

Een kwalitatieve verkenning naar de bijdrage van assetmanagement op het rendement van commercieel vastgoed



Student Master of Real Estate, 2018-2020 – Amsterdam School of Real Estate
E.J. (Evert-Jan) Burggraaf

Datum
4 juli 2022

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	1
Managementsamenvatting.....	2
Hoofdstuk 1: Onderzoeksopzet.....	3
1.1 Aanleiding.....	3
1.2 Probleemstelling.....	3
1.3 Doelstelling.....	4
1.4 Hoofd- en deelvragen.....	4
1.5 Wetenschappelijke relevantie.....	4
1.6 Methodologische verantwoording.....	4
Hoofdstuk 2: Assetmanagement en rendement.....	7
2.1 Beleggen in vastgoed.....	7
2.2 Assetmanagement.....	10
2.3 Theoretische benaderingen van assetmanagement.....	11
2.4 Rendement.....	13
2.5 Samenhang van de begrippen risico, rendement en assetmanagement.....	15
2.6 Determinanten.....	16
2.7 Bijdrage aan het rendement.....	17
2.8 Conclusie.....	19
Hoofdstuk 3: Onderzoeksresultaten.....	20
3.1 Definitie, afbakening en taken assetmanagement.....	20
3.2 Waardering assetmanagement.....	21
3.3 Toegevoegde waarde.....	23
3.4 Rendement, risico en assetmanagement.....	25
3.5 Bijdrage van assetmanagement aan het rendement.....	26
Hoofdstuk 4: Conclusie.....	28
4.1 Reflectie.....	28
Bronvermelding.....	29

Bijlage 1: Overzicht activiteiten assetmanagement

Bijlage 2: Topiclijst interviews

Bijlage 3: Overzicht respondenten

Bijlage 4: Kwalitatieve analyse - codeboom

Voorwoord

Aan alles komt een eind. Zo ook aan mijn MRE studie aan de ASRE. Op het moment van schrijven leg ik de laatste hand aan mijn scriptie, die nu voor je ligt, over de bijdrage van assetmanagement aan het rendement. Een mooie, pittige afsluiter. Dit alles is ontstaan vanuit nieuwsgierigheid, is soms omgeslagen in verwondering en heeft uiteindelijk geleid tot een verslag van de zoektocht die ik heb doorlopen. En hiermee sluiten we een aantal mooie jaren af waarvan de volgende woorden me zullen bijblijven: leerzaam, persoonlijke groei, persoonlijke uitdaging en natuurlijk ook gezelligheid.

Voor die gezelligheid wil ik mijn studiegenoten en natuurlijk ook Wim en Wendy bedanken. Jullie maakten het leuker en daarmee ook makkelijker. Ik heb veel nieuwe mensen leren kennen en ook veel van anderen geleerd, juist door de verschillende achtergronden.

Tijdens het schrijven van mijn scriptie heeft Wim me met raad en daad terzijde gestaan. Dank daarvoor. Ook alle respondenten wil ik bedanken voor hun tijd en inzet. Jullie hebben me waardevolle inzichten opgeleverd. Ik hoop dat dit wederzijds is.

Een bijzondere dank naar Marjolein. Je hebt me de afgelopen periode veel moeten missen en thuis veel moeten opvangen. Maar dat niet alleen. Je hulp bij het uitwerken van de interviews, het doorlezen van de scriptie en de opmaak is onbetaalbaar. Dank daarvoor. Ook dank naar Rebecca en Nathan. Veel tijd had ik de afgelopen periode niet voor jullie door werk en studie. Jullie hebben het goed gedaan. Nu dit is afgerond, is er weer meer tijd om leuke dingen met elkaar te doen. We gaan ervan genieten!

Evert-Jan Burggraaf

Stolwijk, 4 juli 2022

Managementsamenvatting

Onderhavig onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek naar de bijdrage van assetmanagement op de organisatie. Gezien de premature stand van de literatuur en de beschikbaarheid van data is er gekozen om dit te doen door middel van een kwalitatief verkennend onderzoek, waarbij gepoogd is om op basis van de aanwezige theorie een beeld te vormen van de bijdrage van assetmanagement en dit te toetsen en te verrijken in de praktijk.

De interviews zijn afgenomen bij negen respondenten. De respondenten benaderen het onderwerp elk vanuit hun eigen expertise en kennis en hebben een achtergrond in de wetenschap, als head of assetmanagement, als CEO of als financier.

Op basis van de literatuur is een overzicht opgesteld van de invalshoeken, de determinanten en de invloed van de determinanten. De gemene deler binnen de definitie van assetmanagement is het toevoegen van waarde op objectniveau. Vanuit deze doelstelling is het ook eenvoudiger om assetmanagement te onderscheiden van de aanpalende managementgebieden in het vastgoed. Vanuit de modellen is met name het model dat comprehensive asset management beschrijft van belang. Comprehensive asset management heeft aandacht voor zowel de financiële kant van het management als de menselijke kant van het management. Kijkend naar de definitie met betrekking tot waarde toevoegen en de plaats centraal in de piramide zijn beide aandachtsgebieden van belang.

Vanuit het concept assetmanagement is het rendement nader bekeken. Daarin is belangrijk op te merken dat een outperformance op cash flow change (verandering van kasstroom) vaak ook leidt tot outperformance op het totaal rendement en dat toename van risico vraagt om additioneel management.

Het empirisch onderzoek bevestigt de literatuur in bovenstaande bevindingen. Actief management voegt waarde toe. Afhankelijk van de context kan de omvang van dit surplus verschillen. Inhoudelijk gezien wordt met name aandacht gevestigd op marktkennis en het opstellen en uitvoeren van het businessplan. Deze elementen vormen de kern van goed assetmanagement.

Het is enkel mogelijk om de determinanten te benoemen en niet om de bijdrage van de determinanten aan het rendement verder te benoemen.

Opvallend is dat assetmanagement meer wordt gewaardeerd naarmate assetmanagement dichterbij de organisatie staat. Tegelijkertijd is het goed om als sector te reflecteren op het nut en de bijdrage van assetmanagement om zo de bijdrage te behouden, te vergroten of te verplaatsen. Assetmanagement richt zich op de activiteiten en niet per definitie op een rol die deze activiteiten uitvoert.

Hoofdstuk 1: Onderzoeksopzet

Is Management an Off-Balance-Sheet Liability?

[Brealey, Myers & Marcus, 2017: p. 718, 719]

1.1 Aanleiding

De vraag die dit hoofdstuk opent, komt voort uit het boek *Corporate Finance* (Brealey et al., 2017). Het vormt de titel van een relatief korte paragraaf in een uitgebreid boek over de inrichting en activiteiten aangaande het totale kapitaal van een onderneming. Het vormt een interessante vraag waar ook voor de auteurs niet direct een antwoord op blijkt. Brealey et al. relateren bij deze vraag de marktwaarde van het bedrijf aan de waarde van de onderliggende assets. Als voorbeeld wordt genoemd dat beursgenoteerd vastgoed vaak voor een lagere waarde wordt verhandeld dan de waarde van de onderliggende assets. Het is onduidelijk waar deze *discount* vandaan komt. Een van de geopperde mogelijkheden is dat het verschil tussen marktwaarde en waarde van de assets de waarde van het management weergeeft. In geval van beursgenoteerd vastgoed wordt hiervoor dus de negatieve waarde van het management benadrukt. Deze discount op beursgenoteerd vastgoed is voor veel fondsen relatief structureel. Op het moment van schrijven geldt dit bijvoorbeeld voor bekende aan de Euronext genoteerde fondsen als Wereldhave en Klepierre.

Dit roept vragen op, zeker gezien de structurele onderwaardering van vastgoedfondsen en de breedte van het fenomeen. Daarmee heeft de vraag van Brealey et al. en de uitwerking ervan geleid tot mijn verwondering en nieuwsgierigheid naar de bijdrage van asset- en investmentmanagement op het rendement van commercieel vastgoed.

1.2 Probleemstelling

Hoewel de literatuur rondom assetmanagement in vastgoed vanuit organisatieoptiek de afgelopen jaren steeds verder groeiende is, ontbreekt het vooralsnog aan een *evidence based* studie die inzicht geeft in de bijdrage van assetmanagement op het rendement van direct vastgoed. Er zijn echter wel diverse studies die het onderwerp aanraken en gezamenlijk een beeld geven van de factoren die van invloed zijn op de performance van assetmanagement. Hieronder volgt een korte beschrijving van een aantal kwantitatief toetsende onderzoeken om een beeld te geven van de stand van zaken. Andonov et al. (2014) gaan nader in op het intern of extern managen van vastgoedinvesteringen voor pensioenfondsen. Een belangrijke conclusie is dat intern management leidt tot lagere kosten en betere benchmark resultaten. Baum en Farrelly (2009) gaan nader in op alpha's en beta's in relatie tot property fund investments. Hierbij staat de alpha voor managers performance. Feng et al (2011) gaat in op de "since acquisition IRR" in relatie tot investeerders sterkten en zwakten middels attributie analyse.

In een research paper voor ERES 2000 adresseert Baum (2000) het onderwerp als volgt: *After benchmarking has answered the question by how much we did out- (under-) perform the benchmark, there is an inevitable demand for 'portfolio analysis' which addresses the question: why did we out- (under-) perform the benchmark?* In de praktijk is het door de complexiteit van product en markt heel lastig de verschillende bijdragen aan het rendement op de juiste manier in beeld te brengen.

De verschillende onderzoeken geven een eerste inzicht in de verschillende determinanten die invloed hebben op de invloed van assetmanagement op het rendement van commercieel vastgoed. Een integrale benadering ontbreekt echter. Daarmee ontbreekt een cruciaal onderdeel om tot optimale afwegingen en besluitvorming te komen voor vastgoedorganisaties die beleggen in commercieel vastgoed. De oorzaak van deze kennisleemte kan mede gelegen zijn in beperkte beschikbaarheid van kwantitatieve data. Genoemde onderzoeken kunnen ook slechts stoelen op relatief beperkte data welke ook nog eens voornamelijk Angelsaksisch gericht zijn.

Op dit moment blijken er echter ook nog geen kwalitatieve studies beschikbaar voor zover de auteur dit heeft kunnen overzien. Dit onderzoek beoogt een bijdrage te leveren aan verdere integrale inzichten.

1.3 Doelstelling

De doelstelling van het onderzoek is om de bijdrage van assetmanagement op het rendement van direct vastgoed kwalitatief te verkennen in de praktijk..

1.4 Hoofd- en deelvragen

Wat is de invloed van de verschillende determinanten van asset- en investmentmanagement op het rendement van commercieel vastgoed?

Deelvragen:

Literatuuronderzoek

- Welke theoretische benaderingen van assetmanagement kunnen worden toegepast in relatie tot de bijdrage van assetmanagement op het rendement?
- Welke specifieke determinanten die invloed hebben op het rendement kunnen worden onderscheiden bij asset en investment managers?
- Wat zegt de literatuur over de bijdrage van specifieke determinanten aan het rendement?

Beschrijvend onderzoek

- Wat is de plaats en de rol van asset- en investment managers in de vastgoedmarkt?

Exploratief onderzoek

- Welke benaderingen van assetmanagement kunnen worden toegepast in relatie tot de bijdrage van assetmanagement op het rendement?
- Welke specifieke determinanten die invloed hebben op het rendement kunnen worden onderscheiden bij asset en investment managers?
- Wat kan uit de praktijk worden geconcludeerd over de bijdrage van determinanten aan het rendement?

1.5 Wetenschappelijke relevantie

In hoofdstuk 1.1 is een kort overzicht gegeven van de stand van zaken met betrekking tot onderzoeken die zich richten op de relatie tussen assetmanagement en rendement. Het laat zien dat er nog veel onderzoek nodig is om dit onderwerp beter in kaart te brengen. Het uitdiepen van dit onderwerp door middel van wetenschappelijk onderzoek helpt het vakgebied te ontwikkelen en richting te geven. De ambitie is om met dit onderzoek een overzicht te geven van de bijdrage van assetmanagement op het rendement bij investeringen in direct vastgoed en daarmee verdere ontwikkeling van assetmanagement als discipline te ondersteunen.

1.6 Methodologische verantwoording

Het onderzoek kwalificeert zich als kwalitatief verkennend onderzoek. Om een beeld te krijgen van de theoretische context wordt allereerst het begrip assetmanagement in relatie tot rendement onderzocht in de bestaande literatuur. Op basis van de bevindingen wordt een schema met de bevindingen uitgewerkt.

De bevindingen worden vervolgens kwalitatief getoetst door middel van kwalitatief onderzoek. De respondenten dragen bij vanuit een sleutelpositie in het vakgebied assetmanagement of vanuit een relevante wetenschappelijke context.

Interviewvorm

Voor de interviews is er gekozen voor het topic interview. Op basis van het literatuuronderzoek is een lijst met topics opgesteld die aan bod komen tijdens de interviews. Deze topiclijst is opgenomen als bijlage 2 van dit onderzoek. Afhankelijk van de achtergrond van de respondent wordt er doorgevraagd en worden de topics verder uitgediept.

Kwalitatieve analyse

Van de gesprekken is een woordelijk transcript opgesteld. De kwalitatieve analyse wordt uitgevoerd door middel van het thematisch coderen van de transcripten (Cloudt, 2022). De eerste stap hierin is het segmenteren van de data, waarbij de transcripten worden voorzien van codes en labels, ook wel open coderen (Baarda & Bakker, 2013). Vervolgens zijn de codes en labels gestructureerd door de codes met dezelfde thematiek te groeperen in categorieën. Dit proces, waarbij beide stappen steeds achter elkaar zijn doorlopen, heeft geleid tot het conceptuele model of de codeboom, zoals opgenomen als bijlage 3 van dit onderzoek.

Het doel van het onderzoek is het verkennen van de bijdrage van assetmanagement op het rendement van direct vastgoedinvesteringen. Op basis van het conceptuele model worden de uitkomsten systematisch beschreven.

Kwaliteit van de analyse

Bij kwalitatief onderzoek ligt de nadruk op validiteit en betrouwbaarheid op de transparantie in het proces dat is gevolgd. Om deze reden wordt gebruik gemaakt van de methode om de transcripten thematisch te coderen.

Om de geldigheid van de onderzoeksresultaten te vergroten en te controleren, is gebruik gemaakt van de volgende methoden (Baarda & Bakker, 2013):

Triangulatie

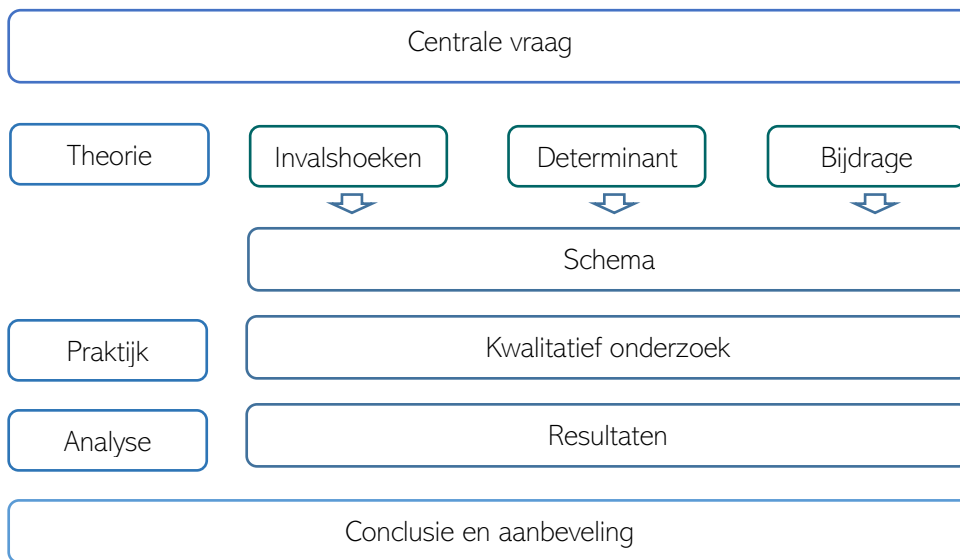
Op basis van de topiclijst zijn de uitkomsten van het theoretisch onderzoek steeds voorgelegd aan de verschillende respondenten, die elk vanuit hun eigen invalshoek, invulling hebben gegeven aan de topics.

Literatuurstudie

De literatuurstudie of het theoretisch onderzoek geeft een aantal invalshoeken, modellen en determinanten dat gedurende het kwalitatief onderzoek getoetst kan worden.

Onderzoeksmodel

Het onderstaande model geeft de structuur van het onderzoek weer. Onderstaand model helpt om de theorie te vertalen naar het empirisch onderzoek, waarbij de verschillende onderdelen ook als leidraad dienen voor de topiclijst.



Figuur 1: Onderzoeksmodel

Afbakening

Het onderzoek richt zich op assetmanagement in een context van directe vastgoedinvesteringen in commercieel vastgoed. Assetmanagement richt zich op de exploitatiefase van het vastgoed en is in de definitie niet leidend in geval van acquisitie of dispositie.

Leeswijzer

In het tweede hoofdstuk wordt vanuit de theorie toegewerkt naar een theoretisch kader. De basis hiervoor start met het beschrijven van wat assetmanagement is en welke plaats assetmanagement inneemt in de markt. Vervolgens wordt de relevante theorie weergegeven om tot een conceptueel model te komen.

In hoofdstuk 3 worden de resultaten van het kwalitatief onderzoek en de analyse beschreven, waarna er wordt afgesloten met een conclusie en de beantwoording van de onderzoeksvraag.

Hoofdstuk 2: Assetmanagement en rendement

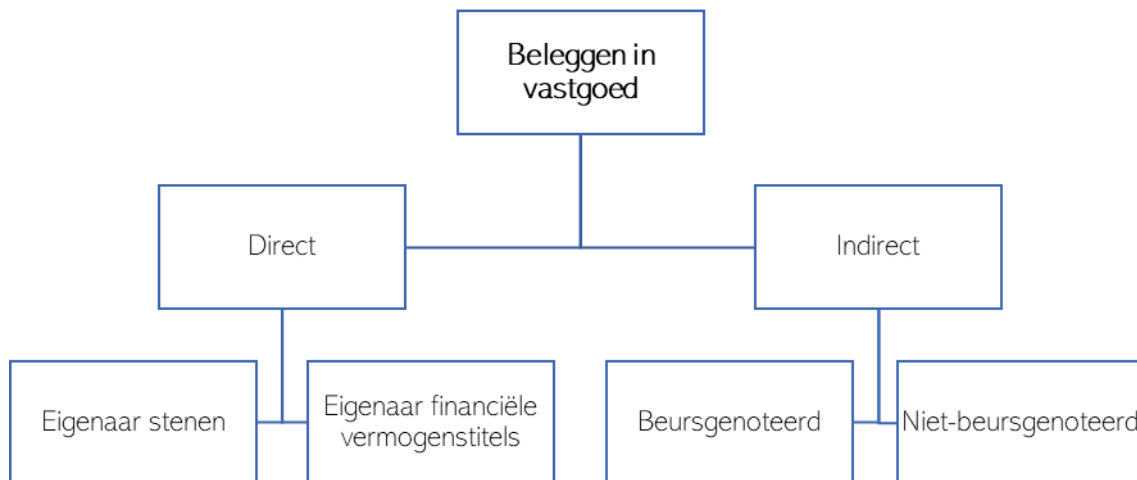
De huidige stand van zaken in de literatuur geeft geen integraal overzicht van de bijdrage van assetmanagement op het rendement van vastgoed. Diverse facetten worden in verschillende studies aangeraakt. In dit hoofdstuk wordt, voor zover mogelijk, een overzicht gegeven van de verschillende studies, de achtergronden en de begrippen. Het doel hiervan is om deze bij elkaar te brengen en een vollediger inzicht te bieden in hoe assetmanagement bijdraagt aan het rendement van commercieel vastgoed.

2.1 Beleggen in vastgoed

Van Gool et al. (2020) definiëren het beleggen in onroerend goed als 'het vastleggen van vermogen in onroerend goed, direct dan wel indirect, met het doel uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren'.

Onroerend goed kenmerkt zich als beleggingscategorie in vergelijking met bijvoorbeeld aandelen door een hoge illiquiditeit, een hoog uniek risico en het ontbreken van markttransparantie.

Beleggen in vastgoed kan op verschillende manieren, zie figuur 2. In geval van een directe investering is de belegger eigenaar van het vastgoed en heeft de belegger invloed op het management en de exploitatie. In geval van indirect vastgoed wordt het eigendom verkregen door middel van aandelen en heeft de belegger geen invloed op het management en de exploitatie. Bij indirect vastgoed kan er onderscheid gemaakt worden tussen beursgenoteerd vastgoed, zoals Wereldhave en niet-beursgenoteerd vastgoed, bijvoorbeeld in de vorm van fondsen.



Figuur 2: Beleggen in vastgoed

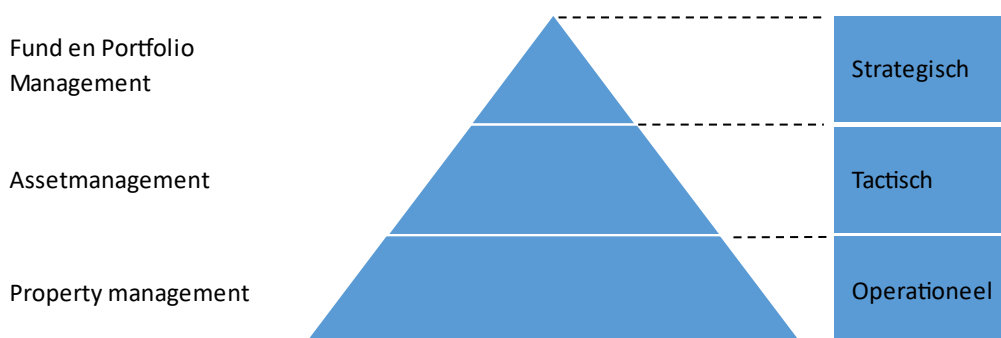
Dit onderzoek richt zich op de directe vastgoedinvesteringen. Van Gool et al. (2020) geven een aantal kenmerken van direct vastgoed en slaan daarmee de brug naar het onderwerp van dit onderzoek.

- Direct vastgoed is kwetsbaar voor haar omgeving;
- Direct vastgoed is heterogeen;
- Dé directe vastgoedmarkt bestaat niet;
- Er is geen doorlopende prijsvorming voor direct vastgoed;
- Direct vastgoed kent hoge transactiekosten;
- Direct vastgoed is illiquide;
- Direct vastgoed is management intensief.

Management van vastgoedinvesteringen

De stelling van Van Gool et al. (2020) dat direct vastgoed als asset class management intensief is, wordt bevestigd door Feng en Geltner (2009). Zij merken op dat investeringen in direct vastgoed, anders dan bij andere vormen van investeren, vragen om diverse vormen van management input die significante invloed op het rendement van de investering kunnen hebben. Managerial input komt bij vastgoedinvesteringen meestal in de vorm van portfolio management, assetmanagement en property management (Muczynski, 2015). Management van vastgoedinvesteringen is een vakgebied dat continue in ontwikkeling is. Het onderzoek van Muczynski laat zien dat de volwassenheid van het vakgebied geografisch verschilt en richt zich op wat het vakgebied in Polen kan leren van de wijze waarop in Duitsland wordt omgegaan met het managen van vastgoedinvesteringen. Hoewel het niet beschreven staat, is het logisch te veronderstellen dat de volwassenheid van het vakgebied samenhangt met de volwassenheid van de vastgoedmarkt in de regio. Tegelijkertijd laat de zoektocht van dit onderzoek ook zien dat het vakgebied - ten opzichte van het management in het algemeen - nog relatief weinig onderzocht en weinig beschreven is. Met deze ontwikkeling is er een verschuiving opgetreden van de dagelijkse taken, zoals innen van huur en onderhoud, naar een volwassen vakgebied waar strategisch wordt gestuurd en wordt gekeken naar waardecreatie. Dit vertaalt zich in de drie vormen van managerial input zoals hiervoor genoemd.

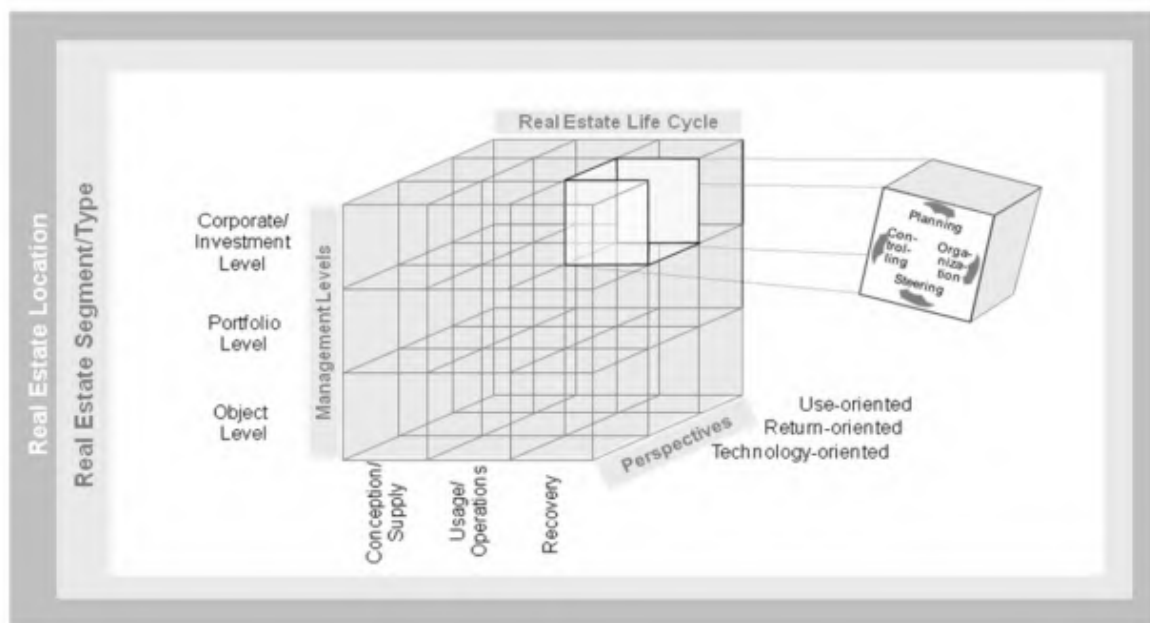
Een bekend model dat dezelfde indeling van managementlagen gebruikt als de classificatie die Muczynski geeft, is de vastgoedpiramide Van Driel (2010), Van Gool et al. (2020), Vermeulen (2010) en Janssen (2016). De vastgoedpiramide geeft aan hoe assetmanagement zich verhoudt tot de andere niveaus.



Figuur 3: Vastgoedpiramide (Van Gool et al., 2020)

Over het algemeen richt portfolio management zich op allocatie van kapitaal binnen de gestelde risico- en rendementseisen. Assetmanagement richt zich op het verhogen van de waarde en het maximaliseren van het rendement (Glickman, 2014). Property management richt zich op het operationeel uitvoeren van de strategie.

Muczynski (2015) gaat in zijn onderzoek in op de ontwikkeling van het management van vastgoedinvesteringen door de tijd. Daarbij valt hij terug op een managementconcept van Kämpf-Dern and Pfnür waarin de verschillende dimensies van het management van vastgoedinvesteringen worden weergegeven, zie figuur 4.



Figuur 4: Basis concept van vastgoedmanagement. Bron: Kämpf-Dern and Pfnür (2010).

Het model bevat drie assen en biedt daarmee meerdere dimensies. De eerste as staat voor de Real Estate Life Cycle. Afhankelijk van het object loopt het van verwerving/ontwikkeling via exploitatie naar dispositie of herontwikkeling. De tweede as geeft het perspectief van het management weer. Het technologisch perspectief richt zich op instandhouding, kostenoptimalisatie. Het return-oriented perspectief richt zich op financiering, verwerving, optimalisatie van rendement en minimaliseren van het risico. Het use-oriented perspectief ziet op gebruik vanuit de eindgebruiker van het vastgoed.

De derde as is die van het management. Hier wordt de indeling gemaakt op investment management, portfolio management en op object level op assetmanagement, property management en facility management. Binnen dit model is assetmanagement in te delen op object level, vanuit usage/operations oftewel exploitatie en vanuit het technologie en return-oriented perspectief.

Deze modellen helpen om inzicht te krijgen in de relaties tussen de verschillende managementfuncties en de relaties tussen management en levensduur van het gebouw. Door dit inzicht is het ook mogelijk om assetmanagement als vakgebied af te bakenen en te plaatsen in het geheel.

Conclusie

Het managen van vastgoedinvesteringen is, in vergelijking met andere asset classes, intensief en weinig beschreven. De bestaande modellen helpen bij afbakening van het assetmanagement als onderdeel van het totale management van de vastgoedinvestering. De unieke eigenschappen van vastgoed maken dat het management moeilijk te vergelijken is met andere asset classes.

2.2 Assetmanagement

Definities

Arcuri, M.C. (2019) geeft in het boek *Asset Management: Strategies, opportunities and challenges* een nadere uitwerking aan assetmanagement. Daarbij wordt de volgende definitie van assetmanagement gegeven:

"Asset management can be defined as the selection and maintenance over time of listed and unlisted financial instruments, with the aim of obtaining the best possible return for a certain level of risk. The most important function of asset managers is to help investors to manage their savings to maximize returns, taking into account the different level of risk appetites."

Glickman (2004) geeft de volgende definitie:

"Asset management can be defined as the process of overseeing property performance with the goal of enhancing value and maximizing return to the owner. Asset management does not consist of a single activity that takes place at a discrete moment in time. It takes place over the life cycle of a property (from acquisition to disposition)."

Feng en Geltner (2011) spreken over Operational management, naast activiteiten als Property selection, Acquisition transaction execution en Disposition. Operational management omvat onder andere activiteiten zoals leasing, marketing als ook het management van uitgaven en investeringen. Feng en Geltner geven aan dat Operational management bij vastgoed een belangrijke activiteit is bij vastgoed in vergelijking met andere asset classes, door de relatief lange holding periode en de cash flow eigenschappen van vastgoed.

De definities van Arcuri en Glickman laten zien dat assetmanagement draait om het realiseren van het best mogelijk rendement, tegen het gegeven rendement, maar gaan niet verder in op de afbakening van assetmanagement, zoals behandeld in het voorgaande deel. Feng en Geltner besteden meer aandacht aan de afbakening op basis van de levenscyclus van vastgoed, door operationeel management te plaatsen tussen de aankoop en de verkoop van het object en daarmee deze activiteiten ook uit te sluiten van de definitie.

Taakgerichte benadering

In de literatuur staat niet veel geschreven over assetmanagement in een direct vastgoed context. Op het moment dat dit wel gebeurt, volgt vaak een taakgerichte omschrijving van assetmanagement.

Read (2019) geeft in het boek *What real estate asset managers do* een overzicht van de activiteiten van assetmanagement. Een overzicht hiervan is opgenomen in het artikel *Comprehensive asset management* (Read 2020) en is opgenomen als bijlage 1 bij dit onderzoek.

Van Gool (2020) onderscheidt vier hoofdtaken voor assetmanagement gedurende de exploitatiefase. Dit zijn het opstellen en implementeren van het objectbeleid, het initiëren van vastgoedmarketing, het relatiemanagement en het risicomangement.

McAllister (2020) beschrijft in zijn onderzoek een aantal operating modellen voor het managen van vastgoedinvesteringen. Daarbij onderscheidt hij diverse rollen en taken. Assetmanagement is verantwoordelijk voor de uitvoering van de transactie, de verhuur, de strategie, het budget en het executeren van waarde toevoegende kansen.

In basis komen de taken overeen of zijn de taken te groeperen in soortgelijke omschrijvingen. In veel gevallen wordt budget en beleid benadrukt.

2.3 Theoretische benaderingen van assetmanagement

Comprehensive assetmanagement

In de studie *Obstacles to comprehensive asset management* gaat Read (2020) in op de vraag in welke mate kennislacunes, organisatorische inertie en belangenconflicten grote vastgoed vermogensbeheerders verhinderen om assetmanagement op een allesomvattende manier te benaderen. De conclusie van het onderzoek is dat 'comprehensive asset management' moeilijk is, zelfs onder de beste omstandigheden en nog moeilijker wordt door aanwezigheid van hiaten in kennis, organisatorische inertie en belangenconflicten.

Read stelt dat firma's de taken, zoals opgenomen in bijlage 1, op verschillende wijze prioriteren, afhankelijk van of ze assetmanagement zien als een proces dat gericht is op financieel management of als een proces dat gericht is op human resource management. Deze beide lijnen leiden tot een kwadrant, waarin verschillende benaderingen van assetmanagement verder worden uitgewerkt.

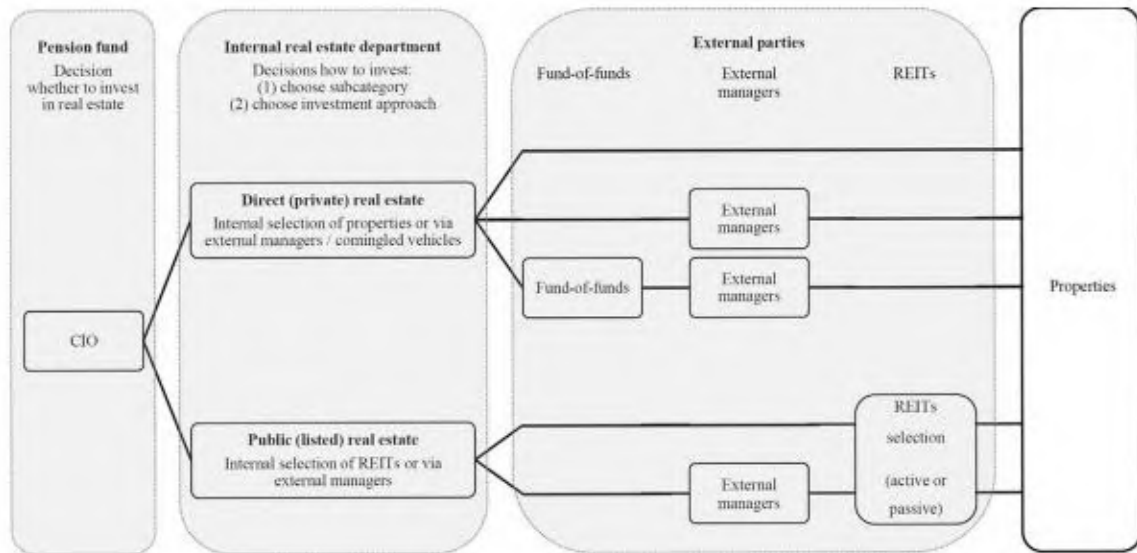
	Strong Human Resource Management Orientation	Moderate Human Resource Management Orientation
Strong Financial Management Orientation	<p><u>Comprehensive Asset Management</u> Asset management is much more than data analysis or an extension of property management and leasing activities. It is a strategic and well-coordinated process focused on value creation and cash flow maximization. Asset management personnel achieve these goals by communicating business plans to interdisciplinary teams, motivating them to achieve the objectives defined therein, and making data-driven decisions.</p>	<p><u>Analytical Asset Management</u> Asset management is a quantitative endeavor. Financial modeling, revenue and expense forecasting, and trend analysis consume an extensive amount of asset managers' time, often supplanting site visits and tenant interactions in importance. Great value is perceived to stem from dispassionately evaluating properties through the numbers and making decisions accordingly. Motivating teams and communicating a vision are often secondary considerations.</p>
Moderate Financial Management Orientation	<p><u>Operational Asset Management</u> Asset management is closely akin to property management, with those responsible for the former often having extensive experience in the latter. Promoting operational efficiency and ensuring tenant satisfaction are key priorities, and as such, more attention is devoted to things happening onsite than offsite. Information derived from financial models is given less credence than information derived from human interactions.</p>	<p><u>Transactional Asset Management</u> Asset management is largely about driving top-line revenue growth, leading personnel working in this space to spend a significant amount of their time engaged in lease negotiations and marketing activities. Other tasks are liberally delegated to make this possible. Asset managers are extremely familiar with the markets in which they operate and have extensive networks they can leverage to improve the rent rolls of the properties under their supervision.</p>

Figure adapted from Read (2019)

Figuur 5: Benaderingen assetmanagement (Read, 2019)

Structuur van vastgoedinvesteringen

Andonov et al (2015) hebben gekeken naar hoe de pensioenfondsen hun investeringen in vastgoed hebben gestructureerd. Structuur duidt hier op de wijze waarop het management is georganiseerd. Hierbij maken ze onderscheid tussen intern management, extern management en management door fund-of-funds.



Figuur 6: Structureren van vastgoedinvesteringen (Andonov et al 2015)

Asset Management System

Maria Christina Arcuri (2019, p1-55) gaat in het boek Asset Management dieper in op asset-managementsystemen, waaronder de ISO 55001 en soortgelijke of gerelateerde normeringen. Daarbij geeft ze aan dat het belangrijk is dat het ontwerp van het systeem is afgestemd op de aard van de organisatie, met inbegrip van missie, beperkingen, kennis en budget. Het systeem biedt een raamwerk waarin diverse checks en balansen zijn ingebouwd om het resultaat te borgen. De ISO 55001 is sterk gericht op de instandhouding van de assets als productiegoed en optimalisatie van kosten.

Conclusie

Assetmanagement als deelgebied van het managen van investeringen in direct vastgoed is niet veel beschreven en onderzocht. Duidelijk is dat er kan worden gekozen voor benadering vanuit verschillende perspectieven en dat er verschillende manieren zijn om de keten, en daarmee ook de positie van assetmanagement, in te richten. Assetmanagement vanuit het perspectief van onderhoud of het in stand houden van bedrijfsmiddelen is daarentegen veelvuldig beschreven en heeft deels raakvlakken met het begrip assetmanagement zoals het in dit onderzoek is gedefinieerd.

2.4 Rendement

Algemeen

De vraagstelling ziet op de bijdrage van assetmanagement aan het rendement. De eerder gegeven definities van Glickman en Arcuri laten zien dat assetmanagement zich richt op het maximaliseren van het rendement. Om de achtergrond te begrijpen wordt het rendementsbegrip nader uitgewerkt.

Arcuri, M.C. (2019): "...with the aim of obtaining the best possible return for a certain level of risk. The most important function of asset managers is to help investors to manage their savings to maximize returns, taking into account the different level of risk appetites."

Glickman (2004): "Asset management can be defined as the process of overseeing property performance with the goal of enhancing value and maximizing return to the owner."

Wat is rendement en hoe is het opgebouwd?

Vlek et al. (2018) gaan in het boek *Investeren in vastgoed, grond en gebieden* dieper in op het begrip rendement. Het belangrijkste onderscheid dat wordt gemaakt is het onderscheid tussen direct en indirect rendement. Direct rendement, ook wel cash return genoemd, is de nette kasstroom, gedeeld door het geïnvesteerd vermogen. Het indirect rendement geeft de waardegroei over een bepaalde periode weer. Het totaal rendement is de som van beide.

Feng en Geltner (2011) beschrijven in hun onderzoek een nieuwe techniek voor property level performance attributie, gebaseerd op de since acquisition IRR van de investering. De IRR is hier opgedeeld in de begrippen. Deze verdeling helpt bij het begrijpen hoe rendement is opgebouwd en waar rendement kan worden gerealiseerd. De IRR is in het onderzoek opgedeeld in Initial Yield (IY), Cash Flow Change (CFC) en Yield Change (YC).

- De IY is de jaarlijkse netto cash flow ten tijde van de acquisitie als fractie van de aankoopprijs.
- De CFC is de wijziging van de jaarlijkse netto kasstroom in het eerste jaar na acquisitie.
- De YC is de verandering in yield / aanvangsrendement tussen acquisitie en dispositie.

Het meten van prestaties/rendement

Het vergelijken van rendement kan alleen als de wijze waarop het rendement wordt berekend gelijk is. Is dit niet het geval, dan kan het rendement niet vergeleken worden. Rendement wordt vaak vergeleken binnen benchmarks.

Bekende benchmarks op het gebied van returns zijn bijvoorbeeld de INREV Asset level index, de INREV fund index of de MSCI benchmark. Bij het benchmarken van beleggingsresultaten komt ook de eerder genoemde vraag van Baum (2000) terug:

"After benchmarking has answered the question by how much we did out- (under) perform the benchmark, there is an inevitable demand for 'portfolio analysis' which addresses the question: why did we out- (under-) perform the benchmark?"

Attributie analyse is een manier om rendement te ontleden en waarde toe te kennen aan de verschillende attributen. Een attributieanalyse betreft met andere woorden: het achterhalen van de invloed van alle managementbeslissingen en omstandigheden ten aanzien van de portefeuille (Van Gool 2020).

Risico en rendement

Rendement is onlosmakelijk verbonden met het begrip risico. De definitie van Arcuri (2019) laat dat ook zien: *'...with the aim of obtaining the best possible return for a certain level of risk.'*

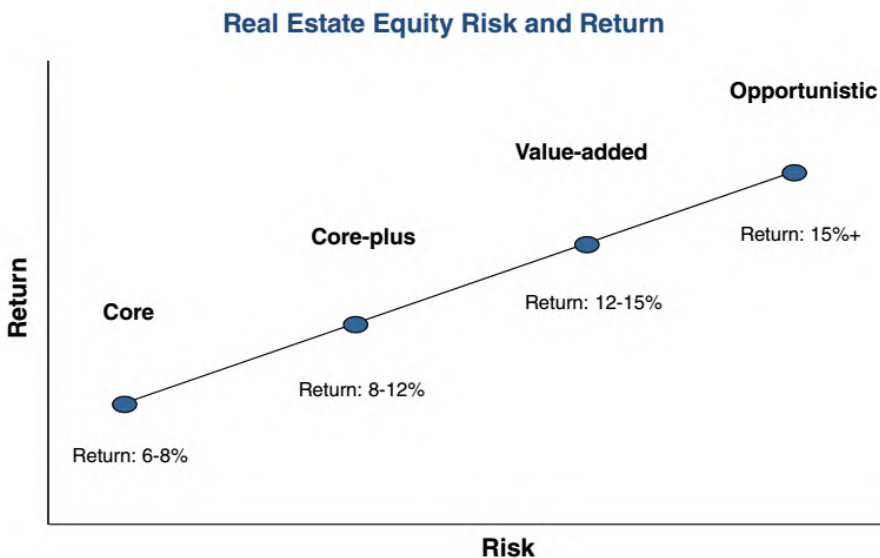
De relatie tussen risico en rendement komt onder andere naar voren wanneer gekeken wordt naar de verschillende asset classes waarin een belegger kan beleggen. Daarin geldt over het algemeen dat een belegger bij een hoger risico een hoger rendement eist.

De verschillen in risico en rendement en de voorkeur van de belegger leiden tot verschillende investerings- of beleggingsstijlen. Hiervoor beschrijft Geltner et al. (2014) de gangbare indeling in 'core', 'value add' en 'opportunistic'. In sommige gevallen wordt hier nog 'core+' aan toegevoegd.

Core - dit zijn investeringen met een laag risico, de zogenaamde gestabiliseerde objecten. Core investeringen maken gebruik van relatief weinig leverage (20-30% LTV). Core objecten worden vaak voor lange tijd in portefeuille gehouden en hebben een focus op direct rendement. In vergelijking met andere investeringsstijlen is het rendement op core investeringen relatief laag.

Value add - deze beleggingen kennen een hoger risico in vergelijking met core investeringen. Vaak vragen deze objecten aanpassingen in de vorm van verhuur, herontwikkeling of herpositionering. Er is sprake van meer leverage (gemiddeld 50% LTV) en een hoger rendement in vergelijking met core investeringen.

Opportunistic - deze beleggingsstrategie kent het hoogste risico. Er wordt doorgaans gewerkt met een grote hefboom op kapitaal. De objecten kennen vaak problemen en moeten actief gemanaged worden, bijvoorbeeld door herontwikkeling, om de potentie te benutten en de beoogde rendementen te realiseren.



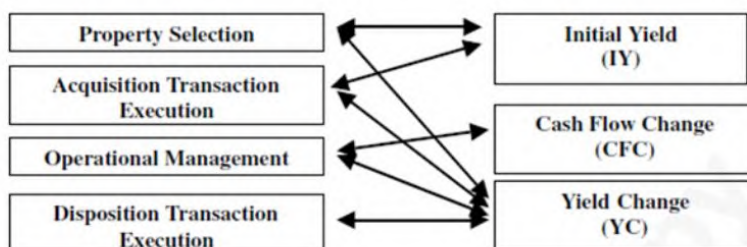
Figuur 7: Real estate Risk and Return

2.5 Samenhang van de begrippen risico, rendement en assetmanagement

Voorgaande maakt duidelijk dat de begrippen rendement en risico onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Daarbij geldt dat het accepteren van meer risico vraagt om een hoger rendement als vergoeding voor dat risico. Omdat rendement en risico niet los van elkaar te beschouwen zijn, is het goed om de relatie van beide begrippen met assetmanagement nader te duiden.

Rendement in relatie tot assetmanagement

Feng en Geltner (2011) stellen dat het verbeteren van op property level operationeel management de sleutel is naar een beter totaal rendement van de investering. Deze stelling sluit aan bij de kern van dit onderzoek. In het onderzoek van Feng en Geltner worden de relatie tussen en de invloed van vier Property-Level Investment Management Functies en drie Performance Attributen van de IRR beschreven en onderzocht door middel van attributie analyse. De relatie tussen de functies en de attributen van de IRR wordt als volgt weergegeven:



Figuur 8: Relationship Between Four Major Property-Level Investment Management Functions and Three Performance Attributes of IRR (Feng & Geltner (2011))

Kijkend naar de eerder behandelde rendementbegrippen kunnen we direct rendement in verband brengen met de Cash Flow Change (CFC) en indirect rendement met de Yield Change (YC). In het onderzoek wordt aangegeven dat CFC meestal een weerspiegeling is van het operationeel management gedurende de holding periode, met activiteiten als leasing, Capex investeringen en kostenmanagement. Daarbij moet opgemerkt worden dat een hoge CFC vaak een relatie heeft met een lage Initial Yield (IY), wat betekent dat er veel opwaarts potentieel aanwezig is en dat een lage CFC vaak gepaard gaat met een hoge IY. Hier is ook een verband te leggen naar risico en de verschillende segmenten, zoals hiervoor beschreven. De relatie tussen assetmanagement en rendement is met name zichtbaar in het direct rendement. Verandering van de kasstroom of het risico van de kasstroom heeft vervolgens invloed op de prijs bij dispositie en kan leiden tot een yield change.

Risico in relatie tot assetmanagement

De vraag die nog niet beantwoord is, is of er een verband is tussen risico en de invloed van assetmanagement op het rendement. Vanuit de theorie is deze vraag moeilijk te beantwoorden. Fisher en Hartzell (2015) stellen in hun onderzoek dat value add investeringen meer additionele management expertise vragen op het gebied van wederverhuur, herpositionering of herontwikkeling van bestaande assets. Kijkend naar de taakgerichte benadering van assetmanagement, zoals eerder weergegeven, is duidelijk dat dit valt onder het taakveld van assetmanagement. In de aanbevelingen geven Fisher en Hartzell aan dat het verband tussen risico en management onvoldoende onderzocht is, maar dat kwaliteit van management waarschijnlijk een belangrijke determinant van risico is. Vanuit de vastgoedpraktijk kan dit bevestigd worden als wordt gesteld dat een product met meer risico meer management vraagt om het gevraagde rendement te behalen. Van Gool (2020) beschrijft dat risicomanagement onderdeel is van assetmanagement, waarbij het zich onder andere richt op objectrisico's en uitvoeringsrisico's.

Deelconclusie samenhang begrippen

De conclusie op basis van voorgaande is dat toenemend risico leidt tot toenemend rendement en toenemende belangrijkheid van het management.

2.6 Determinanten

Als er verder wordt gekeken in de literatuur naar de onderwerpen management, rendement, risico en performance bij beleggingen is de conclusie dat het ontbreekt aan een integraal onderzoek naar de bijdrage van assetmanagement aan het rendement. Diverse onderzoeken gaan in op deelgebieden of raken het assetmanagement of de exploitatie van vastgoed zijdelings aan. Dit hoofdstuk brengt de verschillende onderzoeken bij elkaar, waarbij specifiek wordt gekeken naar het verband tussen assetmanagement en rendement en of er aanwijsbare factoren zijn die verband houden met beide begrippen.

Read (2020) beschrijft in het onderzoek naar comprehensive assetmanagement de verschillende invalshoeken van het assetmanagement. Het model laat zien dat comprehensive assetmanagement, in het Nederlands het best vertaald als veelomvattend, zowel sterk is in Human Resource Management als in Financial management. Verlies van focus of onder prestatie op een van de aspecten leidt tot onvolledig of eenzijdig assetmanagement. Comprehensive asset management leidt tot gespecialiseerde, geïntegreerde managementfuncties die het mogelijk maken om strategische keuzes te maken en op lange termijn waarde te creëren. Het onderzoek concludeert dat comprehensive assetmanagement relatief zeldzaam is. De oorzaak hiervoor zijn kennisleemten, organisatorische inertie en belangenconflicten. Dit wijst erop dat in deze gebieden determinanten te vinden zijn die invloed hebben op de bijdrage van assetmanagement op het rendement. Voor kennis en overeenstemming van belangen is in de literatuur onderbouwing te vinden. Organisatorische wendbaarheid of slagvaardigheid wordt niet beschreven in de literatuur.

Kennis en kwaliteit

Een begrip dat geregeld terugkomt in de literatuur en aansluit bij dit onderzoek is persistentie. Persistentie ziet op vasthouden, volharden of aanhouden. De uitspraak 'resultaten die behaald zijn in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst' gaat in geval van persistentie niet op. Andonov et al. (2014) laten zien dat fondsen in direct vastgoed die vorig jaar een goed resultaat behaalden meer kans hebben om ook dit jaar een goed resultaat te behalen. Opvallend is dat deze persistentie niet te vinden is bij REIT beleggers. Andonov et al. (2015) wijzen naar de illiquiditeit en niet-transparante markt als mogelijke oorzaak, waarbij insiders een voorsprong hebben op de markt. Dit lijkt erop te duiden dat kennis van de markt leidt tot aanhoudend goede resultaten, als is dit niet op deze wijze beschreven in het onderzoek.

Hahn et al. (2005) hebben onderzoek gedaan naar persistentie en hebben gevonden dat de prestaties van de meest recente fondsen van een manager een positieve correlatie heeft met de prestaties van zijn huidige fonds. Dit veronderstelt dat kennis en kwaliteit van management een belangrijke factor zijn voor outperformance. Persistentie focust zich op de prestaties van de fondsmanager, waarbij assetmanagement een van de onderdelen is die invloed kunnen hebben.

Farrelly en Stevenson (2016) hebben de performance drives van private real estate funds onderzocht. Sector specialisatie, wat gezien kan worden als vorm van kennis, is alleen bevorderlijk voor fondsen die outperformen. Haran (2020) heeft onderzoek gedaan naar beursgenoteerde vastgoedfondsen in Europa en heeft geconcludeerd dat sectorspecialisten over de periode van 2007 tot 2017 beter hebben gepresteerd dan gediversifieerde fondsen.

Belangenconflicten

Andonov et al. (2014) geven bij het onderzoek naar de structuur aan dat een oorzaak van het lagere rendement bij extern management gevonden kan worden in belangenconflicten. Ook wel principal agent conflicts genoemd. Gedelegeerd investment management kan leiden tot misalignment van de doelstellingen, waaronder verlies van diversificatie, verschillende horizons of de mate waarin de verschillende partijen risico willen lopen (Binsbergen, Brandt, and Koijen, 2008).

Cashflow Change

Feng en Geltner (2011) kijken in hun onderzoek naar CFC. Een outperformance op CFC is gerelateerd aan het operationeel management, zoals marketing en verhuur. Op basis hiervan kan de conclusie worden getrokken dat juiste uitvoering van deze activiteiten leidt tot een bijdrage aan het rendement.

Deelconclusie determinanten

In de theorie zijn weinig determinanten te onderscheiden die een specifieke relatie laten zien tussen assetmanagement en rendement. Duidelijk is dat kennis, gelijke belangen en juiste en volledige uitvoering van taken leiden tot bijdragen aan het op de juiste wijze uitvoeren van assetmanagement.

2.7 Bijdrage aan het rendement

Tot slot wordt er gekeken naar de bijdrage van de determinanten aan het rendement. Vanuit de theorie is er een aantal onderzoeken besproken dat hier nader op ingaat.

Cashflow Change

Eerder is het onderzoek van Feng en Geltner (2011) genoemd om begrippen nader te duiden en aan elkaar te relateren. Duidelijk is dat Operational Management invloed heeft op de Cash Flow Change (CFC) en op de Yield Change. Belangrijk om op te merken is dat de andere investment management-functies, buiten Operational Management, geen invloed hebben op de Cash Flow Change.

Het onderzoek van Feng en Geltner (2011) kijkt naar 42 cases in de Verenigde Staten en laat zien dat CFC prestaties bepalender zijn voor het totaal rendement dan de Initial Yield en de Yield Change. Het onderzoek laat zien dat van de 42 cases 24 cases outpermen op de IRR (57%). Van de 42 cases laten 16 cases een outperformance zien op CFC. Hiervan hebben er 11 outperformance op de totale IRR (69%). De regressie analyse laat zien dat CFC performance meer bepalend is voor outperformance op IRR dan de andere twee componenten. Dit veronderstelt dat assetmanagement relatief veel invloed heeft op het rendement van vastgoed. Outperformance op CFC wordt niet nader onderzocht, waardoor er geen factoren voor outperformance beschikbaar zijn.

Total IRR Outperformers						Total IRR Underperformers					
Property Number	NCREIF Benchmark	IRR	InitYld	CFchg	YldChg	Property Number	NCREIF Benchmark	IRR	InitYld	CFchg	YldChg
12	Retail - Pacific	14.13%	O	O	O	10	Apartment - Southwest	-0.35%	O	U	O
30	Office - Southwest	11.86%	O	O	O	15	Office - EN Central	-0.52%	O	U	O
29	Office - Southwest	8.07%	O	O	U	22	Apartment - Southeast	-1.11%	U	O	U
2	Industrial - EN Central	6.75%	O	O	O	24	Industrial - Southeast	-1.18%	O	U	O
20	Retail - EN Central	5.87%	O	O	O	13	Office - EN Central	-1.26%	O	U	U
25	Industrial - Southeast	5.74%	O	O	U	8	Office - Southwest	-1.47%	O	U	O
26	Industrial - Southeast	5.74%	O	O	U	42	Office - Pacific	-1.96%	O	O	U
27	Industrial - Southeast	5.68%	O	O	U	17	Retail - Pacific	-2.58%	O	U	O
36	Office - Pacific	5.52%	U	O	U	40	Office - Midwest	-3.03%	O	O	U
6	Office - Pacific	5.36%	O	U	O	16	Office - EN Central	-3.03%	O	U	O
41	Retail - Mountain	4.91%	O	U	O	38	Industrial - Southeast	-3.99%	O	U	O
18	Retail - EN Central	4.88%	O	U	O	4	Industrial - Pacific	-4.34%	O	U	O
5	Office - Pacific	4.68%	O	U	O	3	Office - Pacific	-4.89%	O	U	U
1	Office - Southeast	3.73%	O	U	O	32	Office - Northeast	-6.11%	U	U	U
33	Office - Northeast	3.06%	U	O	U	19	Retail - Northeast	-6.31%	O	U	U
35	Apartment - Pacific	2.58%	O	U	O	31	Office - Southwest	-8.71%	U	O	U
14	Office - EN Central	2.26%	O	O	U	37	Office - Pacific	-8.76%	O	U	O
23	Industrial - EN Central	1.30%	O	U	O	39	Office - Northeast	-15.78%	U	O	U
34	Office - EN Central	0.82%	O	U	O						
21	Apartment - Southeast	0.74%	O	U	O						
11	Apartment - Southwest	0.29%	O	U	U						
28	Retail - EN Central	0.14%	O	U	O						
9	Apartment - Southwest	0.13%	O	U	O						
7	Office - Southwest	0.02%	O	U	O						
	Total# Outperformed	24	22	11	16		Total# Outperformed	0	14	5	9
	Total% Outperformed	100%	92%	46%	67%		Total% Outperformed	0%	78%	28%	50%
	Total# Underperformed	0	2	13	8		Total# Underperformed	18	4	13	9
	Total% Underperformed	0%	8%	54%	33%		Total% Underperformed	100%	22%	72%	50%

Figuur 9: Color-Coded Relative PPA Results Sorted by Total IRR Performance (Bron Feng & Geltner 2011)

Structuur

Het onderzoek van Andonov et al. (2015) laat zien dat kosten en opbrengsten van een pensioenfonds met name worden verklaard door twee variabelen: de omvang van het mandaat en de keuze om de investering intern of extern te managen. Grote fondsen hebben lagere kosten en behalen benchmark gecorrigeerde opbrengsten. Dit is deels verklaarbaar doordat grote fondsen sneller het management intern beleggen, maar ook omdat ze beter in staat zijn de juiste externe manager te kiezen. Ook bij extern gemanagede investeringen behalen grote fondsen hogere opbrengsten. Ten slotte laat het onderzoek zien dat investeren via fund of funds minder rendeert. Dit is deels verklaarbaar door de gelaagdheid in fees, maar ook door het feit dat managers in fund of fund constructies minder goed in staat zijn een externe manager te selecteren. Het onderzoek laat zien dat het rendement van intern gemanagede fondsen hoger ligt dan bij extern gemanagede fondsen. Het gaat hier om respectievelijk 8,49% tegenover 7,23%. De noot die gemaakt moet worden is dat dit onderzoek niet specifiek ziet op assetmanagement, maar op het management van de directe vastgoedinvestering, waaronder assetmanagement.

Deelconclusie bijdrage aan het rendement.

Het onderzoek van Feng en Geltner (2011) laat zien dat assetmanagement invloed heeft op het rendement. Bij outperformance op het onderdeel cashflow change wordt bovengemiddeld vaak een outperformance op de totale IRR gerealiseerd. Andonov et al. (2015) bevestigen dit door aan te tonen dat de wijze waarop het assetmanagement wordt ingericht, leidt tot verschillende resultaten. Verdere conclusies, zoals de bijdrage van de verschillende determinanten of een inschatting van de bijdrage van assetmanagement op het rendement van direct vastgoed investeringen zijn op basis van de theorie niet te trekken.

2.8 Conclusie

Vanuit de theorie komen we tot een concept waarin invulling wordt gegeven aan de bijdrage van assetmanagement aan het rendement. Onderstaande tabel geeft hier invulling aan.

Dimensie	Subdimensie	Indicator
Invalshoeken assetmanagement	Taakgericht	Omschrijving taken (Read 2020)
	Afbakening	Afbakening in de keten (Kämpf-Dern and Pfnür 2010)
	Samenhang rendement, risico en assetmanagement	Meer additioneel management (Fisher en Hartzell 2015)
	Comprehensive asset management	Integrale blik op asset management, raamwerk voor analyse (Read 2020)
Determinanten	Kennis en kwaliteit	Persistentie
	Belangenconflicten	Structuur (Andonov et al 2015)
	Uitvoering operationeel management	Uitvoeren van taken zoals verhuur, marketing, kostenmanagement etc. (Feng en Geltner 2011)
	Comprehensive asset management	Aandacht voor aansturing keten en rendement/ toegevoegde waarde (Read 2020)
	Risicoprofiel	Toename van risico vraagt om additioneel management (Fisher en Hartzell 2015)
Bijdrage aan het rendement	Structuur	Alignment en efficiency (Andonov et al 2015)
	Uitvoering operationeel management	Cashflow Change (CFC) (Feng en Geltner 2011)

Hoofdstuk 3: Onderzoeksresultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten uit de interviews beschreven. Door te kiezen voor interviews kan een diepgaand beeld over de materie worden verkregen. De interviews zijn deels online en deels live afgenomen bij negen respondenten.

Het belang van experts voor dit onderzoek is dusdanig groot dat de respondenten geselecteerd zijn door middel van *purposive sampling*, waarbij uit het onderzoeksnetwerk van de auteur personen zijn benaderd. Het is helder dat dit niet per se een representatief beeld geeft van de volledige populatie assetmanagers en betrokken actoren – maar voor het aantonen van inzichten en patronen is dit een valide aanpak gezien de verkennende aanpak van dit onderzoek. In het verlengde hiervan is er gekozen om respondenten met een brede achtergrond te benaderen die het onderwerp elk vanuit hun eigen expertise en kennis kunnen analyseren. De respondenten hebben een achtergrond als wetenschapper, als head of asset management, als CEO of als financier. Hiermee kunnen mogelijk verschillende visies een plaats krijgen in de analyse van dit onderzoek en wordt de basis van kennis rondom dit vraagstuk inzichtelijk gemaakt.

De interviews zijn afgenomen met behulp van een semi gestructureerde topiclijst. Afhankelijk van het verloop van het interview en de achtergrond van de kandidaat zijn de verschillende topics besproken. De topiclijst is toegevoegd als bijlage 2 bij dit onderzoek. Door te kiezen voor een semi gestructureerde interview aanpak kan worden doorgevraagd op onduidelijkheden of interessante punten.

De respondenten worden in dit interview anoniem verwerkt. De reden hiervoor is dat de respondenten op deze wijze geen belemmering ervaren als ze spreken over assetmanagement in de context van de markt of eigen organisatie. De anonieme verwerking bevordert de openheid van de respondenten. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de respondenten, hun achtergrond en hun rol.

Expert	Rol	Type organisatie	Type vastgoed
Respondent 1	CEO / countryhead	Family office / klein	Commercieel
Respondent 2	Head of assetmanagement	Private equity / groot	Wonen / commercieel
Respondent 3	Head of assetmanagement	Private equity / beursgenoteerd / groot	Commercieel
Respondent 4	Wetenschap	Onderwijs / groot	N.v.t.
Respondent 5	Research / wetenschap	Institutioneel / beursgenoteerd / groot	Wonen / commercieel
Respondent 6	CEO / countryhead	Private equity / groot	Commercieel
Respondent 7	CEO / countryhead / wetenschap	Private equity	Wonen / commercieel
Respondent 8	CEO / countryhead	Institutioneel / groot	Wonen / commercieel
Respondent 9	Finance	Groot	Wonen / commercieel

De interviews zijn woordelijk uitgewerkt. De transcripten zijn overhandigd aan de Amsterdam School of Real Estate. De transcripten zijn gecodeerd en op basis van de categorieën en codes is een conceptueel model gevormd, dat structuur geeft aan de uitwerking van de resultaten. De resultaten worden in dit hoofdstuk beschreven.

3.1 Definitie, afbakening en taken assetmanagement

In veel gevallen is het moeilijk assetmanagement goed af te bakenen en te definiëren. Dit is verklaarbaar uit het feit dat assetmanagement afhankelijk is van de context van de organisatie en de wijze waarop het is ingericht. Allereerst valt op dat het moeilijk is om de grens tussen de verschillende managementlagen te onderscheiden.

Vooraf tussen property- en assetmanagement is de grens onduidelijk. Het belangrijkste onderscheid dat wordt gemaakt is het verschil in focus. Property management richt zich op het uitvoeren van de operationele processen en assetmanagement richt zich op het toevoegen van waarde.

Onderstaand citaat en voorbeeld geeft dit goed weer.

"Dat is inderdaad de volgende stap, want waar die property manager vaak bezig is met het managen van die cash flows, ligt de belangrijkste focus van die assetmanager op waarde. Dus wat voor voorstel er ook komt, wat is de impact op de waarde? Het mooiste voorbeeld vind ik altijd de eerste verhuur van objecten, een nieuw object, 200 woningen, marketingplan maken - je kent die processen - en de vraag is: ga je nou voor 1000 euro, zo-even dat er één type is, of zou je dat niet 1100 euro per maand kunnen maken? Een gemiddelde property manager zou zeggen: nee, 1000 euro, ik moet ze allemaal verhuren, die gaat ook een beetje op de veilige kant zitten, ik denk een beetje de aard van het beestje. Terwijl die 100 euro extra, daar kun je best wel behoorlijk wat leegstand voor hebben als je er toch voor gaat. Dan heb je niet alles voor oplevering verhuurd, maar misschien een halfjaar later - so be it. Die twee en dat rekenwerk, deze analyse is nou een typische analyse die de assetmanager maakt. Nu heb ik hem versimpeld, maar je kunt je voorstellen dat er nog veel meer facetten zijn. Wat voor marketing en communicatie en zelfs inspanning gaan doen. Hoe slim maak ik mijn website? Wat voor een extra tooling zet ik daarop? Wat voor teams zet ik daarop? Hoeveel mensen? Eén makelaar per huurder of twee? Ik kan wel twintig variabelen noemen. Maar uiteindelijk is die assetmanager verantwoordelijk voor het object en dus dan ook voor de waarde van het object" (respondent 8)

Deze focus op waarde toevoegen sluit het beste aan bij de definitie van Glickmann (2004). Als we kijken naar de afbakening op basis van de levenscyclus staat de exploitatiefase centraal, maar begint het assetmanagement bij de onderwriting in de acquisitiefase. Deze fase wordt unaniem gezien als heel belangrijk, omdat hier het businessplan voor de komende jaren wordt uitgewerkt. Dit sluit aan bij de taken die Read omschrijft. Zie hiervoor ook bijlage 1.

"In ons geval laten we de assetmanager die mogelijkerwijs dat pand gaat managen, of in ieder geval in dat gebied actief is, al meekijken bij de acquisitie. Dus marktinformatie geven, comparables geven als je het pand al kent, wat achtergrondinformatie geven als je de huurder toevallig kent. Dus je helpt echt al bij de onderwriting van het betreffende gebouw dan wel de portefeuille." (respondent 6)

"Nee, dat wordt bij aanvang al gedaan. Onze onderwriting duurt ongeveer één tot drie maanden, afhankelijk van de grootte van de portefeuille. Maar dat wordt bij aanvang al bedacht. Waarom? Wat ik zeg: je exploitatie zal niet veel verschillen van je onderwriting. Misschien een paar procent qua huurstream, Opex, Capex, maar niet op je rendement. En als het er is, zal het door marktwerking zijn, waar je niet echt invloed op hebt." (respondent 2)

3.2 Waardering assetmanagement

Vanuit de verschillende achtergronden van de respondenten wordt op verschillende manieren gekeken naar de bijdrage van assetmanagement aan het resultaat. Opvallend is dat de respondenten die op dit moment niet werkzaam zijn bij een belegger (respondent 4 en 7) een andere visie hebben op de bijdrage van assetmanagement aan het resultaat dan de respondenten die werkzaam zijn bij een belegger of bij een financier.

Dit laat zien dat de beeldvorming over de bijdrage van assetmanagement verschilt en het beeld over assetmanagement diffuus is. Daarbij komt dat er ook ontwikkelingen zichtbaar worden rondom databeschikbaarheid die de constatering naast organisatiespecifiek ook deels tijdgerelateerd maken. Dit leidt soms tot een fundamentele vraag over de positionering en bijdrage van asset management in de toekomst.

"Het laatste pleidooi dat ik gehouden heb over dit onderwerp, ingegeven door wat ik zie, is wat die data en digitalisering in ons vakgebied echt teweegbrengt. Ik denk dat hele assetmanagement heb je helemaal nergens meer voor nodig. Dus iemand die nu nog solliciteert op de functie van assetmanager, die moet maar gewoon inpakken. Volgens mij kunnen we prima zonder, als je tenminste een hele goeie portefeuillemanager hebt die heel goed aan zijn informatie weet te komen. Dus de assetmanager is alleen maar het toevoegen van een nieuwe beleidslaag, die misschien nodig is op het moment dat die portefeuille dermate groot is dat je ook in deelprestaties wilt denken. Maar ik denk dat het wel eens zou kunnen dat de snelheid waarop informatie beschikbaar komt, de rol van assetmanagers overbodig kan maken. Dan laat ik hem maar als een statement ingooien." (respondent 4)

"Zoals ik het zie en dat is nou niet vrij simpel, je moet onderscheid maken tussen internationale partijen en nationale partijen. Als je kijkt naar de nationale partijen, dan zit je vooral bij institutionele beleggers. De toegevoegde waarde van de assetmanager bij de institutionele beleggers Nederland is wat mij betreft zeer gering, want er is geen klantencontact." (respondent 7)

Dit sluit niet aan bij hoe er vanuit de belegger of financier tegen assetmanagement wordt aangekeken. Bij financiering van een portefeuille is assetmanagement één van de belangrijke elementen die bekeken wordt in relatie tot het risico. Vanuit de belegger wordt aangegeven dat de assetmanager centraal staat tijdens de exploitatiefase om waarde toe te voegen en alle stakeholders te managen.

Goed om op te merken is dat zowel respondent 4 als 7 later in het interview wijzen op de strategische taak van assetmanagement die onvoldoende wordt benut.

"Wat ik wil en eigenlijk gemist heb, ook in het property management van tegenwoordig is toch de strategische kijk op een object. Een beleidsplan maken van drie tot vijf jaar, dat zie ik niet terug. Wel een discussie over taxaties en dat zijn nou typisch dingen waarvan ik zeg: dat is assetmanagement, ja, als assetmanager of als property manager plus. Daar zou het over moeten gaan, want daar zit wel echt de waarde discussie. Dus een heleboel creativiteit en dat nadenken over objecten, dat gebeurt nu niet en zie ik onvoldoende terug, ook niet in de assetmanagement functie." (respondent 7)

"Maar die doorvertaling: als we dan zoveel moeten verkopen, welke objecten komen daar dan voor in aanmerking? Dus voor dat prioriteringsvraagstuk heb jij informatie uit de operatie nodig en dat is dus die knoop waarvan ik zeg, dat is de taak van die assetmanager. Die kent uit de operatie precies de prestaties van die objecten, weet ook wat de taakstelling op portefeuilleniveau is en die kan dus als assetmanager de juiste keuzes maken en prioriteiten stellen. Dus zo zou ik het uitleggen, maar misschien komt het toch heel dicht bij wat jij zegt." (respondent 4)

Voorgaande laat zien dat die strategische afweging en kijk naar het object in de beeldvorming onvoldoende aanwezig is, terwijl dit element bij de andere respondenten juist benadrukt wordt. Onderstaande tabel laat zien dat de respondenten die dagelijks actief zijn met of verantwoordelijk zijn voor assetmanagement het in hun interviews veel over het element businessplan hebben.

	1: 1 24	2: 2 29	3: 3 35	6: 6 26	8: 8 17	Totals
BP opstellen 15	1	1	4	3	1	10
BP review 7	1	1	3		1	6
BP scenari... 3			1			1
BP Underw... 8	2	2	1	2	1	8
Totals	4	4	9	5	3	25

Benaderingen assetmanagement

Assetmanagement wordt veelal benaderd vanuit het waardeperspectief. Dit is ook inherent aan de definitie van assetmanagement. Opvallend om te zien is dat veel respondenten ongemerkt aansluiting zoeken bij het onderzoek van Read en bij de beschrijving van assetmanagement aansluiten bij de assen.

De afbakening is divers, maar zichtbaar is dat de afbakening tussen property- en assetmanagement meer diffuus is dan de afbakening tussen asset- en portfolio management.

3.3 Toegevoegde waarde

De elementen die, naast performance, veel naar voren komen in de interviews zijn businessplan, marktkennis en waardecreatie. De code performance wordt later in dit hoofdstuk separaat besproken.

Businessplan

Binnen assetmanagement is het businessplan leidend voor de activiteiten die worden uitgevoerd. Dit wordt opgesteld voor acquisitie of start management en gedurende de exploitatieperiode herzien. Door de respondenten wordt aangegeven dat de Nederlandse institutionele belegger minder scherp op het businessplan stuurt dan de meer private of private equity partijen. De hogere rendementseis wordt behaald door scherper te sturen tijdens de exploitatiefase.

“Dan is het value add product natuurlijk veel meer een businessplan, dat is een vrij korte termijn. Dan weet je eigenlijk al wel wat je moet doen om echt die waarde sprong te kunnen maken. Dus daar is, denk ik, het plan en de uitvoering natuurlijk het belangrijkste. Terwijl je core, die moet in feite door alle stormen en winden heen zich bewijzen. Qua risicoprofiel is dat veel minder, dus dan is ook assetmanagement daarin minder van belang.” (respondent 1)

Marktkennis

Marktkennis is van belang omdat het product steeds weer in de omgeving moet worden geplaatst. De prestaties of toegevoegde waarde van het management zijn afhankelijk van de positionering van het product in de omgeving en in de markt. Marktkennis laat zich zien in sectorspecialisatie, kennis van de markt, de sector en de huurders. Nieuwe ontwikkelingen volgen elkaar snel op en in gereguleerde markten, zoals de woningmarkt, is het belangrijk dit te blijven volgen en ook te implementeren. Afhankelijk van de doelstelling of het type belegging is de marktkennis die nodig is ook anders. Bij een core belegging zal het vaker gaan over ESG, Paris Proof en Crem paden, waarbij het bij een meer risicovol product gaat om kennis van de lokale markt, het huurniveau, ontwikkeling en herpositionering.

“Maar het begint wel met lokale kennis van de markt, van de gebruikers en ook het soort gebruikers en je concurrentie. Wat zit eraan te komen? De ontwikkelaars die bouwen natuurlijk ook iets, waarvan zij zelf denken, hier is vraag naar en die moeten dat waarmaken en dan ga jij met je eigen plan daarin mee.” (respondent 3)

Waardecreatie

Waardecreatie gaat over de focus op het toevoegen van waarde. Dit is ook het onderscheid dat eerder is gemaakt tussen property- en assetmanagement. De mate van focus op waardecreatie is een significant onderdeel van de bijdrage van assetmanagement aan het rendement.

"Iemand die echt die 360 graden view kan houden en heel erg hands on is. Wat dat betreft vind ik dat er in die zin niet veel verschil zou moeten zijn tussen een core kantoorgebouw of een light industrial hal en alles wat ertussen zit. Je moet gewoon zorgen dat je je huurders kent, dat je heel actief bezig bent, je constant altijd vanuit allerlei invalshoeken blijft kijken: Kan ik het nog verder optimaliseren? Is dit de best mogelijke deal? Hebben we de juiste benadering? Klopt het huurdersbestand in dit gebouw of moet ik dat verder optimaliseren? Je moet echt iemand hebben die met zo min mogelijk oogkleppen op iets in een bepaald stramien aan het doen is, maar vooral naar het totaalplaatje kijkt en altijd op zoek is naar waardevermeerdering." (respondent 6)

Voorgaande laat zien dat de focus op waardecreatie of de toets voor waardecreatie onderdeel is van elke beslissing die genomen wordt. Waardecreatie is daarbij niet alleen financieel. Met name in een meer institutionele omgeving of binnen een institutionele portefeuille kan waarde worden gezien als een breder begrip.

Waardecreatie is te relateren aan de potentie van de objecten en aan de winst die als management behaald kan worden. Een portefeuille die 'undermanaged' is, biedt potentie om met management waarde toe te voegen. Afhankelijk van het product kan deze bijdrage significant zijn. Onderstaand voorbeeld laat zien dat de bijdrage aan het rendement volledig voor rekening van (asset)management komt. Door de respondenten wordt undermanaged vaak gerelateerd aan Nederlandse institutionele beleggers. Onderstaande voorbeelden laten dit ook zien.

"Ik kan je een voorbeeld geven. Wij hebben nu drie jaar geleden een wijkwinkelcentrum gekocht van een Nederlandse institutionele belegger. Dat had geen aandacht gekregen. Dit betekent dat er veel leegstand was, dat er geen servicekosten werden afgerekend, dat iedereen ontevreden was. Het was gewoon echt heel veel gezeik. Dat bedoelde ik ook net met: dan loopt het echt hard van je af. Op dat moment kun je hem heel goed inkopen, dus wij kochten het voor vijf miljoen. Vervolgens gaan wij tweeëneenhalf jaar aan de slag en wij doen gewoon 100 kleine dingetjes goed. Schoonmaken, servicekosten afrekenen, nieuw huurcontract, aantonen dat de supermarkt te klein was voor het marktgebied, en dus kan de supermarkt uitbreiden, we doen met kerst iets extra's, we doen een keer een zomerfeest voor de buurt. Ik kan, nogmaals, 100 kleine dingetjes goed doen. Iedereen lacht weer, de consument lacht, de ondernemer lacht en na tweeëneenhalf jaar is de supermarkt uitgebreid met een nieuw contract en zijn alle andere units inmiddels ook verhuurd. Heb je goed gemanaged. Je hebt het met een idee gekocht van: slechter dan dit kan het eigenlijk niet gemanaged worden. We gaan het beter maken, we gaan allemaal heel veel kleine dingetjes goed doen. En op het moment dat het klaar is, dan is voor mij het value add product gereed om naar de volgende te gaan en maken wij een rendement van vijf miljoen naar bijna acht miljoen." (respondent 1)

Dan zou je de portefeuilleverkopen moeten gaan vergelijken, dan moet je ook weten hoe er gemanaged wordt. In het verleden hebben wij bijvoorbeeld een portefeuille gekocht die niet heel actief werd gemanaged, dat ging op een hele andere manier. We hebben daarin een flink aantal panden overgenomen en nu de manager het heel anders doet, dan zie je dat dat veel meer waarde oplevert. Een huursprong alleen al bijvoorbeeld. Dat zien we ook bij panden die we van (geanonimiseerd) over gaan nemen. Hun situatie was slecht gemanaged en met bijna elk pand dat we hebben overgenomen, daar was iets mee en zijn we vervolgens heel actief mee aan de slag gegaan. En dan los je dat allemaal op en dan heb je uiteindelijk ook hogere huurstromen, dus meer waarde. (respondent 6)

"Alleen al op huurgroei, ik denk dat je in de huidige markt makkelijk 15 procent per jaar zou kunnen realiseren door heel actief management te voeren. En die waardegroei die laat zich dan anders uitdrukken, maar het hangt wel samen met je bezetting en je huurstream." (respondent 6)

3.4 Rendement, risico en assetmanagement

Vanuit het theoretisch kader is duidelijk dat rendement, risico en assetmanagement begrippen zijn die samenhangen. Dit wordt bevestigd door de respondenten. Bij toename van het risico verandert de wijze van management en neemt de bijdrage van assetmanagement toe. Bij value add investeringen wordt aangegeven dat het businessplan en actief management van belang zijn om de waardesprong te realiseren.

"Wil je het value add-product, dat woord zegt het al, het moet waarde toevoegen. Dat vraagt veel meer assetmanagement." (respondent 3)

Tegelijkertijd is assetmanagement meer dan waarde toevoegen. Dit betekent dat de focus van assetmanagement per product en per organisatie kan verschillen, afhankelijk van de context. Dit sluit ook aan bij de conclusie van Fisher en Hartzell (2015), die stellen dat value add meer additioneel management nodig heeft, zoals verhuuractiviteiten.

"Maar dat eerste deel, het belang van het op orde hebben van je controles en je cijfers, de correctheid van de cijfers, data bijvoorbeeld, niet alleen of je over data beschikt, maar dat je ook 100 procent data covert, niet een beetje servicekosten afrekening, maar alles. En dat deel is niet afhankelijk van de asset an sich en kan nog steeds goed verhuurd zijn. Als je alleen niet goed op die debiteurenbeheer zit of je hebt er verkeerde meters in zitten of er zijn verschillen ontstaan doordat het anders is verwerkt door de beheerder en de eigenaar. Dan gaan er echt ongelukken gebeuren, omdat er dan in de rapportage verschillen komen en dan komt de accountant die zegt: hé, ik zie verschillen. Als je één verschil ziet, dan denk je: dan is er gewoon ergens iets mis en dat kan natuurlijk iets kleins zijn, maar het kan ook een signaal zijn dat die controles niet op orde zijn. Je kunt het jezelf zoveel makkelijk maken door te zorgen dat dat dus staat. En dat aspect is dus minder afhankelijk van het risicoprofiel van het object. Dus daar scheid ik 'm even, dat is de nuance." (respondent 8)

Voorgaande laat zien dat meer risico vraagt om meer additioneel assetmanagement en meer focus op het businessplan. De wijze van managen en de wijze van verantwoording naar stakeholders is bij een product met risico vaak anders in vergelijking met een product met veel risico. Dit is deels verklaarbaar door het type investeerder en de daarbij horende compliance.

3.5 Bijdrage van assetmanagement aan het rendement

Vanuit de theorie is het moeilijk om de bijdrage van assetmanagement aan het rendement van direct vastgoed investeringen goed te onderbouwen. Dit beeld wordt bevestigd door de respondenten. Dit is verklaarbaar doordat de markt bepalend is in de prestaties en het rendement. Ondanks deze constatering zijn de respondenten wel van mening dat assetmanagement een bijdrage heeft aan het rendement.

Benchmarks

Organisaties gaan verschillend om met benchmarks. Benchmarks vinden met name binnen het core segment plaats. Binnen benchmarks is het moeilijk om de bijdrage van het component assetmanagement toe te wijzen. Binnen de attributieanalyse kan worden gekeken naar de som van de objectcomponent en de interactiecomponent, maar doordat ook alle andere factoren die van invloed zijn op het rendement hierin besloten liggen, is het moeilijk hier een uitspraak over te doen.

Conjunctuur

Het rendement van direct vastgoed investeringen is, zoals hiervoor gesteld, voor een groot deel afhankelijk van de markt. Dit wordt ook bevestigd door de respondenten.

"Dat zijn in feite producten die undermanaged zijn, door de traditionele Nederlandse beleggers. We hebben aanzienlijke portefeuilles van hen gekocht. En als je de waardeontwikkeling ziet - dat heeft natuurlijk te maken met de schaarste - zien we momenteel natuurlijk dat de grootste waardeverstijging komt door marktwerking. Dat zijn de yields, die gigantisch verlaagd zijn. Maar ook deels doordat wij veel meer upside creëren, door te investeren." (respondent 2)

Vanuit de kant van de financiering wordt aangegeven dat de bijdrage van assetmanagement, juist bij een laagconjunctuur, ertoe doet.

"Dat is heel simpel. Op dit soort portefeuilles, waar we het vanochtend over hadden, is dat heel belangrijk en komt dat ook gelijk aan de orde. Ik zit 25 jaar bij ING als financier, dus ik heb wel wat pieken en dalen meegemaakt. Inderdaad, in tijden van crisis, 2008 ook, toen werd dat assetmanagement wel heel belangrijk en dan zie je ook gelijk de partijen die wat minder ervaring hebben door de mand vallen. Daar kan je mogelijk echt een kleerscheur oplopen als bank." (respondent 9)

Afbreukrisico

Interessant is om de invalshoek van het onderzoek te draaien en het vraagstuk te beschouwen vanuit het afbreukrisico van slecht management. Door de respondenten wordt aangegeven dat het neerwaarts risico van slecht management minimaal net zo groot, dan niet groter is dan het opwaarts potentieel van goed management. Dit laat zien dat fatsoenlijk management als gemeengoed wordt ervaren en de kwaliteit en kunde van het management in de underwriting en de rendementseis is inbegrepen.

De bijdrage van assetmanagement

Zoals opgemerkt is de bijdrage van assetmanagement moeilijk te duiden. In de interviews is gesproken over kwantificering van de bijdrage van assetmanagement aan het rendement. De uitkomsten hiervan zijn een reflectie van het gevoel, de organisatie, de betreffende asset class en de rol van de respondent. De uitspraken zijn daarom richtinggevend en kunnen niet los worden gezien van de context.

Allereerst kan de bijdrage van het assetmanagement gezien worden in optimalisatie van de huurstroom. De getallen lopen hier uiteen van 15% optimalisatie ten opzichte van de situatie voor acquisitie tot 0-2% op de underwriting. Doordat de uitgangspunten verschillend zijn kunnen deze antwoorden niet vergeleken worden.

Als we kijken naar het totaalrendement zien we dat veel private equity beleggers werken met een hogere rendementseis dan de institutionele fondsen en dat deze beleggers vaak portefeuilles kopen van de institutionele fondsen. Het verschil in rendementseis en ook in realisatie van het rendement is deels toe te schrijven aan het management, maar deels ook aan structuur, financiering en markt.

“Onze rendementseisen zijn ook dusdanig dat we die werkwijze moeten aanhouden. Bij de traditionele beleggers lag het rendement voorheen tussen de vier en zes procent. Bij ons ligt dat wel een stuk hoger. Dat heeft op tien procent gelegen bij de start, toen ik kwam, nu zijn ze wel lager. Bij ons ligt dat nu tussen de zevenenhalf en tien procent.” (respondent 2)

Een andere respondent kwalificeert de bijdrage van assetmanagement in de helft inkoop en de helft exploitatie. Van die helft exploitatie is twee derde markt en een derde management.

Hoofdstuk 4: Conclusie

Het literatuuronderzoek laat zien dat er een wetenschappelijke basis bestaat om te stellen dat assetmanagement een bijdrage levert aan het totale resultaat bij investeringen in direct vastgoed. Op basis van deze literatuur is het moeilijk om de verschillende determinanten die bijdragen te onderscheiden. Duidelijk is wel dat de benadering van comprehensive asset management, zoals Read dit stelt, het meest volledig aansluit bij het beeld dat de sector heeft van assetmanagement, waarmee zij vanuit dit perspectief een positieve bijdrage van assetmanagement op het rendement van commercieel vastgoed bevestigen.

De bijdrage van assetmanagement ligt in het creëren van waarde door het opstellen en uitvoeren van het businessplan en het hebben van voldoende kennis van de markt om de kenmerken en de vraag van de markt te vertalen in een goede propositie binnen het vastgoed. Deze omvang van de bijdrage is afhankelijk van de context, maar het empirisch onderzoek onderschrijft de stelling dat een investering met meer risico vraagt om meer additioneel management. Het is enkel mogelijk om de determinanten te benoemen en niet om de bijdrage van de determinanten aan het rendement verder te benoemen.

Opvallend is dat assetmanagement meer wordt gewaardeerd naarmate assetmanagement dichterbij staat. Tegelijkertijd is het goed om als sector te reflecteren op het nut en de bijdrage van assetmanagement om zo de bijdrage te behouden, te vergroten of te verplaatsen. Assetmanagement richt zich op de activiteiten en niet per definitie op een rol die deze activiteiten uitvoert.

4.1 Reflectie

Onderhavig onderzoek betreft een kwalitatief verkennend onderzoek naar de bijdrage van assetmanagement op de organisatie. Gezien de premature stand van de literatuur en de beschikbaarheid van data was een meer kwantitatief en breed onderzoek niet realistisch. Daarmee is een relatief beperkt overzicht geschetst van de empirie. Hoewel de respondenten werkzaam zijn bij zeer relevante organisaties en allen expert zijn binnen de materie, kan een toekomstig onderzoek onder een bredere vertegenwoordiging van de populatie meer generalistische resultaten opleveren. De ultieme wens is uiteraard om te komen tot een kwantitatieve analyse. Dit vraagt om data die als relatief gevoelig wordt beschouwd door organisaties. Dit zou wel een nadere verdieping geven aan de kennis rondom dit vraagstuk. Door een brede en betrouwbare vertegenwoordiging van de populatie op te nemen kan ook nader inzicht worden verkregen op de omvang van organisaties en het soort speler. Uiteindelijk kan dan inzicht worden verkregen in een vergelijkend kader: zijn verschillende soorten assetmanagement structuren ook significant optimaler in termen van bijdrage aan het rendement?

Het onderzoeksthema is een vraagstuk dat breed leeft in de sector, maar ook internationaal is het aantal onderzoeken vooralsnog zeer beperkt. Daarmee is in elk geval een bijdrage geleverd aan het verder ontwikkelen van dit vraagstuk en de antwoorden in de interviews laten ook zien dat er ook de komende jaren nog veel ontwikkelingen rondom dit thema te verwachten zijn. Daarmee ontstaat een drietal aanbevelingen voor vervolgonderzoek:

- Nader kwantitatief onderzoek doen naar de bijdrage van het rendement vanuit een belegger met voldoende omvang of vanuit een financier met voldoende omvang om conclusies te kunnen trekken. De aanbeveling voor onderzoek vanuit een financier volgt vanuit de constatering van respondent 9 dat banken beschikken over een omvangrijke dataset over de prestaties van objecten en portefeuilles;
- Nader kwalitatief onderzoek doen naar de duiding van de verschillende elementen van rendement en de relatie van die elementen met management;
- Nader kwantitatief onderzoek doen naar de invloed van data op de toegevoegde waarde van asset management.

Bronvermelding

Arcuri, M. C. (2019). *Asset Management: Strategies, Opportunities and Challenges* (Business, Technology and Finance). Nova Science Pub Inc.

Andonov, A., Eichholtz, P., & Kok, N. (2015). Intermediated investment management in private markets: Evidence from pension fund investments in real estate. *Journal of Financial Markets*, 22, 73–103. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2014.11.002>

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2017). *Fundamentals of Corporate Finance* (9de editie). McGraw-Hill Education.

Feng, T., & Geltner, D. (2011). Property-Level Performance Attribution: Investment Management Diagnostics and the Investment Importance of Property Management. *The Journal of Portfolio Management*, 37(5), 110–124

Baum, A., & Farrelly, K. (2009). Sources of alpha and beta in property funds: A case study. *Journal of European Real Estate Research*, 2(3), 218–234.

Driel, A. van (2010). *Strategische inzet van vastgoed*. Amsterdam: WEKA Uitgeverij B.V.

Read, D. C., & Sanderson, D. C. (2020). Obstacles to comprehensive real estate asset management. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 26(1), 49–62. <https://doi.org/10.1108/jfmpc-05-2020-0036>

Van Driel, A. (2010). *Strategische inzet van vastgoed: over duurzaam beleid en management*. Amsterdam: WEKA Uitgeverij B.V.

Janssen, I. (2016). *Vastgoedmanagement: verleden, heden en toekomst*. In M. Vermeulen, & M. Wieman, *Handboek vastgoedmanagement*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers.

Vermeulen, M. (2010). *De vastgoedmanagementorganisatie*. In M. Vermeulen, & M. Wieman, *Handboek vastgoedmanagement* (pp. 45-61). Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers

Gool, P., Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., Veenhoven, R., & Weisz, R. (2020). *Onroerend goed als belegging*. Wolters Kluwer.

Read, D. C. (2019). *What Real Estate Asset Managers Do*. Institute of Real Estate Management.

Vlek, P. J., Oosterhout, T., Van Oosterhout, T., Spryg Real Estate Academy (Delft), Rust, W., Van den Berg, S., & Chaulet, T. (2018). *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*. Spryg Real Estate Academy.

Hahn, T. C., Geltner, D., & Lietz, N. G. (2005). Real estate opportunity funds. *The Journal of Portfolio Management*, 31(5), 143–153.

Geltner, D., Norman, G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate: Analysis and Investment* (3rd edition). Mason: OnCourse Learning.

Baum, A. (2000, juni). *Attribution of real estate portfolio returns and manager style: some empirical results*. European Real Estate Society Conference, Bordeaux.

Van BINSBERGEN, J. H., BRANDT, M. W., & KOIJEN, R. S. J. (2008). Optimal Decentralized Investment Management. *The Journal of Finance*, 63(4), 1849–1895. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01376.x>

Farrelly, K., & Stevenson, S. (2016). Performance drivers of private real estate funds. *Journal of Property Research*, 33(3), 214–235. <https://doi.org/10.1080/09599916.2016.1210333>

Haran, M. E., Lo, D., McCord, M., Davis, P., & Lim, L. C. (2020). Impact of firm-level attributes on listed real estate company performance. *Journal of Property Investment & Finance*, 39(4), 323–348. <https://doi.org/10.1108/jpif-03-2020-0030>

Glickman, I. H. (2004). *The ABC's of Asset Management*. REAL ESTATE ISSUES.

Cloudt, [Stefan]. (2022, 26 juni). Benaderingen bij kwalitatieve analyse [Video]. ASRE webcast. <https://asrestudenten.nl/mod/page/view.php?id=28479>

Baarda, B., & Bakker, E. (2013). *Basisboek kwalitatief onderzoek* (3de editie). Noordhoff.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Myers, S., & Marcus, A. J. (2017). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

Bijlage 1

Overzicht activiteiten assetmanagement

	Read (2020)
Acquisition Support:	Acquisition specialists frequently call on asset managers to vet underwriting assumptions and assess the strengths and weaknesses of properties before moving forward with purchase agreements. In some firms, asset managers are also asked to help source deals and oversee due diligence activities.
Business Planning:	Business plans are often developed when properties are acquired, but must be revised over time. It typically falls to asset managers to ensure such plans reflect the physical condition properties are in, the strength of their rent rolls, and the dynamics of the markets and submarkets in which they are located.
Leading a Team:	Property managers, leasing agents, construction managers, and a host of other parties must work together to execute property-level business plans. Asset managers lead or oversee the work of these parties in many instances.
Budget Preparation:	While property managers frequently prepare budgets, asset managers may be called on to evaluate, refine, and approve them on behalf of the real estate owners they represent. The final product represents the allocation of resources to achieve the goals articulated in property-level business plans.
Approving Leases and Capital Improvements:	The amount of autonomy asset managers possess varies greatly across firms, but it is common for individuals working in this capacity to have authority to approve leases and capital expenditure decisions up to defined limits.
Promoting Operational Efficiency:	Benchmarking operational performance, looking for anomalies in data, and seeking out cost savings opportunities in conjunction with property management teams are all activities in which asset managers engage.
Financial Analysis:	Achieving the financial goals established for properties and maximizing their value are fundamental responsibilities of asset managers, which require an understanding of common real estate valuation techniques and alternative measures of return on investment.
Market Analysis:	Market analysis informs all other asset management activities. It helps asset managers understand how properties are performing, what types of lease terms are acceptable in light of market conditions, and how capital investments can help differentiate properties from their competitors.
Disposition Assistance:	Many real estate investment management firms opportunistically sell properties. Asset managers help them determine when it is appropriate to do so by making hold/sell recommendations, and in some instances by working with the brokerage community to complete sale transactions.
Monitoring and Reporting:	Asset managers inform the real estate owners they represent in a number of ways. They engage in financial reporting, communicate capital needs, explain budget variances, evaluate market conditions, and assess competitive threats, all while being mindful of short- and long-range investment objectives

Topiclijst interviews

De topiclijst voor de interviews is samengesteld op basis van het theoretisch onderzoek.

- Definitie en afbakening assetmanagement
- Taken assetmanagement
- Samenwerken, alignment en principal agent conflicts
- Rendement, risico en assetmanagement
- Kennis en vaardigheden
- De bijdrage van assetmanagement
-

Bijlage 3

Overzicht respondenten

Expert	Rol	Type organisatie	Type vastgoed
Respondent 1	CEO / countryhead	Family office / klein	Commercieel
Respondent 2	Head of assetmanagement	Private equity / groot	Wonen / commercieel
Respondent 3	Head of assetmanagement	Private equity / beursgenoteerd / groot	Commercieel
Respondent 4	Wetenschap	Onderwijs / groot	Nvt
Respondent 5	Research / wetenschap	Institutioneel / beursgenoteerd / groot	Wonen / commercieel
Respondent 6	CEO / countryhead	Private equity / groot	Commercieel
Respondent 7	CEO / countryhead / wetenschap	Private equity	Wonen / commercieel
Respondent 8	CEO / countryhead	Institutioneel / groot	Wonen / commercieel
Respondent 9	Finance	Groot	Wonen / commercieel

Bijlage 4

Kwalitatieve analyse - codeboom

Code	Grounded	Code Groups
● Betrokkenheid	8	Actief management
● Details en hoofdlijnen	5	Actief management
● Focus	2	Actief management
● Klantfocus	6	Actief management
● Kort op de bal	9	Actief management
● Undermanaged	5	Actief management
● Conflict of interest	2	Alignment
● Gebrek aan betrokkenheid	4	Alignment
● Kaders / strategie	7	Alignment
● Persoonlijk belang	3	Alignment
● Principal Agent	0	Alignment
● Transparantie	4	Alignment
● Werk derden	1	Alignment
● BP opstellen	14	Businessplan
● BP review	7	Businessplan
● BP scenarioplanning	3	Businessplan
● BP Underwriting	7	Businessplan
● Comprehensive Asset Management	1	Definitie
● Definitie AM	18	Definitie
● Definitie Rendement	0	Definitie
● Definitie risico	0	Definitie
● Aansturing/ management	6	Kennis en vaardigheden
● Allround	4	Kennis en vaardigheden
● Creativiteit	6	Kennis en vaardigheden
● Data	10	Kennis en vaardigheden
● ESG	3	Kennis en vaardigheden
● Financiële kennis	2	Kennis en vaardigheden
● Kostenmanagement	4	Kennis en vaardigheden
● Marktkennis	19	Kennis en vaardigheden
● Ondernemerschap	1	Kennis en vaardigheden
● Processen op orde	3	Kennis en vaardigheden
● Specialisatie	2	Kennis en vaardigheden
● Technische kennis	2	Kennis en vaardigheden
● Benchmarks	2	Omvang bijdrage assetmanagement
● Gering	2	Omvang bijdrage assetmanagement
● Overbodig	2	Omvang bijdrage assetmanagement
● Performance	23	Omvang bijdrage assetmanagement
● Informatiemanagement	4	Plaats binnen de markt
● Ketenintegratie / taakverschuiving	7	Plaats binnen de markt
● Mandaat	2	Plaats binnen de markt
● Conjunctuur / markt	6	Rendement
● Duurzaamheid / ESG	8	Rendement
● Rendementseis	3	Rendement
● Risico	5	Risicoprofiel
● Risico vs assetmanagement	17	Risicoprofiel
● Wijze van aansturen	6	Risicoprofiel
● Afbreukrisico	5	Toegevoegde waarde
● Waardecreatie	22	Toegevoegde waarde