

"Van Traditioneel naar Alternatief: Het Potentieel van Co-Living als Beleggingscategorie voor Institutionele Vastgoedbeleggers"

Een verkennend onderzoek naar de aantrekkelijkheid van co-living als beleggingscategorie in een institutionele vastgoedportefeuille

Nick ten Haaf

Datum : November 2023
Opleiding : Master of Real Estate (MRE)
Amsterdam School of Real Estate
Jaargang 2021 – 2023

Eerste beoordelaar & begeleider : Hans Op 't Veld
Tweede beoordelaar : Jantine Schrader-Van Meel

VOORWOORD

Het Company Research Paper dat hier voor u ligt vormt het sluitstuk van de MRE opleiding die ik de afgelopen twee jaar heb gevolgd aan de Amsterdam School of Real Estate. Ondanks dat er wel eens weekenden tussen zaten dat ik liever ergens anders mee bezig was kijk ik met veel plezier terug op de wekelijkse colleges. Het was voor mij een waardevolle en verrijkende ervaring om weer in de schoolbanken plaats te nemen, mijn kennis uit te breiden en mijn perspectief te verbreden, verder kijkend dan de grenzen van mijn dagelijkse werkzaamheden. Ik wil in het bijzonder Robert Kat en Alexander Zweering van Spring Real Estate bedanken voor de kans die zij mij geboden hebben om deze opleiding te volgen.

Waar ik heb genoten van de colleges en de interactie met een groep fijne medestudenten vormde het schrijven van dit Company Research Paper een grote uitdaging. De start van de CRP-module viel samen met een hoogtepunt in mijn persoonlijke leven, maar mijn aandacht ging voornamelijk uit naar onze pasgeboren dochter Céleste. Samen met mijn partner Carolien, die haar opleiding tot medisch specialist combineert met een MBA, hebben wij ervaren hoe uitdagend het kan zijn om werk, studie en de slapeloze nachten die bij een jong gezin horen, te balanceren. Ik ben enorm trots op hoe wij deze periode samen hebben doorstaan. Mijn dank gaat ook uit naar mijn ouders, zus, vrienden en vriendinnen, die vooral in de laatste weken vaak hebben bijgesprongen.

Ik wil graag mijn oprechte dank uitspreken aan de respondenten die, ondanks hun drukke schema's, de tijd hebben genomen om een waardevolle bijdrage te leveren aan dit onderzoek. Hun inzichten en medewerking waren van onschatbare waarde. Een speciaal woord van dank gaat uit naar Herbert van de ASRE, wiens snelle hulp bij het verkrijgen van de nodige literatuur een essentiële rol heeft gespeeld in mijn onderzoeksproces.

Mijn bijzondere dankbaarheid gaat uit naar Hans, wiens waardevolle inzichten en begeleiding onmisbaar waren, vooral op de momenten dat ik het overzicht dreigde te verliezen. Zijn hulp was een baken van steun gedurende dit traject. Ook wil ik Jantine hartelijk danken voor haar flexibiliteit en de snelheid waarmee ze mijn onderzoek heeft beoordeeld. Haar bijdrage heeft het proces aanzienlijk versoepeld en mijn voortgang bevorderd.

MANAGEMENTSAMENVATTING

Dit onderzoek verkent de evolutie in de vastgoedallocatie van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, die traditioneel gericht waren op kantoren, winkels, meergezinswoningen en industriële sectoren. De afgelopen jaren is er een verschuiving opgemerkt naar alternatieve vastgoedsectoren zoals self-storage, gezondheidszorg, senioren- en studentenhuisvesting, en datacenters.

Echter, de co-living sector, die belooft betaalbaarheid, flexibiliteit en een gemeenschapsgevoel te bieden aan jongere generaties zoals Millennials en Generatie Z, blijft grotendeels onopgemerkt door institutionele beleggers. Ondanks zijn potentieel om in te spelen op veranderende woonbehoeften en trends in Space-as-a-Service, is er beperkte kennis over de waarde en haalbaarheid van co-living als een investeringscategorie.

Dit onderzoek verkent de evolutie in de vastgoedallocatie van institutionele beleggers en de opkomende interesse in alternatieve vastgoedsectoren zoals studentenhuisvesting, gezondheidszorg en seniorenwoningen. De co-living sector, een modern woonconcept dat belooft te voldoen aan de behoeften van jongere generaties, blijft grotendeels onbenut ondanks zijn potentieel. De opkomst van co-living als beleggingscategorie staat nog in de kinderschoenen en er is slechts beperkte literatuur beschikbaar over het onderwerp.

Dit onderzoek hanteert een verkennende methode om inzicht te krijgen in co-living als potentiële beleggingscategorie. Het literatuuronderzoek richt zich op algemene beleggingstheorieën en alternatieve vastgoedsectoren, met als doel parallellen te vinden tussen de groeipatronen, uitdagingen en kansen in deze sectoren en co-living. Er wordt diepgaand literatuuronderzoek gedaan naar de unieke kenmerken, bedrijfsmodellen en waardeproposities van de co-living sector. Factoren zoals rendementsverwachtingen, risicoprofielen, marktdynamiek en de lange termijn vitaliteit van co-living worden onderzocht.

Empirische inzichten worden verzameld door middel van semigestructureerde interviews. Deze interviews stellen de onderzoeker in staat om dieper in te gaan op specifieke onderwerpen en een uitgebreider begrip van co-living als beleggingscategorie te verkrijgen. De opzet van de interviews is zodanig dat er een duidelijk begrip ontstaat over hoe de praktische ervaringen van experts zich verhouden tot de theoretische bevindingen.

Door deze gelaagde aanpak tracht dit onderzoek de potentiële waarde van co-living voor institutionele beleggers te ontsluiten en te analyseren, en bij te dragen aan de beperkte literatuur over dit opkomende segment van vastgoedinvesteringen.

De resultaten tonen aan dat de co-living sector kenmerken vertoont die het een potentieel aantrekkelijke en duurzame beleggingscategorie kunnen maken. De sector wordt ondersteund door demografische trends, urbanisatie, en een veranderende maatschappij en kan diversificatievoordelen en aantrekkelijke rendementen bieden. Echter, het gebrek aan historische data en de variërende percepties onder institutionele beleggers suggereren dat de sector nog in een vroege fase van acceptatie en integratie is. Voor beleggers die bereid zijn de operationele complexiteit en mogelijke risico's te navigeren, kan co-living een waardevolle toevoeging zijn aan hun portefeuille. Het is echter belangrijk om de evolutie van de sector nauwlettend te volgen.

Concluderend kan de co-living sector potentieel aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers met een proactieve en toekomstgerichte benadering. Verdere rijping van de sector en meer data over de lange termijn prestaties zullen bijdragen aan een duidelijker beeld van de duurzaamheid en aantrekkelijkheid van co-living als beleggingscategorie.

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD	2
MANAGEMENTSAMENVATTING	3
1 INLEIDING	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling.....	8
1.4 Centrale onderzoeksvraag	8
1.5 Deelvragen.....	8
1.6 Wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie	8
1.6.1 Wetenschappelijke relevantie	8
1.6.2 Maatschappelijke relevantie.....	8
1.6.3 Relevantie voor werkgever	9
1.7 Onderzoeksmethode	9
1.8 Afbakening van het onderzoek.....	10
1.9 Leeswijzer	10
2 THEORETISCH KADER.....	12
2.1 Beleggingstheorie.....	12
2.2 De rol van diversificatie	13
2.3 Diversificatie met vastgoed	14
2.4 Beleggingsstrategieën binnen vastgoed.....	14
2.5 De rol van vastgoed in de institutionele portefeuille	15
2.6 Deelconclusie.....	16
3 BELEGGEN IN ALTERNATIEVE VASTGOEDSECTOREN	17
3.1 Definitie en karakteristieken alternatieve vastgoedsectoren.....	17
3.2 Het landschap van alternatieve vastgoedsectoren.....	18
3.2.1 Residentieel vastgoed.....	18
3.2.2 Sociale infrastructuur	19
3.2.3 Infra-lite sectoren	19
3.3 Opkomst van alternatieve vastgoedsectoren	19
3.3.1 Cyclische verklaring	19
3.3.2 Seculiere trends en structurele verschuivingen	20
3.4 De rol van alternatieve sectoren in de beleggingsportefeuille.....	21
3.5 Implicaties voor de portefeuillestrategie.....	26
3.6 Deelconclusie.....	26
4 DE CO-LIVING SECTOR VANUIT BELEGGINGSPERSPECTIEF.....	28

4.1 Definitie en kenmerken van co-living	28
4.2 Drijfveren van vraag	29
4.2.1 Urbanisatie	29
4.2.2 Toename van alleenstaanden	29
4.2.3 Veranderende aard van werk	29
4.2.4 Deeleconomie.....	30
4.2.5 Betaalbaarheid	30
4.3 De co-living propositie.....	30
4.4 Waar is co-living te plaatsen in het spectrum van alternatieve sectoren	31
4.5 Co-living bedrijfsmodellen.....	32
4.5.1 Eigenaar-Operator model	32
4.5.3 Asset-light model.....	32
4.6 Co-living als beleggingscategorie.....	33
4.6.1 Rendement	33
4.6.2 Diversificatie	34
4.6.3 Inflatiecorrectie	35
4.6.4 Waardecreatie	35
4.6.5 ESG & Impact.....	35
4.6.6 Uitdagingen	35
4.7 Omvang van co-living beleggingsmarkt.....	36
4.8 Deelconclusie.....	38
5 METHODOLOGIE EN DATAVERZAMELING.....	39
5.1 Expertinterviews.....	39
5.2 Selectie van experts.....	39
5.3 Uitvoering van de interviews.....	40
5.4 Kwalitatieve analyse	41
5.5 Representativiteit	41
6 RESULTATEN EN ANALYSE	43
6.1 Algemeen beleggingsbeleid.....	43
6.2 Beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren	44
6.2.1 Definitie alternatieve sectoren	44
6.2.2 Kenmerken alternatieve vastgoedsectoren.....	45
6.2.3 Alternatieve sectoren in de portefeuille.....	46
6.2.4 Verschuiving alternatieve sectoren	49
6.2.5 Overwegingen en obstakels.....	49
6.2.6 Aansluiting bij neoklassieke beleggingstheorie.....	50

6.2.7 Deelconclusie.....	51
6.3 Beleggen in co-living	52
6.3.1 Definitie van co-living.....	52
6.3.2 Motivatie voor co-living in portefeuille	54
6.3.3 Co-living in relatie tot ESG en Impact doelstellingen	56
6.3.4 Doelgroep	56
6.3.5 Risicofactoren	57
6.3.6 Rendementseis	57
6.3.7 Co-living in Nederland	58
6.3.8 Toekomst bestendigheid.....	59
6.3.9 Deelconclusie.....	60
7 CONCLUSIE EN REFLECTIE.....	62
7.1 Conclusie	62
7.2 Reflectie.....	65
7.2.1 Methodologische reflectie.....	65
7.2.2 Reflectie op Bevindingen	66
7.3 Aanbevelingen	66
7.3.1 Aanbevelingen voor verder onderzoek	66
7.3.2 Aanbevelingen voor werkgever	67
8. LITERATUURLIJST	68
BIJLAGEN	72
Bijlage 1. Interviewstructuur expertinterviews	73
Bijlage 2. Voorbeeld exploratiefase coderen	75
Bijlage 3. Voorbeeld specificatiefase coderen	76

1 INLEIDING

1.1 Aanleiding

Lange tijd zijn traditionele vastgoedsectoren zoals kantoren en winkels, en later ook meergezinswoningen en industrie, de dominante keuzes geweest binnen de vastgoed allocatie van institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars (French et al., 2022; Newell & Marzuki, 2022; Karlekar, 2021). Deze benadering heeft hen in staat gesteld om te profiteren van sterke en stabiele rendementen, portefeuillediversificatie, aantrekkelijke directe opbrengsten en toegang tot hoogwaardige beleggingsplatformen en managers (French et al., 2022).

Steeds vaker gaat de interesse van institutionele beleggers echter uit naar alternatieve vastgoedsectoren, zoals self-storage, gezondheidszorg, seniorenwoningen, studentenhuisvesting en datacenters (INREV, 2020; French et al., 2022; Newell & Marzuki, 2022).

Veel van deze alternatieve sectoren kennen een operationeel karakter, wat zowel uitdagingen als kansen biedt voor beleggers. Desondanks blijken veel institutionele beleggers steeds vertrouwder te raken met blootstelling aan operationeel risico en wordt het potentieel van de sector erkend (McIntosh et al., 2017).

Ondanks de heroriëntatie van winkels en kantoren richting de residentiële en industriële sector en de opkomst van operationele vastgoedsectoren, blijft de co-living sector nog grotendeels onder de radar van institutionele beleggers (ULI & JLL, 2022).

Co-living is een modern woonconcept dat betaalbaarheid, flexibiliteit en gemeenschapsgevoel belooft, met name voor de jongere generaties zoals Millennials en Generatie Z. Net zoals co-working heeft geleid tot een transformatie in de kantoorruimte, heeft co-living de potentie om de residentiële vastgoedmarkt te revolutioneren door traditionele woonmodellen uit te dagen.

In het licht van de veranderende dynamiek in het vastgoedlandschap, en gezien de opvallende groei van alternatieve (residentiele) vastgoedsectoren zoals studenten- en seniorenhuisvesting, is het interessant om te onderzoeken hoe co-living zich verhoudt als beleggingscategorie. Is het slechts een tijdelijke trend of kan co-living zich positioneren als een duurzame en lucratieve beleggingscategorie voor institutionele investeerders? Vanuit het perspectief van de vastgoedadviseur volgt daarop de vraag of het zinvol is om verder te specialiseren op deze trend om competitieve voordelen te kunnen

1.2 Probleemstelling

Terwijl de interesse en investeringen van institutionele beleggers in alternatieve, operationele vastgoedsectoren toeneemt en bepaalde niches zoals studentenhuisvesting en seniorenwoningen zich ontwikkelen als volwassen beleggingscategorieën, blijft de co-living sector grotendeels onbenut. Ondanks de potentie van co-living om in te spelen op de behoeften en voorkeuren van jongere generaties en de verschuiving naar het Space-as-a-Service model, is er beperkte kennis en inzicht in de waarde en haalbaarheid van co-living als een investeringscategorie voor institutionele beleggers.

1.3 Doelstelling

Er is nog weinig bekend over de potentiële waarde van co-living voor institutionele beleggers. Dit onderzoek stelt zich ten doel om dieper in te gaan op co-living en te onderzoeken in hoeverre het een waardevolle toevoeging kan zijn aan de portefeuille van een institutionele belegger.

Het primaire doel van dit onderzoek is het verkennen en analyseren van de co-living sector als potentiële beleggingscategorie voor institutionele beleggers. Gezien de groeiende populariteit van alternatieve vastgoedsectoren en het feit dat niches zoals studentenhuisvesting en seniorenwoningen zich hebben ontwikkeld als gevestigde beleggingscategorieën, is het cruciaal om te begrijpen hoe de co-living sector zich positioneert binnen dit spectrum en welke unieke voordelen en uitdagingen het biedt aan beleggers.

1.4 Centrale onderzoeksvraag

In deze scriptie staat de volgende vraag centraal:

Hoe percipiëren Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers de co-living sector als potentiële beleggingscategorie in een gemengde beleggingsportefeuille?

1.5 Deelvragen

Om antwoord te kunnen geven aan de centrale onderzoeksvraag zullen eerst de onderstaande deelvragen beantwoord worden:

- SQ1. Waarom beleggen institutionele beleggers in vastgoed?
- SQ2. Welke factoren drijven de toegenomen populariteit in alternatieve vastgoedsectoren?
- SQ3. Wat is co-living, wat biedt het als beleggingssector en waar is het te plaatsen in het spectrum van vastgoedbeleggingen?
- SQ4. Wat is de houding en perceptie van institutionele beleggers ten opzichte van de co-living sector?

1.6 Wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie

1.6.1 Wetenschappelijke relevantie

Ondanks de groeiende populariteit van institutionele beleggers in het co-living woonconcept (PWC & JLL, 2020), is er beperkt academisch onderzoek gedaan naar de potentiële voordelen en risico's van co-living als een beleggingscategorie. Dit is enerzijds verklaarbaar uit het relatief nieuwe concept, waardoor data ontbreekt. Anderzijds is de afbakening van co-living mogelijkwerwijs een obstakel in het onderzoeken van dit type belegging. Dit onderzoek vult deze leemte door een grondige analyse van co-living vanuit een institutioneel investeringsperspectief.

Het onderzoek kan bijdragen aan de bestaande literatuur over vastgoedbeleggingen door specifiek de operationele en alternatieve sectoren te belichten, en hoe deze evolueren in reactie op veranderende maatschappelijke behoeften.

1.6.2 Maatschappelijke relevantie

Het concept van co-living beoogt antwoord te geven aan wereldwijde uitdagingen op het gebied van de betaalbaarheid van wonen, toenemende urbanisatie, vraag aan woonflexibiliteit maar ook op maatschappelijk gebied zoals het tegengaan van eenzaamheid. Een toename van institutioneel kapitaal voor co-living producten kan helpen bij het aanpakken van deze deels maatschappelijke opgave.

1.6.3 Relevantie voor werkgever

De vastgoedmarkt evolueert constant, en adviseurs die vooroplopen bij het identificeren van nieuwe en innovatieve investeringsmogelijkheden kunnen hun waarde voor cliënten vergroten. Spring Real Estate concurreert in de markt met meer gevestigde internationale spelers, en moet proactief de markt benaderen om opdrachten te verwerven. De afgelopen jaren komen er steeds vaker co-living concepten voorbij. Vanuit dat oogpunt is het interessant om te onderzoeken of het kansrijk is hier verder op in te spelen. Kennis van nieuwe marktsegmenten zoals co-living geeft inzicht op het nuttig is het dienstenaanbod uit te breiden, wat een competitief voordeel kan geven.

1.7 Onderzoeksmethode

De opkomst van co-living als beleggingscategorie staat nog in de kinderschoenen en als gevolg daarvan is er slechts beperkte literatuur over het onderwerp voor handen. Als gevolg daarvan is de centrale onderzoeksvraag verkennend van aard. De verkennende onderzoeksmethode leent zich voor onderwerpen waarin weinig tot geen gedetailleerde informatie beschikbaar is. Het doel van het verkennende onderzoek is om begrip te krijgen en tot inzichten te komen over het onderwerp. Aan de hand van samenhangende verbanden uit literatuuronderzoek en kwalitatief onderzoek wordt geprobeerd om antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag.

Gezien het beperkte onderzoek dat specifiek betrekking heeft op het investeren in co-living door institutionele beleggers, zullen algemene theorieën over beleggingsportefeuilles gehanteerd worden als theoretisch kader. Vervolgens wordt specifiek ingegaan op institutionele beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren. Verschillende sectoren die als alternatief worden beschouwd zijn in de afgelopen jaren ontwikkeld tot meer volwassen beleggingscategorieën. Doel van het verkennen van literatuur over andere alternatieve sectoren is om te onderzoeken of er parallellen zijn tussen de groeipatronen, uitdagingen en kansen in deze sectoren en de opkomst van co-living als mogelijke beleggingscategorie. Door het analyseren van deze sectoren kunnen waardevolle inzichten worden verkregen over de potentiële groeitrajecten en obstakels die co-living als beleggingsproduct kan tegenkomen.

Tot slot zal er literatuuronderzoek worden gedaan naar de co-living sector. Doel is om een diepgaand begrip te krijgen van de unieke kenmerken, bedrijfsmodellen en waardeproposities die deze sector onderscheiden van andere vastgoedcategorieën. Hierbij wordt gekeken naar zowel de voordelen als de beperkingen van co-living vanuit het perspectief van beleggers. Belangrijke factoren zoals rendementsverwachtingen, risicoprofielen, marktdynamiek en de langetermijn vitaliteit van co-living als investeringsmogelijkheid zullen worden onderzocht.

Om empirische inzichten te verzamelen worden interviews ingezet. Deze techniek stelt de onderzoeker in staat om dieper in te gaan op specifieke onderwerpen, waardoor een uitgebreider begrip van het onderwerp kan worden verkregen. In dit onderzoek is gekozen om gebruik te maken van semi-gestructureerde interviews. Het doel van het onderzoek is een breed en diep begrip te krijgen over co-living als beleggingscategorie. Semi-gestructureerde interviews bieden de mogelijkheid om diepere en gedetailleerde informatie te verzamelen door doorvragen op antwoorden. Daarnaast is er de flexibiliteit om het interview aan te passen naar interessant antwoorden van de respondent. Omdat het een verkennend onderzoek is, zijn de vragen vooral gebaseerd op bevindingen uit de literatuur. Semi-gestructureerde interviews laten ruimte voor het ontdekken van onverwachte thema's of inzichten. Hoewel flexibeler dan gestructureerde interviews, bieden semi-gestructureerde interviews nog steeds enige structuur die het mogelijk maakt om antwoorden van verschillende respondenten te vergelijken en overkoepelende thema's te identificeren.

De opzet van de interviews is zodanig dat er een duidelijk begrip ontstaat over hoe de praktische ervaringen van de experts zich verhouden tot wat verwacht wordt op basis van de bevindingen in het literatuur onderzoek. Deze toetsing aan de praktijk is cruciaal omdat hierdoor de theoretische aannames kunnen worden geverifieerd of tegengesproken (Baarda et al., 2013).

1.8 Afbakening van het onderzoek

Het onderzoek naar de aantrekkelijkheid van co-living als beleggingscategorie voor institutionele beleggers wordt benaderd vanuit Nederlandse institutionele beleggers. De markt voor co-living is nog volop in ontwikkeling en in beperkte mate operationeel in Nederland. Om dit te ondervangen wordt in een breder perspectief onderzoek gedaan naar zowel directe als indirecte beleggingen in co-living zowel in Nederland als internationaal.

Mogelijke consequenties van het alleen richten op Nederlandse institutionele beleggers is dat bevindingen van het onderzoek gekleurd worden door marktspecifieke factoren als Nederlandse wet- en regelgeving, fiscale kwesties, culturele aspecten en marktvolwassenheid. Dat legt beperkingen op aan de generaliseerbaarheid van de resultaten.

1.9 Leeswijzer

Dit onderzoek biedt een diepgaande blik op de co-living sector als een opkomende beleggingscategorie voor institutionele beleggers. Om lezers een gestructureerde en logische doorloop te bieden, is deze studie ingedeeld in verschillende hoofdstukken, elk met een specifieke focus en bijdrage aan het uiteindelijke begrip van co-living investeringen. Hieronder volgt een uiteenzetting van de hoofdstukken en daaropvolgend het onderzoekmodel.

Hoofdstuk 2: Theoretisch Kader

Dit hoofdstuk schetst het theoretische fundament van het onderzoek, waarbij de neoklassieke beleggingstheorie als uitgangspunt wordt genomen. Het biedt een kader voor het begrijpen van beleggingsbeslissingen en portefeuillemanagement binnen de context van institutionele beleggingen in vastgoed.

Hoofdstuk 3: Literatuuronderzoek naar alternatieve vastgoedsectoren

Dit deel van het literatuuronderzoek richt zich op de toenemende interesse in alternatieve vastgoedsectoren. Het onderzoekt de drijfveren achter deze trend en de plaats die alternatieve vastgoedsectoren innemen binnen de bredere beleggingsmarkt.

Hoofdstuk 4: Literatuuronderzoek naar de co-living sector

Het volgende hoofdstuk bouwt voort op het vorige door specifiek in te gaan op de co-living sector. Hier wordt een gedetailleerd beeld geschetst van wat co-living inhoudt, welke factoren bijdragen aan de groei ervan en hoe deze zich verhoudt tot andere vastgoedcategorieën.

Hoofdstuk 5: Onderzoeksmethodologie

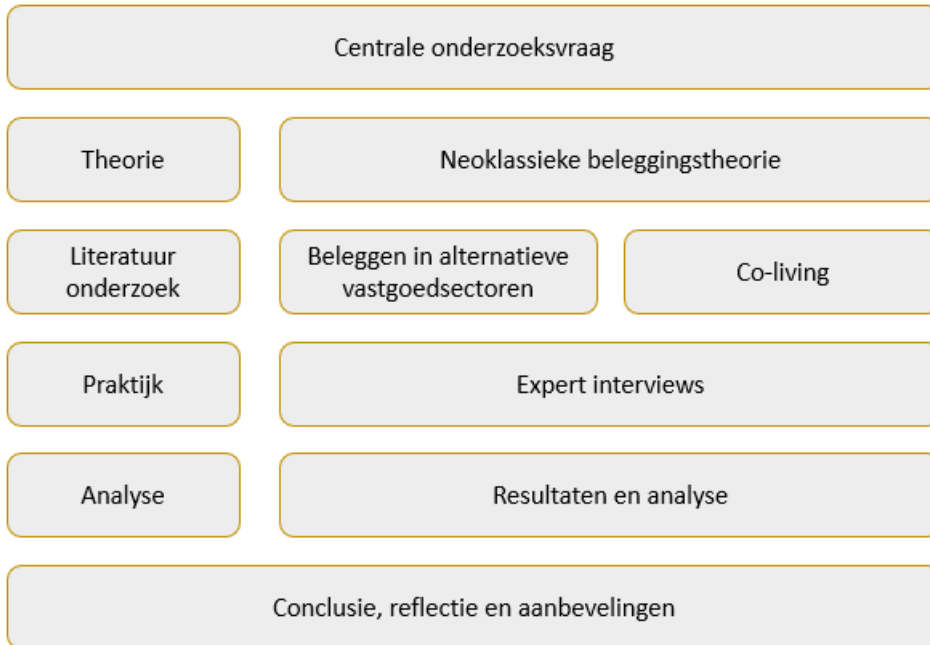
Dit hoofdstuk beschrijft de methodologische benadering van het onderzoek, inclusief de keuze voor verkennend onderzoek, de inzet van semigestructureerde interviews en de wijze van data-analyse.

Hoofdstuk 6: Resultaten en Analyse

Na de methodologie volgt de presentatie van de onderzoeksresultaten, gevolgd door een analyse. In dit hoofdstuk worden de bevindingen uit de interviews in relatie gebracht met de theorie en eerder onderzocht literatuur.

Hoofdstuk 7: Conclusie, Reflectie en Aanbevelingen

Het onderzoek wordt afgerond met een conclusie waarin de belangrijkste bevindingen worden samengevat. Dit hoofdstuk bevat ook een reflectie op het onderzoek, de beperkingen ervan en suggesties voor toekomstig onderzoek. Er worden tenslotte aanbevelingen gedaan voor zowel de academische wereld als de praktijk.



Figuur 1: Onderzoeksmodel

2 THEORETISCH KADER

De concepten en theorieën die in dit onderzoek worden gebruikt worden in dit hoofdstuk nader toegelicht. De focus ligt op cruciale uitdagingen bij vastgoedinvesteringen en technieken voor diversificatie in onroerend goed. Het hoofdstuk begint met het uiteenzetten van de basisconcepten van risico, rendement en diversificatie, die de essentiële componenten zijn van de moderne portefeuilletheorie. Begrip van deze materie is noodzakelijk om een beeld te vormen van de financieel economische randvoorwaarden om een belegging (zoals in co-living) succesvol te doen zijn. Het hoofdstuk wordt afgesloten met de voorlopige beantwoording van deelvraag 2.

2.1 Beleggingstheorie

Het meest gebruikte theoretische kader voor beleggen wordt gevormd door de neoklassieke beleggingstheorie. Deze theorie, die zijn oorsprong vindt bij economen zoals Bachelier (1900) en Keynes (1937) en in de jaren '50 en '60 uitgewerkt werd door Markowitz (1952), Sharpe (1964) en Fama (1965) gaat uit van rationele actoren en efficiënte markten. De Moderne Portefeuille Theorie is hier een uitvloeisel van.

De Moderne Portefeuille Theorie (MPT) van Harry Markowitz (1952) is een model dat beschrijft hoe een rationele belegger diversificatie kan gebruiken om een optimale beleggingsportefeuille samen te stellen. De theorie geldt als de basis van veel beleggingsportefeuilles. De theorie stelt dat rendement en genomen risico onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Dat impliceert dat een belegger een hoger risiconiveau moet accepteren om een hoger verwacht rendement te realiseren. De MPT beschrijft het proces van vermogensallocatie dat het te verwachten rendement van een portefeuille maximaliseert tegen een gegeven risico acceptatie, of omgekeerd, het verlagen van het totale portefeuillerisico op een vastgesteld rendement.

De relatie tussen risico en rendement is door Markowitz gekwantificeerd in de 'Efficiënt Frontier'. Deze vertegenwoordigt een set van optimale portefeuilles die het hoogste verwachte rendement bieden voor een bepaald risiconiveau. Portefeuilles rechts van de efficiënte frontier zijn suboptimaal omdat zij de belegger blootstellen aan een niveau van risico zonder een overeenkomstig niveau van rendement. Een rationele belegger zal naar gelang van individuele risico- en rendementsvoorkeuren een portefeuille op de efficiënt frontier kiezen. In de MPT is de maatstaf voor risico de standaarddeviatie. Hoe groter de volatiliteit van het rendement van een activa is, hoe meer risico deze vertegenwoordigt. Naast risico- en rendementskenmerken van individuele activa houdt de MPT ook rekening met onderlinge relaties tussen activa in een portefeuille.

Door een portefeuille samen te stellen met activa met een lage covariantie kan het totale portefeuille risico worden verminderd. Doordat waarde fluctuaties van activa elkaar compenseren en in evenwicht brengen, wordt de gecombineerde variantie in de portefeuille verminderd. Daarmee is een gediversifieerde portefeuille minder risicovol dan een niet-gediversifieerde portefeuille.

De moderne portefeuille theorie gaat uit van een zevental essentiële assumpties (Markowitz, 1952):

1. De belegger is rationeel;
2. Een belegger accepteert alleen een hoger risiconiveau als hij gecompenseerd wordt met een hoger verwacht rendement;
3. Er is sprake van een efficiënte markt;
4. De markt is transparant en alle spelers hebben toegang tot dezelfde informatie;
5. Een belegger kan onbeperkt bedragen lenen of uitlenen tegen een risicovrije rente;

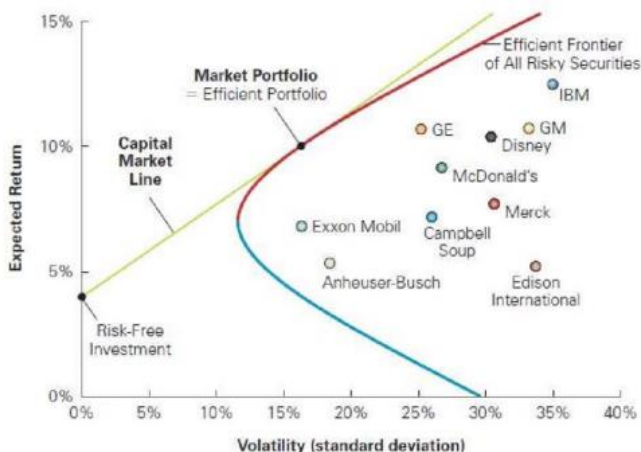
6. Er is geen sprake van transactiekosten;
7. Het is mogelijk om activa te selecteren waarvan de individuele prestaties onafhankelijk zijn van andere beleggingen in de portefeuille.

Latere alternatieve theorieën, in het bijzonder behavioural finance, stellen vragen bij de basisveronderstellingen zoals genoemd. Met name de rationaliteit van actoren wordt hierbij ter discussie gesteld. Auteurs zoals Kahneman bespreken de problematiek rondom rationaliteit van mensen en de 'biases' die veel voorkomen in besluitvorming. Factoren als hoge transactiekosten, beperkte liquiditeit, barrières voor toetreding en productievertragingen dragen er aan bij dat de vastgoedmarkt wordt gezien als een inefficiënte markt (Geltner, 2007; Maier 2009). Desalniettemin blijven beleggers voorsnog beleggingen vooral door de bril van de neoklassieke beleggingstheorie bekijken. Dit vormt dan ook de basis van dit onderzoek. Later in het onderzoek is het nuttig om te kijken in hoeverre de neoklassieke theorie, dan wel alternatieven de ideeën van beleggers sturen.

2.2 De rol van diversificatie

Beleggers lopen altijd een zekere mate van risico bij het doen van investeringen. Het risico van iedere individuele belegging bestaat uit het marktrisico en het specifieke risico. Het marktrisico is geassocieerd met de algemene financiële markt en wordt beïnvloed door variabelen zoals rentetarieven, inflatie, economische groei en werkeloosheid. Dit risico is niet te diversifiëren. Het specifieke risico wordt beïnvloed door specifieke eigenschappen van de investering. In het geval van een vastgoedbelegging zijn dat bijvoorbeeld de kwaliteit van de huurder, de locatie, kwaliteit van het gebouw en de alternatieve aanwendbaarheid (Kaiser & Clayton, 2008; Mitchell, 2015).

Specifiek risico kan wel worden gediversifieerd door verschillende activa binnen beleggingscategorieën op te nemen. Diversificatie kan worden bereikt door een activum met een lage of negatieve correlatie aan een portefeuille toe te voegen. Het rendement van deze activa beweegt zich daarmee anders dan dat van andere activa. De waardedaling van het ene activa kan daarmee gedeeltelijk worden opgevangen door het andere activa (Berk & DeMarzo, 2014). Het belang van diversificatie ligt in het feit dat volgens de beleggingstheorie alleen het risico dat niet weg te diversifiëren valt beloond zal worden met rendement. Beleggers dienen daarom ervoor te zorgen dat door spreiding alleen het marktrisico overblijft. Volgens de theorie van Markowitz wordt dit punt bereikt door te beleggen in de 'marktportefeuille'. Dit is de portefeuille die gevormd wordt door het punt op de efficiënt frontier waar de raaklijn tussen de kosten van (uit)lenen van geld en de efficiënt frontier een zo hoog mogelijke richtingscoëfficiënt kent (de zogenaamde kapitaalmarktlijn). Het onderstaande figuur 2 illustreert de marktportefeuille en kapitaalmarktlijn.



Figuur 2: Kapitaalmarktlijn (bron: Berk & DeMarzo, 2014)

2.3 Diversificatie met vastgoed

De toepassing van vastgoed binnen de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) is uitdagend vanwege enkele inherente eigenschappen van vastgoed. Vastgoed is bijvoorbeeld illiquide, wat betekent dat het niet zo gemakkelijk en snel verhandeld kan worden als aandelen. Dit brengt liquiditeitsbeperkingen met zich mee voor een gemengde portefeuille. Andere uitdagingen zijn de hoge transactiekosten van vastgoed, de noodzaak voor specifieke lokale marktkennis en het feit dat veel vastgoedtransacties in private sferen plaatsvinden, wat waardebeoordeling complex maakt.

Ondanks deze problemen toont onderzoek aan dat vastgoed kan bijdragen aan een beter risico-rendement profiel van een gemengde portefeuille (Hoesli et al., 2004; Lizieri 2013; Pagliari 2017). Verschillende studies suggereren zelfs een optimale vastgoedallocatie van ongeveer 15% in een institutionele beleggingsportefeuille (Seiler et al., 1999; Hoesli & Lizieri, 2007; Viezer, 2010). Vastgoed verdient derhalve een plaats in de beleggingsportefeuille.

Ook binnen de vastgoedportefeuille kan diversificatie behaald worden vanwege de variëteit in eigenschappen van vastgoed, zoals het soort vastgoed, de omvang, en de locatie die zowel geografisch als economisch kan verschillen (Brounen en Eichholtz, 2003, Eichholtz, 1996, Seiler et al., 1999). Het spreiden van investeringen over verschillende soorten vastgoed kan het risico in de portefeuille verlagen.

Het portefeuillerisico kan ook binnen vastgoed gedeeltelijk worden geminimaliseerd door diversificatie van vastgoedactiva, maar niet alle risico's zijn diversifieerbaar. Kaiser & Clayton (2008) maken daarbij onderscheid tussen volledig diversifieerbare, deels diversifieerbare en niet-diversifieerbare risico's. Volledig diversifieerbare risico's hangen af van factoren zoals type vastgoed, locatie en managementstijl, terwijl ondernemingsrisico's aangeven dat investeren in één vastgoedfonds riskanter is dan in meerdere. Deels diversifieerbare risico's omvatten rente, inflatie en marktcycli, terwijl kapitaalmarktcycli en beleggersrisico inherent niet-diversifieerbaar zijn.

Eichholtz en Hoesli (1995) benadrukken het belang van een tweestapsbenadering in portefeuilleallocatie: eerst bepalen hoe vermogen over beleggingscategorieën wordt verdeeld, gevolgd door de beste strategie binnen de vastgoedallocatie. Ze stellen dat de combinatie van type vastgoed en geografische ligging de voornaamste diversificatiefactoren zijn bij vastgoedbeleggingen.

2.4 Beleggingsstrategieën binnen vastgoed

Vastgoedbeleggers duiden het risico-rendementsprofiel van hun beleggingen vaak met een aparte terminologie. Binnen vastgoedbeleggen wordt vaak een onderscheid gemaakt tussen drie beleggingsstrategieën: core, value-add en opportunistisch. Hieronder volgt een uiteenzetting van de stijlen zoals gehanteerd door INREV (2011). Deze zijn in tabel 1 verder weergegeven.

Fondsen met een core beleggingsstijl investeren voornamelijk in inkomsten genererende beleggingen. Over het algemeen is er sprake van een lage hefboomwerking, geen of zeer beperkte blootstelling aan ontwikkelingsrisico en wordt er naar gestreefd dat een groot deel van het totale rendement afkomstig is vanuit de huurinkomsten.

Fondsen met een value-add beleggingsstijl investeren in elk type vastgoed en behalen rendement uit een balans tussen inkomstenrendement en kapitaalwaardestijging. Fonds kan een deel van zijn investeringen toewijzen aan ontwikkeling. Doorgaans zal het ook investeren in vormen van actief beheer, zoals actief verhuurrisico, herpositionering of herontwikkeling om rendementen te genereren door waarde toe te voegen aan het vastgoed. Het fonds maakt over het algemeen gematigd gebruik van hefboomwerking gebruiken.

Een opportunistische stijl kenmerkt zich door een hoge mate van hefboomwerking en heeft een hoge blootstelling aan ontwikkeling of andere vormen van actief vermogensbeheer. Het rendement wordt voornamelijk gegenereerd in de vorm van kapitaalwaarde stijging. Fondsen investeren in alle markten en sectoren en kunnen sterk gericht zijn op individuele markten of soorten vastgoed.

Tabel 1: Stijl classificatie gebaseerd op INREV (2011)

	CORE	CORE PLUS	VALUE ADD	OPPORTUNITY
Doelstelling van niet-inkomsten genererende beleggingen als percentage van het fonds Gross Asset Value	≤15%		>15% tot ≤40%	>40%
Doelstelling van blootstelling aan (her)ontwikkeling als percentage van het fonds GAV	≤5%		>5% tot ≤25%	>25%
Doel rendement afkomstig van huurinkomsten	≥60%		N/A	N/A
Maximale Loan-To-Value	≤40%	>40%	>40% tot ≤60%	>60%

Waar core strategieën vaak een lange beleggingshorizon kennen wordt vastgoed in een value-add of opportunistische strategie veel korter aangehouden. Over het algemeen niet meer dan vijf jaar. De reden daarvoor is dat niet het directe inkomen maar de waardevermeerdering de belangrijkste bron van rendement is. Opmerkelijk in de strategie is dat de strategieën lagere niveau's van operationeel risico vermengen met lage financiële risico's en hoge operationele risiconiveau's koppelen aan hoog financieel risico.

2.5 De rol van vastgoed in de institutionele portefeuille

Dit onderzoek richt zich op institutionele beleggers. Daarmee worden volgens Van Gool (2001) pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere beleggingsinstellingen bedoeld. Deze beleggers beleggen met het doel om aan toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Vastgoed is, na aandelen en obligaties, de belangrijkste beleggingscategorie in institutionele portefeuilles en wordt gezien als een essentieel onderdeel van de beleggingsstrategie (Carlo et al., 2021). Hoewel vastgoed tegenwoordig een voorname rol speelt wordt de sector vaak, met private equity, infrastructuur en grondstoffen, gecategoriseerd onder alternatieve beleggingen (Clayton et al., 2008; Carlo et al., 2021). Ondanks de significantie van vastgoed, zijn allocaties vaak lager dan theoretisch optimaal, vanwege zorgen zoals datagebrek, liquiditeitsbehoud en de structuur van beleggersverplichtingen (Chen et al., 2004; Cheng et al., 2013).

Het rendement op vastgoedbeleggingen bestaat uit inkomensrendement en waardevermeerdering. Terwijl het eerste direct wordt gerealiseerd, kan het laatste langdurig ongerealiseerd blijven. Hoge niveaus van inkomstenrendement worden vaak als belangrijke reden gezien waarom langetermijnbeleggers blootstelling aan vastgoed zoeken. De meeste institutionele beleggers focussen daarom hoofdzakelijk op core strategieën (INREV, 2020a).

Andere voordelen van vastgoed in de portefeuille zijn de lage correlatie met andere categorieën, inflatiebescherming, en een gunstig risico-rendement profiel (Hudson-Wilson et al., 2003; Geltner, 2007; Seiler et al., 1999).

Traditioneel lag de focus van beleggers op kantoren en winkels in grote steden, maar meer recentelijk worden ook meergezinswoningen en industrieel vastgoed ten behoeve van opslag en distributie als core beschouwd, gedreven door sterke rendementen, aantrekkelijke directe inkomsten en diversificatievoordelen (Newell en Marzuki, 2022).

2.6 Deelconclusie

Doel van dit hoofdstuk is om antwoord te geven op de eerste deelvraag “Waarom beleggen institutionele beleggers in vastgoed?”.

Institutionele beleggers investeren in vastgoed als een integraal onderdeel van hun beleggingsstrategie. Vanuit het perspectief van de Moderne Portefeuilletheorie (MPT) biedt vastgoed een manier om het totale risico van een beleggingsportefeuille te verminderen, door diversificatie. Omdat vastgoedrendementen vaak een lage correlatie hebben met die van andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties, draagt het bij aan een gebalanceerde portefeuille. Deze diversificatie leidt tot een gunstiger risico-rendement profiel. Bovendien zoeken beleggers naar vastgoed vanwege het aantrekkelijke inkomensrendement en de potentie van waardevermeerdering. Andere voordelen zoals inflatiebescherming versterken de aantrekkingskracht van vastgoed als beleggingsmiddel voor institutionele beleggers.

3 BELEGGEN IN ALTERNATIEVE VASTGOEDSECTOREN

In het vorige hoofdstuk is ingegaan op de Moderne Portefeuille Theorie en de rol van vastgoed in de portefeuilles van institutionele beleggers. Traditioneel richtte de interesse van vastgoedbeleggers zich op lang verhuurde kantoren en winkels in de belangrijkste markten. De laatste jaren nemen vastgoedsectoren buiten de kantoor- en winkelsector een steeds belangrijke rol in binnen institutionele portefeuilles. In dit hoofdstuk wordt duiding gegeven aan deze ‘alternatieve’ vastgoedsectoren en wordt onderzocht waarom deze sectoren aan populariteit winnen. Daarmee dient dit hoofdstuk als literatuuronderzoek om de tweede deelvraag te beantwoorden.

3.1 Definitie en karakteristieken alternatieve vastgoedsectoren

Dit onderzoek richt zich op beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren in het algemeen en gaat daarbij de diepte in op de co-living sector. In deze paragraaf zal eerst duiding worden gegeven aan de definitie van alternatieve sectoren zoals deze wordt gehanteerd in dit onderzoek.

In de literatuur wordt geen uniforme duiding gevonden over wat men onder alternatieve vastgoedsectoren verstaat. Termen als niet-traditioneel, niche, opkomend, non-core en operationeel lopen door elkaar heen om hetzelfde te duiden. Alternatief vastgoed wordt in brede en informele zin gekarakteriseerd door wat het niet is. Over het algemeen verwijzen deze termen naar beleggingswaardige commerciële vastgoedsectoren buiten de traditionele kernsectoren kantoren, winkels, meergezinswoningen en logistiek en magazijnen (IPF Research, 2015; McIntosh et al., 2017; Newell & Marzuki, 2018). Alternatieve sectoren omvatten daarmee een breed scala aan niet-traditionele residentiële en commerciële segmenten, die uiteenlopende volwassenheidsniveaus kennen die ook kunnen verschillen tussen regio's (INREV, 2020b). Verderop dit hoofdstuk wordt dieper ingegaan op het landschap van alternatieve vastgoedsectoren.

Kenmerkend voor alternatieve vastgoedsectoren is dat deze niet alleen economische vraag en aanbod reflecteren, maar specifieke sectorale drijfveren kennen. Bijvoorbeeld demografische ontwikkelingen als vergrijzing (IPF Research, 2015). Daarnaast kennen veel alternatieve sectoren een hoge mate van operationele intensiteit. Dit vereist actief beheer en specialistische vaardigheden (Newell & Marzuki, 2022; McIntosh et al., 2017; INREV, 2020; IPF Research 2021). Operationeel vastgoed zijn sectoren waarbij het rendement van de belegging direct gekoppeld is aan het bedrijfsresultaat van de gebruiker (IPF Research, 2021; INREV, 2020a). Beleggers dienen naast rekening te houden met vastgoedkenmerken en locatie ook de competentie van de exploitant te beoordelen (IPF Research, 2021). Bijvoorbeeld, bij een Purpose Built Student Accommodation (PBSA) investering hangt het rendement af van zowel het vastgoed als de capaciteit van de exploitant om huur en bezettingsgraad te optimaliseren.

Hoewel alternatieve vastgoedsectoren niet eenduidig zijn gedefinieerd, onderscheiden ze zich duidelijk van traditionele sectoren. Bij traditionele vastgoedsectoren vormt de huur vaak een klein deel van de totale bedrijfskosten van de gebruiker; bijvoorbeeld, huisvestingskosten bij advocatenkantoren zijn vaak minder dan 10% van de totale kosten, in tegenstelling tot budgethotels, waar dit cijfer dichterbij 30% ligt (IPF Research, 2005). Verder kunnen gebruikers van traditioneel vastgoed makkelijker uitgewisseld worden, terwijl operationele sectoren specifiek en branchegericht zijn. In traditioneel vastgoed hebben klanten meestal geen directe relatie met de ruimte, terwijl in operationeel vastgoed de klanten direct gebruik maken van de ruimte. Bij investeringen in operationeel vastgoed is het daarom cruciaal om niet alleen naar de fysieke ruimte te kijken, maar ook naar het bedrijfsmodel van de huurder/exploitant.

3.2 Het landschap van alternatieve vastgoedsectoren

Zoals besproken in de vorige paragraaf is het landschap van alternatieve vastgoedsectoren breed en is er niet geen eenduidige definitie. Sectors kennen verschillende mate van volwassenheid die geografisch kunnen verschillen. Meer gevestigde sectoren kennen een relatief hoog beleggingsvolume, zijn toegankelijk en hebben consistente hoge niveaus van transacties. Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich meer nichesegmenten die nog een beperkt aanbod kennen en het minst liquide deel van de vastgoedmarkt vertegenwoordigen (INREV, 2020b).

Een verbindende factor tussen alternatieve sectoren is dat ze vrijwel allemaal gedreven worden door sterke marktfundamenten en structurele trends op de lange termijn, zoals de digitale economie, demografische ontwikkelingen, urbanisatie, veranderde consumentenvoorkeuren en globalisering (Karlekar, 2021; Nanda et al., 2021; IPF Research, 2015). Deze structurele veranderingen beïnvloeden de manieren waarop wij leven, werken en ontspannen, en hebben daarmee impact op onze gebouwde omgeving. Alternatieve vastgoedsectoren zijn ontstaan door in te spelen op deze veranderende vraagpatronen.

De veelzijdigheid van sectoren, bedrijfsmodellen en inkomenskenmerken maakt het moeilijk om alternatieve sectoren te segmenteren. INREV (2020) maakt onderscheid tussen sectoren op basis van het inkomensprofiel van sectoren en onderscheid drie categorieën:

- Sectoren met lange en zekere huurinkomsten met obligatie-achtige kenmerken (zoals on-campus student housing, zorgvastgoed en datacenters)
- Sectoren met sterke inkomens die veel groeipotentieel hebben (zoals PBSA, co-living en seniorenhuisvesting)
- Sectoren die hoofdzakelijk operationeel inkomen hebben (hotels).

JLL (2023) segmenteert alternatieve sectoren op basis van onderliggende vraagfactoren van eindgebruikers en investeringsthema's binnen portefeuilles. Daarin wordt onderscheid gemaakt tussen drie overlappende categorieën: residentieel vastgoed, sociale infrastructuur en infra-lite. Om de veelzijdigheid van het alternatieve landschap te duiden worden deze categorieën hieronder verder toegelicht.

3.2.1 Residentieel vastgoed

In de afgelopen tien jaar is de belangstelling voor woningbeleggingen in Europa sterk toegenomen, waarbij het aandeel directe vastgoedinvesteringen steeg van minder dan 10% naar meer dan 25% (ULI & JLL, 2022; INREV, 2020). Beleggers zien de residentiële sectoren als aantrekkelijke categorie vanwege stabiele en zekere huurinkomsten op de lange termijn (Nethercote, 2020). Demografische veranderingen en urbanisatie vormen de belangrijkste drijvers voor residentiële sectoren. Aangewakkerd door jaren van onderontwikkeling is er een structureel onevenwicht ontstaan tussen vraag en aanbod op de woningmarkt. Dit wordt versterkt door de groei van kleinere huishoudens, stijgende huizenprijzen en een vergrijzende bevolking (INREV, 2020).

Binnen de residentiële sector spelen verschillende nichemarkten zoals studentenhuisvesting, seniorenwoningen, co-living en micro-living in op demografische ontwikkelingen zoals vergrijzing, stijging van de levensverwachting, veranderende levensstijlvoorkeuren zoals het uitstellen van gezinsvorming en een toename van mondiale (arbeids- en studenten)mobiliteit en uitdagingen die voortkomen uit groeiende verstedelijking en bevolkingsdichtheid.

Samenvattend profiteren woonsectoren van een vraag-aanbod onevenwicht, lage risico's, stabiele huurinkomsten en veerkracht in neergaande markten. Ze hebben bovendien flexibele bedrijfsmodellen waardoor ze kunnen aanpassen aan marktfluctuaties, zoals inflatie of economische neergang (Newell en Marzuki, 2018).

3.2.2 Sociale infrastructuur

Sociale infrastructuur omvat sectoren die essentiële diensten leveren ter bevordering van het welzijn van gemeenschappen, zoals onderwijs, kinderopvang, betaalbare huisvesting en gezondheidszorg. Kenmerkend voor deze sectoren is de regelgevende context, met de focus op het bieden van publieke goederen of diensten. Drijfveren zijn demografische en sociale veranderingen; de vergrijzing en hogere levensverwachting verhogen de vraag naar gezondheidszorg, terwijl de groei van het aantal werkende vrouwen de vraag naar kinderopvang stimuleert. Bovendien leiden privatisering van sociale voorzieningen en medische technologische vooruitgang tot de behoefte aan moderne faciliteiten (Newell en Marzuki, 2018). Beleggers worden aangetrokken door de stabiele huurstromen, geïndexeerde inkomsten en mogelijkheden voor sociale impact, die ook bijdragen aan de Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de VN (JLL, 2023).

3.2.3 Infra-lite sectoren

Infra-lite omvat sectoren op de grens van infrastructuur en vastgoed. Het betreffen sectoren die essentieel zijn voor de hedendaagse economie, en richten zich op duurzaamheid, data opslag en innovatieve milieus. Voorbeelden zijn datacenters, (gekoelde) opslagfaciliteiten, life sciences-ruimtes en hernieuwbare energie (JLL, 2023; Wertheim, 2021; Zenith Investment Partners, 2020). Gedreven door digitalisering, waaronder de groei van e-commerce en hybride werken, neemt de vraag naar 'last mile' logistiek en geavanceerde digitale infrastructures toe (Newell en Marzuki, 2018). Zoals sociale infrastructuur, kenmerken infra-lite sectoren zich door langdurige, stabiele kasstromen, een ingebouwde inflatiebescherming, en een gespecialiseerd gebruik, beperkend in alternatieve toepassingen.

3.3 Opkomst van alternatieve vastgoedsectoren

Traditioneel gezien heeft de allocatie van institutioneel kapitaal zich grotendeels gericht op core strategieën in de kantoor- en winkelsector. De laatste jaren is er echter meer interesse ontstaan voor opkomende en vastgoedsectoren (Newell en Marzuki, 2022; Karlekar, 2022). De verschuiving van kapitaal naar alternatieve sectoren wordt in de literatuur zowel aan cyclische als structurele veranderingen toegeschreven.

3.3.1 Cyclische verklaring

In de nasleep van de wereldwijde financiële crisis, als gevolg van dalende rentetarieven en gematigde rendementen op openbare markten, hebben steeds meer institutionele beleggers in een zoektocht naar rendement en stabiliteit hun toewijzingen aan beleggingscategorieën buiten aandelen, vastrentende waarden en cash equivalenten verhoogd. Voorbeelden van deze alternatieve categorieën zijn grondstoffen, hedgefondsen, private equity, infrastructuur en vastgoed (McIntosh et al., 2017; Clayton et al., 2015). In 2021 bedroeg het totale pensioenvermogen van de zeven landen met de grootste pensioenvermogens \$52,169 bn. Van dit totale vermogen is de allocatie aan vastgoed en andere alternatieven toegenomen van 5% in 2001 tot een geschatte 19% aan het einde van 2021 (Willis Towers Watson, 2022). Daarnaast zijn de beleggingen van institutionele beleggers sterk gegroeid ten gevolge van een vergrijzende bevolking – dit versterkt de vraag naar risicodragende beleggingen.

De toegenomen kapitaalstromen naar de vastgoedsector in combinatie met een tekort aan kwalitatief commercieel vastgoed en hevige concurrentie tussen beleggers heeft geresulteerd in sterk gedaalde aanvangsrendementen. Om kapitaal te kunnen plaatsen en in zoektocht naar rendement zijn beleggers het bereik van hun vastgoedportefeuilles gaan uitbreiden onder andere via alternatieve vastgoedsectoren (Newell & Marzuki, 2022; McIntosh et al., 2017).

3.3.2 Seculiere trends en structurele verschuivingen

Behalve een toename van kapitaal dat een weg heeft gezocht op de vastgoedmarkt vormt de verschuiving naar niet-traditionele vastgoedsectoren ook een afspiegeling van een diepgaande structurele veranderingen in de economie, gestimuleerd door technologische vernieuwingen en seculaire trends (Nanda et al., 2021; Newell & Marzuki, 2018; Karlekar, 2022).

Waar institutionele vastgoedbeleggers traditioneel gericht waren op het verkrijgen van stabiele huurinkomsten via langlopende huurovereenkomsten, verstoren factoren zoals klimaatverandering, de wereldwijde financiële crisis, seculaire trends en de groeiende nadruk op ESG-criteria de status quo. Bedrijfsmodellen in de vastgoedsector ondergaan, als gevolg van fundamentele veranderingen in technologie, economie en maatschappij, een transformatie (Pfnür en Wagner, 2020; Saiz en Salazar 2017).

De technologie gedreven economie beïnvloedt het vastgoedgebruik en de vraag. Websites zoals Airbnb hebben de concurrentie tussen stedelijke woningen en hotels verhoogd, terwijl e-commerce en thuiswerk het winkel-, logistieke en kantorenlandschap hebben getransformeerd (Clayton et al., 2015). COVID-19 heeft bestaande trends op de vastgoedmarkt versneld, met een wereldwijde shift naar thuiswerken en digitalisering. Dit leidde tot verminderde kantoorvraag, maar verhoogde de vraag naar datacenters en magazijnen vanwege de online verschuiving (Karlekar, 2022).

In de traditionele vastgoedsectoren kantoor en winkels volgt de vraag naar ruimte grotendeels de economische cyclus, hetgeen invloed heeft op leegstand en huurprijzen. Seculaire trends als bijvoorbeeld de opkomst van e-commerce en vormen van hybride werken zorgen echter voor onzekerheden over toekomstige vraag (Nanda et al, 2021; Karlekar, 2022).

Structurele vraagveranderingen veranderen het profiel van inkomsten en waardegroei, en daarmee het risicoprofiel van traditionele vastgoedsectoren. Dit resulteert in bezorgdheid over de bijdrage van kantoor- en winkelvastgoed aan de prestaties van de portefeuille, en roept vragen op over de effectiviteit van deze vastgoedcategorieën in een portefeuille (Karlekar, 2022).

In tegenstelling tot traditionele sectoren als kantoren en winkels worden alternatieve sectoren minder gedreven door de economische cyclus. De vraag naar deze sectoren wordt gedreven door structurele trends op de lange termijn zoals de digitale economie, demografische ontwikkelingen, urbanisatie, veranderde consumentenvoorkeuren en globalisering (Karlekar, 2021; Nanda et al., 2021; IPF Research, 2015).

De verschillen tussen de drijvers van alternatieve en traditionele sectoren zijn significant vanuit het oogpunt van risicomanagement voor institutionele beleggers bij de herstructurering van hun vastgoedportefeuilles. Alternatieve sectoren kunnen bijdragen aan stabiele huurinkomsten. Sommige sectoren bieden zekere en langjarige huurovereenkomsten met (semi-)overheden. Andere sectoren zijn sterk operationeel en bieden mogelijkheden om huren aan te passen en kostenstijgingen door te berekenen aan de uiteindelijke gebruikers (IPF Research, 2021). Daardoor is het inkomen in potentie beter beschermd tegen inflatiedruk en leegstandrisico's. Doordat de alternatieve sectoren andere vraagdrijvers kennen kunnen ze ook diversificatievoordelen bieden ten opzichte van volatiliteit van traditioneel vastgoed en publieke markten als gevolg van economische cycli. De defensieve

eigenschappen van sommige alternatieve sectoren maken de portefeuille mogelijk minder gevoelig voor schommelingen en cyclische krachten (Nanda et al., 2021). In de volgende paragraaf wordt dieper ingegaan op de rol van alternatieve in de portefeuille.

3.4 De rol van alternatieve sectoren in de beleggingsportefeuille

Zoals besproken in hoofdstuk 2 nemen institutionele beleggers vastgoed op in de portefeuille vanwege hoge niveaus van inkomstenrendement, de lage correlatie met andere categorieën, inflatiebescherming en een gunstig risico-rendement profiel. In de voorgaande paragrafen is gesteld dat alternatieve vastgoedsectoren zich onderscheiden van traditionele sectoren doordat deze minder correleren met economische schommelingen en minder cyclische vraag drijfveren kennen. In deze paragraaf wordt een verkenning gemaakt naar de bijdrage die alternatieve sectoren kunnen leveren in de portefeuille en de historische prestaties van deze sectoren.

Newell en Marzuki (2022) hebben onderzoek gedaan naar de toegevoegde waarde van zorgvastgoed, data centers, self-storage, studentenhuysvesting en infrastructuur in vergelijking met grote beleggingscategorieën als aandelen, obligaties, beursgenoteerd vastgoed en direct vastgoed. De belangrijkste bevindingen uit dat onderzoek zijn hieronder vermeld.

VK zorgvastgoed (periode 1999-2020)

Rendement: 9,74% per jaar, het hoogste vergeleken met aandelen (3,88%), beursgenoteerd vastgoed (5,64%) en direct vastgoed (7,45%).

Risico: Lager risico (8,20%) in vergelijking met aandelen (15,06%), beursgenoteerd vastgoed (24,56%) en direct vastgoed (9,18%).

Risico-gecorrigeerd rendement (Sharpe ratio): 0,92, net onder obligaties (1,03), maar beter dan aandelen en andere vastgoedcategorieën.

Diversificatievoordelen: Biedt diversificatievoordelen met een sterkere correlatie met direct vastgoed ($r = 0.55$) en minder correlatie met aandelen (0.43) en beursgenoteerd vastgoed (0.46).

US Datacenter REITs (periode 2016-2020)

Rendement: Hoogste jaarlijkse rendement van 19,89%, beter dan aandelen (17,03%) en de algehele REIT-sector (16,97%).

Risico: Hoger risico (18,56%) dan aandelen (14,93%) en de algehele REIT-sector (16,97%).

Risico-gecorrigeerd rendement: de Sharpe ratio voor datacenter REITs was 1,02, slechts iets onder aandelen (1,08) maar beduidend beter dan de algehele REIT-sector (0,47).

Diversificatievoordelen: Duidelijke voordelen ten opzichte van aandelen ($r = 0,25$) en de algehele REIT-sector (0,36).

US Self-storage REITs (periode 1994-2021)

Rendement: Hoogste gemiddeld jaarlijks rendement van 16,45%, beter dan aandelen (10,77%) en de algemene REIT-sector (10,35%).

Risico: Hoger risico (19,45%) dan aandelen (14,97%) en iets hoger dan de algemene REIT-sector (19,10%).

Risico-gecorrigeerd rendement (Sharpe ratio): 0,73, het beste onder de vergeleken categorieën.

Diversificatievoordelen: Superieur ten opzichte van aandelen ($r = 0,34$) en marginaal ten opzichte van de algemene REIT-sector (0,78).

VK studentenhuysvesting (periode 2011-2021)

Rendement: Gemiddeld jaarlijks rendement van 10,84%, het beste vergeleken met aandelen (4,49%), beursgenoteerd vastgoed (6,26%) en direct vastgoed (7,01%).

Risico: Laagste risico (3,43%) vergeleken met aandelen (11,67%), beursgenoteerd vastgoed (18,84%) en direct vastgoed (5,96%).

Risico-gecorrigeerd rendement (Sharpe ratio): 3,07, het beste onder de beoordeelde categorieën.

Diversificatievoordelen: Middelmatig met direct vastgoed (0,59) en aandelen (0,05), maar significant beter met obligaties (0,24 versus 0,66 voor direct vastgoed).

De resultaten van het onderzoek suggereren dat het opnemen van alternatieve sectoren zoals zorgvastgoed, datacenters, self-storage en studentenhuysvesting in een beleggingsportefeuille kan leiden tot hogere rendementen en risico-gecorrigeerde prestaties, en tevens diversificatievoordelen kan bieden ten opzichte van traditionelere beleggingscategorieën.

Karlekar (2021) heeft onderzoek gedaan naar de voordelen die niet-traditionele vastgoedsectoren kunnen bieden aan een bestaande vastgoedallocatie. Daarvoor is gebruik gemaakt van een dataset afkomstig van beursgenoteerde Real Estate Investment Trusts (REITs). Uit het onderzoek komt naar voren dat niet-traditionele vastgoedsectoren enkele van de sterkste absolute rendementen hebben geleverd over een periode van twintig jaar (figuur 3). Self-storage, gezondheidszorg en geprefabriceerde woningen laten over bijna alle tijdsperiodes sterke absolute prestaties zien. En hoewel kortere dataperiodes beschikbaar laten ook datacenters en infrastructuur sterke rendementen zien. In een correlatie analyse wordt daarnaast aangetoond dat er diversificatievoordeel behaald kan worden met het toevoegen van alternatieve sectoren (figuur 4). Deze data ondersteunt de intuïtie dat de correlaties in het rendement tussen traditionele en niet-traditionele sectoren verschillen (Karlekar, 2021).

Dat ondanks de groei en het volwassen worden van niet-traditionele sectoren de correlaties laag zijn gebleven wijst volgens Karlekar (2021) op de variabiliteit van bedrijfsmodellen die worden gebracht in een portefeuille met puur traditionele vastgoedsectoren. Het is volgens hem het bedrijfsmodel achter alternatieve sectoren dat extra diversificatie toevoegt aan een traditionele vastgoedportefeuille.

Source: NAREIT, Principal Real Estate; as of May 2021

	TRADITIONAL PROPERTIES					NON-TRADITIONAL PROPERTIES				
	APARTMENT	OFFICE	RETAIL	INDUSTRIAL	HOTEL	SELF STORAGE	HEALTH CARE	MANUFACTURED HOMES	DATA CENTERS	INFRASTRUCTURE
TOTAL RETURNS										
3-YEAR	4.6%	-2.0%	-2.9%	18.8%	-4.6%	9.5%	4.3%	18.6%	16.1%	22.1%
5-YEAR	5.7%	2.7%	-3.8%	20.7%	2.7%	4.6%	5.3%	16.8%	15.8%	19.8%
10-YEAR	9.1%	4.9%	5.1%	15.1%	4.1%	15.2%	7.0%	19.3%	NA	NA
15-YEAR	8.1%	3.4%	2.6%	5.6%	1.5%	12.7%	9.1%	14.3%	NA	NA
20-YEAR	10.9%	6.9%	8.9%	10.1%	4.5%	16.5%	12.3%	13.2%	NA	NA
STANDARD DEVIATION										
3-YEAR	20.9%	16.8%	31.7%	12.7%	36.3%	13.7%	26.8%	16.8%	16.0%	12.2%
5-YEAR	16.6%	15.0%	27.1%	12.8%	30.2%	17.6%	21.8%	14.5%	14.3%	11.2%
10-YEAR	16.3%	13.4%	22.9%	14.8%	25.7%	16.5%	18.5%	13.4%	NA	NA
15-YEAR	26.7%	25.9%	30.8%	28.6%	42.6%	21.4%	21.8%	19.1%	NA	NA
20-YEAR	24.2%	23.7%	29.1%	25.6%	39.3%	21.1%	24.4%	18.2%	NA	NA

Figuur 3: Absolute rendementen van niet-traditionele vastgoedsectoren, per mei 2021 (bron: Karlekar, 2021)

Source: NAREIT, Principal Real Estate; as of May 2021

15-YEAR CORRELATIONS	APARTMENT	OFFICE	RETAIL	INDUS-TRIAL	HOTEL	SELF STORAGE	HEALTH CARE	MANUFAC-TURED HOMES	REGIONAL MALLS	SHOPPING CENTERS	DATA CENTERS	INFRASTR-UCTURE	DIVERSIFIED
APARTMENT	1.0000	0.9093	0.8828	0.7158	0.7963	0.8108	0.8028	0.7762	0.7034	0.8347	-0.0586	0.2263	0.9405
OFFICE	0.9093	1.0000	0.8953	0.8283	0.9049	0.7092	0.8126	0.7088	0.6547	0.7489	0.1972	0.2902	0.9706
RETAIL	0.8828	0.8953	1.0000	0.7524	0.8533	0.8028	0.8693	0.7020	0.9659	0.9802	-0.2919	0.0875	0.9376
INDUSTRIAL	0.7158	0.8283	0.7524	1.0000	0.6914	0.5870	0.6339	0.6525	0.1905	0.6156	0.5915	0.6334	0.7776
HOTEL	0.7963	0.9049	0.8533	0.6914	1.0000	0.5762	0.7256	0.5834	0.7337	0.7937	-0.2359	-0.0660	0.8951
SELF STORAGE	0.8108	0.7092	0.8028	0.5870	0.5762	1.0000	0.6760	0.6219	0.6500	0.7221	-0.1652	-0.1540	0.7628
HEALTH CARE	0.8028	0.8126	0.8693	0.6339	0.7256	0.6760	1.0000	0.5997	0.7422	0.8793	-0.1058	0.3320	0.8816
MANUFACTURED HOMES	0.7762	0.7088	0.7020	0.6525	0.5834	0.6219	0.5997	1.0000	0.3720	0.5940	0.2216	0.4395	0.7212
DATA CENTERS	-0.0586	0.1972	-0.2919	0.5915	-0.2359	-0.1652	-0.1058	0.2216	-0.3980	-0.1333	1.0000	0.5532	0.0345
INFRASTRUCTURE	0.2263	0.2902	0.0875	0.6334	-0.0660	-0.1540	0.3320	0.4395	-0.0708	0.2106	0.5532	1.0000	0.2350

Figuur 4: Correlaties van niet-traditionele vastgoedsectoren (bron: Karlekar, 2021)

De belangrijkste bevinding van het onderzoek van Karlekar is dat historische gegevens van REITs aantonen dat de allocatie naar niet-traditionele vastgoedsectoren voldoet aan twee belangrijke eisen van beleggers. Namelijk toevoegen van prestatie en het bieden van diversificatie. Beide dragen positief bij aan de portefeuilleconstructie.

McIntosh, Fitzgerald en Fitz (2017) hebben onderzoek gedaan naar de toegevoegde waarde van niet-traditionele vastgoedsectoren als onderdeel van de vastgoedportefeuille. Daarbij zijn zij op zoek gegaan naar de risico-gecorrigeerde prestatie van niet-traditionele vastgoedsectoren in vergelijking met traditionele vastgoedsectoren. Voor het onderzoek is gebruik gemaakt van 10-jaars historische prestatiegegevens samengesteld door National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) en 20 jaar aan prestatiegeschiedenis van openbare REITs. Hoewel de definitie traditionele sector door het toevoegen van hotels afwijkt van eerdere definities zijn de resultaten van minder gevestigde niet-traditionele sectoren interessant.

Analyse van de REIT-sector toont aan dat niet-traditionele vastgoedsectoren enkele van de sterkste absolute en risico-gecorrigeerde rendementen laten zien (figuur 5). Het is op basis van deze gegevens aanneembaar dat in de REIT-sector het toevoegen van niet-traditionele vastgoedsectoren de risico-gecorrigeerde prestaties kan verbeteren. De correlaties van rendementen tussen niet-traditionele vastgoedsectoren en traditionele sectoren zijn lager dan de correlaties binnen de traditionele sectoren (figuur 6).

REIT Performance by Property Type

	Traditional Property Sectors							Non-Traditional Property Sectors		
	Total	Multifamily	Office	Enclosed Mall	Shopping Center	Industrial	Hotel	Self-Storage	Healthcare	Manufactured Homes
Total Return										
3-Year	10.8%	16.3%	10.7%	11.1%	13.4%	10.2%	8.9%	26.2%	5.0%	26.7%
5-Year	3.6%	4.3%	1.6%	6.5%	2.1%	2.7%	-0.3%	7.3%	2.9%	5.0%
10-Year	3.6%	6.7%	1.6%	4.0%	-0.5%	-2.5%	-0.8%	8.6%	8.7%	5.9%
15-Year	8.6%	9.4%	5.3%	13.1%	7.5%	4.5%	3.2%	14.5%	14.4%	6.6%
20-Year	9.0%	10.9%	8.0%	12.2%	8.2%	7.3%	2.9%	12.5%	10.5%	8.1%
Standard Deviation										
3-Year	7.9%	14.1%	7.8%	11.0%	9.3%	7.4%	16.3%	10.3%	15.6%	14.6%
5-Year	10.3%	14.5%	10.5%	14.3%	11.8%	16.2%	18.2%	9.7%	13.8%	12.3%
10-Year	27.6%	31.4%	31.3%	43.7%	28.4%	31.5%	46.7%	22.1%	21.5%	21.0%
15-Year	24.1%	26.9%	26.9%	37.7%	25.3%	27.1%	40.8%	21.1%	24.0%	19.0%
20-Year	22.8%	24.2%	26.5%	34.6%	23.2%	24.9%	40.0%	20.9%	24.3%	17.7%
Sharpe Ratio										
3-Year	1.35	1.16	1.36	1.00	1.44	1.38	0.54	2.54	0.32	1.83
5-Year	0.34	0.29	0.15	0.45	0.17	0.17	(0.02)	0.75	0.21	0.40
10-Year	0.09	0.18	0.02	0.07	(0.06)	(0.11)	(0.04)	0.34	0.35	0.23
15-Year	0.30	0.30	0.14	0.31	0.24	0.11	0.04	0.62	0.54	0.27
20-Year	0.29	0.35	0.21	0.28	0.25	0.20	0.01	0.49	0.34	0.32

Figuur 5: Rendementen van beursgenoteerde niet-traditionele vastgoedsectoren (bron: McIntosh et al., 2017)

Correlation Table of 15-Year REIT Total Returns by Sector

	Traditional Property Sectors							Non-Traditional Property Sectors		
	Total	Multifamily	Office	Enclosed Mall	Shopping Center	Industrial	Hotel	Self-Storage	Healthcare	Manufactured Homes
Total	1.00	0.92	0.97	0.95	0.94	0.93	0.91	0.83	0.78	0.75
Multifamily	0.92	1.00	0.93	0.84	0.82	0.80	0.83	0.82	0.66	0.77
Office	0.98	0.93	1.00	0.93	0.90	0.90	0.93	0.79	0.74	0.73
Enclosed Mall	0.95	0.84	0.93	1.00	0.89	0.88	0.91	0.73	0.76	0.74
Shopping Center	0.94	0.82	0.90	0.89	1.00	0.94	0.79	0.80	0.78	0.66
Industrial	0.93	0.80	0.90	0.88	0.94	1.00	0.82	0.72	0.70	0.62
Hotel	0.91	0.83	0.93	0.91	0.79	0.82	1.00	0.65	0.67	0.68
Self-Storage	0.83	0.82	0.79	0.73	0.80	0.72	0.65	1.00	0.76	0.68
Healthcare	0.79	0.66	0.74	0.76	0.78	0.70	0.67	0.76	1.00	0.64
Manufactured Homes	0.75	0.77	0.73	0.74	0.66	0.62	0.68	0.68	0.64	1.00

Figuur 6: Correlaties van rendementen tussen beursgenoteerde niet-traditionele vastgoedsectoren en traditionele sectoren (bron: McIntosh et al., 2017)

In het onderzoek worden vergelijkbare resultaten gevonden in de analyse van voor leverage gecorrigeerde rendementen van privaat vastgoed (figuur 7). Op een absolute basis vergelijken de rendementen van niet-traditionele vastgoedsectoren zich gunstig met traditionele sectoren. De rendementscorrelaties voor niet-traditionele vastgoedsectoren blijken ten opzichte van traditionele sectoren zelfs lager dan bij REITs (figuur 8). Het toevoegen van niet-traditionele vastgoedsectoren aan de beleggingsmix zou ook de risico-gecorrigeerde prestaties voor privaat vastgoed moeten verbeteren (McIntosh et al., 2017).

NCREIF Performance by Property Type

	Traditional Property Sectors						Non-Traditional Property Sectors				
	Multifamily	Office	Mall	Shopping Center	Industrial	Hotel	Self-Storage	Healthcare	Senior Living	Medical Office	Student Housing
Total Return											
3-Year	10.9%	11.6%	15.1%	12.8%	13.6%	10.6%	20.2%	8.9%	16.9%	9.7%	10.2%
5-Year	11.9%	11.6%	14.4%	12.5%	13.2%	10.4%	20.3%	9.3%	14.6%	8.9%	10.9%
10-Year	7.3%	7.6%	10.2%	7.7%	7.8%	6.6%	11.3%	8.5%	11.7%	7.1%	7.4%
Standard Deviation											
3-Year	0.9%	1.4%	0.7%	0.8%	1.3%	2.9%	2.2%	0.9%	2.2%	1.3%	1.1%
5-Year	1.6%	1.6%	0.9%	1.1%	1.6%	2.6%	3.0%	1.2%	4.0%	1.7%	1.2%
10-Year	11.4%	12.3%	8.8%	8.9%	11.2%	12.7%	12.6%	4.9%	7.5%	6.7%	7.8%
Sharpe Ratio											
3-Year	12.31	8.08	20.42	16.47	10.74	3.62	8.99	9.55	7.64	7.67	9.01
5-Year	7.35	7.21	15.89	11.84	8.38	4.05	6.71	8.06	3.67	5.21	9.13
10-Year	0.55	0.53	1.03	0.74	0.59	0.43	0.81	1.51	1.40	0.90	0.80

Note: Student Housing data begin in Q4 2007.

Figuur 7: Rendementen traditionele en niet-traditionele sectoren op private markten (bron: McIntosh et al., 2017)

Correlation Table of 10-Year NCREIF Total Returns by Sector

	Traditional Property Sectors						Non-Traditional Property Sectors				
	Multifamily	Office	Enclosed Mall	Shopping Center	Industrial	Hotel	Self-Storage	Healthcare	Senior Living	Medical Office	Student Housing
Multifamily	1.00	0.95	0.97	0.97	0.96	0.92	0.80	0.58	0.69	0.91	0.86
Office	0.95	1.00	0.95	0.96	0.98	0.99	0.80	0.70	0.78	0.95	0.75
Mall	0.97	0.95	1.00	0.99	0.98	0.93	0.89	0.61	0.73	0.92	0.79
Shopping Center	0.97	0.96	0.99	1.00	0.99	0.94	0.88	0.61	0.76	0.94	0.83
Industrial	0.96	0.98	0.98	0.99	1.00	0.97	0.88	0.67	0.78	0.95	0.76
Hotel	0.92	0.99	0.93	0.94	0.97	1.00	0.78	0.69	0.81	0.95	0.73
Self-Storage	0.80	0.80	0.89	0.88	0.88	0.78	1.00	0.67	0.65	0.79	0.62
Healthcare	0.58	0.70	0.61	0.61	0.67	0.69	0.67	1.00	0.44	0.65	0.32
Senior Living	0.69	0.78	0.73	0.76	0.78	0.81	0.65	0.44	1.00	0.76	0.60
Medical Office	0.91	0.95	0.92	0.94	0.95	0.95	0.79	0.65	0.76	1.00	0.80
Student Housing	0.86	0.75	0.79	0.83	0.76	0.73	0.62	0.32	0.60	0.80	1.00

Figuur 8: Correlaties van rendementen tussen niet-traditionele vastgoedsectoren en traditionele sectoren op private markten (bron: McIntosh et al., 2017)

McIntosh et al. (2017) concluderen uit hun onderzoek dat het toevoegen van niet-traditionele sectoren aan een gediversifieerde vastgoedportefeuille het risico-gecorrigeerde rendement kan verbeteren. Op basis van de beschikbare historische gegevens stellen zij dat beleggers er goed aan zouden doen om niet-traditionele sectoren zwaarder te wegen dan huidige normen. Ondanks de positieve resultaten waarschuwen de onderzoekers dat toekomstige rendementen en correlaties kunnen veranderen naarmate de markten voor niet-traditioneel vastgoed volwassen worden.

Samengevat suggereren de drie onderzoeken dat het opnemen van alternatieve vastgoedsectoren in een beleggingsportefeuille voordelen kan bieden in termen van hogere rendementen, risico-gecorrigeerde prestaties en diversificatie. Ze wijzen erop dat deze sectoren mogelijk zwaarder gewogen zouden moeten worden in portefeuilles. Tegelijkertijd adviseren de onderzoekers om voorzichtig te zijn bij het extrapoleren van toekomstige resultaten, aangezien marktdynamieken kunnen veranderen naarmate deze sectoren volwassen worden.

3.5 Implicaties voor de portefeuillestrategie

De voorgaande paragraaf impliceert dat het opnemen van alternatieve sectoren voordelen kan bieden voor de beleggingsportefeuille. Maar zoals besproken in paragraaf 3.1 kunnen alternatieve sectoren zich meer gedragen als operationele bedrijven. Dat heeft belangrijke implicaties voor verschillende aspecten van het beleggingsproces, zoals het vermogen de asset actief te beheren, doelstellingen te behalen en financiering te verkrijgen. Het beheren van operationeel risico en het maken of analyseren van biedingen voor niet-traditionele activa vereist mogelijk gespecialiseerde vaardigheden (McIntosh et al., 2017). Obstakels waarmee beleggers te maken krijgen bij het onderzoeken van operationele sectoren zijn volgens Deutsche Bank RREEF (2005) onder andere:

- Moeilijkheden met voorspellen van kasstromen;
- Verminderde beschikbaarheid van financiering;
- Gebrek aan consistente lange termijn prestatie maatstaven;
- Onvoldoende omvang: Lage marktkapitalisatie en kleinere omvang van beleggingen op asset niveau;
- Gebrek aan ervaring;
- Noodzaak herzien van beleggingsmandaat;
- Data- en informatieverzameling die niet zo robuust of volwassen is.

Beleggers die streven naar diversificatie in niet-traditionele vastgoedsectoren, moeten mogelijk samenwerken met bedrijven die experts zijn op dat gebied, een managementteam van binnenuit aannemen of gekwalificeerde exploitanten inhuren om de panden te beheren (McIntosh et al., 2017).

3.6 Deelconclusie

Doel van dit hoofdstuk is om meer inzicht te krijgen in het landschap van alternatieve vastgoedsectoren en antwoord te geven op deelvraag 2 “ *Welke factoren drijven de toegenomen populariteit in alternatieve vastgoedsectoren?*”.

Het antwoord op deze tweede deelvraag is meerledig. Als gevolg van dalende rentetarieven en gematigde rendementen op openbare markten, hebben steeds meer institutionele beleggers in een zoektocht naar rendement en stabiliteit hun toewijzingen aan alternatieve beleggingen, zoals vastgoed, verhoogd. De toestroom van nieuw kapitaal en een tekort aan kwalitatief commercieel vastgoed in de traditionele vastgoedsectoren hebben geleid tot een onevenwichtige vastgoedbeleggingsmarkt. In een zoektocht naar rendement en mogelijkheden om kapitaal te plaatsen zijn beleggers het bereik van hun vastgoedportefeuilles gaan uitbreiden naar alternatieve vastgoedsectoren.

Behalve deze meer cyclische verklaring speelt ook mee dat beleggers bezig zijn hun portefeuilles meer toekomstbestendig te maken. Structurele maatschappelijke en demografische veranderingen gelden als katalysator voor de opkomst van alternatieve vastgoedsectoren. Deze seculiere trends resulteren in zorgen over het presteren van de traditionele kantoor- en winkelsector op de langere termijn. In tegenstelling worden sectoren als meergezinswoningen en logistiek juist gedreven door seculiere trends. Enorme interesse in deze sectoren heeft geleid tot historisch hoge waarderingen. Tegen deze achtergrond zijn vermogensbeheerders op zoek gegaan naar gespecialiseerde sub sectoren die een combinatie bieden van structurele groeifactoren en hogere rendementen ten opzichte van meer traditionele vastgoedsegmenten.

Een deel van de aantrekkingskracht van alternatieve vastgoedsectoren is dat ze potentieel diversificatie bieden aan een vastgoedportefeuille door de verschillende vraagstimulansen. Waar traditionele vastgoedsectoren sterker gekoppeld zijn aan economische cycli bieden sommige alternatieve sectoren meer defensieve karaktereigenschappen. Ondanks beperkte historische data suggereert onderzoek van McIntosh, Fitzgerald en Fitz (2017), Karlekar (2021) en Newell en Marzuki (2008) dat het opnemen van alternatieve sectoren voordelen kan bieden in termen van hogere rendementen, risico-gecorrigeerde prestaties en diversificatie.

4 DE CO-LIVING SECTOR VANUIT BELEGGINGSPERSPECTIEF

Het vorige hoofdstuk onderzocht de groeiende interesse van institutionele beleggers in alternatieve vastgoedsectoren. Dit hoofdstuk focust op co-living als een specifieke alternatieve sector, ter beantwoording van de derde deelvraag. Het begint met een definitie en de kenmerken van co-living, gevolgd door een analyse van de sectorale drijfveren en hoe co-living hierop inspeelt. Paragraaf 4 bekijkt co-living's plaats binnen residentiële beleggingen, waarna het beleggingspotentieel en de huidige omvang van de sector worden besproken.

4.1 Definitie en kenmerken van co-living

De definitie van co-living varieert in de literatuur, maar wordt doorgaans gezien als een subcategorie van co-housing. Wood (2017) beschrijft co-housing als woonvormen waarbij minimaal twee niet-verwante individuen samenleven. Wat co-living onderscheidt van andere vormen van gezamenlijk wonen is het commerciële karakter en het top-down beheer door externe operators of ontwikkelaars. Co-housing kent in tegenstelling een gezamenlijk beheer door bewoners en is niet-speculatief (Clark, 2021; Wood, 2017; Fix & Lesniak, 2017).

Volgens ULI (2021) verwijst co-living naar een woonconcept waarbij individuen een eigen ruimte huren in een grotere woning of gebouw en gedeelde voorzieningen hebben, beheerd onder gestructureerde bedrijfsvoering en flexibele huurovereenkomsten.

Co-living kent diverse verschijningsvormen met operationele modellen, voorzieningen en woonvormen, maar er zijn ook enkele gemeenschappelijke kenmerken identificeerbaar. Deze zijn hieronder in tabel 2 weergegeven.

Tabel 2: Gemeenschappelijke kenmerken van co-living

Karakteristiek	Omschrijving	Bron
Flexibiliteit en gemak	Gebaseerd op Space-as-a-Service model. Huurders hebben toegang tot volledig ingerichte privékamers tegen een alles-inclusieve huurprijs onder flexibele voorwaarden. Lijkt meer op commerciële huurovereenkomst dan traditionele woning huurovereenkomst.	Bergan et al., 2021; Pepper & Manji, 2019; Druta & Ronald, 2021.
Huurprijs	De huur is doorgaans inclusief alle voorzieningen en blijft consistent. Diensten als internet en basisbehoeften zijn vaak inbegrepen in de huur. Hoewel de prijzen van co-living variëren, zijn de totale woonlasten vaak lager dan vergelijkbare individuele accommodaties.	Fix en Lesniak, 2017
Gemeenschapsgevoel	Gemeenschap staat centraal in co-living. Dit biedt nieuwkomers in een stad een direct netwerk, wat vooral waardevol kan zijn naast een nieuwe baan. Vaak zijn er community managers die evenementen organiseren ter bevordering van netwerken en gemeenschapsgevoel	Corfe, 2019; Bergan et al., 2021; Zumbusch & Lailicic, 2020.
Kleine residentiële eenheden	Privékamer in een gedeeld appartement of kleine volledig zelfstandige privé studio.	Bergan et al., 2021; Druta & Ronald, 2021.
Professionalisering en Branding	Co-living onderscheidt zich van traditionele huisvesting door hogere professionalisering, specifieke huurcontracten, aangeboden diensten en een sterke lifestyle branding	Druta & Ronald, 2021

4.2 Drijfveren van vraag

In het vorige hoofdstuk is duidelijk geworden dat de interesse in alternatieve vastgoedsectoren in belangrijke mate gedreven wordt door in te willen spelen op seculiere thema's en trends. In deze paragraaf wordt dieper ingegaan op de trends die ten grondslag liggen aan de opkomst van co-living. Demografische ontwikkelingen drijven de vraag naar vrijwel alle residentiële sectoren. Om de opkomst van co-living te begrijpen is het van belang om trends te begrijpen die invloed hebben op de belangrijkste doelgroep, de Millennials en Generatie Z (Pepper & Manji, 2019).

4.2.1 Urbanisatie

Urbanisatie geldt als een van de belangrijkste trends die de vraag naar co-living drijft. In 2015 leefde 49% van de wereldbevolking in steden, en dit percentage wordt verwacht te stijgen tot 60% in 2030, met significante groei in opkomende markten in Afrika en Azië, evenals in diverse Amerikaanse en Europese steden (United Nations, 2018). Tegen 2050 zal naar schatting 83% van de Europese bevolking in stedelijke gebieden verblijven (European Commission, 2020). Ook in Nederland zal de trend van verstedelijking in de komende decennia blijven doorzetten (CBS, 2016).

Stadscentra hebben een grote aantrekkingskracht gehad op Millennials. In tegenstelling tot eerdere generaties, zijn Millennials meer bereid gebleken om de voordelen van de periferie op te offeren (Boyd, 2017). Studies tonen aan dat vroege Millennials, die in 2020 ongeveer 40 jaar oud zijn, langer in steden zijn blijven wonen dan de generatie van hun ouders (Lee, 2022). Jongere Millennials blijven zich aangetrokken voelen tot grote steden, waardoor de bevolking in de 50 grootste metropoolgebieden licht is toegenomen of in ieder geval niet significant is gedaald tussen 2006 en 2019 (Lee, 2022).

Deze verschuiving wordt mede gestimuleerd door het feit dat lucratieve arbeidskansen voornamelijk in deze stedelijke centra te vinden zijn (Florida, 2016). Daarnaast speelt mobiliteit een rol in de aantrekkingskracht van steden.

4.2.2 Toename van alleenstaanden

In Europa is een afname van de gemiddelde huishoudengrootte waar te nemen. Deze trend is met name in stedelijke gebieden prominent. In Europese steden zoals Amsterdam, Parijs en München bestaat meer dan de helft van de inwoners uit alleenstaanden (ULI & JLL, 2022). Verschillende factoren zoals een stijging in het aantal echtscheidingen, vergrijzing en een verminderd vruchtbaarheidscijfer dragen bij aan deze ontwikkeling. Daarnaast spelen maatschappelijke verschuivingen zoals het uitstellen van huwelijk en gezinsvorming een rol (Bialik en Fry, 2019).

4.2.3 Veranderende aard van werk

De veranderende aard van de arbeidsmarkt, gekenmerkt door een toename van tijdelijke contracten, freelancen, remote werk en migratie van kenniswerkers, heeft gevolgen voor de woningmarkt (Cuzzocrea & Cairns, 2020; Druta et al., 2021; Grundström, 2021). In tegenstelling tot vroegere generaties, die vaak gedurende hun gehele carrière bij dezelfde werkgever bleven, zijn hedendaagse werknemers veelzijdiger in hun carrièrekeuzes. Dit resulteert in een groeiende behoefte aan flexibele woonoplossingen, wat niet altijd aansluit bij het huidige woningaanbod. Vooral voor een toenemende groep hoogopgeleide professionals die internationaal mobiel zijn, is deze discrepantie merkbaar (Maslova, 2022).

4.2.4 Deeleconomie

Ook de opkomst van de deeleconomie kan gezien worden als een sociale factor die bijdraagt aan de groei van de co-living sector. Millennials hechten minder waarde aan bezit maar wenden zich tot diensten die toegang geven tot producten zonder de lasten van eigendom (Goldman Sachs, 2015). Als onderdeel van het "space-as-a-service" model in de vastgoedsector, past co-living naadloos bij de behoeften en voorkeuren van millennials door flexibele en volledig ingerichte woonoplossingen te bieden (Pepper en Manji, 2019). Bedrijven zoals WeWork en Airbnb hebben het potentieel van dit model aangetoond.

4.2.5 Betaalbaarheid

De groeiende populariteit van co-living kan grotendeels worden toegeschreven aan de behoeften van een steeds mobieler beroepsbevolking, die de voorkeur geeft aan flexibiliteit boven eigendom. Echter, boven alles is betaalbaarheid de cruciale factor die deze trend stuurt (Invesco, 2019; ULI & JLL, 2022). Als gevolg van sterke verstedelijking worden jongvolwassenen in toenemende mate uit stadscentra en gewilde locaties geprijsd en stijgen de kosten van levensonderhoud (Green, 2017; Hoolachan et al., 2017). Niet alleen koopwoningen zijn onbereikbaar. Stijgende huurprijzen en strenge inkomenseisen maken ook kwalitatief hoogwaardige huurwoningen, vooral voor alleenstaanden, onbereikbaar. De mismatch tussen vraag en aanbod onderstreept de dringende noodzaak voor innovatieve woonoplossingen die inspelen op de behoeften van de hedendaagse stedelijke huurder (ULI & JLL, 2022).

4.3 De co-living propositie

Co-living concepten ontstaan als reactie op de onbereikbaarheid van traditionele stedelijke woonvormen. Ze bieden de kans om tegen lagere kosten in gewilde stadslocaties te wonen met hoogwaardige faciliteiten. Door deels privacy en privéruimte op te offeren krijgen bewoners grotere gemeenschappelijke ruimten en betere voorzieningen tegen een lagere prijs dan vergelijkbare studio-eenheden, voor zover die al beschikbaar zouden zijn (Pepper & Manji, 2019).

Co-living speelt in op de behoefte van de moderne flexibele werker en maakt integratie in nieuwe steden gemakkelijker. Tevens dient het als antwoord op het groeiende gevoel van eenzaamheid in stedelijke gebieden, door het sterk stimuleren van gemeenschapsgevoel (Bergan et al., 2020). Het concept van co-living valt binnen het kader van 'space-as-a-service'. Hierbij staat niet het eigendom van ruimte centraal, maar de toegang ertoe. Co-living gaat verder dan louter huisvesting en richt zich op een geïntegreerd dienstenpakket, waardoor wonen als een service wordt gezien (Coricelli, 2022).

Co-living wordt veelal gezien als een concept gericht op Millennials geboren tussen 1981 en 1996. Deze groep wordt onvoldoende bediend met traditionele woonvormen en zijn het meest geneigd zich aangetrokken te voelen tot modellen die gebaseerd zijn op een deeleconomie (Dimock, 2019, Pepper & Manji, 2019). De komende jaren zal de opvolgende Generatie Z een belangrijke doelgroep worden.

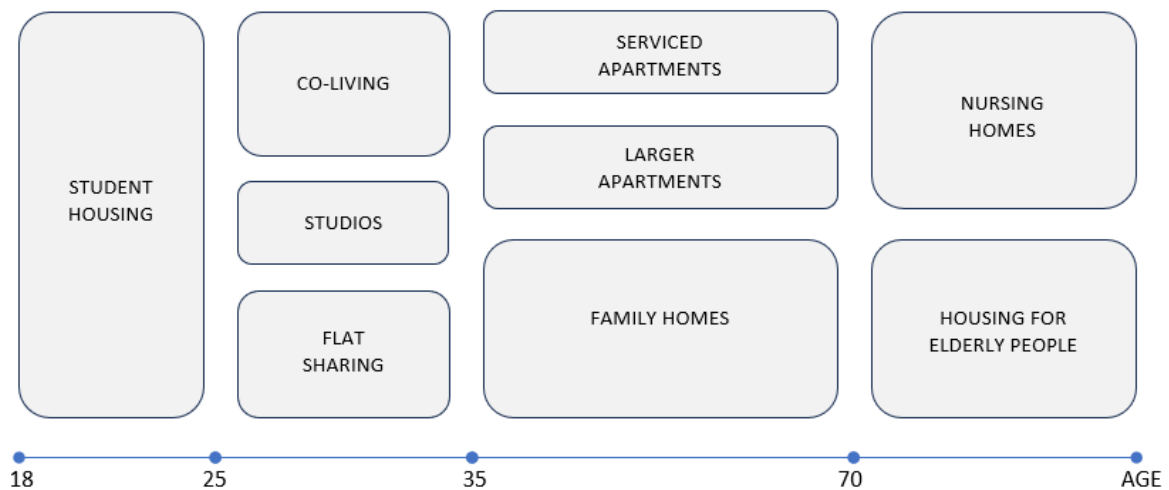
De opkomst van commerciële co-living modellen wordt gezien als een strategische reactie van marktpartijen op de verschuivende behoeften van consumenten in een stedelijke context (Ache & Fedrowitz, 2012). Het beoogt de groeiende discrepantie tussen inkomsten en woningprijzen te overbruggen door betaalbare woonalternatieven te bieden, terwijl het ook de behoeften van een steeds mobieler populatie bedient. Daarnaast is het concept ontworpen om de uitdagingen aan te pakken waarmee stedelijke bewoners tegenwoordig worden geconfronteerd zoals eenzaamheid, gebrek aan gemeenschap en individualisering (Bergan et al., 2020).

Binnen de academische literatuur wordt erkend dat co-living potentieel enkele hedendaagse huisvestingsproblemen kan adresseren. Tegelijkertijd wordt er kritisch gekeken naar de bredere trend van financialisering van de woonsector, waarin residentiële eenheden steeds meer als financiële activa worden beschouwd, in plaats van een basisbehoefte. Het ontstaan van niches zoals PBSA en co-living wordt niet enkel geïnterpreteerd als reacties op bestaande uitdagingen, maar ook als strategische initiatieven van bedrijven om nieuwe lucratieve investeringsmogelijkheden te identificeren en te exploiteren (Revington & August, 2020). Net als PBSA lijkt co-living een van de vastgoedproducten te zijn die het lage risicoprofiel van residentieel vastgoed combineert met hoge rendementen, gekoppeld aan een dichte bezetting van de ruimte, verdeeld over kleine woonunits (Harris & Nowicki, 2020).

4.4 Waar is co-living te plaatsen in het spectrum van alternatieve sectoren

In de vorige paragrafen is dieper ingegaan op de drijfveren van de vraag naar co-living en de propositie van het product. Daarin wordt duidelijk dat co-living wordt aangedragen als een product dat een bijdrage kan leveren aan woonproblematiek voor een demografische groep die onvoldoende wordt bediend binnen de traditionele woonsectoren. Over het algemeen richten co-living concepten zich op een doelgroep die net klaar is met studeren, alleenstaand is, nog niet klaar om te settelen is en flexibiliteit wenst.

Daarmee vult co-living in het spectrum van woonproducten een gat tussen studentenhuysvesting en traditionele meer- en eengezinswoningen. Sterk gestegen woningprijzen maken een koopwoning voor de meeste starters en alleenstaanden onbereikbaar. Maar ook de toegang tot huurwoningen van institutionele kwaliteit blijkt vanwege inkomenseisen niet altijd haalbaar. De onderstaande figuur geeft de verschillende woonproducten en de belangrijkste demografische doelgroepen weer.



Figuur 9: Co-living in het spectrum van woonsectoren (bron: eigen bewerking van CityLifer, 2023)

Traditionele meergezinswoningen maken al langer deel uit van institutionele portefeuilles, en ook studentenhuysvesting, eengezinswoningen en seniorenhuysvesting hebben zich de laatste jaren tot gevestigde vastgoedtypes ontwikkeld. Daarmee bieden beleggers een breed palet van woonproducten aan binnen hun portefeuilles, maar lijkt er ruimte te bestaan voor verdere diversifiëring van de portefeuille.

Met het toevoegen van co-living in de portefeuille kunnen beleggers ook groep startende op de arbeidsmarkt bedienen. De vraag is of co-living naast een bredere doelgroep ook unieke karaktereigenschappen biedt die iets toevoegen aan de portefeuille.

Het co-living concept is een flexibele, en meer betaalbare woonvorm die een hoge mate van voorzieningen en service biedt. Daarmee combineert co-living eigenschappen van meer gevestigde (residentiele) sectoren. Co-living is een meergezinswoning model dat woonruimte biedt aan bewoners, op basis van een hoog service en voorzieningenniveau, vergelijkbaar met hotels, en dat gelijkgestemde mensen samenbrengt, zoals studentenhuisvesting. Het concept bouwt voort op het idee van micro-living en biedt flexibele huurvoorwaarden die vergelijkbaar zijn met service appartementen. Daarnaast kan het bredere toepassingen omvatten zoals co-working, leisure en food and beverage (ULI & JLL, 2022).

4.5 Co-living bedrijfsmodellen

Binnen de co-living sector zijn er twee primaire bedrijfsmodellen te onderscheiden die operators hanteren, het model waarbij de operator ook de eigenaar van het gebouw is, en een 'asset-light' model waarbij de operator een masterlease aan gaat of op basis van een management fee het gebouw beheerd.

4.5.1 Eigenaar-Operator model

In het eigenaar-operator model fungeert het co-living bedrijf als ontwikkelaar, eigenaar én beheerder van het pand. Daarbij heeft de operator de volledige zeggenschap over het hele gebouw, van ontwerp tot inrichting (Pepper & Manji, 2019). Dat geeft, in het geval het bedrijf niet sterk gecontroleerd wordt door een investeringspartner, meer controle over het aangeboden product. Hoewel er lucratieve rendementen zijn, brengt dit model substantiële kapitaalvereisten en investeringsrisico's met zich mee, inclusief potentiële liquiditeitsproblemen. Voor startende co-living bedrijven is deze vorm vaak niet haalbaar.

4.5.3 Asset-light model

In dit model beheert het co-living bedrijf de operatie zonder eigenaar te zijn van het gebouw. Grofweg zijn binnen dit model twee sub modellen te onderscheiden (Pepper & Manji, 2019).

Masterlease - In dit model huurt de co-living operator middels een masterlease een gebouw, of een deel van een gebouw van de belegger. De operator draagt alle operationele verantwoordelijkheden waardoor eventuele extra huurinkomsten volledig ten gunste komen van het co-living bedrijf. Veelal kennen deze constructies relatief langlopende huurovereenkomsten van minimaal tien jaar. Dat biedt de belegger, ongeacht tegenvallende prestaties een stabiele huurstream. Zaadnoorddijk (2020) spreekt daarbij wel van een schijnveiligheid. Bij tegenvallende resultaten van de operator loopt de belegger risico dat de huur niet (volledig) betaald kan worden of dat de operator failliet gaat. Daarnaast stelt hij het bij startende operators moeilijk kan zijn om zware garanties te eisen en kunnen er tegengestelde belangen met betrekking tot onderhoud bestaan.

Managementmodel – In dit model worden alle investeringen en operationele kosten gedragen door de belegger en beheert de co-living operator de dagelijkse operatie in ruil voor een deel van de inkomsten. De vergoedingsstructuren zijn vaak gebaseerd op langetermijnafspraken en bepaalde rendementsdrempels (Pepper & Manji, 2019; ULI & JLL, 2022). In dit model ligt het risico voornamelijk bij de belegger die in ruil daarvoor ook profiteert van de hogere rendementen bij een succesvolle exploitatie. De co-living operator loopt beperkt financieel risico en brengt voornamelijk expertise. Doordat de vergoeding voor de operator afhankelijk is van het presteren van de exploitatie heeft deze een incentive om het NOI te maximaliseren.

De keuze voor een bedrijfsmodel beïnvloedt de aard van de investering. Bij een investering in het Eigenaar-Operator Model of via een managementmodel wordt de belegger blootgesteld aan aanzienlijk meer operationeel risico dan bij een Master Lease. Daarentegen biedt het kansen om te profiteren van hogere rendementen.

4.6 Co-living als beleggingscategorie

De vorige paragrafen hebben de waardepropositie en vraagrijvers van co-living besproken. In deze paragraaf zal aandacht worden besteed wat co-living kan toevoegen aan de portefeuille van institutionele beleggers.

Het afgelopen decennium is de blootstelling van institutionele beleggers aan de residentiële vastgoedsectoren sterk gestegen en is de sector goed voor meer dan 25 procent van de jaarlijkse directe beleggingen in Europees vastgoed. Tien jaar geleden was dat minder dan 10 procent (ULI & JLL, 2022). De toegenomen kapitaaltoewijzingen wordt gedreven door sterke seculiere fundamenteën vanuit de vraagzijde die zorgen inkomensstabiliteit en diversificatie in de portefeuille.

De vraag die co-living probeert te beantwoorden wordt gedreven door trends als urbanisatie en de toename van alleenstaanden, die leiden tot betaalbaarheid problemen en een toenemende groep mensen die geen passende woonruimte kunnen vinden.

Hoewel wetenschappelijke literatuur over co-living als beleggingscategorie nog schaars is trekken verschillende onderzoekers een parallel met de meer gevestigde studentenhuisvesting markt. Zo stellen Rugg & Quilgars (2015) dat het co-living product veel kenmerken deelt met studentenhuisvesting en is ontworpen om de flexibele en ambitieuze levensstijlen van een diverse groep jonge, hoogopgeleide volwassenen te combineren met de aantrekkelijke rendementen van PBSA. Net als bij studentenhuisvesting kan co-living uit schaalvoordelen hoge rendementen bieden door verhuur van kleine eenheden en strak huurbeheer (Cassier, 2023).

Onderzoeken tonen aan dat studentenhuisvesting binnen een gemengde portefeuille gezien kan worden als een diversificatiemiddel met een relatief laag risico en aantrekkelijke voor risico gecorrigeerde rendementen (Newell & Marzuki, 2018), en dat portefeuilles met allocaties naar studentenhuisvesting minder volatiel zijn gebleken (Revington & August, 2020; Sanderson & Ozögul, 2022). In de volgende paragrafen zal worden verkend of co-living een vergelijkbare rol kan bieden.

4.6.1 Rendement

Vergelijkbaar met PBSA lijkt co-living een vastgoedoplossing te zijn die hoge huuropbrengsten geassocieerd met het verdichten van ruimte via meerdere kleine woonruimten, combineert met het lage risicoprofiel van residentieel vastgoed (Harris & Nowicki, 2020). Pepper & Manji (2017) stellen dat dit een van de belangrijkste redenen is waarom co-living de aandacht van beleggers trekt.

Het principe van het investeringsvoorstel voor co-living is eenvoudig. Inkomsten worden verhoogd door een combinatie van verdichting en het aanbieden van een meer sociale woonervaring, terwijl de ontwikkelkosten en operationele kosten slechts marginaal toenemen. Indien goed uitgevoerd resulteert dat in een hoger Net Operating Income (NOI) vergeleken met traditionele meergezinswoningen (Moore, 2020).

Ongeacht de verschijningsvorm zijn co-living gebouwen zo ingericht dat er ruimte is voor meer bewoners dan in een traditioneel complex met meergezinswoningen. Dat resulteert in hogere huurinkomsten per vierkante meter voor de operator, en lagere huren voor individuele huurders. Volgens JLL (2022) liggen de huurinkomsten per vierkante meter 20 tot 35 procent hoger ten opzichte van traditionele appartementencomplexen.

Om het co-living model te laten slagen is het van de belang dat de hogere huurinkomsten niet verloren gaan in hogere stichtingskosten en hogere operationele kosten. Co-living is een operationeel intensieve asset. Over het algemeen wordt aangenomen dat de exploitatiekosten in een bandbreedte vallen van 20-30 procent. Ter vergelijking, meergezinswoningen kennen een bandbreedte van 15-25 procent, hotels 30-40 procent en studentenwoningen 20-30 procent (ULI & JLL, 2022). In een goed geëxploiteerd co-living complex overtreft de stijging in inkomsten de toename in uitgaven ruimschoots.

Data om rendementen goed te kunnen onderbouwen ontbreken nog en er is geen eenduidige perceptie op de rendementspremie van co-living ten opzichte van andere residentiele sectoren. Volgens Invesco (2019) kan co-living ondanks de hogere operationele uitgaven hogere rendementen met een spreiding van 25 tot 50 basispunten boven traditionele meergezinswoningen bieden. JLL (2022) gaat er van uit dat co-living yields tussen studentenhuisvesting en traditionele meergezinswoningen liggen. Op basis van eigen onderzoek gaan zij uit van een premie van 70 basispunten ten opzichte van meergezinswoningen en 10 basispunten ten opzichte van studentenhuisvesting. DTZ Investors, manager van het COLIV fonds, gaan uit van een yield premie van 50 tot 75 basispunten ten opzichte van traditionele meergezinswoningen. Het COLIV fonds wordt gepositioneerd als core-plus fonds en mikt op een Internal Rate of Return (IRR) van 8 tot 10 procent (Cooper, 2020).

De rendementseis voor co-living hangt behalve van fysieke factoren ook van af van operationele kenmerken. De meer volwassen hotelsector leert dat de yields voor hotels met een masterlease structureel 100 basispunten lager liggen dan voor hotels met een managementovereenkomst. Daar ligt vooral de hogere inkomenszekerheid aan ten grondslag (ULI & JLL, 2022).

Samengevat suggereren bronnen dat co-living potentieel hogere rendementen kan bieden in vergelijking met traditionele meergezinswoningen. De premie wordt ingeschat tussen 25 en 75 basispunten en lijkt deels afhankelijk van de beheersvorm. De beperkte premie ten opzichte van traditionele meergezinswoningen en de meer gevestigde studentenhuisvesting sector suggereren dat beleggers de co-living sector niet als een veel risicovoller product zien dan andere residentiele sectoren. Daarmee zou het product in aanmerking moeten kunnen komen om een rol te spelen in institutionele portefeuilles.

4.6.2 Diversificatie

Volgens de MPT kunnen beleggers hun risico verminderen door verschillende soorten activa die niet perfect gecorreleerd zijn in hun portefeuille op te nemen. Het afgelopen decennium zijn allocaties naar de residentiele sector toegenomen om te profiteren van de inflatievolgende en contra-cyclische eigenschappen van de residentiele sector. Daarmee helpt de sector om beleggers ook in onzekere tijden stabiele inkomensrendementen te genereren.

Binnen de residentiele sector kunnen beleggers diversifiëren over verschillende demografieën door te beleggen in sub sectoren als studentenhuisvesting en seniorenwoningen, die ieder eigen factoren hebben die de vraag aansturen.

Afhankelijk van het bedrijfsmodel kan co-living op verschillende manieren diversificatievoordelen bieden. Een masterlease biedt beleggers over een lange periode stabiele en voorspelbare huurinkomsten. In vormen met meer operationeel risico kunnen beleggers prijzen sneller aanpassen, bijvoorbeeld in tijden van hoge inflatie. Bovendien bevindt co-living zich aan het meer betaalbare einde van de Build-to-Rent (BTR) sector, en zou daarom ook in economische neergang in staat moeten zijn om stabiele rendementen te bieden (Saunders, 2020).

Tegelijkertijd zou je ook kunnen beargumenteren dat co-living concepten zich sterk op moderne flexibele kenniswerkers richten en daarmee afhankelijk zijn van huidige omstandigheden op de arbeidsmarkt (Druta et al., 2021). Het is niet ondenkbaar dat de vraag vanuit deze doelgroep sterker correleert met economische cycli dan andere residentiële sectoren.

4.6.3 Inflatiecorrectie

In hoofdstuk 2 is besproken dat over het algemene wordt aangenomen dat het rendement van vastgoed positief correleert met inflatie, en daarmee voordelen biedt ten opzichte van aandelen en obligaties. Die eigenschap kan door toedoen van regulering ook worden aangetast zoals recent is gebleken op de Nederlandse woningmarkt. Flexibele huurcontracten en hoge mutatiegraden zorgen dat prijsstelling veel sneller kan worden bijgesteld in co-living complexen. Dat maakt het product potentieel interessant in tijden van hoge inflatie.

4.6.4 Waardecreatie

De co-living sector geldt op dit moment nog niet als een gevestigde beleggingscategorie. Het landschap van co-living is nog sterk gesplinterd en op operationeel niveau is ruimte voor verdere professionalisering en schaalvoordelen. Volgens Heitman (2022) biedt dat kansen om hogere rendementen te behalen door actieve management strategieën te hanteren. Naast waarde creatie op asset niveau bieden alternatieve sectoren zoals co-living kansen op het niveau van de operator en het bouwen van een platform. Deze strategie is echter niet gericht op stabiele inkomens en het rendement is vooral afkomstig uit het verhogen van de kapitaalwaarde. De vraag is of dit soort Build-to-Core strategieën bij het defensieve karakter van institutionele beleggers passen.

4.6.5 ESG & Impact

Een geïntegreerde ESG/SDG strategie is voor beleggers tegenwoordig net zo belangrijk als financieel rendement. Naast nationale en Europese wetgeving en financieringsvereisten vragen klanten van institutionele beleggers om aandacht voor mens, milieu en maatschappij in het beleggingsbeleid. Impact strategieën die er op gericht zijn om naast financieel rendement ook meetbare positieve sociale of milieu-impact te generen worden steeds meer erkend en geïmplementeerd (GIIN, 2020).

De waardepropositie van co-living ligt in het aanbieden van gemeenschap, gemak en betaalbaarheid. Daarmee biedt het concept sociale en economische waarde. Gemeenschapsleven kan door het delen van ruimte en middelen ook bijdragen aan het verminderen van consumptie en verspilling (Clark, 2021). Het co-living concept is daarmee gepositioneerd om alle aspecten van ESG te raken en doelbewust impact te maken (ULI & JLL, 2022).

Gezien 80% van de ondervraagde beleggers uit de European Living Survey (JLL, 2019) gelooft dat ESG een belangrijke drijfveer zal zijn voor toekomstige investeringsbeslissingen in de woonsector, lijken er kansen te bestaan om co-living te positioneren als een beleggingscategorie die naast aantrekkelijke rendementen ook bijdraagt aan maatschappelijke doelstellingen.

4.6.6 Uitdagingen

Co-living is een relatief nieuwe beleggingscategorie vanuit het perspectief van vastgoedinvesteringen. De opkomst van de sector kan worden toegeschreven aan de financiële voordelen die het biedt aan zowel de aanbod- als de vraagzijde (Pepper & Manji, 2019). Het onvolwassen karakter van de sector brengt uitdagingen met zich mee. In deze sub paragraaf wordt dieper ingegaan op deze uitdagingen.

Gebrek aan marktdata – Onder de eerste sub paragraaf is simplistisch geschetst hoe investeerders op korte termijn bovengemiddelde rendementen kunnen halen met het co-living product. De meeste co-living bedrijven bestaan echter nog maar kort en er zijn onvoldoende financiële gegevens beschikbaar om de hogere rendementen te onderschrijven (Pepper en Manji, 2019).

Bovendien zijn exit mogelijkheden nog onbekend . Institutionele beleggers zijn bij uitstek langetermijnbeleggers en risicoavers. Het is in die zin logisch dat deze groep terughoudend is richting innovatieve woonmodellen zoals co-living.

Net als de meer volwassen PBSA sector lijkt co-living het lage risicoprofiel van residentieel vastgoed te combineren met hoge rendementen die voortkomen uit een dichte bezetting van de ruimte (Harris & Nowicki, 2020). Het is daarmee niet ondenkbaar dat co-living, wanneer er meer prestatiegegevens beschikbaar zijn, op termijn een vergelijkbare ontwikkeling doormaakt, en richting traditionele meergezinswoningen beweegt (Moore, 2020).

Overheidsregulering – Co-living als een innovatief en afwijkend woonconcept met een actievere bedrijfsvoering ondervindt vaak regelgevende uitdagingen. Bestaande woonwetten zijn opgesteld op specifieke stedelijke leefomstandigheden uit een ander tijd en veranderen traag. Stadsbesturen neigen er naar te handhaven volgens de status quo wat nieuwe initiatieven lastig maakt (Moore, 2020).

Marktverzadiging – De vraag naar co-living komt in belangrijke mate voort uit het huidige onevenwicht tussen vraag en aanbod. In zijn huidige vorm richten co-living zich op een beperkte doelgroep. Naarmate het aanbod van co-living toeneemt en de markt verzadigt bestaat het risico dat bezettingsgraden en daarmee het rendement dalen. Wanneer dit evenwicht tussen vraag en aanbod wordt bereikt, wordt co-living vergelijkbaar met andere vastgoedsectoren waar het rendement afhangt van diverse factoren zoals locatie, prijs en operationele efficiëntie. Het succes van een investeerder zal dan afhankelijk zijn van de keuze van de juiste co-living operator en investeringsstrategie.

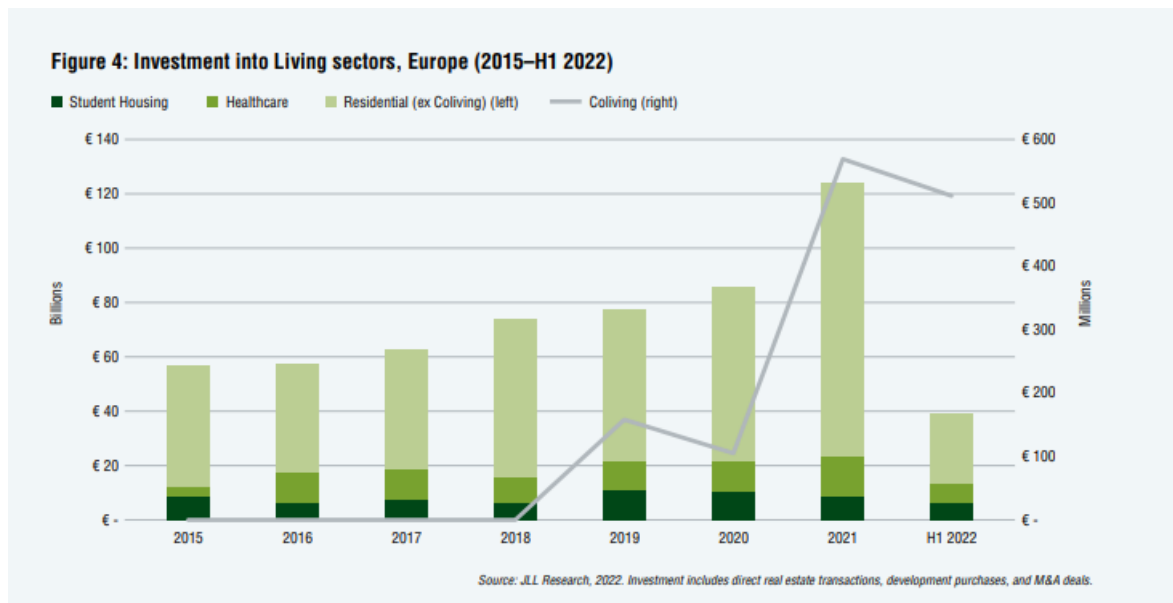
Veranderingen in vraag – Gebaseerd op de drijvers van de vraag naar co-living uit paragraaf 4.2 lijkt er een robuuste vraag naar het product te bestaan. Deze vraag kan echter veranderen door verschuivende generatievoorkeuren, een veranderende sociale dynamiek of economische factoren (Pepper en Manji, 2019). Deze veranderingen kunnen leiden tot een verminderde vraag naar co-living op de lange termijn of een overaanbod in de markt, waardoor eigenaren concessies moeten doen om huurders aan te trekken.

Alternatieve aanwendbaarheid – Omdat de sector zich nog niet echt heeft bewezen kijken beleggers in welke mate het object alternatief aangewend kan worden bij een tegenvallende exploitatie. In tegenstelling tot meergezinswoningen is de mogelijkheid tot splitsen en eenheden uitponden vaak minder reëel. Deels door planologische verplichtingen, maar er zijn ook vraagtekens of er voldoende vraag bestaat voor kleine studio-appartementen (ULI & JLL, 2022). Mogelijk zijn complexen aan te wenden als studentenhuisvesting of hotel, maar daar spelen bestemmingsplannen een belangrijke rol.

4.7 Omvang van co-living beleggingsmarkt

Mede gedreven door veranderende demografische, sociale en economische drijvers is de interesse van institutionele beleggers in residentiele producten de afgelopen tien jaar sterk toegenomen. De sector vertegenwoordigt tegenwoordig meer dan 25 procent van de Europese directe vastgoedbeleggingen per jaar. Een decennium geleden was dat nog tien procent (ULI & JLL, 2022).

De rol van co-living binnen de allocatie naar woningen is nog beperkt. Sinds 2020 is er in Europa ongeveer 1,2 miljard euro geïnvesteerd in co-living assets. Dat is 0,5% van het totaal aan beleggingen in de residentiele sector (ULI & JLL, 2022).



Figuur 10: Beleggingen in residentiële sectoren in periode 2015-H1 2022 (bron: ULI & JLL, 2022)

Investerings in de sector nemen de laatste jaren echter wel een vlucht zoals weergegeven in figuur 10. De afgelopen jaren zijn er ook verschillende co-living fondsen geïnitieerd.

1. **2019 - Oprichting van het COLIV fonds** - In 2019 lanceerden DTZ Investors en The Collective, een bekende co-living exploitant, het eerste grootschalige co-living fonds met als doel om €650 miljoen aan kapitaal te verwerven. Dit was bedoeld voor de financiering van zes tot tien co-living ontwikkelingen, met als doel tussen de 1.000 en 1.500 co-living eenheden in Londen te verwerven of te financieren. Deze samenwerking combineerde de vastgoedbeleggingsexpertise van DTZ Investors met de operationele ervaring en co-living kennis van The Collective.
2. **2020 - Corestate en Medici Living partnerschap** - Het Duitse bedrijf Corestate Capital Holding kondigde een partnerschap aan met Medici Living om \$1,14 miljard te investeren in de ontwikkeling van nog eens 6.000 co-living kamers in 35 panden. De investeringen waren gericht op Oostenrijk, Zwitserland, Spanje en Polen, naast de bestaande doelmarkten van Medici Living.
3. **2021 - Ivanhoé Cambridge, Greystar en Bouwinvest Joint Venture** - In 2021 lanceerden vastgoedbeleggers Ivanhoé Cambridge, Greystar en Bouwinvest een joint-venture met een investeringscapaciteit van 1 miljard euro. Dit initiatief was gericht op het investeren in woningen voor studenten en jonge professionals.
4. **2022 - Kapitaalinvestering in Cohabs**: In 2022 ontving de Belgische co-living start-up Cohabs kapitaalinvesteringen van Ivanhoé Cambridge, Belfius Insurance, en de vastgoedtak van het Belgian Sovereign Fund (SFPIM - Real Estate). Deze kapitaalinvesteringen werden ingezet voor het structureren en financieren van de operationele groei van Cohabs.

4.8 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is getracht om deelvraag 3 te beantwoorden: *“Wat is co-living, wat biedt co-living als beleggingssector, en waar valt co-living te plaatsen in het spectrum van vastgoedbeleggingen?”*.

Co-living is een woonconcept waarbij individuen een eigen ruimte huren in een grotere woning of gebouw en gedeelde voorzieningen hebben, beheerd onder een commerciële bedrijfsvoering en flexibele huurovereenkomsten (ULI, 2021).

Het concept wordt aangedragen als een oplossing voor zowel de stedelijke woningproblematiek als snel veranderende samenleving, en speelt in op de behoefte aan betaalbaarheid, flexibiliteit, gemak en sociaal contact.

In hoofdstuk drie is duidelijk geworden dat institutionele beleggers in alternatieve sectoren beleggen vanwege aantrekkelijke rendementen, maar in belangrijke mate ook om in te spelen op sterke seculiere trends en daarmee risico te spreiden. Net als bij andere residentiële producten vormen urbanisatie en demografische verschuivingen belangrijke drijfveren voor de vraag. Het onderscheidende vermogen van co-living zit in de aansluiting op trends die betrekking hebben op veranderende voorkeuren zoals flexibiliteit, deeleconomie keuze om langer alleenstaand te blijven.

Daarmee kan co-living een gat vullen in de woningportefeuilles van beleggers. Waar een veelheid van doelgroepen reeds worden bediend met woonproducten, bieden bestaande institutionele producten nauwelijks ruimte aan alleenstaanden en starters op de woningmarkt.

Naast de hogere verwachte rendementen als gevolg van hogere netto huurinkomsten biedt het co-living concept mogelijkheden invulling te geven aan impact doelstellingen. De waarde propositie is gebaseerd op het aanbieden van gemeenschap, gemak en betaalbaarheid. En door het delen van ruimte en middelen kan co-living tevens bijdragen aan het verminderen van consumptie en verspilling.

Hoewel drijvers van de vraag en karakteristieken van co-living lijken op meer volwassen beleggingscategorieën zoals studentenhuisvesting en hotels is er nog nauwelijks operationeel bewijs om beleggingen te onderschrijven. Waar de directe inkomsten solide lijken en passen bij het profiel van een core belegger, maakt de onzekerheid over liquiditeit en toekomstige kapitalisatiefactoren bij verkoop dat het product nog beter bij value-add of opportunistische strategieën past.

5 METHODOLOGIE EN DATAVERZAMELING

In dit hoofdstuk van het onderzoek wordt aandacht besteed op de methodologie en dataverzameling die de basis vormen van dit onderzoek. Om diepgaand inzicht te verkrijgen in de aantrekkelijkheid van co-living als beleggingscategorie, is gekozen voor een kwalitatieve onderzoeksmethode middels expertinterviews. Allereerst wordt de keuze voor expertinterviews verder toegelicht. Daarna zal worden ingegaan op de selectie van experts, de uitvoering van de interviews, de wijze waarop de verzamelde gegevens zijn geanalyseerd en tot slot de betrouwbaarheid en validiteit van de onderzoeksmethode.

5.1 Expertinterviews

Voor dit onderzoek is gekozen voor kwalitatieve dataverzameling via semigestructureerde interviews, een aanpak die bijzonder geschikt is voor verkennend onderzoek, zoals ook aanbevolen door Baarda et al. (2013). De semigestructureerde methode combineert gestructureerde, vooraf bepaalde vragen met de ruimte voor spontane, diepgaande discussies. Dit maakt het mogelijk om zowel de vooraf geïdentificeerde thema's te verkennen als ruimte te bieden voor het onthullen van nieuwe inzichten.

De flexibele aard van semigestructureerde interviews biedt de mogelijkheid om dieper in te gaan op reacties en onvoorziene antwoorden, waardoor experts in staat worden gesteld hun gedachten en gevoelens vrijelijk te uiten. Dit is essentieel om een genuanceerd begrip te verkrijgen van de overtuigingen, percepties en inzichten van de geïnterviewde experts. Deze methode stimuleert ook een natuurlijker gespreksstroom, wat bijdraagt aan de kwaliteit van de verkregen informatie.

Door middel van deze interviews wordt getracht om een diepgaand begrip te ontwikkelen van zowel de overeenkomsten als de discrepanties tussen de academische literatuur en de praktijkervaringen van de experts. Dit kan leiden tot waardevolle inzichten die niet alleen de academische kennis verrijken, maar ook praktische aanbevelingen voor de industrie opleveren.

5.2 Selectie van experts

Om de diepgang en relevantie van de verzamelde onderzoeksgegevens te waarborgen, is er gekozen voor een gerichte steekproefstrategie, zoals beschreven door Baarda et al. (2013). Deze methodologische aanpak biedt de mogelijkheid om experts te selecteren die naar verwachting van belang zijn voor het bereiken van de doelstellingen van dit onderzoek. De steekproefstrategie was gebaseerd op twee hoofdcriteria.

Ten eerste lag de focus op het 'type belegger', waarbij specifiek gekeken werd naar Nederlandse institutionele beleggers. In de selectie van type belegger is er naar gestreefd om zowel pensioenbeleggers als verzekeraars in de populatie te hebben.

Ten tweede werd er aandacht besteed aan het 'type ruimtesegment', met een speciale nadruk op de woningmarkt. Dit segment werd gekozen vanwege de directe verbanden en overeenkomsten met het co-living concept.

Bij de selectie van de respondenten werd prioriteit gegeven aan professionals die werkzaam zijn op hogere managementniveaus binnen hun respectievelijke organisaties. Deze keuze is gebaseerd op het idee dat deze individuen over een breed en diepgaand inzicht beschikken in de strategieën van hun organisaties en direct betrokken zijn bij beslissingen omtrent beleid en investeringen.

Om de anonimiteit en privacy van de deelnemers te beschermen, is in tabel 3 een schematisch overzicht opgenomen van alle geïnterviewde respondenten, waarbij hun identiteiten zijn geanonimiseerd en in willekeurige volgorde weergegeven.

In eerste instantie zijn er acht partijen benaderd om mee te werken aan het onderzoek. Zes daarvan bleken op korte termijn beschikbaar voor een interview. Een partij had pas in een later stadium tijd om mee te werken en de achtste partij heeft niet gereageerd. Omwille van tijdsdruk is besloten om het onderzoek onder de zes respondenten uit te voeren.

De respondenten werkzaam voor APG, PGGM, MN, Bouwinvest en Achmea Real Estate zijn in hun rol alleen betrokken bij de vastgoedbeleggingen. De respondent werkzaam voor ASR Real Assets Investment Partners (ASR) is verantwoordelijk voor het beleggen in Real Assets en belegt daarmee ook buiten de vastgoedsector.

De respondenten werkzaam voor MN en Achmea Real Estate zijn vanuit hun rol alleen betrokken bij beleggingen op de Nederlandse vastgoedmarkt. Beide organisaties beleggen in beperkte mate ook buiten Nederland. De overige vier respondenten beleggen wereldwijd in vastgoed.

Tabel 3: Deelnemers aan het onderzoek

Organisatie	Respondent	Functie respondent
APG	Kristian Elonen	Senior Portfolio Manager Real Estate
A.S.R. Real Assets Investment Partners	Luc Joosten	Managing Director
Bouwinvest	Jeroen Beimer	Head of Research & Strategic Advisory
MN	Patrick Ruwiel	Director Dutch Real Estate
PGGM	Maarten Jennen	Senior Director - Strategist Private Real Estate
Achmea Real Estate	Annemarie Maarse	Director Asset Management

Figuur 11: Overzicht van respondenten in willekeurige volgorde

5.3 Uitvoering van de interviews

De interviews, die zich richtten op beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren en het co-living concept, zijn ontworpen om de overeenkomsten tussen de bevindingen van de literatuurstudie en de werkelijke ervaringen van Nederlandse beleggers te verifiëren, en eventuele onbelichte aspecten in de bestaande literatuur te verkennen.

De voorbereiding van de vragenlijst voor de interviews was een gedetailleerd proces, waarbij initieel uitgebreid literatuuronderzoek naar co-living en aanverwante investeringen in alternatieve vastgoedsectoren werd uitgevoerd. Deze inzichten dienden als basis voor de formulering van de vragen. De vragenlijst is terug te vinden in bijlage 1.

De interviews werden geleid door deze zorgvuldig opgestelde vragenlijst, met als doel het valideren van de definities en kenmerken van co-living en alternatieve vastgoedsectoren zoals geïdentificeerd in de literatuur, het onderzoeken van de relevantie van deze inzichten voor de Nederlandse markt, en het identificeren van nieuwe of onbelichte thema's. Hoewel de interviews semigestructureerd waren, wat ruimte bood voor spontane diepgaande vragen, werd consistentie gehandhaafd door de vooraf bepaalde onderwerpen te volgen. Dit zorgde voor een systematische benadering en vergelijkbare antwoorden, terwijl er tegelijkertijd ruimte was voor het verkennen van unieke inzichten van de experts.

De interviews waren opgedeeld in drie segmenten: het eerste deel ging over de algemene kennis, ervaring en professionele achtergrond van de respondenten en hun organisatorische investeringscategorieën; het tweede deel richtte zich op de alternatieve vastgoedsectoren om definities, kenmerken en hun rol in investeringsportefeuilles te verkennen; en het laatste deel was specifiek gewijd aan de co-living sector, gericht op het begrijpen van de percepties van respondenten en de potentiële impact ervan op beleggingsportefeuilles.

Ondanks een voorkeur voor face-to-face interviews om een rijkere interactie te stimuleren, waren door tijdgebrek en volle agenda's vier van de zes interviews via Microsoft Teams. Elke respondent stemde in met videoverbinding, wat de onderzoeker in staat stelde om ook non-verbale communicatie te observeren en interpreteren. Alle interviews werden opgenomen met toestemming van de deelnemers, wat zorgde voor nauwkeurige transcripties en een interactieve ervaring vergelijkbaar met persoonlijke interviews.

5.4 Kwalitatieve analyse

De kwalitatieve analyse van dit onderzoek begon met het letterlijk transcriberen van de interviewopnames. Hiervoor werd een geavanceerd spraakherkenningsprogramma gebruikt, waarna de onderzoeker de transcripties handmatig nalas en corrigeerde. Dit zorgde voor een nauwkeurige weergave van de respondenten hun antwoorden. Op basis van deze transcripties is een diepgaande kwalitatieve analyse uitgevoerd, in lijn met de methodologie beschreven door Baarda et al. (2013). Deze aanpak faciliteert het proces om van gedetailleerde observaties te komen tot breder toepasbare inzichten en bevindingen.

Voor het coderen van de interviews is gekozen voor een gecombineerde benadering waarbij zowel inductieve als deductieve technieken worden gebruikt. Aan de hand van het literatuuronderzoek is begonnen met een vooraf vastgestelde codeerstructuur op basis van bestaande kennis, literatuur en theorie. Door te starten met deductief coderen is theoretische richting gegeven aan het onderzoek. Vervolgens is doormiddels van inductief coderen gezocht naar nieuwe inzichten en thema's die uit de interviews naar voren komen.

Het coderen is in drie fases gedaan. De eerste fase, de exploratiefase, omvatte het open coderen en segmenteren van de verzamelde data (zie bijlage 2). Tijdens de tweede fase, de specificatiefase, werd er structuur aangebracht in deze data door axiaal te coderen (bijlage 3). In de laatste fase, de reductiefase, werden patronen en trends geïdentificeerd.

De bevindingen van deze kwalitatieve analyse zijn vervolgens gerelateerd aan en vergeleken met de inzichten verkregen uit het literatuuronderzoek. Hierbij werd bijzondere aandacht besteed aan de overeenkomsten en verschillen tussen de expertise van de geïnterviewde professionals en de theorieën en verwachtingen die in de literatuur werden gepresenteerd. Deze vergelijkende benadering stelde ons in staat om zowel de unieke inzichten van de experts als de gevestigde kennis in de bestaande literatuur te waarderen en te integreren. De analyse wordt afgesloten met een reeks conclusies en aanbevelingen, die richting kunnen geven aan toekomstig onderzoek en praktische toepassingen in het veld van co-living beleggingen.

5.5 Representativiteit

Binnen de context van kwalitatief onderzoek draait representativiteit niet primair om numerieke afspiegeling, maar eerder om een diepgaand begrip en weergave van de diverse houdingen, meningen en gedragingen binnen de onderzoeksgroep. Het is essentieel om een volledig beeld te krijgen van alle variaties binnen de gekozen populatie.

Voor dit onderzoek werden een zestal Nederlandse institutionele beleggers uit Nederland geïnterviewd. Bij het samenstellen van de steekproef voor dit onderzoek is gestreefd naar een representatieve vertegenwoordiging van de diverse spelers binnen de institutionele beleggingswereld. Een belangrijk aspect hiervan was de opname van zowel uitvoerders van pensioenfondsen als van verzekeraars. Beide groepen hebben unieke perspectieven en benaderingen binnen de beleggingswereld, en het was essentieel om deze diversiteit te vangen om een holistisch beeld te krijgen van de sector.

Bovendien is er binnen de steekproef bewust gekozen voor beleggers die verschillende beleggingsstrategieën hanteren. Het onderzoek heeft zowel beleggers betrokken die een directe beleggingsstrategie voeren als diegenen die kiezen voor een indirecte strategie. Deze variatie stelt het onderzoek in staat om de nuances en specifieke overwegingen van elk van deze strategieën te verkennen en te begrijpen.

Deze doelgerichte steekproefbenadering, gericht op zowel het type belegger als hun strategische benadering, zorgt ervoor dat het onderzoek een breed en diepgaand inzicht krijgt in de verschillende houdingen, meningen en gedragingen die bestaan binnen de institutionele beleggingswereld. Het waarborgt dat alle relevante perspectieven en variaties binnen de onderzoekspopulatie adequaat worden weerspiegeld in de resultaten.

Door gebruik te maken van audio-opnames, transcripties en diepgaande analyses zijn de bevindingen traceerbaar, wat bijdraagt aan de betrouwbaarheid van de studie (Baarda et al., 2013).

Voorafgaande aan de interviews is aan respondenten medegedeeld dat resultaten uit de interviews anoniem gepresenteerd zullen worden. Hiermee is geprobeerd om sociale wenselijke responsie te voorkomen. Een effectieve methode om de validiteit van de studie te versterken, is de implementatie van datatriangulatie (Baarda et al., 2013). In deze studie is, naast het uitvoeren van interviews, een uitgebreide literatuurbeoordeling uitgevoerd om zo de algemene geldigheid van de bevindingen te versterken. Voor een correcte interpretatie van de antwoorden van de respondenten zijn diverse vraagmethoden gebruikt, zoals verdiepende, samenvattende en bevestigende vragen.

6 RESULTATEN EN ANALYSE

In de voorgaande hoofdstukken is een gedegen theoretische fundering gelegd, waarbij relevante literatuur en bestaande onderzoeksresultaten zijn verkend. Deze inzichten hebben gediend als een vertrekpunt voor dit onderzoek. In dit hoofdstuk zal verder worden onderzocht in hoeverre praktische inzichten uit de expertinterviews deze theoretische inzichten valideren en verder kunnen verrijken.

Het doel van dit hoofdstuk is tweeledig. Ten eerste worden de belangrijkste thema's, patronen en inzichten geïdentificeerd die zijn voortgekomen uit de expertinterviews. Ten tweede worden deze bevindingen kritisch geëvalueerd in het licht van de beschikbare literatuur. Hierbij wordt gestreefd naar een integratie van zowel de praktische expertise als de wetenschappelijke kennis om tot een diepgaand begrip van het onderwerp te komen.

De analyse volgt de opbouw van het literatuuronderzoek waarbij getrechterd zal worden vanuit het gehele beleggingspectrum, naar beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren en tot slot beleggingen in co-living.

6.1 Algemeen beleggingsbeleid

Alle respondenten werken voor institutionele beleggers en beleggen in vastgoed namens pensioenfondsen, verzekeraars en in een enkel geval ook family offices. Volgens INREV (2020) vormen hoge niveaus van inkomstenrendement de belangrijkste reden voor langetermijnbeleggers om vastgoed in de portefeuille op nemen. Dit verklaart waarom deze beleggers zich hoofdzakelijk op core strategieën richten. Vier van de zes respondenten geven specifiek aan een core beleggingsstrategie te hanteren. In drie interviews wordt benoemd dat stabiele inkomensrendementen het belangrijkste beleggingsdoel zijn. Een respondent geeft aan in de Nederlandse portefeuilles geen vreemd vermogen aan te trekken. In indirecte buitenlandse beleggingen maken zowel genoteerde als private fondsen wél gebruik van vreemd vermogen. Daarmee kennen deze beleggingen automatisch een ander risicoprofiel. In het buitenland heeft deze respondent ruimte voor een value-add angle aan een fonds. Dit dient wel een minderheid in de portefeuille te zijn.

Voor APG, PGGM en ASR Real Assets geldt dat zij altijd een manager tussen hen en de stenen hebben. APG doet dit bij voorkeur via een eigen platform of meerderheidsaandeel in een vastgoedexploitant. PGGM en ASR Real Assets beleggen in zowel publieke als private fondsen. MN, Bouwinvest en Achmea Real Estate voeren in Nederland het asset management zelf uit. Zowel Achmea Real Estate als Bouwinvest zijn pensioenuitvoerder voor verschillende discretionaire klanten die een eigen vastgoedportefeuille hebben. Daarnaast bieden zij fondsen aan waar anderen institutionele beleggers in kunnen participeren.

Binnen de beleggingscategorie vastgoed variëren de Assets under Management (AuM) van 7,8 miljard tot 49 miljard. In totaal beheren de respondenten circa 136 miljard AuM. De twee respondenten met de grootste vastgoedportefeuilles beheren daar circa 40% en 25% van.

De verschillen in beleggingsstijlen en omvang van de beheerde portefeuille kunnen relevant zijn voor het onderwerp van dit onderzoek. Beleggen in alternatieve sectoren kan beter of juist minder goed passen bij de beleggingsfilosofie van respondenten. Sommige alternatieve sectoren hebben een specialistisch karakter en vereisen specifiek kennis, wat een obstakel zou kunnen vormen bij directe beleggingen. Daarnaast is het goed voor te stellen dat beleggers die meer kapitaal te plaatsen hebben eerder naar alternatieve sectoren kijken om voldoende mogelijkheden te hebben om het kapitaal te plaatsen en voldoende schaal te behalen in alternatieve sectoren te realiseren.

Verschuiving in allocaties

In de internationale literatuur wordt opgemerkt dat institutionele beleggers in toenemende mate beleggen in sectoren buiten de traditionele kantoor- en winkelsectoren (Newell en Marzuki, 2022, French et al., 2022). Ook in Nederland is deze verschuiving waar te nemen. In 2013 waren de winkel- en kantoorsector met een totale omvang van 49% van het totale investeringsvolume de belangrijkste vastgoedsectoren in de portefeuilles van Nederlandse institutionele portefeuilles. In 2022 was dat nog maar 33%. Vooral industrieel vastgoed, woningen en zorgvastgoed boekten terreinwinst ten opzichte van 2023 (Vastgoedmarkt, 2022).

De toegenomen rol van deze sectoren is ook waar te nemen in de portefeuilles van respondenten.

- ASR Real Assets geeft aan dat huidige strategieën voor klanten drijven op woningen en logistiek, aangevuld met de juiste kantoren en een bepaald type winkels. Woningen vormen de hoeksteen van de portefeuilles;
- Winkels vormden voor PGGM de belangrijkste sector maar de allocatie is afgebouwd tot 10%, en komt nu na logistiek (35%), woningen (25%) en kantoren (15%);
- APG geeft aan in alle grote sectoren te zitten maar slechts beperkt in kantoren;
- MN belegt 55% in wonen en 45% verdeeld over kantoren en winkels;
- Achmea Real Estate geeft aan nog een kleine kantorenportefeuille te hebben maar deze op termijn volledig af te bouwen. In de portefeuille bestaat circa 80% uit wonen, 9% uit zorgvastgoed en 9% uit winkels.

Uit het voorgaande blijkt dat het palet aan beleggingen dat beschikbaar is voor institutionele beleggers verschaald is. Beschikbaarheid van kantoor- en winkelvastgoed van institutionele kwaliteit neemt af wat het aannemelijk maakt dat er een grotere druk bestaat op de overige sectoren, zoals woningen en logistiek vastgoed, om dit 'gat' te vullen. Dit leidt mogelijk tot rendementsdruk op de andere sectoren en dit kan weer zorgen voor een zoektocht naar beter renderende beleggingen zoals alternatieve vastgoedsectoren.

6.2 Beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren

In deze paragraaf wordt dieper ingegaan op de kijk van de experts op alternatieve vastgoedsectoren. Dit is belangrijk om begrip te krijgen bij de ervaring van respondenten, maar vooral ook om te begrijpen wat de rol van alternatieve vastgoedsectoren in de portefeuilles van respondenten bedraagt.

6.2.1 Definitie alternatieve sectoren

In het literatuuronderzoek wordt geen eenduidige definitie gevonden wat onder alternatieve vastgoedsectoren wordt verstaan. Bovendien wisselen termen als niche, niet-traditioneel, opkomend, non-core en operationeel vastgoed elkaar af om hetzelfde te duiden. Over het algemeen verwijzen deze termen naar beleggingswaardige commerciële vastgoedsectoren buiten de traditionele kernsectoren kantoren, winkels, meergezinswoningen en industrieel. (Mansely & Lizieri, 2015; McIntosh et al., 2017; Newell & Marzuki, 2018). De meerderheid van de respondenten sluit aan bij deze definitie en benoemen sectoren buiten kantoren, woningen, winkels en logistiek als alternatieve sectoren.

In de interviews lopen de begrippen niche, alternatieve sector en niet-traditionele sectoren verschillende keren door elkaar heen. Een van de respondenten merkt op dat of een sector als alternatief gezien wordt, geografisch kan verschillen. Als voorbeeld wordt de meergezinswoningen sector genoemd die in Nederland een gevestigde sector is, maar in Australië als niche wordt gezien.

Dat sluit aan bij hetgeen INREV (2020b) opmerkt: deze organisatie stelt dat segmenten uiteenlopende volwassenheidsniveaus kennen in verschillende regio's.

6.2.2 Kenmerken alternatieve vastgoedsectoren

Hoewel alternatieve vastgoedsectoren niet eenduidig zijn gedefinieerd, kennen de sectoren volgens de literatuur wel onderscheidende kenmerken ten opzichte van traditionele vastgoedsectoren.

Alternatieve vastgoedsectoren:

- Kennen specifieke sectorale drijfveren die niet alleen economie reflecteren (Mansley en Lizieri, 2015);
- Kennen een hoge mate van operationele intensiteit, wat actief beheer en specialistische vaardigheden vereist (Newell & Marzuki, 2022; McIntosh et al., 2017);
- De huur vormt in veel gevallen een groot deel van de totale bedrijfskosten van de gebruiker (IPF Research, 2005);
- Vervullen een specifieke behoefte. Gebruikers zijn specifiek en branchegericht. Huurder is minder eenvoudig uit te wisselen (IPF Research, 2005);
- Kennen een directe relatie met de ruimte in het gebruik. In traditioneel vastgoed hebben klanten meestal geen directe relatie met de ruimte, terwijl in operationeel vastgoed de klanten direct gebruik maken van de ruimte (IPF Research, 2005);
- Zijn gekoppeld aan het bedrijfsmodel van de huurder/exploitant. Daarom is het cruciaal voor operationeel vastgoed om niet alleen naar de fysieke ruimte te kijken, maar ook naar dit aspect (IPF Research, 2005).

In de theorie vormt de operationele intensiteit van alternatieve vastgoedsectoren een belangrijk onderscheidend kenmerk. Des te meer is het opvallend dat in slechts door twee respondenten het operationele karakter als kenmerk wordt genoemd. In beide gevallen gaat het om respondenten die de meeste AuM hebben. Beiden geven aan dat het operationele karakter juist een motivatie is om in alternatieve sectoren te beleggen.

“Wij mogen operationeel risico nemen. Dat is iets wat wij heel graag doen. Als je de operations goed runt, heeft dat ook invloed op de waarde van je vastgoed. En je kunt elke euro uit je gebouwen persen”.

Een derde respondent benoemt niet het operationele karakter maar wijst wel op hogere beheerintensiteit en legt dat vooral uit in relatie tot hogere mutatiegraden en hogere exploitatiekosten.

De twee respondenten die het operationele karakter als kenmerk noemen zijn ook de beleggers met de grootste allocaties naar alternatieve sectoren, en verscheidenheid van sectoren. Een verklaring voor de reden dat zij het operationele karakter wél benoemen zou kunnen zijn dat deze respondenten meer ervaring hebben met beleggingen in alternatieve sectoren, en de sectoren al dieper onderzocht hebben.

Verscheidene respondenten geven als kenmerk dat alternatieve sectoren gedreven worden door belangrijke trends. Daarbij benoemen respondenten trends als demografische ontwikkelingen, urbanisatie, verkleining van huishoudens, toename van alleenstaanden, eenzaamheid, betaalbaarheid, vergrijzing, klimaatverandering, behoefte aan flexibiliteit, technologie en stijgende vraag naar ervaringen. Dat sluit aan op de bevindingen van Mansley en Lizieri (2015). Ook het vervullen van een specifieke behoefte en specifieke gebruikers komt terug in de interviews. Opvallend is dat respondenten veel trends benoemen die een relatie hebben met woon gerelateerde

beleggingen. Een verklaring daarvoor zou kunnen zijn dat respondenten de vraag benaderd hebben vanuit het onderwerp van het onderzoek.

Een van de respondenten noemt de mate van volwassenheid als karakteristiek van alternatieve beleggingen. Volgens deze respondent zijn alternatieve sectoren nog minder gesetteld. Dat uit zich in een gefragmenteerd landschap en een beperkt aantal assets waar in belegd kan worden. Anders waren het wel core sectoren. In het verlengde daarvan wordt gesteld dat alternatieve sectoren daarom wat verder op de risicocurve zijn gelegen en een hogere rendementseis kennen.

Een ander kenmerk dat door een van de respondenten genoemd wordt is dat alternatieve sectoren vernieuwend zijn, of vernieuwing brengen voortbordurend op iets dat al bestond.

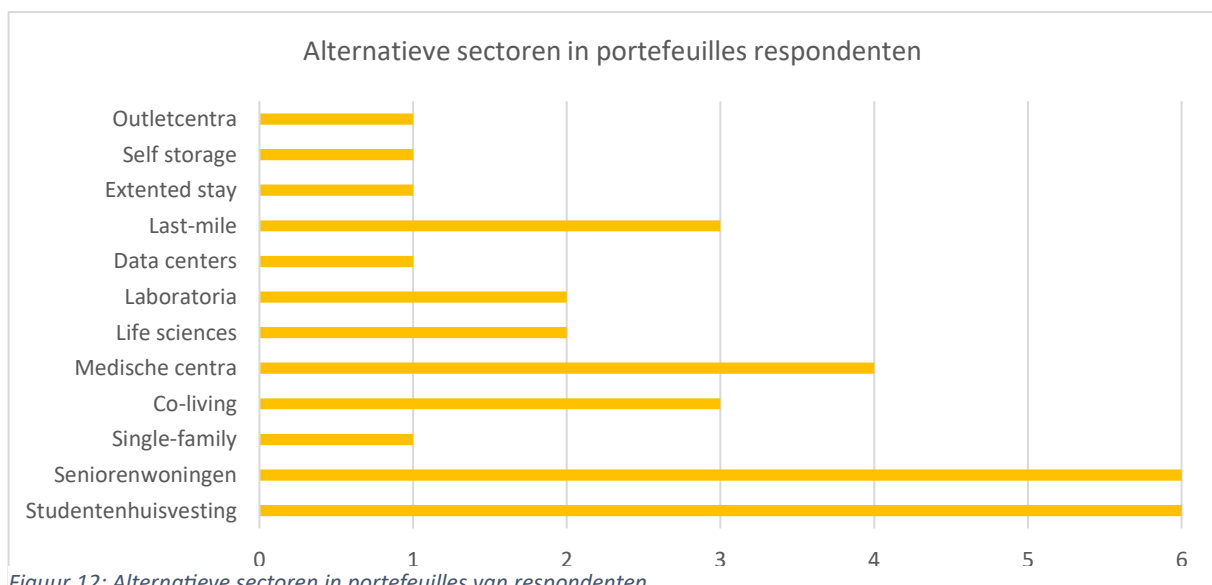
“Kenmerkend zijn trends. Sectoren zijn ergens vernieuwend, of brengen in ieder geval vernieuwing voortbordurend op iets wat misschien al bestond.”

6.2.3 Alternatieve sectoren in de portefeuille

Vijf van de zes respondenten geven aan dat alternatieve vastgoedsectoren onderdeel uitmaken van de vastgoedportefeuille. Er zit wel behoorlijk verschil in de mate waarin respondenten dat doen. De drie respondenten met grootste portefeuilles AuM hebben de grootste blootstelling aan alternatieve sectoren, zowel in relatieve omvang als in diversiteit van sectoren. De overige twee respondenten geven aan in zeer beperkte mate in alternatieve sectoren te beleggen. Er lijkt dus een positief verband te bestaan tussen de hoeveelheid AuM en de mate waarin beleggers in alternatieve sectoren beleggen.

Eén respondent geeft aan niet in alternatieve sectoren te beleggen. Dat is opvallend te noemen gegeven het voorgaande definitie begrip. Deze respondent beheert een zorgvastgoed portefeuille waar zowel intra- als extramurale seniorenwoningen, gezondheidscentra en klinieken deel van uit maken. Ook binnen de woningportefeuille maken studentenhuisvesting en een co-living achtig concept onderdeel uit een alternatieve sector. Uit analyse van het interview komt naar voren dat onvoldoende is doorgevraagd wat wél verstaan wordt onder alternatieve sectoren.

In figuur 12 is een overzicht weergegeven van de sectoren die door de respondenten zijn genoemd als alternatieve sectoren die onderdeel uitmaken van de portefeuille.



Figuur 12: Alternatieve sectoren in portefeuilles van respondenten

Opvallend is dat alle respondenten aangeven vooral buiten Nederland in alternatieve sectoren te beleggen. De Verenigde Staten worden door drie respondenten genoemd. Eén respondent benoemt de beschikbaarheid aan gespecialiseerde REITs (beursgenoteerde vastgoedondernemingen) als argument daarvoor. Een andere respondent geeft aan in de buitenlandse portefeuille iets meer ruimte voor risicovollere strategieën te hebben. Dit laatste is vanuit een neo-klassiek perspectief lastig te verklaren. Immers – de risicovergoeding zou hetzelfde moeten zijn in het buitenland als in het eigen land.

De mate van volwassenheid en toegang tot specialistische managers lijken logische verklaringen waarom beleggers vooral in het buitenland in alternatieve sectoren beleggen. Eerder is vastgesteld dat institutionele beleggers risico avers zijn. Meer volwassen markten met track record en liquiditeit, geven beleggers de mogelijkheid een betere inschatting te maken van het rendement en risico van deze sectoren. Mogelijk speelt schaal ook een rol. Volwassenere markten bieden een grotere markkapitalisatie en meer mogelijkheden om kapitaal te plaatsen. In theoretische termen zouden de buitenlandse markten als ‘meer efficiënt’ geduid kunnen worden. Gelijktijdig betekent dit ook dat het niet waarschijnlijk is dat overrendement behaald kan worden in het buitenland, omdat een efficiënte markt dit niet toestaat.

Motivatie voor alternatieve sectoren

Drie van de respondenten benoemen diversificatie als motivering om alternatieve sectoren in de portefeuille op te nemen. Een vierde respondent geeft aan dat diversificatie altijd een argument vormt, maar dat zijn klanten een relatief kleine beleggingsportefeuille hebben. Het diversificatievoordeel dat vastgoed moet bieden in de portefeuille kan ook in traditionele vastgoedsectoren behaald worden.

Rendement vormt voor alle respondenten een reden of overweging om alternatieve sectoren op te nemen in de portefeuille. Respondenten stellen dat alternatieve sectoren een verwacht hoger rendement bieden. Een van de respondenten stelt dat alternatieve sectoren stabiele rendementen bieden. Die stabiliteit wordt door deze respondent vooral toegeschreven aan sterke trends die de vraag drijven. Als voorbeeld wordt vergrijzing genoemd die zorgt voor een stabiele vraag naar zorgvastgoed, en daarmee stabiele inkomensrendementen. Een andere respondent stelt dat alternatieve sectoren aantrekkelijke rendementen kunnen genereren als gevolg van onbalans in vraag en aanbod. Als voorbeeld worden studentenwoningen benoemd waar huurinkomstenontwikkeling blijft stijgen en de toenemende instroom van studenten de opname op peil houdt.

Dat respondenten rendement als belangrijke overweging zien is op zichzelf logisch. De MPT stelt dat beleggers rationeel zijn en altijd zoeken naar beleggingen met de beste risico-rendementsverhouding. De aantrekkelijke rendementen als gevolg van onbalans in vraag en aanbod wijzen op het bestaan van marktinefficiënties. Volgens de efficiënte markthypothese zou een onbalans tussen vraag en aanbod snel gecorrigeerd moeten worden, en daarmee geen mogelijkheid moeten zijn om bovengemiddelde rendementen te behalen. In hoofdstuk 2 is aandacht besteed dat de efficiënte markthypothese voor vastgoed eenvoudig onderuit is te halen. De opmerking van deze respondent duidt er mogelijk wel op dat deze meer inefficiënties ziet in alternatieve sectoren dan traditionele sectoren.

Alle respondenten benoemen het inspelen en profiteren van lange termijn demografische ontwikkelingen en megatrends als motivatie om in alternatieve sectoren te beleggen. Twee van de respondenten beargumenteren dat deze sectoren naar verwachting een robuuste vraag kennen en daarmee bijdragen aan stabiele (inkomens)rendementen. Trends die door respondenten genoemd worden zijn demografische ontwikkelingen, urbanisatie, verkleining van huishoudens, toename van alleenstaanden, eenzaamheid, betaalbaarheid, vergrijzing, klimaatverandering, behoefte aan

flexibiliteit, technologie en stijgende vraag naar ervaringen. Dit zou kunnen betekenen dat alternatieve vastgoedsectoren een toenemende relevantie krijgen in de markt en daarmee een hogere weging naar deze sectoren rechtvaardigen.

Vier respondenten geven aan dat alternatieve sectoren positief kunnen bijdragen aan het realiseren van sociale impact naast het creëren van robuuste lange termijn rendementen. Een respondent stelt:

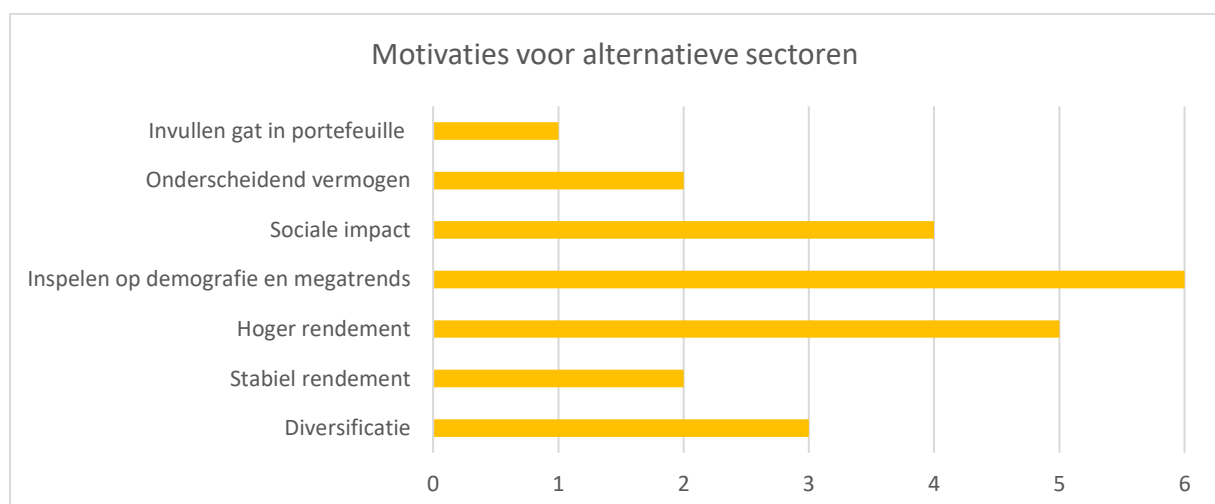
“Maatschappelijk is een aspect waar ik denk wat wij ons wel iets onderscheiden van meer private equity vastgoedfondsen. Die zitten veel meer op het outperformen van de benchmark. En wij kunnen misschien iets meer het maatschappelijke uitleggen”.

Respondenten benoemen seniorenwoningen, studentenwoningen en zorgfaciliteiten als voorbeeld hiervan. Een van de respondenten gaf aan dat diversificatie geen rol speelt vanwege het beperkte beleggingsvolume van klanten. Een reden om toch in alternatieve sectoren te beleggen is om invulling te geven aan specifieke ESG of impactdoelstellingen van een klant. Voor de respondenten die naast pensioenuitvoerder voor discretionaire klanten ook vastgoedfondsen beheren is een motivatie om in alternatieve sectoren te investeren het onderscheidend vermogen ten opzichte van concurrerende fondsen.

“Ik denk toch dat je als belegger of investment manager altijd op zoek bent naar kansen in de markt waarin we producten voor onze klanten kunnen aanbieden met een interessant rendement risico profiel, die anderen niet aanbieden. Waarmee wij dus klanten en kapitaal kunnen aantrekken”

Het inbrengen van niet-financiële overwegingen in de beslissing om in alternatieve vastgoedbeleggingen te investeren is een interessant argument, daar dit zich buiten de traditionele risico/rendementsafweging bevindt. Het kan zijn dat beleggers op zoek zijn naar onderscheidende beleggingsproposities om de ‘social license to operate’ te rechtvaardigen.

Een van de respondenten ziet beleggingen in alternatieve sectoren als een logisch stap vanuit de bestaande allocatie. Als voorbeeld wordt gegeven dat met het beleggen in extended stay een lacune wordt ingevuld die zichtbaar was in de bestaande hotel en meergezinswoningen portefeuilles.



Figuur 13: Motivaties respondenten voor alternatieve sectoren

6.2.4 Verschuiving alternatieve sectoren

Volgens het literatuuronderzoek is de toegenomen vraag naar alternatieve vastgoedsectoren door aanhoudende dalende rentes en obligatierendementen. Omdat vastgoed over het algemeen stabiele, op huurinkomsten gebaseerde, rendementen en inflatie dekkende eigenschappen kent, is de vraag naar vastgoedbeleggingen toegenomen. Voor veel institutionele beleggers is het steeds verder in de cyclus uitdagender geworden om in core sectoren en -markten de gewenste rendementen te behalen, aangezien aanvangsrendementen en rendementsspreads blijven verkrappen. Als gevolg zijn steeds meer beleggers gaan kijken naar alternatieve niche segmenten die een hoger rendement bieden (McIntosh et al., 2017; Clayton et al., 2015; Berk & DeMarzo, 2014).

Slechts één van de respondenten benoemt de dalende rente van het afgelopen decennium als verklaring voor de zoektocht naar stabiele rendementen en hogere aanvangsrendementen in alternatieve sectoren. De meerderheid van de respondenten verwijst wel naar aantrekkelijke rendementen als verklaring voor toegenomen kapitaal allocaties.

Respondenten lijken de toegenomen allocaties naar alternatieve sectoren meer te duiden vanuit het toekomstbestendig maken van portefeuilles, en inspelen op belangrijke seculiere trends. Traditionele sectoren ervaren vooral 'headwinds' van deze trends (Clayton et al., 2015; Just et al., 2017; Feld et al., 2017; Pennartz & Singh, 2022), terwijl alternatieve sectoren juist profiteren van 'tailwinds' (Karlekar, 2021; Nanda et al., 2021; Mansley & Lizieri, 2015).

Deze verklaring uit het literatuuronderzoek lijkt breed te worden gedragen onder de respondenten. Gevraagd naar verklaringen waarom institutionele beleggers in toenemende mate naar alternatieve sectoren kijken verwijst de meerderheid van de respondenten naar het inspelen op structurele trends. Opvallend is wel dat respondenten vooral benoemen dat alternatieve sectoren gedreven worden door belangrijke trends. Geen van de respondenten gaat direct in op de tegenwerkende kracht van trends op de traditionele kantoor- en winkelsector. Al suggereert de portefeuilleopbouw zoals besproken in paragraaf 6.1 dat respondenten hier wel degelijk rekening mee houden.

Een van de respondenten geeft aan dat de toegenomen interesse van institutionele beleggers in alternatieve sectoren er ook mee heeft te maken dat beleggers meer vertrouwd zijn geraakt met de blootstelling aan operationeel risico. In de traditionele kantoor- en winkelsector worden huurtermijnen steeds korter, en wordt het operationeel managen van assets steeds belangrijker om huurders te behouden. Meer eisen van huurders en kortere huurstromen verhogen immers de kans op minder rendement. Behalve dat beleggers meer vertrouwd zijn geraakt met operationeel risico in vastgoedbeleggingen is ook de toegang tot specialistische managers met specifieke operationele kennis toegenomen volgens deze respondent.

6.2.5 Overwegingen en obstakels

In hoofdstuk 3.3 van het literatuuronderzoek is aandacht besteed aan obstakels waarmee beleggers te maken krijgen bij beleggingen in meer operationele vastgoedsectoren. Hoewel afkomstig uit 2005 blijken veel punten die Deutsche Bank benoemt nog altijd relevant.

Een van de respondenten stelt dat het lastig is om kapitaal te verwerven voor nieuwe sectoren wanneer er geen benchmark beschikbaar is, en er weinig data is om het risico en rendement profiel te duiden.

Ook komt uit een van de interviews zorgen over schaal naar voren. Een respondent zegt daarover: *"Om sectoren een serieuze rol in de portefeuille te geven moet je kunnen opschalen naar zo'n 250 miljoen. Ook omdat je een team nodig hebt wat zich in de materie en exploitatie verdiept"*. Naast schaal blijkt uit deze opmerking ook gebrek aan ervaring een rol te spelen.

Een andere respondent benoemt schaal vanuit de diversificatie gedachte. Een sector moet groot genoeg zijn om geografisch en over verschillende exploitanten te kunnen spreiden. Dat blijkt soms ingewikkeld. Ook de schaal van het pensioenfonds of de verzekeraar speelt volgens een van de respondenten een rol. Voor mid-size en kleinere pensioenfondsen is vastgoed vaak een klein deel van de portefeuille met als doel een stabiele kasstroom, diversificatie en stukje extra rendement. Dat lukt voor deze klanten ook binnen de traditionele vastgoedsectoren.

Ook de noodzaak voor het herzien van beleggingsmandaat wordt besproken. Een respondent geeft aan dat een allocatie naar alternatieve sectoren snel gezien worden als stijl drift, en dat er een heel goed verhaal moet zijn om dat te verantwoorden. Een andere respondent geeft aan dat het toevoegen van nieuwe sectoren of sub sectoren kan botsen met intenties van inleggers van het fonds.

McIntosh et al. (2017) suggereren dat beleggers die streven naar alternatieve sectoren mogelijk moeten samenwerken met specialistische managers. Hoewel in de vorige paragraaf is besproken dat een van de respondenten wijst op de toename van specialistische managers benoemen twee respondenten de toegang tot gespecialiseerde managers als obstakel om in alternatieve sectoren te beleggen. Een van deze respondenten benoemt dit obstakel specifiek in relatie tot co-living.

Regel- en wetgeving vormt voor een van de respondenten een belangrijk argument. In sommige gevallen zijn alternatieve sectoren nog dermate jong dat deze nog niet zijn meegenomen in beleidsvorming. Dat roept vragen op wat er precies mag met het product, en of er geen (politieke) risico's bestaan in relatie tot het product en business case die men denkt te gaan exploiteren.

Het enige punt van Deutsche Bank dat niet specifiek benoemt wordt door een van de respondenten is moeilijkheden met het voorspellen van kasstromen. Mogelijk vormt dit wel een obstakel en zien respondenten hier juist een rol voor specialistische managers. Een verklaring zou ook kunnen zijn dat beleggers sinds 2005 meer ervaring hebben gekregen met operationele kasstromen, en het obstakel daarmee minder groot is geworden.

6.2.6 Aansluiting bij neoklassieke beleggingstheorie

Het uitgangspunt van dit onderzoek zoals omschreven in het theoretisch kader is de neoklassieke beleggingstheorie, aangezien dit de kern vormt van de portefeuille constructie van institutionele beleggers. Deze theorie biedt inzichten over welke rol alternatieve vastgoedsectoren in de portefeuille zou kunnen spelen:

1. **Diversificatie** – De MPT stelt dat beleggers hun risico kunnen verminderen en het verwachte rendement kunnen optimaliseren door beleggingen te diversifiëren. Dit wordt bereikt door beleggingen te combineren die niet perfect positief gecorreleerd zijn. Alternatieve vastgoedsectoren kunnen unieke risico-rendement profielen hebben die niet synchroon bewegen aan bredere marktcycli. Door een lagere correlatie met traditionele beleggingscategorieën kunnen beleggers profiteren van lagere portefeuille risico's.

Hoewel slechts vier van de zes respondenten diversificatie als reden benoemen om te beleggen in alternatieve vastgoedsectoren lijkt diversificatie voor alle respondenten een rol te spelen. De literatuur suggereert dat alternatieve vastgoedsectoren door andere drijfveren een lagere correlatie hebben met traditionele vastgoedsectoren en daarmee diversificatievoordeel bieden (Karlekar, 2021; McIntosh et al., 2017). Alle respondenten benoemen het inspelen op lange termijn demografische ontwikkelingen en megatrends als argument om in alternatieve sectoren te beleggen. Dit past derhalve bij de literatuur.

2. **Rendement** – De neoklassieke beleggingstheorie stelt dat het nemen van een hoger risico moet worden gecompenseerd door hogere verwachte rendementen. Alternatieve sectoren zijn minder gevestigd en kennen meer onzekerheid. Daarmee zouden deze sectoren hogere rendementen moeten bieden vergeleken met traditionele sectoren.

Rendement vormt voor alle respondenten een reden of overweging om alternatieve sectoren op te nemen in de portefeuille. Respondenten stellen dat alternatieve sectoren een hoger verwacht rendement bieden. Een van de respondenten stelt dat alternatieve sectoren stabiele rendementen bieden. In relatie tot de hogere en stabiele rendementen benoemt een van de respondenten in alternatieve sector te kunnen profiteren van onbalans in vraag en aanbod.

3. **Marktefficiëntie** – De klassieke beleggingstheorie veronderstelt efficiënte markten waarbij alle beschikbare informatie in de prijzen van activa verwerkt is. Alternatieve vastgoedsectoren kunnen echter minder efficiënt zijn door gebrek aan liquiditeit, transparantie en toegankelijkheid. Dit kan kansen bieden om eventuele prijsongeregelmataheden te benutten.

Twee respondenten erkennen dat alternatieve sectoren mogelijk niet correct geprijsd zijn en geven aan dat sectoren veelal een yield compressie vertonen op het moment dat deze verder geïnstitutionaliseerd worden. Beide respondenten voeren hier geen actieve strategie op en nemen deze gedachte ook niet mee in het onderschrijven van investeringsvoorstellen.

Dat deze respondenten niet inspelen op deze markt inefficiënties ondanks deze wel te herkennen is te verklaren vanuit het karakter van institutionele beleggers. In paragraaf 2.5 is erop gewezen dat zij zich meer richten op langetermijnstrategieën en stabiele inkomensrendementen. Beleggingsstrategieën met yield compressie als doel zijn meer gefocust op rendement uit kapitaalwaarde stijging en passen minder bij het risico averse profiel van institutionele beleggers.

6.2.7 Deelconclusie

Zowel de literatuur als de praktijk tonen een variërende interpretatie van alternatieve vastgoedsectoren. Over het algemeen kan worden vastgesteld dat traditionele meergezinswoningen, kantoren, winkels en industrieel vastgoed gerekend worden tot de traditionele vastgoedsectoren. Andere sectoren of sub sectoren onder deze vier kernsectoren worden tot alternatieve vastgoedsectoren gerekend. Het concept van geografische variabiliteit in de classificatie van alternatieve sectoren onderstreept de complexiteit van definitie. Een sector die in de ene regio als gevestigd wordt beschouwd, kan in een andere als 'niche' worden gezien.

De literatuur en respondenten benadrukken verschillende, soms overlappende kenmerken van alternatieve vastgoedsectoren. Theoretisch worden ze gekenmerkt door specifieke sectorale drijfveren, operationele intensiteit, significantie van huur in bedrijfskosten, en de unieke behoeften van gebruikers. Opvallend is dat slechts enkele respondenten met aanzienlijke AuM de operationele intensiteit erkennen, een aspect dat in de literatuur wordt benadrukt. Deze respondenten, met omvangrijke allocaties in diverse alternatieve sectoren, lijken een dieper inzicht te hebben vanwege hun uitgebreide ervaring.

De praktijk van investeren in alternatieve vastgoedsectoren weerspiegelt de neoklassieke beleggingstheorie maar onthult ook opvallende afwijkingen. De principes van diversificatie en rendement zijn terug te vinden in de strategieën van beleggers. Respondenten erkennen unaniem het potentieel van hogere rendementen in deze sectoren en zien de demografische trends en sociale impact als extra motivatoren.

Praktijkinzichten tonen aan dat beleggers met grotere portefeuilles vaker diversifiëren in alternatieve sectoren. Daarnaast blijken Nederlandse beleggers voornamelijk in het buitenland blootgesteld aan alternatieve sectoren. Mogelijk dat dit gestimuleerd wordt door marktvolwassenheid en specialistische beheermogelijkheden, zoals gesuggereerd door respondenten.

Opmerkelijk is de nadruk die Nederlandse beleggers leggen op ESG en impactdoelstellingen, iets wat recente internationale literatuur zeer beperkt belicht. In het derde deel van het interview is een vraag meegenomen over de relatie tussen co-living en ESG doelstellingen. Aangezien respondenten vooraf de vragenlijst hebben ingezien is er een mogelijkheid dat het onderwerp onbewust een rol is gaan spelen in het beantwoorden van de vragen over alternatieve sectoren. De antwoorden zijn echter niet direct verbonden aan de co-living sector. Derhalve suggereren de uitkomsten dat er meer dynamische factoren spelen in investeringsbeslissingen dan traditioneel wordt aangenomen, wat mogelijk wijst op de beperkingen van de neoklassieke beleggingstheorie in het volledig verklaren van de interesse in alternatieve sectoren. Dat sluit aan bij bevindingen in het literatuuronderzoek waarin gesteld wordt dat een geïntegreerde ESG/SDG strategie voor beleggers tegenwoordig net zo belangrijk is als financieel rendement, en klanten van institutionele beleggers om aandacht vragen voor mens, milieu en maatschappij (GIIN, 2020).

6.3 Beleggen in co-living

In de vorige paragrafen zijn in algemene zin het beleggingsbeleid en beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren aan bod gekomen. Daarbij is vastgesteld dat respondenten in alternatieve vastgoedsectoren beleggen omwille van stabiele en hogere rendementen die op huurinkomsten zijn gebaseerd, diversificatie van de portefeuille, portefeuilles toekomstbestendig te maken en om invulling te geven aan sociale impact doelstelling. In deze paragraaf wordt duiding gegeven aan het perspectief van respondenten op het co-living product en in welke mate zijn een rol voor de sector in de portefeuille zien.

6.3.1 Definitie van co-living

In de literatuur wordt co-living gedefinieerd als “een woonconcept waarbij individuen een eigen ruimte huren in een grotere woning of gebouw en gedeelde voorzieningen hebben, beheerd onder gestructureerde bedrijfsvoering en flexibele huurovereenkomsten” (ULI, 2021).

Uit de expertinterviews is op te maken dat respondenten geen duidelijk beeld hebben bij de definitie van co-living. Op de vraag of co-living deel uitmaakt van de portefeuille geven drie respondenten aan dat dit afhangt van de definitie van co-living.

Drie respondenten hebben friends-woningen in de Nederlandse vastgoedportefeuille. Twee respondenten hebben deze woningen direct in de core woningportefeuille. Een derde respondent heeft indirect blootstelling aan deze woonvorm. Friends-woningen zijn in de meeste gevallen appartementen die gedeeld worden door twee bewoners zonder relatie. Beide bewoners hebben een slaapkamer met een vergelijkbaar metrage en delen de overige ruimten. Dit type appartementen maakt in alle gevallen onderdeel uit van een nieuwbouw wooncomplex en kunnen gezien worden als verbijzondering van de traditionele meergezinswoningen die de meerderheid van het complex vormen. Een van de respondenten geeft aan in de toekomst iedere bewoner een privé badkamer te

geven. Respondenten geven aan dat de contractvorm tussen friends-woningen en traditionele meergezinswoningen wezenlijk niet verschillen in voorwaarden. Extra flexibiliteit in huurtermijnen wordt niet geboden.

Dit type woningen sluit niet aan bij de algemene eigenschappen van co-living zoals deze geschetst worden in paragraaf 4.1 van het literatuuronderzoek (Costa & Petrusa, 2019; Druta & Ronald, 2021). Huurders kennen geen flexibele huurtermijnen, er zijn geen gedeelde voorzieningen op gebouwniveau, er is geen aandacht voor community, er is geen sprake van all-in huur facturatie en de woningen zijn niet volledig ingericht.

Een van de respondenten heeft binnen de Nederlandse core woningportefeuille een appartementencomplex dat meer eigenschappen deelt met de literatuur. Dit intentioneel gebouwde complex bestaat uit zelfstandige studio's van 30 tot 40 vierkante meter en biedt bewoners gezamenlijke voorzieningen zoals onder andere ontmoetingsruimten, sportruimte, een bioscoop en een gameroom. Tevens is er een community manager in het complex om interactie tussen bewoners te stimuleren. De studio's worden wel gewoon met traditionele huurovereenkomsten verhuurd op basis van WWS-punten.

Een andere respondent investeert op de Nederlandse markt indirect in co-living concepten via het core woningenfonds van Amvest. In het concept delen meerdere eenpersoonshuishoudens een woning, waarbij iedereen beschikt over een privé slaap- en badkamer en de woonkamer en keuken worden gedeeld. De woningen worden zowel gemeubileerd als ongemeubileerd aangeboden. Op gebouwniveau is er een community space en zorgt een community manager voor sociale interactie. Ook in dit concept geldt dat bewoners gezamenlijk verantwoordelijk zijn voor de huur van de gehele woning. Daarnaast heeft deze respondent in de Verenigde Staten een co-living concept in portefeuille gehad dat failliet is gegaan. Onder een masterlease huurde de operator een deel van een gebouw en verhuurde co-living eenheden onder. Een andere respondent geeft aan indirect en in zeer beperkte mate co-living in een van de Europese gespreide woningportefeuilles te hebben. Hoe dat model er precies uit ziet is onbekend.

Daarnaast is er nog een respondent die middels een joint-venture luxe en goed faciliteerde accommodaties voor studenten en jonge professionals ontwikkelt. Doel van de JV is om in te spelen op de stijgende vraag en behoefte aan flexibele huisvestingsopties. Deze respondent belegt tevens in een Japans woningfonds waar co-living in beperkte mate onderdeel van uit maakt.

Tot slot is er nog een respondent die actief een extended stay platform heeft opgezet door Europa. Dit concept wordt geopereerd vanuit een hotelvergunning en wordt gezien als een hybride vorm tussen co-living en co-working gericht op studenten, reizigers en digital nomads. Het concept wordt sterk 'gebrand' en is gericht op flexibiliteit, het bieden van gedeelde voorzieningen en het gemak van een all-in huurprijs. Daarmee lijkt het product het meeste op de co-living definitie uit het literatuuronderzoek. De respondent ziet het echter niet als een co-living maar een hospitality belegging.

Samenvattend kan gesteld worden dat respondenten nog in zeer beperkte mate ervaring hebben met co-living beleggingen en ook nog geen duidelijk beeld hebben hoe zij het product moeten duiden. Over het algemeen zien respondenten het als een product dat te plaatsen valt binnen het spectrum van woningbeleggingen. Respondenten op de Nederlandse markt zien, en experimenteren met het product als een verbijzondering van traditionele meergezinswoningen. Aspecten van kenmerken uit de literatuur, zoals kleinere privéruimten, het voorzien in gedeelde faciliteiten op gebouwniveau en aandacht voor gemeenschap worden toegepast op het traditionele Nederlandse woningmodel. Het

product staat daarmee nog ver af van de Space-as-a-Service gedachte, waar huurders veel flexibiliteit genieten en het gemak van instapklare woonruimte.

Buiten Nederland lijkt er iets meer geëxperimenteerd te worden met co-living woonvormen, al geven respondenten ook aan niet exact te weten hoe het model hier vorm gegeven wordt. Een mogelijke verklaring voor de traditionele benadering van het co-living product wordt door een van de respondenten gegeven:

“Veel Nederlandse institutionele investeerders kennen het traditionele beheermodel en vinden het ingewikkeld om daarvan af te wijken door meer service te bieden. Nederlandse investeerders zien dan vooral gedoe met huurcommissies en regelgeving”.

Respondenten met grotere portefeuilles en grotere allocaties naar het buitenland hebben mogelijk meer ervaring met andere beheermodellen en opereren in landen waar meer ruimte voor flexibiliteit bestaat dan in Nederland.

6.3.2 Motivatie voor co-living in portefeuille

In de vorige sub paragraaf is duidelijk geworden dat co-living nog in zeer beperkte mate onderdeel vormt van de portefeuilles van respondenten. Ook is duidelijk dat respondenten nog geen duidelijk beeld hebben hoe co-living te duiden. Verschillende respondenten experimenteren wel met het concept. In deze paragraaf wordt dieper ingegaan op de motivaties en overwegingen van respondenten om co-living in de portefeuille op te nemen. Daarbij wordt de rol van neoklassieke motivaties als rendement en diversificatie geanalyseerd, en wordt gekeken of respondenten andere motivaties hebben om co-living op te nemen in de portefeuille.

Rendement

Verschillende respondenten onderschrijven het rendementspotentieel van co-living. Vier van de zes respondenten verwachten dat co-living beleggingen hogere rendementen kunnen bieden in vergelijking met traditionele meergezinswoningen. Zo bestaat er bij een van de respondenten de overtuiging dat er een aanzienlijke onbalans bestaat tussen vraag en aanbod in stedelijke huisvesting waardoor co-living de mogelijkheid biedt om naast stabiele inkomsten ook een sterkere huurgroei te realiseren dan traditionele meergezinswoningen. Meerdere respondenten wijzen op het gegeven dat je hogere rendementen kunt behalen door de hogere huurinkomsten per vierkante meter. Een van de respondenten voegt daar aan toe dat het hogere risico van het product valt te verantwoorden door sterke onderliggende trends, zoals urbanisatie en toename van alleenstaanden.

Opvallend is dat de argumenten voor aantrekkelijke rendementen vooral afkomstig zijn van respondenten die indirect beleggen en aanzienlijke allocaties in het buitenland hebben. De partijen die op Nederland zijn georiënteerd gaan niet uit van aantrekkelijkere rendementen voor co-living. Een van deze respondenten stelt zelfs dat het pensioenfonds dat eigenaar is van een co-living complex een deel van de servicekosten van de gedeelde voorzieningen draagt. Volgens deze respondent is dat nodig om het concept te laten slagen. Dit gaat echter niet ten koste van financiële rendementsdoelstellingen.

“Het co-living concept is gewoon onderdeel van de core portefeuille van het pensioenfonds. Het rekent zich ook rond als een core product. Daardoor kan het pensioenfonds ook een stuk in de servicekosten bijdragen”.

Het is niet onlogisch dat rendement geen motivatie vormt voor deze partijen. Zij benaderen co-living als een verbijzondering van de traditionele meergezinswoning. Het risico is daarmee niet veel groter en daarmee valt ook geen hogere rendementseis te verwachten.

Diversificatiepotentieel

Het diversificatiepotentieel van co-living binnen vastgoedportefeuilles is een onderwerp waarover twijfel bestaat en de meningen onder respondenten uiteenlopen.

Twee respondenten zijn stellig dat er diversificatievoordelen te behalen zijn. Een motiveert deze stelling met het bestaan van fondsen van Greystar die unieke karakteristieken kennen ten opzichte van andere woningfondsen. De andere respondent stelt dat de onbalans tussen vraag en aanbod naar co-living producten dermate groot is dat er aanzienlijk hogere huurgroei te realiseren is. Daarmee gedragen deze beleggingen zich anders dan andere woonproducten.

Aan de ander kant van het spectrum staan twee respondenten die co-living als een verbijzondering van traditionele meergezinswoningen zien. Volgens deze respondenten is de vraag en aanbod dynamiek nauwelijks anders en zijn er niet echt diversificatievoordelen te behalen. Volgens een van deze respondenten is het moeilijk om diversificatievoordeel te behalen met reguliere woonproducten omdat de vraag maar beperkt cyclisch is. Mensen hebben altijd woonruimte nodig. Anderzijds stelt deze respondent ook dat co-living zich meer richt tot de expat markt, waarbij de huurderbasis waarschijnlijk cyclischer is dan voor traditionele meergezinswoningen. Dit zou impliceren dat het co-living product minder correleert met traditionele woonproducten en meer met de economische cyclus. Dat terwijl residentiele producten juist in portefeuille worden genomen omdat ze minder volatiel zijn (Newell en Marzuki, 2018).

De overige twee respondenten geven aan het niet zo goed te weten. Ze geven aan dat co-living een specifieke doelgroep kent, en dat daarmee in theorie risicospreiding plaatsvindt. Het potentieel voor diversificatie is echter wel beperkt.

Bredere doelgroep bedienen

Respondenten zien co-living unaniem als een product om met hun vastgoedportefeuille een breder demografisch spectrum te bedienen, en in te spelen op veranderende maatschappelijke behoeften en marktdynamiek. Co-living, hoewel niet traditioneel rendement-risico gedreven, wordt door de respondenten gezien als een responsieve aanpak om tegemoet te komen aan een onvervulde vraag in de samenleving.

“In het algemeen zien we natuurlijk de sterke groei van steden en een enorme vraag naar woningen voor starters. We zien ook dat prijzen behoorlijk hoog liggen voor die groep. Co-living is een oplossing om enigszins betaalbaar, op een hele leuke manier in de stad te wonen”

De meeste respondenten stellen dat met het toevoegen van co-living aan de portefeuille een doelgroep bediend kan worden die nu onbediend blijft. Een respondent merkt op dat, hoewel de vraag-aanbodverhouding vergelijkbaar is met traditionele meergezinswoningen, co-living zich richt op een andere demografische doelgroep, waarmee het aanbod in de woningmarkt wordt verbreed. Volgens een andere respondent kan daarmee het complete palet aan woonproducten worden aangeboden. Weer andere respondent stelt dat het een logische aanvulling is op een portefeuille met studentenwoningen en meergezinswoningen. Afgestudeerden kunnen de traditionele meergezinswoningen niet betalen en vallen tussen wal en schip. Het is aantrekkelijk om in dat gat te springen. In het verlengde daarvan merkt een andere respondent op dat co-living een interessante oplossing is om starters enigszins betaalbaar, op een leuke manier in de stad te laten wonen.

6.3.3 Co-living in relatie tot ESG en Impact doelstellingen

Zoals in de vorige paragraaf naar voren is gekomen zien respondenten alternatieve sectoren als kans om in te spelen op ESG en impactdoelstellingen. Uit de interviews komt naar voren dat respondenten kansen zien om invulling te geven aan deze doelstellingen via co-living beleggingen. Dat geldt vooral voor beleggers die actief zijn op de Nederlandse markt.

“Ik denk dat co-living een heel interessant product is om ook onze ESG doelstellingen te bereiken. Met name door sociale impact te maken met het toevoegen van betaalbare woningen en het tegengaan van eenzaamheid.”

Een van de respondenten wijst erop dat institutionele beleggers in toenemende mate een maatschappelijke plicht hebben, en moeten verantwoorden wat ze met het geld van deelnemers doen. De afgelopen jaren zijn ESG met terugwerkende kracht aan beleggingen toegeschreven, maar de komende jaren worden deze leidend in het beleggingsbeleid.

Een andere respondent voegt daar aan toe dat duurzaamheidsaspecten sector onafhankelijk zijn. Co-living biedt echter mogelijkheden tot het maken van sociale impact. Het gebrek aan woonruimte voor bepaalde demografische groepen is een maatschappelijk probleem. Co-living is een product dat hier positief aan bij kan dragen én een aantrekkelijk financieel rendement kan opleveren.

Vijf van de respondenten geven aan mogelijkheden te zien om met co-living sociale impact te maken door betaalbare huisvesting aan te bieden. Drie respondenten gaan daarbij specifiek in op woonruimte voor sleutelberoepen. Deze drie respondenten zijn allen actief op de Nederlandse markt.

Naast betaalbaarheid zien drie respondenten co-living als een woonproduct om eenzaamheid tegen te gaan. Twee respondenten benoemen dat eenzaamheid een groeiend probleem is, en dat co-living door het bieden van gemeenschap kan helpen om dit te verminderen. Een derde respondent stelt dat bewoners de mogelijkheid hebben om deel uit te maken van een gemeenschap, wat kan bijdragen aan hun algehele welzijn.

Een van de beleggers die ook fondsen bouwt voegt wel toe dat klanten co-living op dit moment nog niet zien als een product om sociale impact te maken. Daarvoor wordt meer naar seniorenhuisvesting gekeken. Deze respondent gelooft wel dat er een casus om co-living gebouwd kan worden.

6.3.4 Doelgroep

Jonge professionals en starters op de woningmarkt vormen de belangrijkste doelgroep voor co-living volgens de respondenten. Co-living wordt gezien als bijzonder aantrekkelijk voor jonge professionals, vaak tussen de 25 en 35 jaar oud, die flexibiliteit zoeken en mogelijk nog niet klaar zijn om zich te vestigen in een traditionele woning. Deze groep wordt mogelijk aangetrokken door de sociale aspecten van co-living, de mogelijkheid om te netwerken, en de betaalbaarheid in vergelijking met andere stedelijke woonopties.

Respondenten actief op de Nederlandse markt zien ook kansen om met het co-living concept in te spelen op ouderen en senioren. Voor ouderen kan co-living een oplossing bieden voor problemen zoals eenzaamheid en de behoefte aan toegankelijke zorg, terwijl ze toch zelfstandig blijven. Het lijkt erop dat sommige respondenten geloven dat deze markt in de toekomst zal groeien, gezien de demografische trends en de veranderende behoeften van de vergrijzende bevolking.

Een van de respondenten ziet co-living als een interessant product voor iedereen die het lastig heeft om toegang te krijgen tot huur- of koopappartementen. Dat zet iets betaalbaars kunnen huren voordat ze dan hun weg vinden in een meer permanente oplossing. Ongeacht leeftijd.

Waarschijnlijk zullen de meeste wel 30-35 zijn, maar het zou ook passend kunnen zijn voor mensen die verhuizen of scheiden en tijdelijk wat nodig hebben.

6.3.5 Risicofactoren

Respondenten identificeren verschillende risico's met betrekking tot beleggingen in de co-living sector. Deze risico's weerspiegelen de operationele, regelgevende en markt gerelateerde uitdagingen voor deze opkomende beleggingsmarkt. Hieronder worden de besproken risico's verder uitgediept.

Overheidsbeleid en Regelgeving - Een primair risico dat door respondenten wordt benadrukt, is de onzekerheid rond overheidsbeleid en regelgeving. Omdat co-living een relatief nieuw concept is, bestaan er nog grijze gebieden in de wettelijke kaders. Deze onzekerheid kan leiden tot toekomstige complicaties, variërend van vergunningskwesaties tot potentiële wetswijzigingen die de operationele aspecten, zonering, en compliance-eisen van co-living faciliteiten beïnvloeden.

Vluchtigheid van de Doelmarkt - Co-living richt zich grotendeels op jongvolwassenen, een demografie die bekend staat om haar veranderlijke voorkeuren. De vluchtigheid van deze markt betekent dat de vraag onstabiel kan zijn, gedreven door trends, economische factoren, of veranderende levensstijlbehoeften. Een verschuiving in woonvoorkeuren kan de bezettingsgraden en, bijgevolg, de rendementen beïnvloeden.

Kwaliteit van de Operator - Het succes van co-living spaces hangt sterk af van de beheerder of operator. Hun vermogen om een gemeenschap te creëren, diensten te beheren, en in te spelen op de behoeften van de bewoners is cruciaal. Een ineffectieve operator kan leiden tot een lage bewonerstevredenheid, hoge verloop, en operationele inefficiënties, wat de financiële prestaties ondermijnt.

Reputatierisico - Geassocieerd met de bovenstaande punten, als een co-living space niet goed wordt beheerd, of als er juridische of regelgevende problemen ontstaan, kan dit leiden tot aanzienlijk reputatierisico. Negatieve publieke perceptie kan de vraag verminderen en bestaande bewoners ertoe aanzetten te vertrekken, wat de investering verder in gevaar brengt.

6.3.6 Rendementseis

In paragraaf 4.6 van het literatuuronderzoek is aandacht besteed aan de rendementseis voor co-living producten. Hoewel er geen gegevens zijn ter onderbouwing wordt aangenomen dat de rendementseis van co-living beleggingen 25 tot 75 basispunten hoger ligt dan voor traditionele meergezinswoningen (Invesco, 2019; JLL, 2020 en Cooper, 2020), en tien basispunten ten opzichte van studentenhuisvesting (JLL, 2020). Daarbij wordt gesuggereerd dat de managementvorm ook een rol speelt, en een masterlease een aanzienlijk lagere rendementseis kent dan een managementovereenkomst (ULI & JLL, 2022). Dat is op zich logisch omdat de belegger aan meer operationeel risico wordt blootgesteld.

Net als in het literatuuronderzoek bestaat er onder de respondenten van de expert interviews geen consensus over de rendementseis voor co-living. Over het algemeen wordt co-living gezien als een iets risicovoller product dan traditionele meergezinswoningen. Respondenten plaatsen co-living tussen traditionele meergezinswoningen en andere vastgoedsectoren als seniorenwoningen, studentenhuisvesting en hotels.

De respondenten die actief zijn op de Nederlandse woningmarkt stellen dat de rendementseis en het risico niet heel veel anders zijn dan voor traditionele meergezinswoningen. Dat is logisch aangezien deze respondenten eerder al aangaven co-living als een verbijzondering van traditionele

meergezinswoningen te zien. Het product is niet wezenlijk anders en ook de huurvoorwaarden zijn niet anders.

De overige respondenten zien co-living als een risicovollere belegging. Een respondent plaatst het co-living product achter seniorenhuisvesting en studentenhuisvesting op de risicocurve. Het argument daarvoor is dat de trend die de vraag drijft minder hard is dan voor senioren en studenten. Bovendien speelt woonvoorkeur een grotere rol in vergelijking met deze sectoren.

Een andere respondent ziet co-living juist als minder risicovol product ten opzichte van studentenhuisvesting. Waar de andere respondent denkt dat de doelgroep voor co-living kleiner is dan voor studentenhuisvesting, stelt deze respondent dat de doelgroep groter is. Daarnaast wordt beargumenteerd dat co-living complexen veelal op goede locaties zijn gelegen en daarmee sterke alternatieve aanwendbaarheid bieden.

Tot slot is er nog een respondent die co-living nog wat verder op de risicocurve plaatst. Deze respondent stelt dat de rendementseis tussen traditionele meergezinswoningen en hotels zal liggen, en waarschijnlijk dicht tegen hotels aan zit. Volgens deze respondent lijkt de bedrijfsvoering meer op een hotelexploitatie dan op huurwoning.

Er is geen consensus over de rendementseisen voor het co-living product. Dat onderstreept het gegeven dat de markt voor co-living nog in ontwikkeling is en investeringscriteria nog niet gestandaardiseerd zijn. Terwijl sommigen het vergelijkbaar vinden met meergezinswoningen, zien anderen het dichterbij het rendement en het risico van hotels of andere gespecialiseerde woonvormen.

Sommige respondenten zien co-living als risicovoller dan andere investeringen in residentieel vastgoed. Dit kan te maken hebben met de niche-aard van co-living, de afhankelijkheid van economische en sociale trends (bijvoorbeeld veranderende voorkeuren van huurders), en potentiële operationele complexiteiten. Door dit verhoogde risico zouden investeerders een premie verwachten ten opzichte van traditionele appartementencomplexen, al is het moeilijk te kwantificeren.

Enkele respondenten merken op dat de rendementseisen kunnen variëren afhankelijk van factoren zoals de locatie van het co-living project en de potentiële alternatieve aanwendbaarheid van het vastgoed. Dit suggereert dat de flexibiliteit van een project om aangepast te worden aan andere doeleinden (indien co-living niet succesvol is) een rol kan spelen in de risicobeoordeling.

6.3.7 Co-living in Nederland

Respondenten zien, ondersteund door bestaande voorbeelden, het potentieel van co-living concepten op de Nederlandse markt. Echter worden ook meerdere uitdagingen geïdentificeerd die kenmerkend zijn voor de Nederlandse context.

Er heerst onder de respondenten een duidelijke voorzichtigheid als gevolg van bezorgdheid over regelgeving op de Nederlandse markt. De mogelijkheid om kosten voor gemeenschappelijke faciliteiten volledig door te berekenen aan huurders wordt in twijfel getrokken, vooral met mogelijke toekomstige beperkingen in het verschiep. Respondenten benadrukken het cruciale belang van transparantie in hoe deze kosten worden doorberekend aan huurders.

Een van de respondenten vraagt zich af of co-living op de Nederlandse markt zich verder kan ontwikkelen dan een verbijzondering van de traditionele meergezinswoning. Huurwetgeving geeft weinig ruimte tot flexibiliteit in huurtermijnen, en gezien de huidige trend in wetgeving wordt geen spoedige verschuiving naar meer flexibiliteit verwacht.

Ook wordt de geografische context van Nederland gezien als een factor die de vraag naar woonoplossingen als co-living beïnvloed. Verhuizen voor werk is minder vaak noodzakelijk vanwege beperkte reisafstanden. In veel andere landen zullen mensen sneller verhuizen voor (tijdelijke) werkzaamheden in andere steden. Dat maakt de vraag naar flexibele woonconcepten in Nederland waarschijnlijk anders dan in het buitenland.

In essentie zien de respondenten kansen voor co-living in Nederland, maar ze benadrukken ook dat zorgvuldige navigatie door regelgevende kaders, transparantie in bedrijfsvoering, en een goed begrip van de lokale marktdynamiek cruciaal zijn voor het slagen van deze concepten.

6.3.8 Toekomst bestendigheid

Op basis van de feedback van de respondenten lijkt de co-living sector goed gepositioneerd te zijn voor de toekomst, gedreven door verschillende factoren die resoneren met zowel huidige als toekomstige maatschappelijke trends. Hier zijn de belangrijkste inzichten met betrekking tot de toekomstbestendigheid van co-living als beleggingscategorie:

Behoeftte aan Connectie - Twee respondenten wijzen er op de toename van het aantal alleenstaanden, en oplopende zorgen over eenzaamheid en isolatie. Co-living wordt gezien als een woonvorm die invulling geeft aan de menselijke behoefte aan gemeenschap.

Flexibiliteit en Aanpasbaarheid - Een aantal respondenten merkt op dat de kracht van co-living niet alleen ligt in de huidige vraag, maar ook in de flexibiliteit om ruimtes opnieuw te configureren of aan te passen voor verschillende doelgroepen en behoeften, wat bijdraagt aan de toekomstbestendigheid.

Diverse Doelgroepen - Hoewel co-living traditioneel populair is bij jonge professionals, erkennen respondenten het onbenutte potentieel van het concept onder andere demografische groepen, met name ouderen. De uitbreiding naar deze nieuwe doelgroepen, die geconfronteerd worden met hun eigen unieke uitdagingen zoals eenzaamheid en de behoefte aan zorg, kan de basis van co-living verbreden en voor stabiliteit zorgen.

Wereldwijde Relevantie - Er wordt een duidelijke nadruk gelegd op het potentieel van co-living in wereldsteden en in het kader van globalisering, wat suggereert dat de trend niet beperkt is tot specifieke geografische regio's maar wereldwijd relevant kan zijn.

Er heerst een optimisme over de toekomst van co-living woonvormen, vooral gevoed door de perceptie dat het nauw aansluit bij opkomende sociale trends en een intrinsieke menselijke behoefte. De capaciteit om verschillende doelgroepen te bedienen, de flexibiliteit in ontwerp en aanbod, en de wereldwijde toepasbaarheid ervan maken co-living een aantrekkelijke, toekomstbestendige investeringscategorie.

Of de co-living sector een vergelijkbare ontwikkeling gaat doormaken als andere residentiële niches zoals studentenhuisvesting en seniorenwoningen zorgt voor verdeelde meningen van respondenten. Aan de ene kant zijn er de optimisten die een solide toekomst voor co-living voorzien, parallellen trekkend met de opkomst van andere residentiële niches. Deze groep ziet een vruchtbare grond voor co-living, met name in stedelijke setting die worden geplaagd door ruimtegebrek en waar innovatieve woonoplossingen welkom zijn. Ze herkennen dat de eerdere acceptatie van vergelijkbare woonmodellen een pad kan hebben geëffend voor een snellere groei van co-living, met de bereidheid van investeerders om nieuwe concepten te omarmen en de potentiële uitbreiding van bedrijven die reeds in vergelijkbare niches actief zijn.

Echter, er bestaat bezorgdheid over de onderscheidende waarde van co-living. Sommige respondenten vragen zich af of het simpelweg een variatie is op bestaande woonvormen zoals studentenhuisvesting, waarbij de unieke waarde propositie onduidelijk blijft. Deze zorg wordt versterkt door een erkenning van de mogelijke overlap in doelgroepen en functionaliteiten.

Er zijn ook stemmen van onzekerheid, voornamelijk voortkomend uit zorgen over de daadwerkelijke marktomvang voor co-living, in vergelijking met meer gevestigde niches met een breder demografisch bereik, zoals seniorenhuisvesting. De implicaties hiervan voor investeringsliquiditeit en groeimogelijkheden zijn duidelijk aandachtspunten.

Een kritische kanttekening wordt gemaakt over de huidige doelgroep focus op jongvolwassenen, een demografie die bekend staat om haar veranderlijke voorkeuren. Er bestaat een legitieme vraag over de duurzaamheid van de vraag als de sector zich niet aanpast aan een breder publiek.

Samenvattend, respondenten erkennen het potentieel voor co-living om een significante rol te spelen op de vastgoedbeleggingsmarkt, maar succes is niet gegarandeerd. Het traject voorwaarts vereist dat de sector zich duidelijk positioneert met een unieke waarde propositie, zich behendig aanpast aan de dynamiek van demografische trends, en navigeert door uitdagingen zoals beperkte marktliquiditeit en een algemeen gebrek aan diepgaand begrip. Op dit moment blijft co-living een domein dat zowel nieuwsgierigheid als een zekere mate van voorbehoud oproept bij investeerders, die de evolutie ervan met belangstelling maar ook met een kritische blik blijven volgen.

6.3.9 Deelconclusie

Doel van deze paragraaf was om antwoord te geven op de vierde deelvraag van het onderzoek “*Wat is de houding en perceptie van institutionele beleggers ten opzichte van de co-living sector?*”.

Uit de verwerking en analyse van de resultaten blijkt dat de perceptie van de co-living sector onder de respondenten varieert, met uiteenlopende meningen over de volwassenheid, risico's, en het potentieel van deze niche binnen het vastgoedbeleggingsspectrum.

Co-living bevindt zich momenteel in een onbepaalde status binnen het institutionele beleggingsspectrum. Hoewel sommige respondenten de groeipotentie erkennen en parallellen zien met gevestigde niches zoals studenten- en seniorenhuisvesting, is er nog geen sprake van een algemeen geaccepteerde, onafhankelijke categorie voor co-living investeringen.

Veel beleggers zien co-living als een variatie of substituut voor traditionele meergezinswoningen. Dit weerhoudt hen ervan om een specifieke toewijzing voor co-living in hun vastgoedportefeuilles te maken, aangezien het niet altijd past binnen de kaders van hun kernbeleggingsmandaat of -strategie.

Desondanks wordt erkend dat de co-living sector wordt ondersteund door solide investeringsfundamenten. Deze omvatten een aanzienlijke vraag/aanbod onbalans, een groeiende behoefte aan betaalbare stedelijke huisvesting, en het vermogen om te profiteren van aanhoudende tekorten aan dergelijke ruimtes. Dit fundament versterkt het argument dat co-living een duurzame investeringsmogelijkheid kan bieden.

Sommige respondenten zijn van mening dat co-living superieure, risico-gecorrigeerde rendementen kan opleveren in vergelijking met traditionele vastgoedsectoren. Ze suggereren dat co-living sterkere huurgroei kan vertonen en stabiele inkomstenrendementen kan genereren, voornamelijk vanwege de operationele aspecten en de toegevoegde waarde van gemeenschappelijke diensten en ruimtes.

Institutionele beleggers erkennen hun rol en verantwoordelijkheid in de maatschappij en integreren ESG-criteria steeds actiever in hun beleggingsbeslissingen. In deze context wordt co-living gezien als

een veelbelovende kans, niet alleen vanwege het potentieel voor financieel rendement, maar ook vanwege de mogelijkheid om maatschappelijke problemen aan te pakken, zoals het gebrek aan betaalbare huisvesting en eenzaamheid onder bepaalde demografische groepen. Hoewel co-living momenteel niet door alle partijen wordt erkend als een instrument voor sociale impact, is er een groeiend besef dat deze vorm van huisvesting aanzienlijke sociale voordelen kan bieden, wat de weg kan vrijmaken voor verdere investeringen in deze subsector van de vastgoedmarkt. Deze ontwikkelingen duiden op een evoluerende houding onder beleggers, die steeds meer waarde hechten aan positieve maatschappelijke uitkomsten naast financieel rendement.

7 CONCLUSIE EN REFLECTIE

In dit afsluitende hoofdstuk worden de essentiële bevindingen uit het onderzoek samengebracht. In de eerste paragraaf wordt aan de hand van de deelvragen antwoord gegeven op de centrale onderzoeksvraag. Daarna volgt een reflectiegedeelte, dat een kritische beoordeling biedt van wat de bevindingen betekenen tegen de achtergrond van bestaande literatuur en theorie. Dit gedeelte omvat ook een reflectie op de methodologische aanpak van het onderzoek, erkent de beperkingen ervan en overweegt de vragen die nog onbeantwoord blijven. In het laatste segment komen de aanbevelingen aan bod. Gezien de complexiteit van de vastgoedmarkt en de diverse meningen over co-living, is het cruciaal om voorzichtig te zijn met suggesties voor toekomstige praktijken. Dit gedeelte suggereert ook richtlijnen voor toekomstig academisch onderzoek.

7.1 Conclusie

Het doel van dit onderzoek was om te verkennen of co-living als een betrekkelijk nieuw en opkomend woonconcept een potentieel aantrekkelijke beleggingscategorie vormt voor institutionele beleggers. Om dit doel te verwezenlijken luidt de centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek:

In hoeverre vormt de co-living sector een potentieel aantrekkelijke en duurzame beleggingscategorie in een gemengde beleggingsportefeuille?

Om de antwoord te geven aan de centrale onderzoeksvraag is deze ontleed in een viertal deelvragen die hieronder één voor één beantwoord zullen worden. De paragraaf wordt afgesloten met het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag.

Deelvraag 1. Waarom beleggen institutionele beleggers in vastgoed?

In hoofdstuk twee is antwoord gegeven op de eerste deelvraag. Institutionele beleggers investeren in vastgoed als een integraal onderdeel van hun beleggingsstrategie. Het gehanteerde theoretische kader van institutionele beleggers – en daarmee ook van dit onderzoek – wordt gevormd door de neoklassieke beleggingstheorie. Vanuit het perspectief van de Moderne Portefeuilletheorie (MPT) biedt vastgoed een manier om het totale risico van een beleggingsportefeuille te verminderen, door diversificatie. Omdat vastgoedrendementen vaak een lage correlatie hebben met die van andere beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties, draagt het bij aan een gebalanceerde portefeuille. Deze diversificatie leidt tot een gunstiger risico-rendement profiel. Bovendien zoeken beleggers naar vastgoed vanwege het aantrekkelijke inkomensrendement en de potentie van waardevermeerdering. Andere voordelen zoals inflatiebescherming versterken de aantrekkingskracht van vastgoed als beleggingsmiddel voor institutionele beleggers.

Deelvraag 2. Welke factoren drijven de toegenomen populariteit in alternatieve vastgoedsectoren?

In de literatuur wordt de toegenomen populariteit in alternatieve vastgoedsectoren meerledig uitgelegd. Als gevolg van dalende rentetarieven en gematigde rendementen op openbare markten, hebben steeds meer institutionele beleggers in een zoektocht naar rendement en stabiliteit hun toewijzingen aan alternatieve beleggingen, zoals vastgoed, verhoogd. De toestroom van nieuw kapitaal en een tekort aan kwalitatief commercieel vastgoed in de traditionele vastgoedsectoren hebben geleid tot een onevenwichtige vastgoedbeleggingsmarkt. In een zoektocht naar rendement

en mogelijkheden om kapitaal te plaatsen zijn beleggers het bereik van hun vastgoedportefeuilles gaan uitbreiden naar alternatieve vastgoedsectoren.

Behalve deze meer cyclische verklaring speelt ook mee dat beleggers bezig zijn hun portefeuilles meer toekomstbestendig te maken. Structurele maatschappelijke en demografische veranderingen gelden als katalysator voor de opkomst van alternatieve vastgoedsectoren. Deze seculiere trends resulteren in zorgen over het presteren van de traditionele kantoor- en winkelsector op de langere termijn. In tegenstelling worden sectoren als meergezinswoningen en logistiek juist gedreven door seculiere trends. Enorme interesse in deze sectoren heeft geleid tot historisch hoge waarderingen. Tegen deze achtergrond zijn vermogensbeheerders op zoek gegaan naar gespecialiseerde subsectoren die een combinatie bieden van structurele groeifactoren en hogere rendementen ten opzichte van meer traditionele vastgoedsegmenten.

Een deel van de aantrekkingskracht van alternatieve vastgoedsectoren is dat ze potentieel diversificatie bieden aan een vastgoedportefeuille door de verschillende vraagstimulansen. Waar traditionele vastgoedsectoren sterker gekoppeld zijn aan economische cycli bieden sommige alternatieve sectoren meer defensieve karaktereigenschappen. Ondanks beperkte historische data suggereert onderzoek van McIntosh, Fitzgerald en Fitz (2017), Karlekar (2021) en Newell en Marzuki (2008) dat het opnemen van alternatieve sectoren voordelen kan bieden in termen van hogere rendementen, risico-gecorrigeerde prestaties en diversificatie.

Deelvraag 3. Wat is co-living, wat biedt het als beleggingssector en waar is het te plaatsen in het spectrum van vastgoedbeleggingen?

Co-living is een woonconcept waarbij individuen een eigen ruimte huren in een grotere woning of gebouw en gedeelde voorzieningen hebben, beheerd onder een commerciële bedrijfsvoering en flexibele huurovereenkomsten (ULI, 2021). Het concept wordt aangedragen als een oplossing voor zowel de stedelijke woningproblematiek als snel veranderende samenleving, en speelt in op de behoefte aan betaalbaarheid, flexibiliteit, gemak en sociaal contact. Net als bij andere residentiële producten vormen urbanisatie en demografische verschuivingen belangrijke drijfveren voor de vraag. Het onderscheidende vermogen van co-living zit in de aansluiting op trends die betrekking hebben op veranderende voorkeuren zoals flexibiliteit, deeleconomie keuze om langer alleenstaand te blijven.

Daarmee kan co-living een gat vullen in de woningportefeuilles van beleggers. Waar een veelheid van doelgroepen reeds worden bediend met woonproducten, bieden bestaande institutionele producten nauwelijks ruimte aan alleenstaanden en starters op de woningmarkt.

Naast de hogere verwachte rendementen als gevolg van hogere netto huurinkomsten biedt het co-living concept mogelijkheden invulling te geven aan impact doelstellingen, hetgeen in de interviews wordt aangehaald. De waarde propositie is gebaseerd op het aanbieden van gemeenschap, gemak en betaalbaarheid. En door het delen van ruimte en middelen kan co-living tevens bijdragen aan het verminderen van consumptie en verspilling.

Hoewel drijvers van de vraag en karakteristieken van co-living lijken op meer volwassen beleggingscategorieën zoals studentenhuysvesting en hotels is er nog nauwelijks operationeel bewijs om beleggingen te onderschrijven. Waar de directe inkomsten solide lijken en passen bij het profiel van een core belegger, maakt de onzekerheid over liquiditeit en toekomstige kapitalisatiefactoren bij verkoop dat het product nog beter bij value-add of opportunistische strategieën past.

Deelvraag 4. Wat is de houding en perceptie van institutionele beleggers ten opzichte van de co-living sector?

Uit de verwerking en analyse van de resultaten blijkt dat de perceptie van de co-living sector onder de respondenten varieert, met uiteenlopende meningen over de volwassenheid, risico's, en het potentieel van deze niche binnen het vastgoedbeleggingsspectrum.

Co-living bevindt zich momenteel in een onbepaalde status binnen het institutionele beleggingsspectrum. Hoewel sommige respondenten de groeipotentie erkennen en parallellen zien met gevestigde niches zoals studenten- en seniorenhuisvesting, is er nog geen sprake van een algemeen geaccepteerde, onafhankelijke categorie voor co-living investeringen.

Veel beleggers zien co-living als een variatie of substituut voor traditionele meergezinswoningen. Dit weerhoudt hen ervan om een specifieke toewijzing voor co-living in hun vastgoedportefeuilles te maken, aangezien het niet altijd past binnen de kaders van hun kernbeleggingsmandaat of -strategie.

Desondanks wordt erkend dat de co-living sector wordt ondersteund door solide investeringsfundamenten. Deze omvatten een aanzienlijke vraag/aanbod onbalans, een groeiende behoefte aan betaalbare stedelijke huisvesting, en het vermogen om te profiteren van aanhoudende tekorten aan dergelijke ruimtes. Dit fundament versterkt het argument dat co-living een duurzame investeringsmogelijkheid kan bieden.

Sommige respondenten zijn van mening dat co-living superieure, risico-gecorrigeerde rendementen kan opleveren in vergelijking met traditionele vastgoedsectoren. Ze suggereren dat co-living sterkere huurgroei kan vertonen en stabiele inkomstenrendementen kan genereren, voornamelijk vanwege de operationele aspecten en de toegevoegde waarde van gemeenschappelijke diensten en ruimtes.

Institutionele beleggers erkennen hun rol en verantwoordelijkheid in de maatschappij en integreren ESG-criteria steeds actiever in hun beleggingsbeslissingen. In deze context wordt co-living gezien als een veelbelovende kans, niet alleen vanwege het potentieel voor financieel rendement, maar ook vanwege de mogelijkheid om maatschappelijke problemen aan te pakken, zoals het gebrek aan betaalbare huisvesting en eenzaamheid onder bepaalde demografische groepen. Hoewel co-living momenteel niet door alle partijen wordt erkend als een instrument voor sociale impact, is er een groeiend besef dat deze vorm van huisvesting aanzienlijke sociale voordelen kan bieden, wat de weg kan vrijmaken voor verdere investeringen in deze subsector van de vastgoedmarkt. Deze ontwikkelingen duiden op een evoluerende houding onder beleggers, die steeds meer waarde hechten aan positieve maatschappelijke uitkomsten naast financieel rendement.

Centrale onderzoeksvraag. In hoeverre vormt de co-living sector een potentieel aantrekkelijke en duurzame beleggingscategorie in een gemengde beleggingsportefeuille?

De co-living sector vertoont kenmerken die het een potentieel aantrekkelijke en duurzame beleggingscategorie kunnen maken in een gemengde beleggingsportefeuille. De sector is ondersteund door demografische trends, urbanisatie en een veranderende maatschappij, en kan diversificatievoordelen en aantrekkelijke rendementen bieden. Echter, het gebrek aan historische data en de variërende percepties onder institutionele beleggers suggereren dat de sector nog in een vroege fase van acceptatie en integratie is.

Voor beleggers die bereid zijn om de operationele complexiteit en mogelijke risico's te navigeren, kan co-living een waardevolle toevoeging zijn aan hun portefeuille, vooral als ze waarde hechten aan zowel financiële als maatschappelijke rendementen. Toch is het belangrijk om de evolutie van de sector nauwlettend te volgen, gezien de mogelijke variatie in de prestaties en waarderingen.

Als zodanig kan worden geconcludeerd dat de co-living sector potentieel aantrekkelijk kan zijn voor institutionele beleggers die een proactieve en toekomstgerichte benadering van hun beleggingsstrategieën hanteren. Echter, verdere rijping van de sector en grotere hoeveelheden data over de prestaties op de lange termijn zullen bijdragen aan een duidelijker beeld van de duurzaamheid en aantrekkelijkheid van co-living als beleggingscategorie.

7.2 Reflectie

In de afgelopen jaren ben ik tijdens mijn werk meerdere keren in aanraking gekomen met co-living concepten. Gezien de uitdagingen op de woningmarkt, zoals het tekort aan betaalbare en geschikte woningen, had ik verwacht dat deze concepten sneller voet aan de grond zouden krijgen. Co-living lijkt namelijk een goede oplossing voor bepaalde trends in de maatschappij, zoals het groeiende aantal alleenstaanden en de populariteit van de deeleconomie, waar traditionele woonvormen niet goed op inspelen. Mijn verbazing hierover was de aanleiding om deze scriptie te schrijven.

Tijdens mijn onderzoek werd snel duidelijk dat er nog betrekkelijk weinig wetenschappelijk onderzoek is gedaan naar co-living. De meeste studies benaderen het onderwerp vanuit ervaringen van bewoners en de maatschappelijke impact die co-living kan vervullen op het gebied van ESG. De artikelen die co-living als beleggingscategorie behandelen belichten het concept overwegend als een negatieve uitkomst van het financialisieren van de woningmarkt en het maximaliseren van rendement.

Het gebrek aan wetenschappelijk onderzoek maakte het moeilijk om de rol van co-living in een institutionele beleggingsportefeuille te onderzoeken. De co-living sector is nog volop in ontwikkeling en het lijkt erop dat er nog geen vastomlijnd beeld is van wat co-living precies inhoudt. Beleggers hebben hierdoor geen eenduidig beeld van wat co-living is. Om dit gebrek aan informatie te compenseren, heb ik breder gekeken naar investeringen in alternatieve vastgoedsectoren. Niches zoals studentenwoningen en seniorenhuisvesting zijn in de loop der jaren volwassener geworden en geven een indicatie van hoe we naar de jonge co-living sector kunnen kijken.

7.2.1 Methodologische reflectie

Voor dit onderzoek is gekozen voor een kwalitatieve aanpak, omdat deze methode de mogelijkheid biedt om dieper in te gaan op de details en complexiteiten van co-living als investeringscategorie. Door gebruik te maken van semigestructureerde interviews met experts, heb ik gedetailleerde inzichten gekregen over de huidige stand van zaken in de sector en de mogelijke kansen voor verdere groei en acceptatie. Deze kwalitatieve gegevens hebben een beter beeld gegeven van de redenen, overwegingen en zorgen die beleggers hebben bij het investeren in co-living.

Uit de gesprekken met experts kwamen inzichten naar voren die momenteel nog niet beschikbaar zijn in secundaire bronnen. Een opvallend punt was bijvoorbeeld het potentieel van co-living voor diversificatie. Een mogelijke beperking van dit onderzoek is het beperkte aantal gevoerde interviews. Uit de interviews bleek echter dat respondenten met de grootste vastgoedportefeuilles de meeste ervaring hebben met beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren. Aangezien de grootste Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers aan het onderzoek hebben meegewerkt is het de vraag of het toevoegen van meer interviews daadwerkelijk tot meer of andere inzichten zou hebben geleid.

Bij het analyseren van de gegevens kwamen bepaalde opvattingen en zienswijzen over co-living als investeringsproduct sterk naar voren. Toch blijkt uit de interviews dat er nog steeds veel onzekerheid en onduidelijkheid bestaat over wat co-living precies is. Een vervolgonderzoek, waarbij de ontwikkelingen binnen co-living over een langere periode worden gevolgd, zou hier meer

duidelijkheid in kunnen brengen. Het zou boeiend zijn om te zien hoe de kijk op en de acceptatie van co-living als beleggingscategorie zich in de toekomst ontwikkelt.

7.2.2 Reflectie op Bevindingen

Uit het onderzoek is gebleken dat co-living zowel interesse als scepticisme opwekt. De discrepantie tussen de theoretische aantrekkingskracht en de praktische implementatie ervan suggereert dat de sector mogelijk op een kantelpunt staat. In de huidige staat ligt de focus van beleggers nog niet op co-living. Tegelijkertijd wordt er wel geëxperimenteerd met kleine allocaties en verschillende vormen, ondanks dat er ook twijfels bestaan over het diversificatiepotentieel.

Het potentieel van co-living om vraagstukken zoals woningnood en sociaal isolement aan te pakken, plaatst het in een uniek kruispunt van rendement en sociale verantwoordelijkheid, een aspect dat verder onderzocht moet worden in het licht van groeiende ethische beleggingsbewegingen.

Co-living staat op een interessant snijvlak van rendement en sociale impact, door de mogelijkheid om vraagstukken zoals woningtekorten en sociaal isolement aan te pakken. Dit unieke karakter van co-living verdient meer aandacht, zeker gezien de groeiende belangstelling voor ethisch en maatschappelijk verantwoord beleggen.

De expert interviews hebben een scala aan perspectieven aan het licht gebracht, waarbij duidelijk werd dat er nog geen consensus is over de voordelen van diversificatie door middel van investeringen in co-living. Deze diversiteit in meningen onderstreept de noodzaak van verder onderzoek en data-analyse. Zodra er meer gegevens beschikbaar zijn over de prestaties van co-living beleggingen, zou het waardevol zijn om een vergelijkende analyse uit te voeren met andere residentiële sectoren, zoals traditionele meergezinswoningen, studentenhuysvesting en seniorenhuysvesting. Dit zou niet alleen meer inzicht kunnen geven in de potentiële correlatie en diversificatievoordelen van co-living, maar ook kunnen helpen om te beoordelen of de perceptie van respondenten – die co-living soms zien als een subcategorie van meergezinswoningen in plaats van een aparte sector – gerechtvaardigd is.

Bovendien kunnen toekomstige studies de nuances van verschillende co-living concepten onderzoeken en evalueren hoe deze concepten zich kunnen aanpassen aan veranderende marktomstandigheden en beleggersbehoeften. Door een dieper inzicht te krijgen in zowel de voordelen als de mogelijke risico's, kunnen beleggers en beleidsmakers beter geïnformeerde beslissingen nemen over de integratie van co-living in hun strategieën en initiatieven.

7.3 Aanbevelingen

7.3.1 Aanbevelingen voor verder onderzoek

- Dit onderzoek heeft een eerste verkenning geboden van de rol van co-living als investeringscategorie. Uit de resultaten blijkt dat geografische, culturele en economische verschillen een aanzienlijke invloed hebben op de vorm en de aantrekkelijkheid van beleggingen in co-living. Daarom is er behoefte aan gedetailleerder onderzoek dat zich specifiek richt op de nuances van verschillende markten.
- Een aanbevolen richting voor vervolgonderzoek is om dieper in te gaan op de culturele en economische verschillen tussen landen en regio's. Het analyseren van hoe lokale factoren, zoals de vastgoedmarkt, demografische trends en sociaal-culturele normen, de vorm en succes van co-living beïnvloeden, kan waardevolle inzichten opleveren.
- Toekomstige studies zouden baat kunnen hebben bij het uitvoeren van longitudinale casestudies die de evolutie en prestaties van specifieke co-living initiatieven volgen. Deze diepgaande analyses kunnen licht werpen op de operationele modellen, financiële prestaties, en de lange-termijn levensvatbaarheid van co-living als investeringscategorie. Het zou ook

helpen om de neoklassieke beleggingscriteria zoals rendement en diversificatievoordelen verder te onderzoeken.

- Een ander belangrijk aspect dat verder onderzoek verdient, is de interactie tussen co-living initiatieven en beleidskaders. Dit onderzoek heeft aangetoond dat huidige reguleringen en wetgeving vaak een remmende factor vormen voor de ontwikkeling van de sector. Een gedetailleerde analyse van hoe verschillende regelgevingslandschappen de adoptie en groei van co-living beïnvloeden, kan zowel beleidsmakers als beleggers informeren.
- Aangezien co-living ook de potentie heeft om maatschappelijke vraagstukken zoals woningnood en sociaal isolement aan te pakken, zou verder onderzoek de sociale impact van dergelijke investeringen kunnen evalueren. Dit kan onderzocht worden in het licht van ESG-criteria en de groeiende interesse in impactbeleggen.
- Het co-living product wordt deels gedreven door woonvoorkeuren. Bestaand onderzoek heeft zich meestal gericht op Millennials. Gezien deze doelgroep meer volwassen aan het worden is en woonvoorkeuren daarmee kunnen veranderen is het zinvol om het co-living concept ten opzichte van andere groepen zoals Generatie Z te onderzoeken.

Door deze diverse aspecten te onderzoeken, kan een rijker en genuanceerder beeld van co-living als investeringscategorie worden gevormd, wat zal bijdragen aan het optimaliseren van strategieën voor zowel beleggers als beleidsmakers.

7.3.2 Aanbevelingen voor werkgever

De achterliggende gedachte van dit Company Research Paper is om te verkennen of het een strategisch gunstig moment is om te specialiseren in advisering binnen de co-living markt. De huidige stand van de Nederlandse woningmarkt en problemen om deze op te lossen vragen naar nieuwe en innovatieve woonoplossingen. Dit biedt Spring potentieel een kans om zich als pionier te profileren in de opkomende co-living niche. Andere niches als studentenhuysvesting en seniorenwoningen hebben een stevige ontwikkeling doorgemaakt waar concurrerende adviseurs van hebben weten te profiteren. Interessant is om te onderzoeken of Spring een vergelijkbare route kan volgen in de co-living sector.

Hoewel het onderzoek heeft aangetoond dat co-living concepten een rol kunnen spelen op de Nederlandse markt komt duidelijk naar voren dat het product in de Nederlandse context afwijkt van internationale co-living initiatieven, en meer lijkt op de volwassen sector van traditionele meergezinswoningen. Op korte termijn is het niet aannemelijk dat regelgeving flexibiliteit passende bij het co-living concept gaat verschaffen. De vraag is in hoe verre het zinvol is om op dit moment in specifiek in te spelen op advisering rondom het co-living thema.

Het onderzoek heeft wel duidelijk aangetoond dat de interesse in alternatieve vastgoedsectoren de afgelopen jaren toegenomen is en dat deze ontwikkeling waarschijnlijk door zal zetten. In die zin zou het logisch zijn om kennis over operationele vastgoedsectoren en de drijvers achter deze sectoren binnen het bedrijf te vergroten.

Uit het onderzoek komt duidelijk naar voren dat naast financieel rendement ESG overwegingen en impact een steeds grotere rol spelen in de beleggingsoverwegingen van beleggers. Op basis daarvan zou het raadzaam zijn om de kennis binnen de organisatie hierover te vergroten. Momenteel ligt de focus nog veel op duurzaamheid. Beleggers, onze klanten, zien dit echter als een norm. In de rol van adviseur is er meer te behalen in advies over de waarde van sociale aspecten.

8. LITERATUURLIJST

- Ache, P. and Fedrowitz, M. (2012). The development of co-housing initiatives in Germany, *Built Environment*, Vol. 38 No. 3, pp. 395-412.
- Bachelier, L. (1900). *Théorie de la spéculation*. Annales scientifiques de l'École Normale Supérieure, Sér. 3, 17, p. 21-86.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*, 4th Global Edition. USA: Pearson Education Limited
- Bergan, T. L., Gorman-Murray, A. & Power, E. R. (2021). Coliving house: Home cultures of precarity for the new creative class, *Social & Cultural Geography*, 22, pp. 1204–1222.
- Bialik, K. and Fry, R. (2019). How Millennials Compare with Prior Generations | Pew Research Center. February 14, 2019. <https://www.pewsocialtrends.org/essay/millenniallife-how-young-adulthood-today-compares-with-prior-generations/>
- Boyd, B. (2017). Urbanization and the Mass Movement of People to Cities. Grayline Group (blog). January 17, 2017. <https://graylinegroup.com/urbanization-catalyst-overview/>.
- Brounen, D. & Eichholtz, P. (2003). Property, Common Stocks and Property Shares. Increased potential for diversification. *The Journal of Portfolio Management*. Special Issue 2003, p. 129-137.
- CBS (2016). PBL/CBS: groei steden zet door. CBS-nieuwsbericht, 12 september 2016.
- Clark, P.I. (2021). Practices of shared living: Exploring environmental sustainability in UK cohousing, community living, and coliving. University of Forward Thinking Westminster.
- Carlo, A., Eichholtz, P. & Kok, N. (2021). Three decades of Global Institutional Investment in Real Estate.
- Casier, C. (2023). The coliving market as an emergent financialized niche real estate sector: a view from Brussels, *Housing Studies*
- Chen, L. and Mills, T. I. (2004). Global real estate investment – Going mainstream, Hartford (USA): UBS Real Estate Research.
- Cheng, P., Roulac S. (2007). Measuring the effectiveness of geographical diversification, *Journal Of Real Estate Portfolio Management*, vol. 13, No 1.
- Clayton, J. L. (2008). Commercial Real Estate Valuation: Fundamentals Versus Investor Sentiment. *Journal of Real Estate, Finance & Economics*, 5-37.
- Clayton, J., Fabozzi, F., Giliberto, S.M. & Gordon, J. (2015). New Horizons and Familiar Landscapes: New Capital Sources Confront Shifting Real Estate Fundamentals. *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 41, No. 5 (2015), pp. 11-20
- Cooper, M. (2020). The growing institutional appeal of co-living. PERE. <https://www.perenews.com/building-communities-through-co-living/>
- Corfe, S. (2019). Co-Living: a solution to the housing crisis? The social market foundation, available at: www.thinkhouse.org.uk/site/assets/files/1885/smf0219.pdf (accessed 16 August 2023).
- Coricelli, F. (2022). The co-'s of co-living: How the advertisement of living is taking over housing realities, *Urban Planning*, 7, pp. 296–304.
- Costa, G. & Petrusa, G. A. (2019). Coliving, an emerging sector in the contemporary housing market. Paper presented at the ENHR 2019 Conference, Athens, August.
- Cuzzocrea, V. & Cairns, D. C. (2020). Mobile moratorium? The case of young people undertaking international internships, *Mobilities*, 15, pp. 416–430.
- Deutsche Bank RREEF. (2005). *The Issues in Managing a Real Estate Portfolio*. Sydney, Australia: Deutsche Bank.

- Dimock, M. (2019). Defining Generations: Where Millennials End and Generation Z Begins. Pew Research Center (blog). January 17, 2019.
- Druta, O. & Ronald, R. (2021). Living alone together in Tokyo share houses, *Social & Cultural Geography*, 22, pp. 1223–1240.
- Druta, O., Ronald, R. & Heath, S. (2021). Urban singles and shared housing, *Social & Cultural Geography*, 22, pp. 1195–1203.
- Eichholtz, P. H. (1995). Real Estate Portfolio Diversification by Property Type and Region. *Journal of Property Finance*, 39-59.
- European Commission (2020). Foresight. (n.d.). Urbanisation in Europe | Knowledge for policy. https://knowledge4policy.ec.europa.eu/foresight/topic/continuing-urbanisation/urbanisation-europe_en
- Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105.
- Fix, R., & Lesniak, M. (2017). The present and future of co-living typologies and business models.
- Florida, Richard. 2016. “The Downsides of the Back-to-the-City Movement.” CityLab. September 29, 2016
- Geltner, D., N. G. Miller, J. Clayton, and Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Mason, OH: Thomson South-Western.
- Green, G. (2017). *The Logistics of Harmonious Co-living*. Linnaeus University.
- Grundström, K. (2021). Dwelling on-the-move together in Sweden: Sharing exclusive housing in times of marketization, *Social & Cultural Geography*, 22, pp. 1241–1255.
- Harris, E. & Nowicki, M. (2020). Get Smaller? Emerging geographies of microliving, *Area*, 52, pp. 591–599.
- Heitman (2022). Why European alternative sectors provide a haven for investors in inflationary times | Heitman. <https://www.heitman.com/news/why-european-alternative-sectors-provide-a-haven-for-investors-in-inflationary-times/>
- Hoesli, M., Lekander, J. & Witkiewicz, W. (2004). International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier. *Journal of Real Estate Research* 26 (2): 161–206.
- Hoesli, M. and Lizieri, C., (2007). Real estate in the investment portfolio. Report. Ministry of Finance, Norway pp94.
- Hoolachan, J., McKee, K., Moore, T. & Mihaela Soaita, A. (2017). ‘Generation rent’ and the ability to ‘settle down’: Economic and geographical variation in young people’s housing transitions, *Journal of Youth Studies*, 20, pp. 63–78.
- Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F.J. and Gordon, J. (2003). Why Real Estate? *The Journal of Portfolio Management*. Special Real Estate Issue.
- INREV (2011). INREV Style Classification. Revised Version.
- INREV (2020a). Long-term investment for Europe’s future: The critical role of institutional real estate investing 2020. Public Affairs.
- Invesco (2019). A case for co-living. London: Invesco Real Estate.
- JLL (2023). Alternative Investments outlook 2023. Research Australia | 2023
- Kaiser, R. & Clayton, J. (2008). Assessing and Managing Risk in Institutional Real Estate Investing, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 14:4, 287-306.
- Karlekar, I. (2021). Non-Traditional is going Mainstream. AFIRE. Summit Journal: Fall 2021 (Issue 08.) Published on November 23, 2021.
- Lee, H. (2022). Are Millennials leaving town? Reconciling peak Millennials and youthification hypotheses, *International Journal of Urban Sciences*, 26:1, 68-86

- Lizieri, C. (2013). After the Fall: Real Estate in the Mixed Asset Portfolio in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *Journal of Portfolio Management* 39 (5): 43–59.
- Maier, G. H. (2009). *Real Estate Market Efficiency. A Survey of Literature*. Vienna: Research Institute for Regional and Spatial Economics, WU Vienna University of Economics and Business.
- Martin, A. (2021) *Urban co-living as an emerging typology*. The Collective, Old Oak, London. Design research folio. University of Westminster.
- Maslova, S. (2022). Housing for highly mobile transnational professionals: Evolving forms of housing practices in Moscow and London, *Mobilities*, 17, pp. 415–431.
- Markovitz, H. (1952). The Modern Portfolio Theory of Diversification. *Journal of Finance*, 77-91.
- McIntosh, W., Fitzgerald, M., and Kirk, J. (2017). Non-Traditional Property Types: Part of a Diversified Real Estate Portfolio? *The Journal of Portfolio Management*. Special Real Estate Issue 2017., pp 62-72
- Mitchell, P. (2015). Individual Property Risk. IPF Research Programme 2011–2015
- Nethercote, M. (2020). Build-to-Rent and the financialization of rental housing: future research directions, *Housing Studies*, 35, pp. 839–874.
- Newell, G., and Marzuki, M.J.B., (2022). The increasing importance of the alternate real estate sectors for institutional investors. Special Issue: Real Estate Management and Strategies: The Next Decade. *Journal of General Management* 2022, Vol. 0(0) 1–19
- Nanda, A., Xu, Y. and Zhang, F. (2021). How would the COVID-19 pandemic reshape retail real estate and high streets through acceleration of E-commerce and digitalization? *Journal of Urban Management* Volume 10, Issue 2, June 2021, Pages 110-124
- Pagliari, J. L., Jr. (2017). Another Take on Real Estate’s Role in Mixed-Asset Portfolio Allocations. *Real Estate Economics* 45 (1): 75–132.
- Pepper, S. & Manji, A. (2019). Co-Living as an Emerging Market: An Assessment of Co-Living’s Long-Term Resiliency. Massachusetts Institute of Technology
- Pfnür, A. and Wagner, B. (2020). Transformation of the real estate and construction industry: empirical findings from Germany. *Journal of Business Economics*.
- Revington, N. & August, M. (2020). Making a market for itself: the emergent financialization of student housing in Canada, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 52, pp. 856–877.
- Rugg, J. J. & Quilgars, D. J. (2015). Young people and housing: A review of the present policy and practice landscape. *Youth and Policy*, pp. 5–16.
- Saiz, A. and Saiz, A. and Salazar, M.A. (2017). *Real Trends: The Future of Real Estate in the United States*. MIT Center for Real Estate Research Paper No. 5,
- Saunders, T. & Tulip, P. (2020). A Model of the Australian Housing Market. *The Economic society of Australia. Special Conference Issue Paper*. Volume 96, Issue S1, June 2020, pp 1-25.
- Seiler, M.J., Webb, J. & Myer, F.C. (1999). Diversification Issues in Real Estate Investment. *Journal of Real Estate Literature*, 163-179.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* Vol.19 No.3, pp. 425-442.
- United Nations. (2018). *Revision of World Urbanization Prospects*. New York: UN.
- Viezer, T.W. (2010). The Application of Modern Portfolio Theory to Real Estate: A Brief Survey. In: Guerard, J.B. (eds) *Handbook of Portfolio Construction*. Springer, Boston, MA. Chapter 29, pp 733-760.
- Wertheim, D. (2021). The Allure of Specialty Sectors. AFIRE. Summit Journal: Fall 2021 (Issue 08.) Published on November 23, 2021.

- Willis Towers Watson (2022). Global Pension Assets Study 2022. Thinking Ahead Institute. Beschikbaar via:
https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2022/02/GPAS_2022.pdf
- Wood, H. (2018), "Shared living", available at: <https://medium.com/space10/beyond-the-blueprintshared-living-and-theimportance-of-architecture-and-design-580a5e5434b9> (accessed 21 May 2021).
- Zaadnoordijk, M. (2021). Het Businessmodel van co-living. Een verkennend onderzoek naar het operationele businessmodel en de samenwerking tussen eigenaar en operator. Amsterdam School of Real Estate
- Zenith Investment Partners. (2020). Real Estate - The rise of alternatives - <https://www.zenithpartners.com.au/insights/real-estate-the-rise-of-alternatives/>

BIJLAGEN

Bijlage 1. Interviewstructuur expertinterviews

Introductie

Dit onderzoek wordt uitgevoerd om de visie van institutionele vastgoedbeleggers op de co-living sector te leren kennen. Het onderzoek wordt uitgevoerd voor het schrijven van de Company Research Paper ter afronding van de MRE studie aan de Amsterdam School of Real Estate. Centraal in het onderzoek staat de ontwikkeling van interesse in alternatieve vastgoedsectoren waarbij ik vooral geïnteresseerd ben of ook de co-living sector een interessante beleggingscategorie kan vormen in een gemengde beleggingsportefeuille.

De vragen in dit interview zijn bedoeld om begrip te krijgen bij de overwegingen om in alternatieve vastgoedsectoren te beleggen en de rol van deze sectoren in de portefeuille. In het bijzonder ben ik benieuwd hoe u als institutionele belegger naar de co-living sector kijkt.

Voelt u vrij om onderwerpen aan te snijden die u relevant vindt in relatie tot alternatieve vastgoedsectoren en de co-living sector. Alles wat in dit interview ter sprake komt zal alleen worden gebruikt voor dit onderzoek.

Ten slotte vraag ik uw toestemming om dit interview op te nemen.

Heeft u voorafgaande aan het interview nog vragen voor mij?

Openingsvragen

1. Kunt u mij vertellen wie u bent en wat uw functie is binnen de organisatie?
2. Wat voor een type belegger is uw organisatie?
3. Hoe omschrijft u het risicoprofiel van uw organisatie?
4. In welke beleggingscategorieën belegt uw organisatie?
5. Hoe is de vastgoedportefeuille van uw organisatie opgebouwd en waarom?

Vragen in relatie tot alternatieve vastgoedsectoren:

6. Belegt uw organisatie in alternatieve vastgoedsectoren? Waarom wel of niet?
7. Hoe zou u alternatieve vastgoedsectoren definiëren?
8. Wat kenmerkt volgens u alternatieve vastgoedsectoren?
9. Waarom is de interesse in alternatieve vastgoedsectoren onder institutionele beleggers de afgelopen jaren volgens u zo toegenomen?
10. Hoe wordt de afweging gemaakt om wel of niet in een sector te beleggen?

Vragen in relatie tot co-living:

11. Maakt co-living momenteel deel uit van uw beleggingsportefeuille? Waarom wel of niet?
12. Waar zou u co-living beleggingen plaatsen in de portefeuille? En waarom daar?
13. Wat verwacht u te bereiken met toevoegen van co-living in de portefeuille?
14. Welke voordelen kunnen worden behaald uit een investering in co-living? Op korte en lange termijn.
15. Waar zou u co-living in het risico spectrum plaatsen? En waarom daar?
16. Wat is, of zou, uw rendementseis zijn en hoe komt u tot die eis?
17. Hoe kijkt u naar co-living in relatie tot diversificatievoordelen in uw portefeuille? Biedt de sector volgens u unieke karaktereigenschappen? En welke dan?
18. Hoe kijkt u naar co-living in relatie tot ESG ambities en doelstellingen?
19. Hoe kijkt u naar de toekomstbestendigheid van co-living?

20. Denkt u dat de sector een vergelijkbare ontwikkeling kan doormaken als PBSA en senior living, en waarom?
21. Hoe kijkt u naar de potentiële markt voor co-living producten? Wie is volgens u de doelgroep en wordt deze doelgroep voldoende bediend?
22. Hoe ziet u de toekomst voor co-living op de Nederlandse woningmarkt
23. Ziet u co-living als een product dat is ontstaan om invulling te geven aan vraag of als financieel product gedreven door rendement? En waarom?
24. Welk co-living model zou u overwegen? Purpose Build / gemixt met

25. Zijn er punten niet aan bod gekomen, die in relatie tot voorstaande wel relevant zijn om te bespreken?

Bijlage 2. Voorbeeld exploratiefase coderen

Exploratiefase			
Deelvraag	Hoofdthema	Subthema	Interviewvraag
Algemene vragen			
nvt	nvt	Functie	1
nvt	nvt	Type belegger	2
nvt	nvt	Risicoprofiel	3
nvt	nvt	Beleggingscategorieën	4
nvt	nvt	Opbouw vastgoedportefeuille	5
Deelvraag			
2	Beleggen in alternatieve sectoren	Ervaring respondent	6
2	Beleggen in alternatieve sectoren	Definitie alternatief vastgoed	7
2	Beleggen in alternatieve sectoren	Kenmerken alternatief vastgoed	8
2	Beleggen in alternatieve sectoren	Toegenomen interesse	9
2	Beleggen in alternatieve sectoren	Afwegingscriteria	10
4	Beleggen in co-living	Ervaring respondent	11
4	Beleggen in co-living	Plaats in portefeuille	12
4	Beleggen in co-living	Verwachting van belegging	13
4	Beleggen in co-living	Voordelen op korte en lange termijn	14
4	Beleggen in co-living	Plaats in risico spectrum	15
4	Beleggen in co-living	Rendementeis	16
4	Beleggen in co-living	Diversificatievoordelen	17
4	Beleggen in co-living	Relatie co-living en ESG	18
4	Beleggen in co-living	Toekomstbestendigheid	19
4	Beleggen in co-living	Ontwikkeling van sector	20
4	Beleggen in co-living	Doelgroep, marktomvang en potentieel	21
4	Beleggen in co-living	Toekomst in Nederland	22
4	Beleggen in co-living	Ontstaan van product	23
4	Beleggen in co-living	Voorkeuren bedrijfsmodel	24

Bijlage 3. Voorbeeld specificatiefase coderen

Specificatiefase		
Deelvraag	Hoofdstema	Dimensie
Algemene vragen		
nvt	Functie	Respondent 1
nvt	Type belegger	Anoniem om antwoorden niet te kunnen herleiden
nvt	Risicoprofiel	Institutioneel - pensioenfonds
nvt	Beleggingscategorieën	Core & Value-add
nvt	Opbouw vastgoedportefeuille	Alle categoriën
nvt		Indirect / NL en Wereldwijd
Deelvraag		
2	Ervaring respondent	MOB / Seniorenwoningen / Student Housing / Extended Stay / Self storage / Datacenters / Life science
2	Definitie alternatief vastgoed	Buiten kantoor/winkels/logistiek/appartementen
2	Kenmerken alternatief vastgoed	Eigen vraagdrijvers / operationeel karakter / beperkte alternatieve aanwendbaarheid
2	Toegenomen interesse	Beleggers vertrouwd met operationeel karakter / traditionele sectoren meer operationeel / Toegang tot specialistische managers toegenomen/ aantrekkelijke rendementen / diversificatiepotentieel
2	Afwegingscriteria	Rendementsprofiel leidend / drijvers van de vraag / vraag aanbod verhouding / huurkarakteristieken/juiste managementteam beschikbaar/wet- en regelgeving
4	Ervaring respondent	Beleggen niet in co-living / wel de wens / te veel onzekerheid in regelgeving
4	Plaats in portefeuille	Woning meest logisch / hospitality afhankelijk van vergunning en model
4	Verwachting van belegging	Diversificatie en hoger rendement
4	Voordelen op korte en lange termijn	Bedienen van doelgroep die niet bediend wordt / mogelijk yield compressie
4	Plaats in risico spectrum	Van risicovol naar minder risicovol: hotel/student/co-living/residential
4	Rendementeis	Iets boven residential
4	Diversificatievoordelen	Andere doelgroep daarmee andere drijvers van vraag
4	Relatie co-living en ESG	E geldt voor alle sectoren / S misschien op betaalbaarheid
4	Toekomstbestendigheid	Verwacht grote vraag / behoefte aan community / normale appartementen onbetaalbaar
4	Ontwikkeling van sector	Verwacht vergelijkbare ontwikkeling als PBSA / Kan sneller gaan doordat PBSA zich bewezen heeft
4	Doelgroep, marktomvang en potentieel	Jonge afgestudeerden / eerste baan
4	Toekomst in Nederland	Twijfel door restricties regelgeving / fundamentals zijn wel goed
4	Ontstaan van product	Combinatie van invullen latentie en zoeken naar hoog renderende producten
4	Voorkeuren bedrijfsmodel	zelfstandige stand-alone units