedfondsen.

Hoofdstuk 5: Onderzoek

5.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk zijn de belangrijkste criteria voor beleggers om vastgoedfondsen te selecteren aan de orde gekomen. In dit hoofdstuk zal gepoogd worden een antwoord te geven op de geformuleerde hypothesen door middel van een onderzoek onder 42 private vastgoedfondsen. In eerste instantie zullen de hypothesen toegelicht worden. Vervolgens zullen de gehanteerde methodologie en de specifieke dataset behandeld worden. Hierna zullen de uitkomsten gepresenteerd worden met antwoorden op de hypothesen. Tenslotte zal dit hoofdstuk eindigen met een samenvatting.

5.2 Hypothesen

In het vorige hoofdstuk zijn de selectiecriteria van private vastgoedfondsen behandeld. Deze criteria zijn zoals eerder gezegd ontleend aan een door INREV uitgevoerd onderzoek. Vooral drie criteria lijken voor de keuze van vastgoedfondsen van belang: (1) track record van de manager (2) corporate governance en (3) feekosten. De reden voor de keuze voor deze criteria is dat de andere criteria minder generalistisch van aard zijn. De keuze namelijk voor de stijl, sector, locatie en structuur van een belegging hangt sterk af van de specifieke voorkeuren van de individuele belegger. Elke belegger bijvoorbeeld kijkt naar de samenstelling van de eigen portefeuille om te bepalen welke stijl, sector en locatie toegevoegd moeten worden. Dit houdt ook weer verband met zijn strategie en het risico dat hij wil nemen. Ook de structuurkeuze van het fonds kan voor beleggers verschillend zijn. Dit kan bijvoorbeeld weer afhangen van de belastingsituatie van de belegger.

De bovengenoemde drie selectiecriteria hebben tot de formulering van vijf hypothesen geleid die hieronder besproken zullen worden:

1. In de institutionele beleggingswereld is het hebben van een goed track record in Europa een vereiste om een privaat vastgoedfonds succesvol op te richten

Het track record van een privaat vastgoedfonds is het belangrijkste selectie criterium uit het door INREV uitgevoerde onderzoek. Het lijkt erop dat het essentieel is dat institutionele private vastgoedfondsen in Europa een sterk track record hebben. Het is interessant om dit te toetsen of dit nu het geval is

2. Onafhankelijke bestuurspersonen bestaan niet. Als gevolg hiervan worden de meeste Advies Commissies van Europese private vastgoedfondsen gevormd uit vertegenwoordigers van de beleggers zelf. Deze handelen namelijk volledig in het belang van de aandeelhouder

In paragraaf 4.6 is de corporate governance van een privaat vastgoedfonds uitgebreid aan de orde gekomen. Hierbij is het van belang om een Advies Commissie te hebben die op een onafhankelijke wijze de belangen van alle partijen vertegenwoordigt. Daarbij ligt de focus op de belangen van de aandeelhouders. Echter het is de vraag of

deze personen echt onafhankelijk zijn. Vandaar dat ook beleggers zelf in deze commissies plaatsnemen. Het is nu interessant om te toetsen of dit veel voorkomt bij private vastgoedfondsen. Als dit veel voorkomt zou het wijzen op een bevestigend antwoord op de stelling

3. Vanwege een grote behoefte aan bewegingsvrijheid hebben Opportunistic fondsen een beperktere corporate governance dan Core en Value-add fondsen

In hoofdstuk 4.3 zijn de verschillende beleggingstijlen besproken. Hierbij is duidelijk geworden dat de stijlen met meer risico (Value-add en Opportunistic) sneller moeten kunnen handelen en dat daardoor de investeringsperiode van het vastgoed korter is. Dit zou kunnen leiden tot minder corporate governance om de snelheid van handelen niet te veel te beïnvloeden. Dit zal door middel van de bovenstaande stelling nagegaan worden

4. De managementkosten van Opportunistic fondsen zijn voor meer dan de helft afhankelijk van de prestaties van het fonds. Dit is bij Core & Value-add fondsen niet het geval

Een ander belangrijk element voor private vastgoedfondsen zijn de kosten van het management. Deze zijn in paragraaf 4.8 aan de orde gekomen. Daarnaast is naar voren gebracht dat het belangrijk is om de beloning van het management afhankelijk te maken van de prestaties om zo een actief portfoliomanagement en het rendement van een fonds veilig te stellen. De verwachting is dat bij hogere rendementen en risico's deze afhankelijkheid belangrijker wordt. Daarom is het interessant om te kijken of er verschillen zijn in de prestatieafhankelijkheid van de managementkosten per beleggingstijl

5. Hoe hoger het rendement en het risico bij een privaat vastgoedfonds zijn, hoe hoger de grenswaarden ("hurdle rates") van het rendement van deze fondsen moeten liggen

De bovengenoemde stelling ligt in het verlengde van stelling vier. Het lijkt immers voor de hand te liggen dat bij een hoger rendement en risico de grenswaarden moeten opschuiven

5.3 Methodologie

In het onderzoek zullen de bovengenoemde hypothesen getoetst worden. Dit zal gebeuren aan de hand van een aantal factoren om te bepalen hoe sterk het track record, de corporate governance en management feestructuur bij de diverse vastgoedfondsen zijn. Hierbij is er aan elke factor een gewicht toegekend op basis van de eigen ervaring met het beleggen in private vastgoedfondsen. De keuze van deze gewichten is echter niet wezenlijk van invloed op de uitkomsten van het onderzoek, maar maakt deze wel duidelijker. Daar komt bij dat de private vastgoedfondsen onderling vergeleken worden op basis van dezelfde gewichten zodat er sprake is van een consistentie benadering. In een toekomstig onderzoek zouden de gewichten nader getoetst kunnen worden door een enquête te houden onder institutionele beleggers.

Hieronder zullen de drie genoemde criteria aan de orde komen:

Track record	Input	Gewicht
	▪ Vastgoedresultaten volgens target in verleden (ja/nee)	▪ 4
	▪ Ervaring met beleggingstijl (ja/nee)	▪ 5
	▪ Volledig toegewijd team (ja/nee)	▪ 2
	▪ Diepte in de organisatie (ja/nee)	▪ 3
	▪ Ervaring met institutionele beleggers (ja/nee)	▪ 1
	▪ Vastgoed aanwezig bij start fonds (ja/nee)	▪ 2

De bovenstaande variabelen zijn allen behandeld in paragraaf 4.2. Elke factor scoort een 1 bij een positief antwoord en een 0 bij een negatief antwoord. Deze score wordt vermenigvuldigd met het gewicht om de totaalscore te berekenen. Het gewicht is zoals gezegd bepaald op basis van mijn eigen ervaring met een minimaal gewicht van 1 en een maximaal gewicht van 5. In een nader onderzoek zou deze scoringsmethodiek verfijnd kunnen worden.

Corporate governance	Input variabele	Gewicht
	▪ Volledige en strikte investeringscriteria (ja/nee)	▪ 5
	▪ Aanwezigheid van onafhankelijke Advies Commissie (ja/nee)	▪ 3
	▪ Stemrecht voor AC/AvA voor conflict situaties (ja/nee)	▪ 5
	▪ Stemrecht voor AC/AvA voor acquisities buiten criteria (ja/nee)	▪ 5
	▪ Voorkeursrechten aandeelhouders bij verkoop aandelen (ja/nee)	▪ 1
	▪ Ontslaan manager AC / AvA vanwege fraude (ja/nee)	▪ 2
	▪ Ontslaan manager AC / AvA vanwege slecht presteren (ja/nee)	▪ 2
	▪ Co-investering van manager in het fonds (ja/nee)	▪ 5
	▪ Betaalde management fee > 50% afhankelijk van prestatie (ja/nee)	▪ 4
	▪ Base management fee onafhankelijk van waardering vastgoed (ja/nee)	▪ 2
	▪ Externe waardering van vastgoed (ja/nee)	▪ 2
	▪ Exclusiviteit fonds met betrekking tot strategie (ja/nee)	▪ 4
	▪ Voorkeursrecht fonds acquisities/ontwikkelingen manager (ja/nee)	▪ 4
	▪ Periodieke rapportage & jaarlijks audited jaarrekening (ja/nee)	▪ 1
	▪ Duidelijke exit strategie (ja/nee)	▪ 2
	▪ Key man provision (ja/nee)	▪ 1

Een aantal van de bovengenoemde variabelen zijn in paragraaf 4.6 kort aan de orde gekomen. De meeste factoren zijn echter nog niet (volledig) behandeld en vandaar dat deze punten hieronder kort aan de orde zullen komen. Een aantal factoren komen uit het eerste rapport over corporate governance van INREV²⁶. Andere factoren zijn toegevoegd als gevolg van de ervaring van de auteur bij het selecteren van fondsen op corporate governance gebied. Uitgangspunt is hierbij dat corporate governance zorgt voor de belangenbehartiging van de aandeelhouders in een fonds en dat de belangen hiervan optimaal nagestreefd worden, dat de werkzaamheden en prestaties van de manager inzichtelijk zijn en dat conflicten zoveel mogelijk vermeden worden. De volgende criteria moeten hiervoor zorgdragen:

- Volledige en strikte investeringscriteria (ja/nee)
Een vastgoedfonds moet duidelijk aangeven wat zij precies wil bereiken: bijvoorbeeld in welke sector en in wat voor product zij wil beleggen, welke de minimale rendementsvereisten zijn, in welk gebied/regioland zij wil beleggen, etc cetera. De kracht schuilt in het feit hoe concreet en strikt de criteria geformuleerd zijn

²⁶ INREV – Corporate Governance Principles and Guidelines, 2006

- **Aanwezigheid van een Advies Commissie (ja/nee)**
 Zoals beschreven in paragraaf 4.6 is de aanwezigheid van een onafhankelijke Advies Commissie (“AC”) erg belangrijk om een goede governance te kunnen nastreven. Men kan echter twijfelen aan de onafhankelijkheid van individuele personen. Daarom zullen in het onderzoek ook de Advies Commissies meegenomen worden waarin vertegenwoordigers van beleggers zitting hebben.
- **Stemrecht voor AC / AvA voor conflict situaties (ja/nee)**
 Er zijn veel conflicterende situaties mogelijk waarbij de manager meerdere petten te gelijk op heeft en mogelijk niet volledig in het belang van het fonds en aandeelhouders handelt. Bijvoorbeeld als een manager een gebouw van zichzelf wil verkopen aan het fonds of een gebouw wil kopen van het fonds. In dit geval zou er een rol voor de Advies Commissie dan wel voor de Algemene vergadering van Aandeelhouders weggelegd zijn om te beoordelen of deze transacties wel volledig tegen marktcondities gebeuren
- **Stemrecht voor AC / AvA voor acquisities buiten criteria (ja/nee)**
 Dit is een soortgelijk punt als hierboven. In dit geval echter wil de manager een investering doen die buiten het huidige mandaat valt. De investeringsmogelijkheid kan nog steeds aantrekkelijk zijn voor de beleggers, maar het is van belang dat de AC dan wel de AvA hierover mogen beslissen
- **Voorkeursrechten aandeelhouders bij verkoop aandelen (ja/nee)**
 Als een aandeelhouder zijn aandelen wil verkopen zou hij dat kunnen doen aan een nieuwe vreemde partij. Het verdient echter de voorkeur dat deze aandeelhouder zijn aandelen eerst aan de bestaande aandeelhouders aanbiedt. Zo worden de belangen van de aandeelhouders het beste beschermd
- **Ontslaan van de manager door AC / AvA vanwege fraude (ja/nee)**
 Indien de manager fraude of grove nalatigheid pleegt ten opzichte van het fonds dan moet het mogelijk zijn om de manager te ontslaan
- **Ontslaan van de manager door AC / AvA vanwege slecht presteren (ja/nee)**
 Behalve bij fraude en grove nalatigheid zou het prudent zijn als de AC of AvA de manager kan ontslaan als de manager slechte prestaties levert door deze te toetsen aan zogenaamde Kritische Prestatie Indicatoren (“KPIs”)
- **Co-investering van manager in het fonds (ja/nee)**
 Zoals al eerder gezegd, is het van belang om de betrokkenheid van de manager te verhogen zodat deze in het belang van het fonds handelt. Een mogelijkheid om dit te bewerkstelligen is om de manager zelf te laten investeren in het fonds. Hierdoor is de manager als het ware gelijk geschakeld met de ander aandeelhouders. Dit verkleint het agency probleem
- **Totaal betaalde fee management > 50% afhankelijk van prestatie (ja/nee)**
 Een andere manier om de betrokkenheid van de manager te vergroten is om de beloning (management fee) voor een belangrijk deel afhankelijk te maken van het rendement van het fonds. Hierin schuilt echter het gevaar dat de manager

te veel risico gaat nemen om een hoger rendement te realiseren. Dit hangt echter weer af van de stijl van een fonds: een Opportunistic en Value-add fonds mag meer risico nemen dan een Core fonds. De investeringscriteria en strategie van een fonds evenwel moeten dusdanig zijn dat een manager niet te veel risico kan nemen binnen een bepaalde strategie. Veel voorkomende randvoorwaarden voor een Core fonds zijn een minimale bezettingsgraad en een minimale lengte van het huurcontract. Zo kan het risico beperkt worden

- Base management fee onafhankelijk van waardering vastgoed (ja/nee)
De base management fee die als basis dient voor de salarissen van het management team (zie paragraaf 4.8) dient onafhankelijk te zijn van de waardering van het vastgoed in een fonds. Als dit niet het geval zou zijn, dan zou de manager erbij gebaat zijn om de waardering van het vastgoed zo hoog mogelijk te maken
- Externe waardering van vastgoed (ja/nee)
Het is noodzakelijk dat een vastgoedfonds haar vastgoed periodiek extern laat taxeren door een onafhankelijke taxateur. Dit moet minimaal elk jaar gebeuren. Daarnaast is het prudent als binnen een bepaalde termijn, bijvoorbeeld drie jaar, het fonds van taxateur wisselt
- Exclusiviteit fonds met betrekking tot strategie (ja/nee)
Om conflicten te vermijden is het gewenst dat het fonds het enige vehikel is voor de manager waarmee hij binnen de gedefinieerde strategie kan investeren. Als de manager deze exclusiviteit niet geeft aan de investeerders in het fonds, dan zou hij concurrerende fondsen kunnen oprichten en dat is natuurlijk niet de bedoeling. In de praktijk verleent de manager meestal exclusiviteit aan het fonds totdat het merendeel (bijvoorbeeld 80%) van al het gecommiteerde geld belegd is. Hierna is het conflict relatief klein, aangezien de manager eerst nog een nieuw investeringsvehikel moet oprichten, iets wat tijd kost. Daarnaast heeft het fonds ook nog wat liquide middelen nodig voor kapitaaluitgaven om de bestaande beleggingen te onderhouden of uit te breiden, zodat in feite bijna al het gecommiteerde geld gebruikt gaat worden
- Voorkeursrecht fonds acquisities/ontwikkelingen van manager (ja/nee)
Naast de bovengenoemde exclusiviteit is het ook van belang dat het fonds een voorkeursrecht heeft op al de acquisities en ontwikkelprojecten van de manager. Dit houdt in dat als de manager via bijvoorbeeld een dochterbedrijf een gebouw ontwikkelt en dit wil verkopen, hij dit eerst aan het fonds moet aanbieden
- Periodieke rapportage en jaarlijks goedgekeurde jaarrekening (ja/nee)
De rapportage naar de belegger toe moet minimaal op halfjaarlijkse basis plaatsvinden en jaarlijks moet de manager een door een externe accountant goedgekeurde jaarrekening aan de aandeelhouder overhandigen
- Duidelijke exit strategie (ja/nee)
Voor veel fondsen is de exit een van de belangrijkste momenten uit het leven van een fonds aangezien dan het moment van waarheid aanbreekt: hoe gaat het definitieve rendement eruit zien. Als gevolg hiervan is het van belang dat er in

de fondsdocumentatie een helder mechanisme opgenomen is over welke stappen de manager moet doorlopen bij een exit. Dit noemt men ook wel een exit plan. Hierbij dienen de verschillende mogelijke vormen van een exit aan de orde te komen, bijvoorbeeld een verkoop van de individuele gebouwen, dan wel een portefeuille verkoop ofwel een beursintroduktie et cetera

- **Key man provision**
In sommige gevallen kent het management team een aantal bijzondere individuen die van noodzakelijk belang zijn voor het succes van een fonds. Het is dan van belang om deze individuen zoveel mogelijk aan het fonds te verbinden. Dit kan natuurlijk door een investering in het fonds zelf zoals al eerder besproken is. Een andere mogelijkheid is de zogenaamde “Key man provision”. Hierbij wordt een aantal belangrijke managers geselecteerd. Indien nu een van deze managers weggaat dan moet de fondsmanager nieuwe mensen selecteren van een gelijkwaardig niveau. De aandeelhouders moeten beslissen of zij de nieuwe persoon capabel achten. Indien de aandeelhouders de persoon niet geschikt vinden, dan moet de manager snel met een alternatief komen. Zo niet, dan houdt het fonds op te bestaan en moeten alle activiteiten afgebouwd worden

Het scoringssysteem voor de corporate governance werkt op dezelfde manier als het systeem bij het track record.

Fees	Input variabele
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Set-up fee (% gecommiteerd eigen vermogen) ▪ Placement fee (% gecommiteerd eigen vermogen) ▪ Base management fee op gecommiteerd eigen vermogen ▪ Base management fee op geïnvesteerd eigen vermogen ▪ Acquisitie fee (% aankoopprijs voor transactiekosten) ▪ Dispositie fee (% verkoopprijs na transactiekosten) ▪ Performance fee hurdle 1 (rendement % na betaling fees en rente) ▪ Promote fee 1 (% rendement na betaling fees en rente) ▪ Catch-up (% van de totale winst) ▪ Performance fee hurdle 2 ▪ Promote fee 2

Al deze bovenstaande kostenposten zijn in hoofdstuk vier, paragraaf 8 aan bod gekomen. Hierbij valt op dat een aantal kostenposten, die daar genoemd zijn, hier niet meegenomen zijn. Reden hiervan is dat veel fondsen informatie over andere kostenposten niet prijsgeven. Zelfs het door INREV uitgevoerde onderzoek²⁷ heeft niet alle kosten van de vastgoedfondsen kunnen traceren. De hierboven genoemde kosten echter zijn alle kosten die het fonds aan het management moet betalen. De kosten voor pure overhead (bijvoorbeeld reiskosten, kosten van de accountant, jurist etc) en de directe vastgoedkosten zijn daarom niet meegenomen. De uitdaging voor de toekomst zal zijn om deze kosten te achterhalen en te verwerken om een totaal kosten niveau (Total Expense Ratio) te kunnen berekenen. Wel kan met behulp van de in de tabel genoemde posten een vergelijking met de gemiddelde cijfers van het INREV gemaakt worden. Dit zal in de uitwerking van het onderzoek aan de orde komen.

In dit onderzoek zullen tevens de totale management kosten (alle fees die in de tabel genoemd zijn) berekend worden om na te gaan hoeveel van deze kosten

²⁷ INREV Management fees & terms study – results update, April 2006

prestatieafhankelijk is. Dit is ook belangrijk voor de corporate governance van het fonds. Het management zal namelijk meer zijn best doen in het belang van het fonds als zijn opbrengsten afhankelijk zijn van het totale rendement van het fonds. Deze laatst genoemde berekening heeft INREV overigens in haar onderzoek niet gemaakt. Voor deze berekening is daarom een speciaal model ontwikkeld door de auteur voor Stichting Pensioenfonds ABP. Een voorbeeld hiervan is opgenomen in bijlage III.

5.4 Data

In het algemeen en voor private vastgoedfondsen in het bijzonder is het verkrijgen van (juiste) gegevens een uitdaging. Er zijn namelijk maar weinig gegevens over deze vastgoedfondsen openbaar. Vandaar dat bijvoorbeeld organisaties zoals INREV in het leven geroepen zijn. Zo heeft INREV momenteel een database met meer dan 460 vastgoedfondsen. Deze database bevat echter op dit moment nog maar weinig informatie om een goede selectie te maken aangezien veel managers van vastgoedfondsen terughoudend zijn bij het geven van volledige openheid van zaken. Wel kunnen op basis van deze database uitspraken gedaan worden over het aantal fondsen met een bepaalde stijl, sector en land focus in Europa, maar dat brengt ons niet veel verder voor het beoogde doel van deze scriptie. Als gevolg van de terughoudendheid van managers om informatie te verstrekken is INREV een onderzoek gestart naar management fees bij private vastgoedfondsen. Het doel hiervan is om de fee structuren van private vastgoedfondsen te analyseren, en de transparantie en vergelijkbaarheid van fondsen te verhogen. Op dit moment bevat de database 184 fondsen en KTI Finland beheert deze database. Deze database is echter niet toegankelijk, aangezien de informatieverstrekkers geheimhouding van de gegevens willen. Daarnaast zijn niet alle fee gegevens voor de 184 fondsen volledig beschikbaar; dit is slechts bij 83 fondsen het geval. Verder kunnen alleen de totaaluitkomsten ingezien worden, individuele resultaten zijn niet toegankelijk.

Niettemin heeft de auteur van deze masterproof, als gevolg van zijn werk als portofolio manager vastgoed bij Stichting Pensioenfonds ABP (“ABP”), toegang tot veel informatie van private vastgoedfondsen. ABP bewaart deze informatie (bijvoorbeeld presentaties, informatie memoranda, private placement memoranda, etc). De informatie van deze fondsen kan gezien worden als een sample van de INREV database. Deze sample bevat in totaal 42 vastgoedfondsen. Dit is dus een aselechte steekproef, aangezien de fondsen willekeurig gekozen zijn. Deze steekproef kan gezien worden als een representatieve groep voor de Europese institutionele private vastgoedmarkt. De data zullen geanalyseerd worden naar beleggingsstijl. Dit zorgt voor een scherpere analyse aangezien elke stijl specifieke kenmerken heeft die meegenomen moeten worden. De volgende tabel geeft een overzicht van een aantal belangrijke algemene kenmerken van de dataset:

	Amount #	Closed-end* %	Single sector**	Single Country*** %	Launch year average	Exit year**** average	Gross IRR %	Assets EURxmln	Leverage %	Equity EURxmln
Core	14	93%	100%	50%	2002	2012	13%	1.649	50%	830
Value-add	13	77%	38%	38%	2004	2012	17%	907	63%	332
Opportunistic	15	100%	0%	13%	2004	2011	25%	3.290	75%	812
Total	42	90%	45%	33%	2003	2012	19%	2.006	63%	669

* Other funds have an open-ended character

** Other funds will have a multiple sector focus

*** Other funds will have a multiple country focus

**** Excluding infinite funds

Voor een volledig overzicht van alle data en tevens uitkomsten wordt verwezen naar bijlage II.

5.5 Uitkomsten track record

In de onderstaande tabel staan de uitkomsten van het onderzoek naar het track record van de managers:

	Experience with style	Realised RE returns > target	Dedicated team	Depth in organisation	Experience with institutional clients	Seed assets	Total
Core	100%	86%	36%	93%	86%	86%	84%
Value-add	85%	69%	46%	85%	85%	54%	72%
Opportunistic	93%	100%	0%	100%	100%	20%	77%
Total	93%	86%	26%	93%	90%	52%	78%

Ter verduidelijking van de berekeningsmethodiek kan het volgende gezegd worden:

- Binnen een bepaalde factorcategorie (bijvoorbeeld Experience with style) is gekeken naar hoeveel fondsen positief hierop scoren als percentage van het aantal fondsen per stijl en in totaal
- Om de percentages tussen de factoren op te tellen zijn de scores per factor per fonds vermenigvuldigd met de gewichten van deze factoren. Deze gewichten zijn in paragraaf 5.2 aan de orde gekomen. Vervolgens zijn deze uitkomsten per fonds opgeteld. Hierna zijn de gemiddelde totaalscores van de fondsen per stijl en voor alle fondsen berekend

Vervolgens zal bij het analyseren van deze tabel teruggegrepen worden op de in hoofdstuk 1 gestelde hypothese:

In de institutionele beleggingswereld is het hebben van een goed track record in Europa een vereiste om een private vastgoedfonds succesvol op te richten

Met een totaalscore van ongeveer 78% lijkt deze hypothese te kloppen; het overgrote deel van de private vastgoedfondsen heeft dus een sterk track record. Interessant is het om te zien dat de gemiddelde gewogen score van de Value-add fondsen het laagst is. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat het bestaan van Value-add fondsen een relatief nieuw fenomeen is in Europa. Opportunistic fondsen zijn er al wat langer, terwijl Core fondsen het langst aanwezig zijn. Daarnaast zijn er nog een aantal andere interessante zaken uit de tabel te noemen:

- De meest organisaties hebben geen volledig toegewijd team. Dit heeft te maken met het feit dat het merendeel van deze managers een grote organisatie heeft met meerdere beleggingsvehikels. Hierdoor kunnen ze bijvoorbeeld hun acquisitie mensen voor meerdere fondsen inzetten. Het voordeel van grote organisatie is dat bij het vertrek van belangrijke mensen in het fonds er vaak snel geschikte vervanging aanwezig is. De gewogen gemiddelde totaalscore op de *depth in organisation* is dan ook hoog met 93%
- De totaalscore van *seed assets* (het hebben van een vastgoedportefeuille bij aanvang) is vrij laag met een gewogen gemiddelde score van 52%. Opvallend

hierbij is dat dit per stijl veel scheidt: 86% van de Core fondsen hebben wel vastgoed, terwijl slechts 54% van de Value-add en 20% van de Opportunistic fondsen vastgoed bij aanvang hebben. Kennelijk is het zo dat bij toename van het risico het niet nodig is om met een vastgoedportefeuille te beginnen bij aanvang van een fonds. Misschien heeft dit ook te maken met het feit dat het bij opportunistisch handelen aankomt op een juiste timing terwijl dit bijvoorbeeld bij Core fondsen minder het geval is.

5.6 Uitkomsten corporate governance

De onderstaande twee tabellen geven een totaaloverzicht van de score van het onderzoek naar de kwaliteit van corporate governance bij de private vastgoedfondsen²⁸:

	Clear & complete investment guidelines	Presence Independent Board	IB / AVA Voting on conflicts	IB / AVA voting outside criteria	Voorkeursrechten AvA koop/verkoop aandelen	Termination Manager possible for Cause	Termination Manager not for cause	Manager co-investment
Core	43%	93%	57%	79%	71%	93%	14%	79%
Value-add	23%	100%	46%	54%	54%	100%	38%	69%
Opportunistic	7%	100%	33%	27%	47%	100%	53%	100%
Total	24%	98%	45%	52%	57%	98%	36%	83%

	Total man fee > 50% back-ended	Base man fee indep ext valuation?	External Valuation	Exclusivity vehicle	Pre-emptive vehicle	Approved Annual accounts	Clear exit strategy	Key man provision	Total score
Core	0%	29%	100%	57%	57%	100%	50%	0%	58%
Value-add	0%	38%	85%	46%	38%	100%	31%	38%	50%
Opportunistic	93%	100%	0%	67%	60%	100%	80%	73%	60%
Total	33%	57%	60%	57%	52%	100%	55%	38%	56%

Iets wat direct in deze twee tabellen opvalt is, dat de scores voor corporate governance te wensen overlaten: immers een maximale score van 60% is aan de lage kant. Het is nu interessant om terug te gaan naar de hypothesen en te kijken of die beantwoord kunnen worden.

Vanwege een grote behoefte aan bewegingsvrijheid hebben Opportunistic fondsen een beperktere corporate governance dan Core en Value-add fondsen

Uit het onderzoek blijkt dat dit juist niet het geval is: Opportunistic fondsen hebben de hoogste score met 60%, daarna volgen de Core fondsen met 58% en Value-add fondsen sluiten de rij met een score van 50%. Voor Opportunistic fondsen lijkt het dat men bij een hoger risico een sterkere corporate governance nodig acht. Dit wordt weer tegengesproken door de score van de Value-add fondsen. Misschien komt dit wel door het feit dat dit type fondsen een beetje tussen de wal en het schip valt.

Onafhankelijke personen bestaan niet. Als gevolg hiervan worden de meeste Advies Commissies van Europese private vastgoedfondsen gevormd uit vertegenwoordigers van de beleggers zelf. Deze handelen namelijk volledig in het belang van de aandeelhouder

Uit de gegevens van de database komen cijfers naar voren die deze stelling lijken te bevestigen: 76% van de fondsen heeft een Advies Commissie die alleen maar bestaat uit investeerders (dus zonder een onafhankelijke derde), 14% van de fondsen heeft een combinatie van investeerders en onafhankelijke derden en slechts 10% heeft echt een volledig onafhankelijke adviesraad. Bijzonder hierbij is dat het merendeel van

²⁸ De berekeningen in de tabel zijn op dezelfde wijze uitgevoerd als de tabel van het track record

deze 10% Nederlandse Core fondsen blijken te zijn. Dit komt doordat men in Nederland een bijzonder systeem van Raad van Commissarissen heeft, waarbij het lastig is om aandeelhouders als lid van deze raad te benoemen. Daarnaast is het interessant om te vermelden dat 100% van de Advies Commissies bij Opportunistic fondsen uitsluitend uit investeerders bestaan. Kennelijk vertrouwen de beleggers bij een dergelijk hoog risico de zogenaamde onafhankelijke derden niet.

Als de tabellen op de scores van de individuele onderdelen geanalyseerd worden, kunnen de volgende interessante zaken opgemerkt worden:

- Bijna in alle fondsen is een Advies Commissie aanwezig. De stemrechten van de leden in deze commissies zijn echter zeer beperkt. Deze zijn het meest gelimiteerd bij Opportunistic fondsen. Dit is logisch te verklaren uit het feit dat Opportunistic fondsen het snelst willen kunnen handelen op kansen in de markt
- De meeste fondsen scoren slecht ten aanzien van het hebben van duidelijke en strikte investeringscriteria. De grootste tekortkoming is dat de criteria geen duidelijke richtlijnen geven voor het minimaal initiële en verwachte rendement van het vastgoed. Dit is ook wel te verklaren vanuit het gezichtspunt van een fondsmanager, aangezien deze zoveel mogelijk vrijheid van handelen wil hebben om acquisities te doen en in veel gevallen financieel vooral afhankelijk is van de jaarlijkse fees op het geïnvesteerde kapitaal. Wel heeft elk fonds natuurlijk een algemeen streefrendement waarop ieder fonds wil eindigen
- Slechts in 36% van de fondsen is het mogelijk om de manager te ontslaan als deze niet goed presteert, bij Core fondsen is dit zelfs slechts 14%. Dit is iets wat in de toekomst moet veranderen om de corporate governance van een fonds te verhogen; het is naar mijn mening prudent dat een manager ontslagen kan worden als de prestaties tegenvallen
- Het karakter van de diverse stijlen komt duidelijk naar voren in de logische trade-off tussen het criterium dat de base management fee onafhankelijk is van de waardering van het vastgoed en het criterium van het zorgen voor een externe taxatie van het vastgoed. Opportunistic fondsen laten namelijk na acquisitie het vastgoed niet taxeren. Deze fondsen willen eerst hun trucje uitvoeren om daarna het vastgoed zo snel mogelijk tegen een hogere waarde te verkopen. Ze gaan dan niet veel kosten maken door het vastgoed nog eens te laten taxeren. Om nu conflicten te vermijden is de base management fee niet afhankelijk van de waarde van het vastgoed zelf, maar van het initieel geïnvesteerde eigen vermogen (tegen kostprijs). Bij Core fondsen is dit niet het geval; het doel hiervan is dan ook niet om snel het vastgoed te verkopen, maar juist om het voor de lange termijn te houden. Value-add fondsen vallen een beetje hier tussenin
- Exclusiviteit en de voorkeursrechten (“pre-emptives”) scoren ook aan de lage kant met 57%, respectievelijk 52% van de fondsen. Dit is te verklaren uit het feit dat de manager zoveel mogelijk vrijheid van handelen wil hebben om nieuwe investeringsvehikels op te richten en te bepalen met

wie hij bepaalde vastgoedtransacties gaat doen. Ook hierin zou in de toekomst verandering moeten komen

5.7 Uitkomsten fees

De volgende tabel geeft een overzicht van de belangrijkste uitkomsten van het onderzoek naar de management fee kosten:

	Set-up fee % com equity	Placement fee % com equity	Base man fee % com equity	Base man fee % invested equity	Acquisition fee % acquisition costs	Disposal fee % sale price	Return % before fees	Return % after fees	Performance hurdle %	Promote %	Total fee % invested equity	Back-ended %
Core	0,9%	0,2%	0,3%	1,3%	0,4%	0,3%	12,9%	11,1%	10,4%	21%	1,8%	6,9%
Value-add	0,6%	1,2%	0,4%	1,6%	0,5%	0,2%	16,7%	13,6%	11,1%	20%	3,0%	19,4%
Opportunistic	0,5%	0,0%	1,4%	1,5%	0,3%	0,1%	25,3%	20,1%	10,8%	19%	5,1%	56,0%
Total	0,7%	0,4%	0,7%	1,5%	0,4%	0,1%	18,5%	15,1%	10,8%	20%	3,4%	28,3%

Na het lezen van deze tabel is het interessant om terug te gaan naar onze hypothesen die betrekking hebben op de management fee kosten:

De managementkosten van Opportunistic fondsen zijn voor meer dan de helft afhankelijk van de prestaties van het fonds. Dit is bij Core & Value-add fondsen niet het geval.

Uit de tabel blijkt dat deze hypothese klopt: bij Opportunistic fondsen zijn de totale fee kosten die aan de manager betaald moet worden voor ongeveer 56.0% afhankelijk van het rendement van het fonds. Voor Core fondsen is dit slechts 6.9% en voor Value-add fondsen is dit 19.4%. Dit is min of meer wat men intuïtief kan verwachten: bij het nemen van meer risico moet de beloning meer afhankelijk gesteld worden van het behaalde rendement. Voor Value-add private vastgoedfondsen echter valt dit percentage enigszins tegen. Daarnaast kan uit deze stelling ook geconcludeerd worden dat de manager bij Core en Value-add fondsen onvoldoende gemotiveerd is om het vastgoed van het fonds voor het einde van de looptijd te verkopen, aangezien hij dan het merendeel van zijn opbrengsten verliest.

Hoe hoger het rendement en het risico bij een privaat vastgoedfonds zijn, hoe hoger de grenswaarden (hurdle rates) van het rendement van deze fondsen moeten liggen

Deze hypothese lijkt ook voor de hand te liggen, omdat anders een Opportunistic fonds bijvoorbeeld makkelijker een performance fee zou kunnen krijgen dan een Core fonds. Dit blijkt echter niet het geval; de grenswaarden liggen namelijk redelijk dicht bij elkaar, zo rond de 10-11%. Verder zou het kunnen zijn dat het Promote percentage bij een hoger risico fonds groter is. Dit is echter ook niet het geval. Een andere verklaring zou kunnen zijn dat de 'upfront' fees van een Value-add dan wel Opportunistic fonds lager zijn en dat om dit te compenseren de grenswaarden van deze stijlen lager zijn dan de Core fondsen. Dit blijkt echter niet volledig uit de tabel: de verschillen in de base management, acquisitie en dispositie fee tussen de diverse stijlen zijn niet noemenswaardig. Daarom zou gesteld kunnen worden dat ofwel de grenswaarden voor Value-add en Opportunistic fondsen omhoog moeten ofwel de grenswaarden voor Core fondsen en Value-add fondsen omlaag moeten.

In deze tabel zijn nog een aantal andere interessante zaken op te merken:

- Het verschil in de rendementsverwachtingen tussen Core en Value-add fondsen is een stuk kleiner dan het verschil tussen Value-add en Opportunistische fondsen.

Verder is het zo dat de grafiek van paragraaf 4.3 aangeeft dat de netto rendementen van Core fondsen tussen de 5-10%, Value-add tussen de 10-15% en Opportunistic tussen 15-20%+ dienen te liggen. Als dit vergeleken wordt met onze sample dan lijken voornamelijk de rendementen van de Core fondsen iets aan de hoge kant te liggen. Dit zou kunnen liggen aan het feit dat de rendementen van vastgoedfondsen afgenomen zijn gedurende de laatste jaren, omdat de startdata van de Core fondsen gemiddeld genomen in 2002 liggen en die van de Value-add en Opportunistic fondsen in 2004. Hier zou wellicht nader onderzoek meer uitsluitsel kunnen geven

- Uit de onderliggende data blijkt dat 100% van de Opportunistic en ongeveer 85% van de Value-add fondsen of een base management fee op gecommiteerd kapitaal hebben of een acquisitie fee. Bij Core fondsen is dit slechts 43% het geval. Dit heeft te maken met het feit dat 86% van de Core vastgoedfondsen uit het onderzoek bij aanvang van het fonds al vastgoed hebben, terwijl dit slechts voor 46% bij Value-add en voor 20% bij de Opportunistic fondsen het geval is. In het geval van de aanwezigheid van vastgoed ontvangt het management altijd een management fee over het geïnvesteerde vermogen om zo de salariskosten te kunnen dekken. Om hetzelfde te bewerkstelligen als er initieel geen vastgoed aanwezig is moet er dus een fee zijn bij de acquisitie dan wel op gecommiteerd kapitaal.

Zoals eerder gemeld heeft INREV ook een onderzoek gedaan naar de fee kosten bij 83 private vastgoedfondsen in Europa²⁹. De onderstaande tabel geeft hiervan een samenvatting:

INREV	Base man fee % invested equity	Acquisition fee % acquisition costs	Disposal fee % sale price	Return % before fees	Return % after fees	Performance hurdle %	Promote	Total fee % invested equity
Core	NA	2,0%	1,0%	9,7%	8,2%	10,6%	17,9%	1,6%
Value-add	1,5%	0,9%	0,7%	13,9%	11,8%	10,4%	18,2%	2,2%
Opportunistic	1,6%	0,0%	0,0%	21,8%	18,2%	10,7%	20,0%	3,6%
Total	1,5%	1,5%	0,9%	15,7%	13,2%	10,5%	18,4%	2,5%

Indien we deze tabel vergelijken met de tabel van het eigen onderzoek, vallen een aantal interessante zaken op:

- De base management fee komt in grote lijnen overeen met het eigen onderzoek. De acquisitie en dispositie fees echter lijken in behoorlijke mate te verschillen. Dit is echter maar schijn aangezien dit onderzoek niet het gemiddelde van deze variabelen bij alle vastgoedfondsen meeneemt maar slechts in die gevallen waar een acquisitie en/of dispositie fee voorkomt. Indien hiervoor gecorrigeerd wordt sluiten de cijfers wel in grote lijnen bij elkaar aan
- De totaal verwachte rendementen en de totale fee kosten zijn behoorlijk verschillend. Dit kan diverse oorzaken hebben. Bijvoorbeeld voor wat betreft de verwachte rendementen omdat de fondsen een ander startjaar hebben, waarbij in de tijd de verwachtingen ten aanzien van het rendement verschillen. Voor het verschil in fee kosten kan de verklaring gegeven

²⁹ INREV, Management fees & terms study – results update, April 2006

worden dat INREV een ander fee model gebruikt dan in het door mij gehanteerde model in het in deze masterproof behandelde onderzoek. De reden voor het niet gebruiken van het fee model van INREV is dat dit model momenteel een aantal tekortkomingen heeft:

- a. het INREV model houdt geen rekening met de verschillende holdingperioden van het vastgoed (bijvoorbeeld een Opportunistic fonds probeert zo snel mogelijk het vastgoed te verkopen terwijl dit bij Core fondsen juist niet het geval is)
 - b. Beide modellen gebruiken een vast percentage om de base management fee te berekenen. Het INREV model berekent echter de base management fee altijd op de kostprijs van het eigen vermogen in tegenstelling tot de marktwaarde van het eigen vermogen. In een stijgende markt waarbij de waarde van het vastgoed toeneemt, is daardoor de absolute waarde van de fee te laag
 - c. Het INREV model berekent het jaarlijkse rendement op het eigen vermogen op een verkeerde manier. Het INREV model vermenigvuldigt namelijk het geëiste rendement op het eigen vermogen voor aftrek van fee kosten met het eigen vermogen na aftrek van alle fee kosten. Een oplossing hiervoor is bijvoorbeeld om het geëiste rendement op het eigen vermogen na aftrek van fee kosten te nemen
 - d. Het INREV model hanteert slecht één base management fee gedurende de commitment periode³⁰ en één fee na deze periode. Tijdens de commitment echter gelden in de praktijk twee verschillende fees: één voor het geld dat gecommiteerd maar nog niet geïnvesteerd is en één voor het geld dat wel geïnvesteerd is binnen de commitment periode. Hieruit kan dus een verschil ontstaan
- De grenswaarden (“hurdle rate”) en het performance fee percentage (“promote”) verschillen niet veel van elkaar

Met de directie van INREV zijn diverse interviews gehouden en de bevindingen van het onderzoek zijn met haar gecommuniceerd, in het bijzonder met betrekking tot de omissies in het door haar gehanteerde feemodel. Hierbij kunnen de volgende aanbevelingen gedaan worden:

- Per fonds rekening houden met de verschillende holdingperioden door een aanname per stijl te nemen m.b.t. hoe lang het vastgoed in het fonds aangehouden zal worden
- Base management fee afhankelijk maken van de marktwaarde van het vastgoed

³⁰ De commitment periode is de periode bij een closed-end fonds gedurende welke de manager het hem toevertrouwd geld mag beleggen. Na deze periode kan hij het geld niet meer van de beleggers eisen

- Het verwachte rendement op eigen vermogen voor fee kosten vermenigvuldigen met het geïnvesteerde vermogen. Hierna de fee kosten per jaar er vanaf trekken om zo de marktwaarde van het eigen vermogen na fee kosten op jaarlijkse basis te bepalen
- Modelleren van de twee base management fees binnen de commitment periode: één op gecommiteerd en één op geïnvesteerd vermogen

5.8 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn de hypothesen, methodologie, de data en de uitkomsten van het onderzoek bij 42 Europese private vastgoedfondsen beschreven. Hierbij zijn de drie selectiecriteria, track record van de manager, corporate governance en fee kosten nader geanalyseerd om een antwoord te geven op de in hoofdstuk 1 geformuleerde stellingen. Hierbij konden drie hypothesen bevestigd en twee hypothesen verworpen worden. Verder is duidelijk geworden dat het onderzoeksmodel van INREV naar de fee kosten bij vastgoedfondsen enkele onjuistheden kent, die in de toekomst opgelost moeten worden. Hiervoor zijn enkele aanbevelingen gedaan. Tenslotte zijn andere aanbevelingen die voortkomen uit het onderzoek in de Executive Summary opgenomen.

HOOFSTUK 6: SAMENVATTING

In het eerste hoofdstuk is de probleemstelling van deze masterproof besproken:

Welke criteria zijn voor institutionele beleggers van belang om een keuze te maken bij de selectie van niet-beursgenoteerde Europese vastgoedfondsen?

Tevens zijn de onderzoeksopzet en de totstandkoming van de in de loop van het onderzoek geformuleerde hypothesen aan de orde gekomen. Daarnaast zijn de opbouw en de afbakening aangegeven om de probleemstelling en hypothesen uit te werken.

In hoofdstuk twee is een korte introductie gegeven van de wereld van de Europese private vastgoedfondsen. Dit is gebeurd door in eerste instantie de grondbeginselen van een vastgoedfonds te behandelen. Vervolgens is gekeken naar de redenen van beleggers om in private vastgoedfondsen te beleggen. Hierbij bleken toegang tot expert management en diversificatievoordelen het zwaarst te wegen. Ook zijn de factoren aan de orde gekomen waarom beleggers niet in private vastgoedfondsen willen beleggen. Aan het einde van dit hoofdstuk zijn de grootte van de Europese private vastgoedfondsenmarkt en de institutionele vastgoedbeleggingsmarkt beschreven.

De basis voor een betrouwbare selectie van private vastgoedbeleggingen is een gedegen beleggingsproces. Vandaar dat in hoofdstuk drie zes verschillende fasen van het beleggingsproces voor niet beursgenoteerde vastgoedfondsen behandeld zijn: (1) origination, (2) screening, (3) negotiation & structuring, (4) due diligence, (5) formal approval en (6) closing. Deze fasen zijn ontleend aan het beleggingsproces voor private vastgoedfondsen bij Stichting Pensioenfonds ABP.

In hoofdstuk vier is op basis van het door INREV uitgevoerde onderzoek de probleemstelling beantwoord door een uitvoerige beschrijving te geven van de zeven belangrijkste selectiecriteria voor institutionele beleggers: (1) track record manager, (2) stijl, (3) sector, (4) locatie, (5) corporate governance, (6) structuur en (7) feekosten van het vastgoedfonds. De beschrijving en analyse van deze criteria is gebaseerd op de eigen interpretatie van de auteur.

In hoofdstuk vijf heeft de schrijver van de masterproof een onderzoek verricht onder 42 Europese private vastgoedfondsen. Hierbij zijn de hypothesen, methodologie, de data en de uitkomsten van het onderzoek beschreven. Vervolgens zijn drie meest algemene selectiecriteria, t.w. track record van de manager, corporate governance en fee kosten, nader geanalyseerd om de hypothesen te toetsen. De belangrijkste uitkomsten hiervan zijn de volgende:

- In de institutionele beleggingswereld is het hebben van een goed track record in Europa een vereiste om een privaat vastgoedfonds succesvol op te richten

- Beleggers geloven niet in onafhankelijke bestuurspersonen voor Advies Commissies. Als gevolg hiervan bestaan de meeste Advies Commissies uit vertegenwoordigers van de beleggers zelf
- Corporate governance laat bij de meeste fondsen te wensen over. Hierbij is het opvallend dat bij Opportunistic fondsen de corporate governance nog de hoogste score oplevert
- De managementkosten van Opportunistic fondsen zijn voor meer dan de helft afhankelijk van de prestaties van het fonds. Dit is bij Core & Value-add fondsen niet het geval. Het lijkt er derhalve op dat de managers van de Core en Value-add fondsen minder gemotiveerd zijn om aan actief portfoliomanagement te doen
- De grenswaarden van zowel Core, Value-add als Opportunistic fondsen liggen dicht bij elkaar rond de 10-11%. Dit is vreemd aangezien men verschillen zou verwachten als gevolg van een verschillend rendement / risico profiel per stijl.

Naast de bovengenoemde uitkomsten aan de hand van de hypothesen zijn er nog een aantal andere interessante bevindingen uit het onderzoek naar voren gekomen:

- Stemrecht van de leden in de Advies Commissies is zeer beperkt, de leden mogen in een privaat vastgoedfonds maar over een beperkt aantal strategische zaken meebeslissen
- Investeringscriteria geven zelden minimale richtlijnen voor het initiële en verwachte rendement van het vastgoed
- Managers kunnen nauwelijks ontslagen worden bij slechte prestaties. Dit is opmerkelijk in een samenleving die steeds meer gericht is op het bevorderen van prestaties
- Exclusiviteitsrechten van fondsen om concurrentie te voorkomen, laten te wensen over. Daardoor is het mogelijk dat managers meerdere investeringsvehikels hebben met het risico, dat deze met elkaar gaan concurreren

Tenslotte is duidelijk geworden dat het onderzoeksmodel van INREV naar de fee kosten bij vastgoedfondsen enkele onjuistheden kent, die in de toekomst rechtgezet dienen te worden. Hiervoor zijn enkele aanbevelingen gedaan. Overige aanbevelingen ten aanzien van de uitkomsten van het onderzoek zijn in de Executive Summary opgenomen.

Literatuurlijst

- Baarda, D.B., De Goede, M.P.M, Methoden en Technieken, 1999
- Baum, A., Commercial real estate investment, 2002
- Berle, Adolf A., Jr. en Gardner C. Means, The Modern Corporation and private property, Macmillan, New York, 1932
- Cadbury, Adrian, The Financial Aspects of Corporate Governance, British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992.
- Degryse, H. en A. de Jong, Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial discretion?, ERIM, Report Series, Research in Management, 2001
- Eichholtz, P., Koedijk, K., Schweitzer, M., Testing international real estate investment strategies, LIFE working paper, 1996
- Geltner, D. en Miller, M., Commercial Real Estate Analysis and Investments, 2001
- Gieling, J., Besloten Fonds Vastgoedbeleggingen, scriptie MRE, augustus 2001
- Hartzell, D., Eichholtz, P., Selender, A., Economic diversification in European real estate portfolios, Journal of Property research, 1993
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, 1976
- INREV, Businessplan 2005-2008, 2006
- INREV, Corporate Governance Principles and Guidelines, 2006
- INREV Definitions Working Group, Proposed Core Definitions, May 2006
- INREV, Investment Intentions Survey 2006, 2006
- INREV, Management fees & terms study – results update, April 2006
- INREV, Pilot survey on equity capital flows to the European non-listed real estate market in 2005, 2006
- Mangelmans, W.G., Het perspectief van de Europese markt voor private vastgoedfondsen, scriptie MSRE, 28 maart 2005
- Mathiesen, Henrik, “Managerial Ownership and Financial Performance,” Ph.D. dissertation, Copenhagen Business School, 2002
- Meyer, T. en Mathonet, P., Beyond the Jcurve – Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, 2005
- Myers, S. en Nicolas Mailuf, Corporate Financing and Investment Decisions; when Firms have Information that others do not have, Journal of Financial Economics 13, 187-221, 1984
- OECD (1999), OECD Principles of Corporate Governance, April 19
- Oxford Property Consultants, Bi-annual report, January 2006
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, LII, 2, 737-783, 1997.
- Spencer, O.L., Investing in European focussed opportunity funds, scriptie MRE, augustus 2000
- Terhorst, W.J.L. Terhorst, Strategisch benchmarken van Europese asset managers, scriptie MRE, augustus 2004

BIJLAGE 1: Due diligence check list

National Pensions Reserve Fund

Property Investment: Manager Questionnaire

EXECUTIVE SUMMARY

Name of Investment
Investment Structure
Geographic Region
Style (Core/Value Add/Oppportunistic)

Maximum Fund Size (Gross)
Maximum Equity Commitments
Current Equity Commitments

Forecast Return - Gross
Forecast Return - Net
Income Return - Gross
Income Return - Net
Form of income distributions (interest or dividend)
Form of capital repayments

Please comment on current market conditions
Please provide a summary of the proposed investment strategy
Please describe briefly the proposed investment approach
What investment restrictions will apply?
What are the likely exit strategies that will be implemented
How much equity will be drawn on Day 1?

Management Track Record
Personnel Changes from Previous Funds
Level and form of Co-investment

Other Investors
Repeat Investors (Amount)

Leverage
Average Cost of Debt
Portion of Debt - Fixed

Summary of Opportunity
Key Attractions
Key Risks

What is the annual management fee?
Is there a performance fee? If so how is it structured?
Will investors be liable for other fees e.g. entry fee?
What other fees is the manager entitled to charge the fund e.g. acquisition/disposal fees?
Will the Fund be liable for the establishment costs of the Fund? If so please indicate how much these will be and if there is a cap.

SECTION 1 - MANAGEMENT

The Organisation

Please provide details of the ownership of your organisation and specify what proportion of the organisation is owned by the management team.

How would you categorise your organisation? i.e. fund manager/property company/other

Personnel

Please provide detailed CV's for each of the senior management team.

Should we progress our due diligence can client references of each member of the senior management team be made available?

Please provide an organisational chart of the team and explain clearly who is responsible for each aspect of the business.

How many years has each member of the senior management team been in place?

Please set out team members that have departed in the last 3 years and indicate briefly what their primary responsibilities were.

Key man provisions

Who are the "key men"?

Are there any provisions that investors may invoke should any of these key men cease to be involved with the fund

Track Record

Please provide details of how equivalent funds have performed in recent years. Please indicate what performance has been on a leveraged and non-leveraged basis.

Please indicate how quickly investor's equity was deployed in previous funds, indicating the amount of equity placed in the market and what proportion was drawn at 1; 2 and 3 year intervals after the first closing date.

How many transactions, sales and purchases, have been executed in each of the last 3 years? Please provide a breakdown.

Please provide independently verifiable data indicating how all recent purchases have performed and returns delivered from sales. Please indicate what performance has been on a leveraged and non-leveraged basis.

Please provide a brief synopsis of a selection of deals, including examples of a strong outperformer; a market performer and an underperformer. Please highlight in each case the lessons learnt.

How do you believe you add value? Please provide examples.

Has the existing management team an established track record in managing this type of vehicle? Please provide details.

Manager co-investment

Will the management team be investing alongside investors?

Please specify the potential maximum and minimum levels of co-investment both in monetary and percentage terms.

Please provide details of which executives will be investing and in what proportions.

How is this co-investment financed? i.e. is it straight equity contributions or does the organisation provide it as part payment of individual's bonuses

Resources

What activities are undertaken in-house and how are these resourced?

Is property management undertaken in-house or out-sourced?

Research Capability

Please describe how you undertake research.

Do you have a dedicated in-house research team?

What research services do you subscribe to?

Key Strengths

Please list 3 factors that set your organisation apart from your competitors.

SECTION 2 - CLIENTS

Client Base

Can you provide a list of existing or previous investors that we may contact should we wish to pursue our due diligence (both repeat and non-repeat investors).

If this is a successor fund please indicate how many investors from previous funds will be re-investing.

Please provide a list of existing clients with particular reference to pension funds.

Profile of other investors

Please provide an analysis of existing/committed investors to the Fund, in terms of size of commitment and profile. If possible please provide the names of these investors

SECTION 3 - INVESTMENT PROCESS

Investment Philosophy

Please describe your investment philosophy and style of investment.

Please describe your internal decision making and management process. Are any internal papers available for review?

Investment Approach

How would you describe your investment approach e.g. is it sector focused or diversified?

What are the main principles that underpin your investment rationale?

Please describe, briefly, the process you apply to formulate your investment strategy?

Please outline what your "triggers" are for buy/sell decisions.

SECTION 4 - INVESTMENT STRATEGY

The Opportunity

What is the Fund investment objective?

Please summarise in one paragraph what you believe to be the investment opportunity.

Investment Strategy

How do you intend to return capital to investors? i.e. What is the Fund exit strategy?

What is your view of current market pricing?

Will the Fund contain any seed assets? If so please provide brief details.

What are the principle attractions of the seed portfolio?

Do you have an expectation of the portfolio profile in terms of sector allocations; lot size; income return; yield etc?

How many investments do you expect to make?

What investment restrictions apply (e.g. in terms of geographic split; lot size considerations; sector allocation etc.)?

Deal Sourcing Capability

How do you source investment opportunities?

Do you keep a record of opportunities?

How do you filter opportunities? i.e. what are the critical factors you look for in a deal?

How would you describe your market presence?

How many deals are currently in the pipeline?

How quickly would you expect to fully draw all equity?

The Return Profile

What is the expected and targeted performance of the Fund?

Do these return expectations take account of all leakage i.e. in terms of performance fees, taxes and other costs?

How would you characterise the Fund (core; core plus/value add or opportunity)?

Please specify what level of income return you expect to distribute and how this will build up from year 1 through to termination.

Please provide a clear analysis of how the fund return is built up

How long do you expect it to take from first closing for the return profile of the Fund to stabilise?

What proportion of gross income do you expect will be leaked in the form of fees; costs and expenses?

Will there be a J Curve and what is your expectation in terms of length and depth?

In analysing potential deals what are the critical factors you consider?

Risk controls

What are the key risks with this investment?

How do you propose to control these risks?

Bijlage II: UITKOMSTEN ONDERZOEK

In de hierna volgende sheets zullen alle ruwe data van het onderzoek aan de orde komen. Aan de hand van deze data zijn de uitkomsten in hoofdstuk vijf berekend.

General data

No	Name	Sponsor Domicile	Manager domicile	Style	Target Investors	# Investors	Launch year	Commitment period	Termination year	Maturity	Extension	FundStructure	TargetSector	TargetZone
1	Core fonds	Luxembourg	United States	Core	Institutional	21	1999	2006	2009	10	No	Finite	Industrial	Europe
2	Core fonds	Netherlands / Austria	Netherlands	Core	Institutional	<10	2005	2008	2012	7	Yes	Finite	Retail	Central Europe
3	Core fonds	Guernsey	Netherlands	Core	Institutional	12	2000	2003	2010	10	No	Finite	Retail	Southern Europe
4	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	16	2002	2004	2010	8	No	Finite	Industrial	Europe
5	Core fonds	Netherlands	Portugal	Core	Institutional	4	2003	2006	2013	10	No	Finite	Retail	Europe
6	Core fonds	Guernsey	UK	Core	Institutional	NA	2005	NA	2015	10	Yes	Finite	Retail	UK
7	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	15	1998	NA	2008	10	No	Finite	Office	Single country
8	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	7	2002	2010	2010	8	Yes	Finite	Residential	Netherlands
9	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	16	2003	2006	2013	9	Yes	Finite	Retail	Eurozone
10	Core fonds	Jersey	UK	Core	Institutional	5	2004	NA	2014	10	Yes	Finite	Retail	UK
11	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	13	2000	2003	2007	7	No	Finite	Industrial	Eurozone
12	Core fonds	UK	UK	Core	Institutional	NA	2002	2016	2016	14	Yes	Finite	Retail	UK
13	Core fonds	Luxembourg	France	Core	Office	2	2005	2007	2013	8	Yes	Finite	Office	France
14	Core fonds	Netherlands	Netherlands	Core	Institutional	<10	2005	2010	2012	7	Yes	Infinite	Residential	Amsterdam
15	Value-add fonds	Denmark	Sweden	Value Added	Retail & institut	26	2004					Infinite	Diversified	Denmark
16	Value-add fonds	Luxembourg	France	Core+Value Add	Institutional	3	2005	2006	2011	6	No	Finite	Office	France
17	Value-add fonds	UK	Netherlands	Value Added	Institutional	10	2004	2006	2011	7	Yes	Finite	Industrial	Eurozone
18	Value-add fonds	United States	UK	Value Added	Institutional	NA	2004	2007	2011	7	No	Finite	Diversified	Eurozone
19	Value-add fonds	Netherlands	Netherlands	Value Added	Institutional	3	2004	2007	2009	5	Yes	Finite	Retail	Southern Europe
20	Value-add fonds	Guernsey	Netherlands	Value Added	Institutional	15	2004	2007	2016	12	Yes	Finite	Diversified	Eastern & Central Europe
21	Value-add fonds	Norway	Sweden	Value Added	Retail & institut	NA	2005	NA	2015	10	Yes	Finite	Diversified	Norway
22	Value-add fonds	Luxembourg	United States	Value Added	Institutional	NA	2005	2008	2015	10	Yes	Finite	Diversified	Eastern & Central Europe
23	Value-add fonds	Luxembourg	UK	Value Added	Institutional	NA	2006	2009	2012	6	Yes	Finite	Diversified	UK
24	Value-add fonds	Netherlands	Netherlands	Value Added	Institutional	10	1997	NA	NA	NA	NA	Infinite	Other	Europe
25	Value-add fonds	Luxembourg	UK	Value Added	Institutional	11	2000	NA	2008	8	Yes	Finite	Retail	Southern Europe
26	Value-add fonds	Sweden	Sweden	Value Added	Retail & institut	NA	2006	NA	NA	NA	NA	Infinite	Diversified	Sweden
27	Value-add fonds	UK	UK	Value Added	Retail & institut	NA	2005	2008	2013	8	Yes	Finite	Diversified	Europe
28	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunity	Institutional	>10	2000	2006	2009	9	No	Finite	Diversified	Western Europe
29	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunity	Institutional	>10	2005	2011	2014	9	No	Finite	Diversified	Western Europe
30	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	15	2002	2005	2009	7	No	Finite	Diversified	Europe
31	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	>10	2005	2008	2013	8	Yes	Finite	Diversified	Europe
32	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	<10	2005	2009	2013	8	Yes	Finite	Diversified	Western Europe
33	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	<10	2005	2008	2013	8	Yes	Finite	Diversified	Europe
34	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	<10	2001	2004	2009	8	Yes	Finite	Diversified	Europe
35	Opportunistic fonds	United States	United States	Opportunistic	Institutional	<10	2001	2004	2007	6	Yes	Finite	Diversified	Europe
36	Opportunistic fonds	Luxembourg	France	Opportunistic	Institutional	NA	2005	2008	2011	6	Yes	Finite	Diversified	France
37	Opportunistic fonds	UK	Sweden	Opportunistic	Institutional	NA	2004	2007	2012	8	Yes	Finite	Diversified	Nordic
38	Opportunistic fonds	UK	UK	Opportunistic	Institutional	NA	2006	2010	2014	8	Yes	Finite	Diversified	Europe
39	Opportunistic fonds	Luxembourg	United States	Opportunistic	Institutional	NA	2002	2004	2009	7	Yes	Finite	Diversified	Eastern & Central Europe
40	Opportunistic fonds	Luxembourg	France	Opportunistic	Institutional	11	2005	2009	2012	7	Yes	Finite	Diversified	Paris
41	Opportunistic fonds	United States	Germany	Opportunistic	Retail and institutional	NA	2005	2008	2013	8	Yes	Finite	Residential	Germany
42	Opportunistic fonds	UK	UK	Opportunistic	Institutional	NA	2003	2006	2011	8	Yes	Finite	Diversified	Europe

General data

No	Name	VehicleDomicile	LegalType	TargetGAV €x mln	CurrentGAV €x mln	CurrentNAV €x mln	EquityCommitted €x mln	Gearing LTV %	Gross IRR* %	TargetIRR** %	Cost of debt %
1	Core fonds	Luxembourg	FCP	5.200	3.059	1.713	2.000	50%	15%	13%	5,5%
2	Core fonds	Luxembourg	Luxembourg Sarl	500	NA	NA	200	60%	15%	12%	5,5%
3	Core fonds	Guernsey	Limited Partnership	1.000	1.384	560	500	50%	15%	13%	5,5%
4	Core fonds	Netherlands	CV	500	375	188	250	50%	14%	12%	5,5%
5	Core fonds	Netherlands	BV	3.086	1965	1105	1080	65%	14%	12%	5,5%
6	Core fonds	Guernsey	Property Unit Trust	1.813	742	407	360	50%	14%	12%	5,5%
7	Core fonds	Netherlands	CV	555	364	261	250	45%	13%	11%	5,5%
8	Core fonds	Netherlands	FGR	4677	4.113	2.806	2.806	40%	13%	12%	5,5%
9	Core fonds	Netherlands	CV	1.000	465	465	500	50%	13%	11%	5,5%
10	Core fonds	Jersey	Property Unit Trust	524	207	200	200	50%	12%	10%	5,5%
11	Core fonds	Netherlands	BV	400	375	186	186	50%	12%	10%	5,5%
12	Core fonds	Jersey	Property Unit Trust	3328	2.340	1.331	1.331	60%	12%	10%	5,5%
13	Core fonds	Luxembourg	FCP	250	NA	NA	100	60%	12%	10%	5,5%
14	Core fonds	Netherlands	NV	253	NA	NA	215	15%	9%	8%	5,5%
15	Value-add fonds	Denmark	Limited Partnership	500	219	0	120	70%	12%	10%	5,5%
16	Value-add fonds	Luxembourg	FCP	313	NA	NA	125	60%	12%	10%	5,5%
17	Value-add fonds	Netherlands	CV	917	500	200	321	65%	15%	12%	5,5%
18	Value-add fonds	Luxembourg	FCP	1.429	1.429	NA	500	65%	15%	12%	5,5%
19	Value-add fonds	Netherlands	CV	1.000	75	NA	500	65%	18%	14%	5,5%
20	Value-add fonds	Guernsey	Limited Partnership	600	600	240	202	60%	18%	15%	5,5%
21	Value-add fonds	Norway	Limited Partnership	348	350	0	140	60%	18%	16%	5,5%
22	Value-add fonds	Luxembourg	FCP	1.000	NA	NA	350	65%	18%	14%	5,5%
23	Value-add fonds	UK	Limited Partnership	1.200	NA	NA	300	75%	18%	15%	5,5%
24	Value-add fonds	Netherlands	NV	1643	1.177	575	575	65%	18%	12%	5,5%
25	Value-add fonds	Luxembourg	FCP	850	600	425	332	50%	18%	15%	5,5%
26	Value-add fonds	Sweden	Limited Partnership	500	52	NA	21	60%	20%	16%	5,5%
27	Value-add fonds	UK	Limited Partnership	1.496	1.496	NA	374	65%	20%	17%	5,5%
28	Opportunistic fonds	United States	Limited Partnership	6.504	1.674	432	1.626	75%	25,0%	20%	5,5%
29	Opportunistic fonds	United States	Limited Partnership	8.000	NA	NA	2.000	75%	25,0%	21%	5,5%
30	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	2.000	743	220	430	75%	25,0%	20%	5,5%
31	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	2.000	NA	NA	500	75%	25,0%	20%	5,5%
32	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	6.667	NA	NA	1.000	85%	25,0%	20%	5,5%
33	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	1.980	569	73	495	80%	25,0%	20%	5,5%
34	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	1344	900	302	336	75%	25,0%	20%	5,5%
35	Opportunistic fonds	United States	Delaware Limited	1.200	NA	NA	300	75%	25,0%	20%	5,5%
36	Opportunistic fonds	Luxembourg	FCP	1.200	NA	NA	300	75%	25,0%	20%	5,5%
37	Opportunistic fonds	UK	Limited Partnership	1.500	431	68	321	65%	25,0%	20%	5,5%
38	Opportunistic fonds	Uk	Limited Partnership	5.000	NA	NA	1.000	80%	25,0%	18%	5,5%
39	Opportunistic fonds	Luxembourg	FCP	700	500	150	175	75%	25,0%	18%	5,5%
40	Opportunistic fonds	Luxembourg	FCP	1.013	NA	NA	405	60%	30,0%	24%	5,5%
41	Opportunistic fonds	United States	Limited Partnership	8.249	0	0	1.650	80%	25,0%	20%	5,5%
42	Opportunistic fonds	UK	Limited Partnership	2.000	NA	NA	400	80%	25,0%	20%	5,5%

FEE data

No	Name	Set-up fee % com equity	Placement fee % com equity	Base man fee %GAV	Base man fee % Commitment	Base man fee % invested equity	Acquisition fee % acquisition costs	Disposal fee % sale price	Perf Hurdle 1 %	Catch-up speed %	Catch-up profits %	Promote %	Total load* %	Back-ended** %
1	Core fonds	2,00%	1,00%	0,75%	0,00%	1,50%	0,00%	0,00%	12,00%	0,00%	0,00%	20,00%	2,12%	8%
2	Core fonds	1,25%	0,75%	0,60%	0,00%	1,50%	1,00%	0,50%	10,00%	NA	NA	20,00%	2,80%	15%
3	Core fonds	0,40%	0,00%	0,75%	1,50%	1,50%	1,00%	1,00%	10,00%	0,00%	0,00%	20,00%	2,45%	9%
4	Core fonds	0,80%	0,50%	0,75%	1,50%	1,50%	1,00%	1,00%	12,00%	0,00%	0,00%	20,00%	2,15%	0%
5	Core fonds	1,00%	0,00%	0,63%	0,00%	1,80%	0,00%	0,00%	11,00%	0,00%	0,00%	30,00%	2,30%	12%
6	Core fonds	2,36%	0,00%	0,50%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	11,00%	0,00%	0,00%	25,00%	2,17%	10%
7	Core fonds	0,50%	0,00%	0,83%	1,50%	1,50%	1,00%	0,00%	11,00%	NA	NA	20,00%	1,82%	1%
8	Core fonds	1,43%	0,00%	0,42%	0,00%	0,70%	0,00%	0,00%	NA	NA	NA	NA	1,05%	0%
9	Core fonds	0,50%	0,00%	0,75%	0,00%	1,50%	1,00%	0,00%	9,50%	0,00%	0,00%	20,00%	1,86%	1%
10	Core fonds	1,20%	0,00%	0,55%	0,00%	1,10%	0,00%	0,00%	11,00%	0,00%	0,00%	20,00%	1,27%	0%
11	Core fonds	0,00%	0,50%	0,85%	0,00%	1,70%	0,00%	0,00%	12,00%	NA	0,00%	15,00%	1,84%	0%
12	Core fonds	0,00%	0,00%	0,36%	0,00%	0,90%	0,00%	0,00%	10,00%	0,00%	0,00%	20,00%	1,13%	8%
13	Core fonds	0,50%	0,00%	0,44%	0,00%	1,10%	0,00%	0,00%	8,00%	0,00%	0,00%	20,00%	1,57%	28%
14	Core fonds	0,17%	0,00%	0,60%	0,00%	0,71%	0,00%	0,00%	8,00%	0,00%	0,00%	20,00%	0,78%	7%
15	Value-add fonds	0,42%	0,00%	0,50%	0,00%	1,67%	0,50%	0,00%	9,00%	0,00%	0,00%	7,50%	2,16%	2%
16	Value-add fonds	0,80%	0,00%	0,50%	0,00%	1,25%	0,40%	0,00%	8,00%	0,00%	0,00%	20,00%	2,09%	20%
17	Value-add fonds	1,09%	0,00%	0,60%	0,00%	1,71%	1,50%	0,00%	12,00%	0,00%	0,00%	20,00%	2,89%	0%
18	Value-add fonds	0,25%	2,00%	0,53%	0,00%	1,50%	1,00%	1,00%	NA	NA	NA	NA	2,92%	0%
19	Value-add fonds	0,40%	0,00%	0,75%	0,25%	2,14%	1,00%	1,00%	13,00%	0,00%	0,00%	20,00%	3,42%	5%
20	Value-add fonds	1,49%	0,00%	0,75%	0,00%	1,88%	1,00%	0,00%	14,50%	0,00%	0,00%	20,00%	2,71%	0%
21	Value-add fonds	0,95%	0,25%	0,30%	0,00%	0,75%	0,25%	0,00%	12,00%	0,00%	0,00%	10,00%	1,78%	32%
22	Value-add fonds	0,55%	0,00%	0,53%	0,00%	1,50%	1,00%	0,00%	11,00%	0,00%	0,00%	30,00%	3,40%	33%
23	Value-add fonds	0,75%	0,00%	0,38%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	14,00%	60,00%	20,00%	20,00%	2,72%	41%
24	Value-add fonds	0,00%	13,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	NA	NA	NA	NA	5,81%	0%
25	Value-add fonds	0,45%	0,00%	0,75%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	11,00%	0,00%	0,00%	30,00%	2,36%	35%
26	Value-add fonds	0,10%	0,00%	1,00%	0,00%	2,50%	0,00%	0,00%	9,00%	0,00%	0,00%	20,00%	3,73%	39%
27	Value-add fonds	0,20%	0,00%	0,53%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	9,00%	0,00%	0,00%	20,00%	3,34%	45%
28	Opportunistic fonds	1,00%	0,00%	0,31%	1,25%	1,25%	0,00%	0,00%	10,00%	70,00%	20,00%	20,00%	4,79%	62%
29	Opportunistic fonds	1,00%	0,00%	0,28%	1,10%	1,10%	0,00%	0,00%	10,00%	70,00%	20,00%	20,00%	4,34%	70%
30	Opportunistic fonds	1,00%	0,00%	0,38%	1,50%	1,50%	0,50%	0,00%	10,00%	66,67%	20,00%	20,00%	5,24%	56%
31	Opportunistic fonds	1,00%	0,00%	0,38%	1,50%	1,50%	0,33%	0,00%	9,00%	80,00%	20,00%	20,00%	5,34%	54%
32	Opportunistic fonds	1,00%	0,00%	0,23%	1,50%	1,50%	0,50%	0,00%	10,00%	60,00%	20,00%	20,00%	5,33%	55%
33	Opportunistic fonds	0,20%	0,00%	0,30%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	11,00%	70,00%	20,00%	20,00%	4,83%	62%
34	Opportunistic fonds	0,30%	0,00%	0,38%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	11,00%	70,00%	20,00%	20,00%	4,86%	62%
35	Opportunistic fonds	0,50%	0,00%	0,38%	0,00%	1,50%	1,00%	0,00%	9,00%	60,00%	20,00%	10,00%	5,43%	54%
36	Opportunistic fonds	0,50%	0,00%	0,38%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	10,00%	100,00%	20,00%	20,00%	4,91%	61%
37	Opportunistic fonds	0,31%	0,00%	0,58%	1,67%	1,67%	0,00%	0,00%	11,00%	60,00%	20,00%	20,00%	5,04%	59%
38	Opportunistic fonds	0,15%	0,00%	0,30%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	9,00%	60,00%	20,00%	20,00%	4,82%	62%
39	Opportunistic fonds	0,55%	0,00%	0,50%	2,00%	2,00%	0,00%	0,00%	12,00%	100,00%	20,00%	20,00%	5,44%	54%
40	Opportunistic fonds	0,02%	0,00%	0,60%	1,25%	1,50%	1,00%	0,75%	20,00%	0,00%	0,00%	20,00%	5,64%	14%
41	Opportunistic fonds	0,06%	0,00%	0,30%	1,50%	1,50%	0,00%	0,00%	10,00%	60,00%	20,00%	20,00%	4,79%	63%
42	Opportunistic fonds	0,21%	0,00%	0,30%	1,50%	1,50%	0,50%	0,00%	10,00%	50,00%	20,00%	20,00%	5,58%	52%

Notes:

* Total load is calculated by taking into account all fees to the manager. This calculation is done via a custom-made model

** this is the % of the total load that is depended upon the performance of the Fund

GOVERNANCE data

No	Name	Clear & complete investment guidelines	Independent Board	IB / AVA Voting on conflicts	IB / AVA voting outside criteria	Voorkeursrechten AvA koop/verkoop aandelen	Termination of Manager possible for Cause	Termination Manager not for Cause
1	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No
2	Core fonds	No	Yes	No	No	Yes	No	No
3	Core fonds	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
4	Core fonds	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
5	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
6	Core fonds	No	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No
7	Core fonds	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
8	Core fonds	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes
9	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
10	Core fonds	No	No	No	No	No	Yes	No
11	Core fonds	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No
12	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No
13	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No
14	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
15	Value-add fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	No
16	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
17	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
18	Value-add fonds	No	Yes	No	NA	No	Yes	No
19	Value-add fonds	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
20	Value-add fonds	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
21	Value-add fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	No
22	Value-add fonds	No	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
23	Value-add fonds	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
24	Value-add fonds	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes
25	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
26	Value-add fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	No
27	Value-add fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	Yes
28	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
29	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
30	Opportunistic fonds	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
31	Opportunistic fonds	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
32	Opportunistic fonds	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
33	Opportunistic fonds	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
34	Opportunistic fonds	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
35	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	Yes
36	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	Yes
37	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	Yes
38	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	No	Yes	Yes
39	Opportunistic fonds	No	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
40	Opportunistic fonds	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No
41	Opportunistic fonds	No	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes
42	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	No

GOVERNANCE data

No	Name	Manager co-investment	Man man fee > 50% back-ended	Base man fee indep external valuation?	External valuation	Exclusivity vehicle	Pre-emptive vehicle	Annual audited accounts	Clear exit strategy	Key man provision?
1	Core fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
2	Core fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
3	Core fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
4	Core fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
5	Core fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
6	Core fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
7	Core fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
8	Core fonds	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
9	Core fonds	Yes	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No
10	Core fonds	No	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
11	Core fonds	No	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
12	Core fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
13	Core fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
14	Core fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
15	Value-add fonds	No	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
16	Value-add fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
17	Value-add fonds	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
18	Value-add fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
19	Value-add fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No
20	Value-add fonds	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
21	Value-add fonds	No	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
22	Value-add fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes
23	Value-add fonds	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	No
24	Value-add fonds	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes
25	Value-add fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
26	Value-add fonds	No	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No
27	Value-add fonds	Yes	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes
28	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
29	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
30	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
31	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
32	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
33	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	Yes	Yes
34	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	Yes	Yes
35	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No
36	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No
37	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
38	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	No	No
39	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
40	Opportunistic fonds	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No
41	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	Yes	Yes
42	Opportunistic fonds	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	No	Yes

Track record Manager data

No	Name	Experience with style	Realised RE returns > target	Dedicated team	Depth in organisation	Experience with institutional clients	Seed assets
1	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
2	Core fonds	Yes	No	No	Yes	No	Yes
3	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
4	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
5	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
6	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
7	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
8	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
9	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
10	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
11	Core fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
12	Core fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
13	Core fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No
14	Core fonds	Yes	No	No	Yes	No	Yes
15	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
16	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
17	Value-add fonds	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes
18	Value-add fonds	No	NA	No	Yes	Yes	No
19	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
20	Value-add fonds	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
21	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	No	No
22	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
23	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
24	Value-add fonds	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
25	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
26	Value-add fonds	Yes	Yes	No	Yes	No	No
27	Value-add fonds	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
28	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
29	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
30	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
31	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
32	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
33	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
34	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
35	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
36	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
37	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
38	Opportunistic fonds	No	Yes	No	Yes	Yes	No
39	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
40	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
41	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
42	Opportunistic fonds	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No

BIJLAGE III: VOORBEELD FEE MODEL

Deze bijlage dient als voorbeeld te geven hoe de berekening van de management kosten gemaakt zijn. Hierbij geeft de onderstaande sheet de input variabelen weer. De tweede sheet geeft de berekeningen.

Investment Schedule Fund				
	Investments			
	Major LP	Minor LP	GP	Total
Percent Interest	20,0%	60,0%	20,0%	100,0%
Total Investment	\$50,0	\$150,0	\$50,0	\$250,0
Investment 1	\$16,7	\$50,0	\$16,7	\$83,3
Investment 2	\$16,7	\$50,0	\$16,7	\$83,3
Investment 3	\$16,7	\$50,0	\$16,7	\$83,3

	Dates			Base	
	Start	Hold	End	Cur Pay	IRR
Total Investment					
Investment 1	1	6	7	6,0%	15,0%
Investment 2	2	6	8	6,0%	15,0%
Investment 3	3	6	9	6,0%	15,0%
Investment Period	3			Fund IRR	15,0%

	Fund 1	Fund 2	Fund 3	Fund 4
	#1	#2	#3	#4
Set-up cost + placement fee (% equity)	3,00%			
Ongoing organizational costs (% equity)	0,00%			
Acquisition Fee (on total assets)	0,00%			
Loan-to-Value	50,00%			
Mngt Fee Incl as Capital Contribution	Y			
Mngt Fee on Invested Only	Y			
Mngt Fee on Equity PLUS Debt	Y			
Mngt Fee Investment Period	0,75%			
Mngt Fee Post Investment Period	0,75%			
Recurring Management Fee	\$0,00			
ABP Ownership of GP	0,00%			
Disposition Fee	0,00%			
1st Tier Preferred Return	12%			
Catchup after 1st Preferred Return	0%			
Promote after 1st Preferred Return	20%			
2nd Tier Preferred Return	0%			
Catchup after 2nd Tier Preferred Return	0%			
Promote after 2nd Tier Preferred Return	0%			
3rd Tier Preferred Return	0%			
Catchup after 3rd Tier Preferred Return	0%			
Promote after 3rd Tier Preferred Return	0%			
Total Profits After Mngt Fee	\$64,1			
Total LP Cash Flow	\$62,4			
Total GP Cash Flow	\$1,7			
Investors' IRR	12,9%			
GP IRR	16,1%			
Tax Drag on IRR	0,0%			
Total Fees	212 bp			
% of Fees from Management Fee	63%			
% of Fees from Acquisition Fee	0%			
% of Fees from Set-up & Placement Costs	30%			
% of Fees from Organizational Costs	0%			
% of Fees from Disposition Fee	0%			
% of Fees from Promote Fee	8%			
Total Fees as % of Gross Return	14,2%			

Notes:

- Major Limited Party ("LP") is de belegging van de investeerder zelf. Minor LP is de belegging van andere beleggers. The General Partner ("GP") is de manager zelf die ook in het fonds kan beleggen
- Holding period van een investering is de tijdsperiode dat het fonds een specifieke vastgoedbelegging in het fonds houdt. In dit model is er van uitgegaan dat er drie assets aanwezig zijn. Hierbij is Start het startjaar en End het jaar dat er verkocht wordt
- Cur(rent) pay zijn de tussentijdse dividend betalingen van het fonds
- IRR is het bruto rendement van het fonds na vreemd vermogen financiering maar voor feekosten

Investment Management Fee		Return		Investment Schedule						Initial Value	Sales Price		
Acquisition Fee	0.00%	Total Fee	2.12%	Total Investment	\$50.0	Invest	Return	Cur Pay	IRR	\$100.0	\$99.8		
Set-up cost + placement fee (% equity)	3.00%	Mngt Fee	1.33%	Investment 1	\$16.7	1	7	6.0%	15%	\$33.3	\$33.3		
Ongoing organizational costs (% equity)	0.00%	Acq Fee	0.00%	Investment 2	\$16.7	2	8	6.0%	15%	\$33.3	\$33.3		
Mngt Fee Investment Period	0.75%	Org Expenses	0.63%	Investment 3	\$16.7	3	9	6.0%	15%	\$33.3	\$33.3		
Mngt Fee Post Investment Period	0.75%	Pursuit Costs	0.00%	Investment Period		3							
Recurring Management Fee	\$0.00	Disp Fee	0.00%										
Disposition Fee	0.00%	Promote	0.17%										
1st Tier Preferred Return	12.00%												
Catchup after 1st Preferred Return	0.00%												
Promote after 1st Preferred Return	20.00%												
2nd Tier Preferred Return	0.00%												
Catchup after 2nd Tier Preferred Return	0.00%												
Promote after 2nd Tier Preferred Return	0.00%												
3rd Tier Preferred Return	0.00%												
Catchup after 3rd Tier Preferred Return	0.00%												
Promote after 3rd Tier Preferred Return	0.00%												
Total Profits	\$64.1												
Total LP Cash Flow	\$62.4												
Total GP Cash Flow	\$1.7												
	IRR	YR 0	YR 1	YR 2	YR 3	YR 4	YR 5	YR 6	YR 7	YR 8	YR 9	YR 10	YR 11
Investment 1	15%	-\$16.7	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$34.3	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0
Investment 2	15%	\$0.0	-\$16.7	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$34.3	\$0.0	\$0.0	\$0.0
Investment 3	15%	\$0.0	\$0.0	-\$16.7	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$1.0	\$34.3	\$0.0	\$0.0
Total Pre Fee Cash Flow	15.0%	-\$16.7	-\$15.7	-\$14.7	\$3.0	\$3.0	\$3.0	\$3.0	\$36.3	\$35.3	\$34.3	\$0.0	\$0.0
Total Invested Equity		\$16.7	\$33.3	\$50.0	\$50.0	\$50.0	\$50.0	\$50.0	\$33.3	\$16.7	\$0.0	\$0.0	
Total Invested Capital		\$33.3	\$66.7	\$100.0	\$100.0	\$100.0	\$100.0	\$100.0	\$66.7	\$33.3	\$0.0	\$0.0	
Management Fee:													
Equity PLUS Debt?	Y												
Investment Period	Y	\$0.25	\$0.50	\$0.75	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Post Investment Period		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.75	\$0.75	\$0.75	\$0.75	\$0.50	\$0.25	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Recurring Management Fee		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Total Management Fee		\$0.25	\$0.50	\$0.75	\$0.75	\$0.75	\$0.75	\$0.75	\$0.50	\$0.25	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Cash Flow Post Mngt Fee	13.7%	-\$16.92	-\$16.17	-\$15.42	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$35.77	\$35.02	\$34.27	\$0.00	
Mngt Fee Cost in BP	1.33%												
Acquisition Fee		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Set-up cost + placement fee (% equity)		\$1.50	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Ongoing organizational costs (% equity)		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Disposition Fee		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Cash Flow Post Fees (excl promote)	13.1%	-\$18.42	-\$16.17	-\$15.42	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$35.77	\$35.02	\$34.27	\$0.00	
Hurdle													
ABP Equity Balance BOP		\$0.0	\$18.42	\$36.79	\$56.63	\$61.17	\$66.26	\$71.96	\$78.35	\$51.98	\$23.20	\$0.00	
Hurdle		0	\$2.21	\$4.42	\$6.80	\$7.34	\$7.95	\$8.64	\$9.40	\$6.24	\$2.78	\$0.00	
Cash Flow IRR test	12.00%	-\$18.42	-\$16.17	-\$15.42	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$35.77	\$35.02	\$25.99	\$0.00	
ABP Equity Balance EOP	\$55.77	\$18.42	\$36.79	\$56.63	\$61.17	\$66.26	\$71.96	\$78.35	\$51.98	\$23.20	\$0.00	\$0.00	
Cash Flow post Hurdle		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$8.28	\$0.00	
Catchup													
Total Profits Distributed	\$0.00												
GP Catch up Percent	0%												
Amount of GP Catch up	\$0.00												
GP Catch up Rate	0%												
Cash Flow Need to Reach Catch up	\$0.00												
Catchup Balance BOP		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Catchup Balance EOP		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
GP Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
LP Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Cash Flow Post Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$8.28	\$0.00	
Cash Flow to Meet 2nd Tier Hurdle		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Promote GP Post Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$1.66	\$0.00	
LP Split Post Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$6.62	\$0.00	
	13%	-\$18.42	-\$16.17	-\$15.42	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$2.25	\$35.77	\$35.02	\$32.61	\$0.00	
2nd Tier Hurdle													
ABP Equity Balance BOP		\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	
Hurdle	0%	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	
Cash Flow	0.00%	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	
ABP Equity Balance EOP	\$1.7	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Amount Available for 2nd Level Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$8.28	\$0.00	
2nd Tier Catchup													
GP Cash Flow First Catchup	\$0.00												
GP Cash Flow First post Catchup Split	\$0.00												
Total Profits Paid to LP	\$0.00												
GP Catch up Percent	0%												
Amount of GP Catch up	\$0.00												
GP Catch up Rate	0%												
Cash Flow Need to Reach Catch up	\$0.00												
Catchup Balance BOP		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Catchup Balance EOP		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
GP Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
LP Catchup Payment		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
Cash Flow After 2nd Tier Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
GP Split #2		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	
LP Split #2		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Cash Flow Post Catchup		\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00