

LOGISTIEK VASTOED: ALLE SEINEN OP GROEN?

Bevatten de aanvangsrendementen op logistiekvastgoedbeleggingen voldoende vergoeding voor de risico's die beleggers lopen?

Amsterdam School of Real Estate

Auteur: F.M.B. Keunen

1^{ste} begeleider: R.M. Weisz

2^{de} beoordelaar: D. Konadu

Voorwoord

Voor u ligt de scriptie waarin een onderzoek is uitgevoerd naar de risico's die beleggers lopen in logistiek vastgoed. Daarnaast zijn de beweegredenen van vastgoedpartijen onderzocht om in logistiek vastgoed te investeren. De scriptie is uitgevoerd ter afronding van de scriptiemodule van de MSRE aan de Amsterdam School of Real Estate.

Ik wil graag een aantal personen bedanken voor hun bijdrage aan dit onderzoek. Ten eerste wil ik alle geïnterviewde personen bedanken die hebben meegewerkt aan dit onderzoek. Daarnaast wil ik mijn scriptiebegeleider Robert Weisz hartelijk bedanken voor het helpen met mijn onderzoeksopzet. Daarnaast heeft hij bij mij erop aangedrukt een kwalitatief onderzoek uit te voeren. De interviews met belangrijke stakeholders in de logistieke vastgoedmarkt zijn een grote toevoeging geweest op mijn logistieke vastgoedkennis.

Ook wil ik mijn opdrachtgever BNP Paribas Real Estate bedanken voor de mogelijkheden die het mij gegeven heeft om deze scriptie te schrijven.

Floris Keunen

Amsterdam, februari 2021

Managementsamenvatting

In het afgelopen decennium zijn de aanvangsrendementen van logistiek vastgoed hard gedaald en daardoor zijn de prijzen voor logistiek vastgoed hard gestegen. Logistiek vastgoed is nu zo in trek bij beleggers dat de aanvangsrendementen vergelijkbaar zijn met die van kantoren in Londen. Daarom rijst de vraag waarom de bruto-aanvangsrendementen op logistiek vastgoed in Nederland lager zijn dan de bruto-aanvangsrendementen op de Amsterdamse grachtengordel.

De scherpe daling van de aanvangsrendementen roept de vraag op in hoeverre beleggers zich voldoende laten vergoeden voor de mogelijke risico's die de investering met zich meebrengt. Mede door de huidige lage rente en de mate van financiering met vreemd vermogen, bestaan mogelijk meerdere risico's. De centrale vraagstelling van dit onderzoek luidt daarom als volgt:

In hoeverre dekken de huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen de risico's die beleggers lopen in Nederland?

Het onderzoek heeft de doelstelling een beter inzicht te verkrijgen in de beweegredenen van investeerders en ontwikkelaars om in logistiek vastgoed te investeren. Daarnaast is onderzocht in hoeverre de risicopremie die beleggers ontvangen voldoende is om toekomstige risico's op te vangen.

De redenen van beleggers zijn achterhaald om in vastgoed te beleggen als onderdeel van de moderne portefeuillestrategie. Uit de literatuur is gebleken dat vastgoed van belang is voor de diversificatie van de portefeuille. Logistiek vastgoed wordt beschouwd als een stabiele belegging.

De spread tussen het aanvangsrendement en de Nederlandse staatsobligatie is de afgelopen jaren redelijk constant geweest. Dat is gebleken uit de analyse van de risicopremie van dit onderzoek. De risicopremie is als volgt opgebouwd in dit onderzoek (*Risicopremie = Aanvangsrendement – risicovrije rendement*).

Anderzijds hebben beleggers, ontwikkelaars, gebruikers en vastgoedadviseurs meerdere risico's benoemd die van toepassing zijn op logistiek vastgoed. De experts hebben beschreven dat onder andere de volgende zaken leiden tot risico's in de logistiekvastgoedmarkt: de speculatieve wildgroei van logistiek vastgoed, de stikstofproblematiek, schaarste van gronden, schaarste van arbeid, de verdozingsdiscussie, geografische risico's, huurdersrisico's, de corona-impact, toekomstige financierbaarheid en huidige scherpe aanvangsrendementen.

Uit de interviews met de experts en de analyse van de risicopremie is gebleken dat momenteel alle seinen op groen staan voor logistiek vastgoed. De lange huurtermijnen, de schaarste van grond en de explosieve groei van e-commerce leiden ertoe dat grote kapitaalstromen naar logistiek vastgoed worden gealloceerd. De vraag is in hoeverre de risico's die de experts identificeren de lage aanvangsrendementen verantwoorden.

De conclusie van dit onderzoek is dat de structurele kenmerken van logistiek vastgoed ertoe leiden dat de risico's beperkt zijn. Echter, er bestaan risico's waarvan nu de ontwikkeling nog niet kan worden bepaald, zoals de impact van het coronavirus. Daarnaast is uit de analyse van de risicopremie duidelijk geworden dat de risicopremie de afgelopen jaren redelijk stabiel is geweest, namelijk 4-4,5%. De stabiele risicopremie bevestigt in de ogen van de onderzoeker dat de beleggers de risico's van logistiek vastgoed correct inschatten. De huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen dekken de risico's van beleggers.

Inhoudsopgave

| | |
|---|-----------|
| VOORWOORD | 2 |
| MANAGEMENTSAMENVATTING | 3 |
| INLEIDING | 6 |
| 1.1 AANLEIDING | 6 |
| 1.2 PROBLEEMSTELLING..... | 8 |
| 1.3 DOELSTELLING | 9 |
| 1.4 HOOFDVRAAG | 9 |
| 1.5 DEELVRAGEN | 9 |
| 1.6 ONDERZOEKSOPZET | 9 |
| 1.7 RELEVANTIE..... | 10 |
| LEESWIJZER | 10 |
| BELEGGEN IN COMMERCIEEL VASTGOED | 11 |
| 2.1 EFFICIËNTE GRENSLIJN, CAPM EN ALM | 11 |
| 2.2 BELEGGEN IN ONROEREND GOED | 12 |
| 2.3 VERDISCONTERINGSVOET | 13 |
| 2.4 INFLATIE | 14 |
| 2.5 AANVANGSRENDEMENT..... | 14 |
| LOGISTIEK VASTGOED..... | 16 |
| 3.1 LOGISTIEK VASTGOED | 16 |
| 3.2 ONTWIKKELING NEDERLAND ALS LOGISTIEK LAND | 16 |
| 3.3 SUPPLY CHAIN..... | 18 |
| 3.4 VESTIGINGSPLAATSFACTOREN VAN GEBRUIKERS..... | 18 |
| 3.5 E-COMMERCE | 20 |
| 3.6 GEBRUIKERSMARKT VAN LOGISTIEK VASTGOED | 23 |
| 3.7 BELEGGEN IN LOGISTIEK VASTGOED | 25 |
| 3.8 DE LEVENSCYCLUS VAN LOGISTIEK VASTGOED | 26 |
| 3.9 VERWACHTING LOGISTIEK VASTGOED IN 2021 | 27 |
| METHODOLOGIE | 29 |
| 4.1 RESEARCH DESIGN | 29 |
| 4.2 ONDERZOEKSMETHODE | 29 |

| | |
|--|-----------|
| 4.3 LOGISTIEKVASTGOEDEXPERTS..... | 30 |
| 1. DE BELEGGER..... | 30 |
| 2 DE MAKELAAR..... | 31 |
| 3 DE ONTWIKKELAAR | 31 |
| 4 DE GEBRUIKER..... | 31 |
| 4.4 METHODEN VAN DATAVERZAMELING..... | 31 |
| | |
| ONDERZOEKSRESULTATEN EN BEANTWOORDING DEELVRAGEN..... | 31 |
| | |
| 5.1 REDEN BELEGGERS OM TE INVESTEREN IN LOGISTIEK VASTGOED | 33 |
| 5.2 ONTWIKKELING VAN DE PRIME YIELD VAN LOGISTIEK VASTGOED | 33 |
| 5.3 INVLOED VAN HET CORONAVIRUS OP DE BELEGGINGSMARKT..... | 34 |
| 5.4 INVLOED VAN HET CORONAVIRUS OP DE GEBRUIKERSMARKT | 35 |
| 5.5 DE RISICOFACTOREN VAN LOGISTIEK VASTGOED | 36 |
| | |
| CONCLUSIES..... | 39 |
| | |
| 6.1 BEANTWOORDING CENTRALE VRAAGSTELLING..... | 39 |
| 6.2 AANBEVELINGEN | 40 |
| 6.3 REFLECTIE | 40 |
| | |
| LITERATUURLIJST..... | 41 |

Inleiding

1.1 Aanleiding

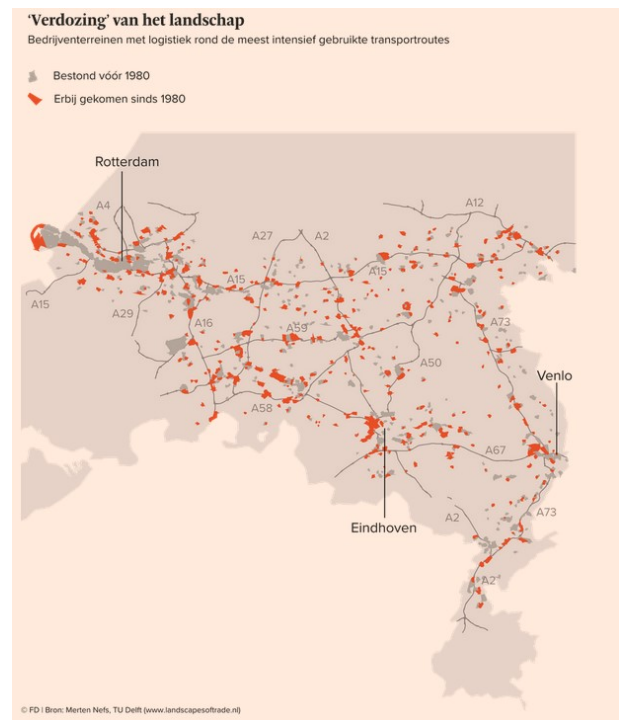
‘Logistiek vastgoed is nu zo in trek bij beleggers dat de aanvangsrendementen op sommige plekken vergelijkbaar zijn met die van kantoren in Londen’

Egbert Nijmeijer, senior portfoliomanager bij Kempen

Het is de vraag waarom bruto-aanvangsrendementen op Nederlandse logistieke hotspots in Nederland lager zijn dan de bruto-aanvangsrendementen op de Amsterdamse grachtengordel. Primair van belang bij core beleggingen in kantoren, commercieel en residentieel vastgoed is de locatie. Hoe beter de locatie, hoe hoger de prijs die een belegger voor het desbetreffende vastgoed bereid is te betalen. Echter, bij een logistiekvastgoedinvestering is de locatie minder strikt afgebakend.

Overal in Nederland worden nieuwe ontwikkelingen van distributiecentra gerealiseerd. De groene akkers maken plaats voor logistiekvastgoedontwikkelingen. De strategische ligging aan de Noordzee, luchthaven Schiphol en de haven van Rotterdam maakt Nederland de ideale toegangsweg voor het verdere achterland van West-Europa. Hierdoor wordt Nederland ook wel ‘de gateway van Europa genoemd’ (Levelt, 2010). Dit is een van de redenen dat Europese logistieke bedrijven vaak voor Nederland kiezen als vestigingsplaats (Buck, 2012).

De projectontwikkelaars van de distributiecentra krijgen medewerking van de desbetreffende gemeente, die vaak de grond uitgeeft. Hierdoor worden de benodigde vergunningen sneller verleend. Een van de redenen voor de gemeente om mee te werken aan dergelijke projecten, is de werkgelegenheid die distributiecentra creëren. Als gevolg van deze toename in werkgelegenheid heeft de CEO van WDP recentelijk aangegeven dat, door het gebrek aan personeel, de ontwikkeling van nieuwe distributiecentra afneemt (WDP, 2020). Dit kan mogelijk leiden tot verdere verspreiding van de logistieke locaties, aangezien projectontwikkelaars rekening houden met de werkgelegenheid en een eventueel tekort aan werknemers in de regio. Dit is in groot contrast met de wensen van de adviseurs van het Rijk. Zij willen dat de verdere verspreiding van logistieke locaties wordt beperkt en dat logistieke clusters ontstaan (Planbureau voor de samenleving, 2020).



Bron: Merten Nefs, TU Delft (www.landscapesoftrade.nl)

Het adviesorgaan van de Rijksoverheid geeft aan dat er minder plaats zou moeten zijn voor deze logistieke ontwikkelingen, omdat deze Nederland als land minder aantrekkelijk maken om te wonen en werken (Planbureau voor de samenleving, 2020). Naast alle kritiek op de ‘verdozing’ van het landschap, staat Nederland bekend als distributieland.

Het Centraal Bureau voor de Statistiek geeft aan dat de toegevoegde waarde van de logistieke sector op het bruto binnenlands product (BBP) in 2015 ruim € 62 miljard bedroeg. Dat was circa tien procent van het bbb. Dit laat zien dat Nederland als distributieland deels afhankelijk is van de logistieke sector.

Naast alle nieuwbouw-logistieke ontwikkelingen neemt ook de investeringsmarkt voor de logistieke sector de afgelopen tijd fors toe. In het afgelopen decennium is de logistieke markt in Nederland namelijk getransformeerd van een atypische submarkt, vooral gedomineerd door eigenaar-gebruikers, naar een volgroeide investeringsmarkt (Savills, 2020). Waar eerder circa 50% van het vastgoed verhuurd werd door een vastgoedbelegger, is dit percentage de afgelopen jaren gegroeid naar 70% (Savills, 2020). Door dit hoge percentage wordt de Nederlandse logistieke investeringsmarkt gekenmerkt als een volwassen investeringsmarkt. Dit blijkt ook uit de huidige historisch lage aanvangsrendementen die beleggers betalen voor prime logistiek vastgoed. Momenteel vinden, ter indicatie, transacties plaats in de Nederlandse logistieke markt met een bruto-aanvangsrendement van 3,8%. Tien jaar geleden werd hier ongeveer 7,5% voor betaald (CBRE, 2020).

Dat de prime rendementen van logistiek vastgoed zo hard zijn gedaald in de afgelopen jaren, komt onder andere door de grote kapitaalstromen van buitenlandse beleggers naar Nederlands logistiek vastgoed. In 2019 hebben voor € 2,9 miljard aan logistieke transacties plaatsgevonden in Nederland. Meer dan 80% van het investeringsvolume was afkomstig van buitenlandse beleggers (CBRE, 2020). In het begin van het afgelopen decennium was het totale investeringsvolume van de Nederlandse logistieke markt minder dan € 100 miljoen. Dat stond gelijk aan 1% van het totale investeringsvolume in Nederland. Momenteel is de logistieke investeringsmarkt verantwoordelijk voor circa 13% van het totale investeringsvolume in Nederland (Savills, 2020). Naar verwachting blijft dit percentage de komende jaren stijgen (CBRE, 2020).

Een van de voornaamste redenen dat de interesse van beleggers in logistiek vastgoed significant is toegenomen, is de opkomst en snelle ontwikkeling van e-commerce en de daarbij horende globalisering (CBRE, 2021). Deze trend wordt als een van de belangrijkste beweegredenen beschouwd om te investeren in logistiek vastgoed.

E-commerce is het digitale proces van diensten en goederen kopen en verkopen op het internet. Door de technologische ontwikkelingen van het afgelopen decennium is het voor consumenten steeds eenvoudiger geworden om online diensten en goederen te kopen. De ontwikkelingen rondom het internet hebben er mede toe geleid dat de bezorgsnelheid van de goederen gestegen is. In 2019 kochten de Nederlandse consumenten online voor € 23,7 miljard aan producten en goederen. Dit is een stijging van tien procent ten opzichte van 2018 (Thuiswinkel, 2019). Daarnaast gaf de Nederlandse consument in het derde kwartaal van 2020 23% meer uit aan e-commerce dan in het derde kwartaal van 2019 (Thuiswinkel.org, 2020).

De logistiekvastgoedmarkt is momenteel in trek bij beleggers en ontwikkelaars. Door de huidige coronaperikelen groeit het aandeel van e-commerce harder dan verwacht (Savills, 2020). Als gevolg van de toename van e-commerce worden steeds meer en grotere voorraden aangelegd. Dit resulteert op lange termijn tot meer vraag van gebruikers naar logistiek vastgoed. Mede dankzij deze groei vinden steeds meer grotere logistieke ontwikkelingen plaats. Een goed voorbeeld hiervan is de logistieke ontwikkeling van Zalando in Bleiswijk van meer dan dertig voetbalvelden (CBRE, 2021).

De vraag naar logistiek vastgoed is het afgelopen decennium hard gestegen (figuur 1). De afgelopen jaren hebben gebruikers veel vraag naar logistieke ruimte en daardoor dalen de leegstandcijfers fors. Deze daling is bijzonder, omdat in het afgelopen decennium meer dan 40% extra voorraad aan de markt is toegevoegd (Savills, 2020). Door de krappere markt was de huurgroei in de afgelopen tien jaar circa 14,6% boven de jaarlijkse consumentenprijsindex (CPI). Daarnaast heeft de huurdersmarkt in 2019 2.900.000 m² geabsorbeerd, ten opzichte van 500.000 m² in 2010.

| Ten-year review The demand for, and development of logistics real estate | | | |
|--|------------------|------------------|----------|
| | 2010 | 2019 | % change |
| Stock | 25,000,000 sq m | 35,000,000 sq m | +40% |
| Development completions | 720,000 sq m | 2,900,000 sq m | +302.8% |
| Average GFA new construction | 17,000+ sq m | 26,000+ sq m | +52.9% |
| Take-up volume | 0.5 million sq m | 2.9 million sq m | +480% |
| Vacancy | 6% | 5% | -20% |

Source: Savills Research; BAK

Figuur 1: Savills (2020). Rewind & reflect on the decade of logistics

Traditioneel logistiek vastgoed, dat gelegen is dicht bij de Rotterdamse haven, Schiphol en de Amsterdamse haven, is in het afgelopen decennium verspreid naar een corridor van de haven van Rotterdam naar het West-Europese achterland (Levelt, 2010). Deze 'logistieke belt' loopt via de Rotterdamse haven naar de logistieke hotspot Venlo. Van daaruit wordt de rest van West-Europa bediend (Figuur 2). De grotere gemeenten die op de verkeersstromingen in Figuur 2 te zien zijn, zoals Tilburg, Venray, Waalwijk en Eindhoven, zijn tegenwoordig logistieke hotspots voor huurders, ontwikkelaars en beleggers. Een kenmerk van logistieke hubs is dat een goede infrastructuur aanwezig is, zoals een wegen-, spoor-, water- of lucht netwerk (Levelt, 2010).

In 2010 waren de bruto-aanvangsrendementen voor prime logistiek vastgoed ongeveer 7,5%. Momenteel worden in de markt transacties gerealiseerd met een bruto-aanvangsrendement lager dan 4% (CBRE, 2020). Mogelijk is dit een bewijs dat de logistieke markt een volwassen markt is geworden, vergelijkbaar met prime winkels en kantoren. Echter, dit kan ook een teken zijn dat de logistieke investeringsmarkt te weinig risico-opslagen met zich meebrengt.



Figuur 2: Eigen bewerking van de auteur, logistieke verkeersstromen

1.2 Probleemstelling

Er is een beperkte hoeveelheid bestaande academische literatuur over dit onderwerp. Daarnaast is weinig literatuur beschikbaar over logistiek vastgoed en over de redenen dat vastgoedbeleggers zoveel interesse hebben erin te beleggen. De logistieke markt wordt een steeds belangrijker onderdeel van het totale beleggingsvolume van Nederland en daarom dient hiernaar meer onderzoek uitgevoerd te worden. Dat is ook het geval vanwege de toename van investeringen in logistiek vastgoed door institutionele partijen. In dit kwalitatieve onderzoek wordt getracht deze kennisleemte in de logistiekvastgoedmarkt te verkleinen.

1.3 Doelstelling

Het onderzoek is exploratief van aard. De doelstelling is een beter inzicht verkrijgen in de beweegredenen van investeerders en ontwikkelaars om in logistiek vastgoed te investeren. Ook wordt onderzocht in hoeverre de risicopremie die beleggers ontvangen, voldoende is om toekomstige risico's op te vangen. In dit onderzoek wordt ook getracht inzicht te verkrijgen in de beweegredenen van beleggers om te investeren in logistiek vastgoed. Daarnaast wordt in dit onderzoek advies gegeven over de wijze waarop beleggers de risico's zouden kunnen beperken. Het doel is de kennisleemte aanvullen van de literatuur over logistiek vastgoed.

1.4 Hoofdvraag

In het afgelopen decennium zijn de aanvangsrendementen van logistiek vastgoed hard gedaald. Dit roept de vraag op in hoeverre beleggers zich voldoende laten vergoeden voor de mogelijke risico's die de investering met zich meebrengt. Mede door de huidige lage rente en de mate van financiering met vreemd vermogen, bestaan mogelijk meerdere risico's. Daarnaast is de locatie van een kantoor- of winkelinvestering altijd een van de belangrijkste gegevens voor een core belegging. Echter, dit is bij de logistieke markt minder afgebakend.

De centrale vraagstelling van dit onderzoek luidt als volgt:

In hoeverre dekken de huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen de risico's die beleggers lopen in Nederland?

1.5 Deelvragen

Onderzocht wordt in hoeverre de compensatie die beleggers ontvangen voldoende is om de risico's af te dekken. Om de centrale vraagstelling te beantwoorden, zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

- *Waarom investeren beleggers in (logistiek) vastgoed?*
- *Hoe worden de aanvangsrendementen van beleggers bepaald?*
- *Wat zijn de kenmerken van logistiek vastgoed?*
- *Hoe heeft de prime yield van logistiek vastgoed zich ontwikkeld in verhouding tot de risicovrije rente?*
- *Welke invloed heeft het coronavirus gehad op de gebruikers- en beleggingsmarkt?*
- *Welke risicofactoren kunnen worden onderscheiden in logistiek vastgoed?*

1.6 Onderzoeksopzet

Ten eerste wordt literatuuronderzoek uitgevoerd. Daarin wordt bepaald wat investeren in vastgoed inhoudt en op welke wijze het rendement bepaald wordt. Ten tweede wordt specifiek de risicopremie bekeken die beleggers betalen voor prime logistiek vastgoed. De risicopremie wordt gekwalificeerd als het netto-aanvangsrendement (NAR) minus de risicovrije rentevoet. In theorie zou deze constant moeten zijn, aangezien die wordt beïnvloed door aspecten die specifiek gelden voor de object- en vastgoedmarkt.

De logistieke aanvangsrendementen voor prime logistiek vastgoed van de afgelopen tien jaar worden vergeleken met de risicovrije rentebeweging. Daarnaast wordt informatie verzameld door interviews af te nemen met experts in logistiek vastgoed. Hierin wordt getracht inzicht te verkrijgen in de achterliggende motieven om actief te zijn in de logistiekvastgoedsector. De interviews worden afgenomen met logistieke ontwikkelaars, de grootste logistieke investeerders en de grote adviseurskantoren (Tabel 2). Aan de hand van deze interviews worden kwalitatieve analyses uitgevoerd om inzicht te verkrijgen in de beweegredenen van logistieke ontwikkelaars en beleggers. Daarnaast worden de risico's beschreven en wordt uiteindelijk de centrale vraagstelling beantwoord.

Dit verkennende kwalitatieve onderzoek richt zich op de ontwikkelaars en beleggingsmarkt van Nederlands logistiek vastgoed. De keuze hiervoor wordt mede ingegeven door de beschikbaarheid van de data. Daarnaast is dit onderwerp gekozen omdat de Nederlandse logistieke sector een volwassen markt is geworden.

| Literatuur | Kwalitatieve interviews met logistiekvastgoedspecialisten |
|--|---|
| Beleggen in vastgoed | Ontwikkelaars: DHG, WDP en Borghese |
| Ontwikkelingen logistiek vastgoed | Beleggers: Patrizia, Aberdeen en Urban Industrial |
| Invloed vastgoedinvesteringen | Vastgoedadviseurs: CBRE, C&W en BNP Paribas RE |
| Verdiscontering, risicopremie en risicovrije rente | Gebruikers: Anoniem |
| Supply chain | |

Tabel 1: Onderzoeksopzet

1.7 Relevantie

De relevantie van dit onderzoek bestaat onder andere uit de huidige, grote veranderingen in de logistiekvastgoedsector. Daardoor is het logistieke vastgoed van grote invloed op actuele algemene vastgoedvraagstukken. De maatschappelijke relevantie van het onderzoek is daarnaast gebonden aan de significante toename van investeringen door verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in (indirect) logistiek vastgoed. In dit onderzoek wordt inzicht verkregen in de weloverwogen investeringsbeslissingen die deze institutionele partijen maken. Het aantal actuele onderzoeken naar de logistiekvastgoedsector blijft tot op heden beperkt. Dit onderzoek draagt verder bij aan de huidige literatuur en dient daarmee als aanvulling op dit beperkte aanbod.

Leeswijzer

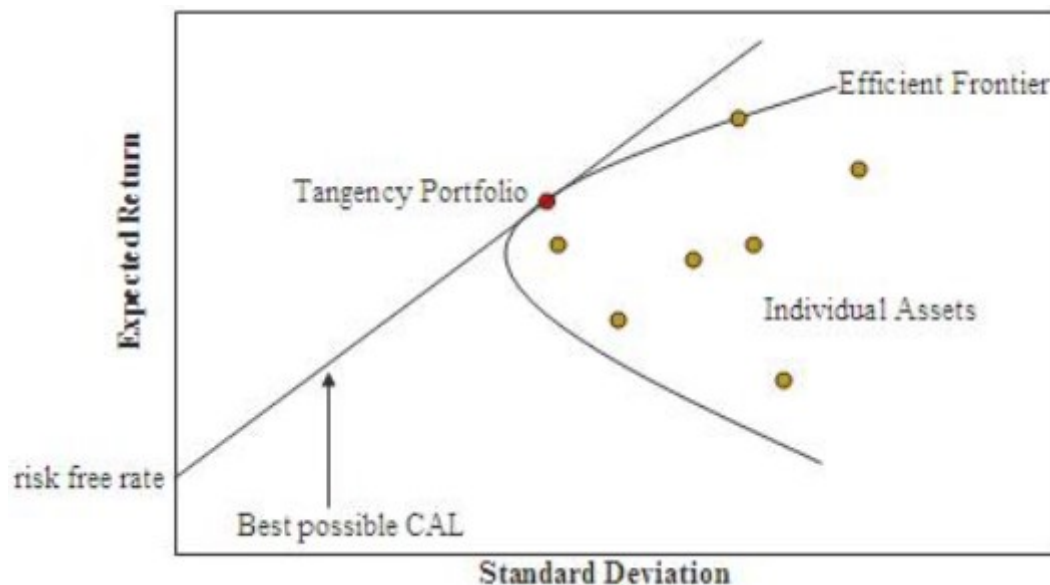
In Hoofdstuk 2 worden de beweegredenen van institutionele investeerders nader uitgelegd om in vastgoed te beleggen. Hoofdstuk 3 beschrijft de kenmerken van logistiek vastgoed en de huidige trends in de logistieke markt. Hoofdstuk 4 beschrijft de methodologie van dit onderzoek. In Hoofdstuk 5 worden de resultaten besproken, waarmee antwoord wordt gegeven op de deelvragen. Daarnaast wordt een analyse van de risicopremie weergegeven. In Hoofdstuk 6 worden de conclusies uiteengezet.

2 Beleggen in commercieel vastgoed

In dit hoofdstuk wordt het theoretisch kader van dit onderzoek beschreven. Hierin wordt uiteengezet waarom beleggers investeren in vastgoed. Hierna wordt specifiek de logistieke beleggingsmarkt toegelicht. Deze speelt mede door diversificatie een belangrijke rol in een optimale risicorendementsverhouding. Daarna worden het risico-rendement en de parameters van de verdisconteringsvoet beschreven.

2.1 Efficiënte grenslijn, CAPM en ALM

In 1952 bedacht Markowitz de theorie van de efficiënte grenslijn, de 'efficient frontier'. Dit betreft een rekenkundig concept dat de meest winstgevende combinatie van portfolio's weergeeft voor verschillende niveaus in risico. De efficient frontier-lijn wordt bepaald door het rendement, de variantie van een bepaald beleggingsobject en de covariantie die dit beleggingsobject heeft met een ander beleggingsobject. Vanwege de covariantie, de mate van samenhang tussen beide variabelen, tussen twee beleggingsobjecten ontstaat risicoreductie. Covariantie refereert naar de mate van samenhang tussen twee variabelen. In Figuur 3 worden van de combinaties van beleggingen in een portefeuille de verwachte rendementen weergegeven op de y-as en het risico (volatiliteit) op de x-as. De portefeuilles gelegen op de efficient frontier, de gebogen lijn, zijn de optimale portefeuilles (Markowitz, 1952). De standaarddeviatie kwantificeert het risico van individuele investeringen door de behaalde resultaten uit het verleden te vergelijken met het lange termijngemiddelde. Daarmee geeft de standaarddeviatie de spreiding weer van de historische rendementen. Dat fungeert als de maatstaf voor risico.



Figuur 3: Markowitz (1952)

De efficiënte grenslijn is de verzameling van beleggingsobjecten die voldoen aan de voorwaarde dat er geen andere samenstelling van een portefeuille bestaat met een hoger verwacht rendement met hetzelfde risico (volatiliteit). Beleggers investeren in een gespreide beleggingsportefeuille om het optimale rendement te behalen met de laagste standaarddeviatie. Het is logisch dat een belegger bij een bepaald verwacht rendement het laagst mogelijke risico wil. Volgens deze theorie loont het daardoor om te diversifiëren in verschillende investeringsmogelijkheden. Dit is een van de belangrijkste redenen dat beleggers investeren in het beleggingsobject vastgoed.

Sharpe en Lintner (1964) gaan verder op de theorie van Markowitz (1952) met het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Het CAPM stelt dat alle beleggers in de marktportefeuille zouden moeten beleggen in combinatie met een risicovrije belegging of lening. Door die combinatie zijn marktportefeuilles mogelijk met een nog betere risicorendementsverhouding. Het rendement is dan een beloning voor een deel van het risico dat een belegger loopt. Het specifieke risico is door diversificatie niet meer van toepassing; het specifieke risico wordt als het ware 'weg gediversifieerd'. Het specifieke risico zou bij een portefeuille van circa dertig gebouwen van dezelfde grootte niet meer van toepassing zijn. Echter, in andere onderzoeken wordt beweerd dat meer dan honderd gebouwen nodig zijn om het specifieke risico weg te diversifiëren (Lee, 2000). Indien de portefeuille genoeg gespreid is, blijft alleen het systematische risico over. Dit wordt ook wel het 'marktrisico' genoemd. Het marktrisico wordt in het CAPM weergegeven als bèta. Bèta geeft de verhouding weer tussen het totale risico van de investering en het risico van de specifieke markt. Hierin wordt de correlatie meegenomen tussen het investeringsobject en de markt. Hoe hoger de bèta, hoe meer risico het beleggingsobject met zich meebrengt (Sharpe & Lintner, 1964).

Het CAPM wordt gebruikt om een rendementseis van een bepaalde belegging te bepalen. Dit wordt gedaan door de risicovrije rente op te tellen bij de risicopremie. In de risicopremie is de volatiliteit van de beleggingsobject verwerkt; dit wordt weergegeven met de bèta. De risicopremie wordt bepaald door de bèta te vermenigvuldigen met de risicopremie van de markt. Dit resulteert in de volgende formule: verwacht rendement = risicovrije rente + (bèta x risicopremie voor de markt).

De toepasbaarheid van het CAPM voor vastgoedbeleggingen is om diverse redenen vrij beperkt. Dit komt onder andere doordat vastgoed niet vrij verhandelbaar en deelbaar is. Ook is de vastgoedmarkt niet transparant wat zorgt dat niet alle investeerders beschikken over alle informatie.

Daarnaast wordt in een andere theorie een mix bekeken van rendement- en risicoverwachtingen ten opzichte van de verwachte toekomstige verplichtingen, zoals de uit te keren pensioengelden of de verzekeringsgelden. Dit wordt 'asset-liability management' (ALM) genoemd. Van grote invloed op de toekomstige verwachtingen zijn het renteniveau en de verwachte inflatie. De verwachtingen van het rendement en het risico zijn idealiter op elkaar afgestemd met de pensioenverplichtingen. Het ALM bepaalt de allocatie van de ontvangen gelden naar de beleggingsactiva. Hierdoor speelt ALM een belangrijke rol in de allocatie en diversificatie van institutionele partijen. Dit zijn tevens drijfveren om, op basis van deze theorie, te beleggen in de sector vastgoed.

2.2 Beleggen in onroerend goed

De betekenis van beleggen kan worden omschreven als 'het investeren van geldmiddelen in vermogenstitels met als doelstelling resultaten te realiseren'. Dit kan in de vastgoedsector worden gerealiseerd door middel van direct onroerend goed en indirect onroerend goed. Eenvoudig geformuleerd is een belegging in direct vastgoed een belegging in stenen. De belegger is dan rechtstreeks eigenaar van het onroerend goed of is eigenaar van de opbrengsten van het onroerend goed. Hierbij heeft de belegger een meerderheidsbelang en de controle over het management. De grote voordelen van direct beleggen in vastgoed zijn meer invloed op het beleid, meer marktgevoel en kunnen profiteren van de eigen expertise. Bij beleggen in indirect onroerend goed heeft de belegger geen meerderheidsbelang en daarnaast niet de volledige controle over het management, zoals bij het kopen van aandelen of participatiebewijzen van vastgoedfondsen. De grootste voordelen van beleggen in indirect vastgoed zijn een hogere liquiditeit, markttransparantie, geen lokale expertise is vereist en eenvoudigere benchmarking is mogelijk (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).

Mede door de theorieën van Markowitz (1952) en ALM beleggen institutionele partijen in vastgoed. Naast de diversificatiemogelijkheden worden vastgoedinvesteringen ook beschouwd als inflatiebeschermer. Dat maakt het voor institutionele partijen nog interessanter in vastgoed te beleggen. Veel pensioenfondsen hebben namelijk de doelstelling de pensioenen te indexeren met inflatie. De assetallocatie van Nederlandse pensioenfondsen naar indirect en direct vastgoed is ongeveer 10% van de beleggingsportefeuille. Voor verzekeraars is dit percentage ongeveer 5% (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).

Onroerend goed is als beleggingscategorie de afgelopen decennia hard gegroeid en kan als volwassen worden bestempeld. Dit heeft als resultaat dat het, na aandelen en obligaties, de grootste beleggingscategorie is. Nederlandse pensioenfondsen hebben de allocatie naar vastgoed in dertig jaar vertienvoudigd (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).

2.3 Verdisconteringsvoet

De disconteringsvoet is het percentage waarmee toekomstige kasstromen contant worden gemaakt. Deze dient om de waarde van tijd en compensatie voor risico's tot uitdrukking te laten komen in een investeringsbeslissing per heden (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013). Bij inflatie is een euro vandaag meer waard dan een euro in de toekomst. Door de toekomstige kasstromen contant te maken, wordt berekend wat een investering vandaag waard is. Hiermee kan een investeringskeuze gemaakt worden, met inachtneming van de verwachte waarde en risico's van toekomstige kasstromen.

Het is van belang de hoogte van de disconteringsvoet vast te stellen. Immers, kleine verschillen in dit percentage kunnen leiden tot grote verschillen in de contante waarde. Dit effect wordt versterkt wanneer de tijdshorizon toeneemt. Dit percentage wordt ook wel het 'rendement' genoemd, omdat de hoeveelheid risico die gelopen wordt een belangrijke factor is in de benadering. Hoe hoger het risicoprofiel, hoe hoger deze dient te worden gecompenseerd in het rendement. Met andere woorden, hoe hoger een 'rendementseis', hoe hoger de disconteringsvoet.

Ondanks het belang om een juist percentage te bepalen, bestaat er geen algemeen geaccepteerde rekenmethode om de moeilijk te bepalen disconteringsvoet vast te stellen. De verdisconteringsvoet wordt berekend door de risicovrije rente op te tellen bij de risicopremie. Hierbij is het van belang dat in de risicopremie rekening wordt gehouden met de huidige omstandigheden en toekomstverwachtingen.

De risicovrije rente wordt in de meeste gevallen afgeleid van de rente op de tienjarige staatsobligatie, omdat dit wordt beschouwd als een risicovrije investering (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).



Bron: Eigen bewerking auteur, componenten van de disconteringsvoet

Een andere component is de risicopremie of risico-opslag. Dit wordt vaak opgebouwd uit verschillende risico's. De risicocategorieën waartussen onderscheid wordt gemaakt, kunnen verschillen afhankelijk van het type kasstroom en de markt. In de literatuur worden in de basis de volgende categorieën herkend (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013):

- risico voor inflatie;
- ondernemingsrisico;
- een premie voor managementkosten (acquisitie/informatie/transactiekosten).

De vastgoedmarkt is een voorbeeld waarbij de disconteringsvoet wordt opgebouwd uit andere elementen. De risico-opslagen kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op huurdersrisico's, fysieke-objectrisico's, vastgoedmarktrisico's, macro-economische risico's en juridische risico's (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).

De hoogte van de risicopremies is afhankelijk van het risicoprofiel en de risicoperceptie van de belegger. Het gaat hierbij om de rendementseis die de belegger toewijst aan de betreffende investering. Deze is daardoor van subjectieve aard. De disconteringsvoet is subjectief en verschilt voor iedere belegger. Daarom bestaan er geen registraties van disconteringsvoeten.

2.4 Inflatie

Inflatie speelt een belangrijke rol in de risicopremie die beleggers wensen te betalen voor investeringen. Dit komt doordat inflatie een synoniem is voor geldontwaarding en doordat beleggers rekening houden met de mate waarin de inflatie toeneemt de komende periode (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013). Hoe hoger de inflatie, hoe meer aanvangsrendement beleggers willen ter compensatie van deze geldontwaarding. De inflatie wordt doorgaans berekend aan de hand van een 'mandje' goederen, waarbij de jaar-op-jaar-verschillen procentueel weergegeven worden (CBS, 2021). Dit is de werkelijke inflatie die heeft plaatsgevonden. Echter, wanneer beleggers een investeringsanalyse maken, dienen zij een prognose te maken van de toekomstige inflatie. Dit wordt de 'verwachte inflatie' genoemd. Het verschil tussen de werkelijke en verwachte inflatie wordt de 'onverwachte inflatie' genoemd. Hoe hoger de onverwachte inflatie, hoe minder aantrekkelijk dit is voor een belegger. Immers, het reële rendement gaat dan omlaag.

2.5 Aanvangsrendement

Bij elke beleggingstransactie wordt gesproken over het aanvangsrendement, ook wel de 'kapitalisatievoet' genoemd. Het aanvangsrendement zijn de brutohuurinkomsten van het eerste jaar gedeeld door de aankoopprijs. Dit aanvangsrendement is het rendement dat de belegger ontvangt onafhankelijk van een waardeinstijging of -daling. Hoe lager het risico verbonden aan de investeringsmogelijkheid is, hoe lager het aanvangsrendement (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013). Het is hiermee vergelijkbaar met, maar omgekeerd aan de price-earningsratio van de aandelenmarkt. Wanneer 1 wordt gedeeld door het aanvangsrendement, ontstaat de kapitalisatiefactor. Deze factor geeft aan hoeveel keer de huur ten opzichte van de aankoopsom in jaar 1 wordt betaald.

De grote makelaarskantoren houden per kwartaal de aanvangsrendementen bij voor prime onroerend goed per sector. Het is hierbij van belang te beseffen dat grote verschillen ontstaan tussen de prime aanvangsrendementen en de deelmarkten. De aanvangsrendementen geven een goede indicatie van het sentiment op de vastgoedmarkt. Hoe lager de aanvangsrendementen, hoe hoger de prijzen van de beleggingsobjecten. Het is om deze reden een goede maatstaf voor de status van de beleggingsmarkt.

Een hoog aanvangsrendement betekent een lagere aanschafwaarde. Hierdoor kan een groter rendement worden behaald met de daarbij te horende risico's. Het aanvangsrendement kan opgedeeld worden in drie componenten (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013):

$$\text{Aanvangsrendement} = \text{risicovrije rendement} + \text{risico opslag} - \text{groeiverwachting}$$

Hierbij wordt het risicovrije rendement gekwalificeerd als de vergoeding die de belegger zou kunnen ontvangen op een risicoloze belegging, zoals de tienjarige Nederlandse of Duitse staatsobligatie. De risico-opslag geeft de vergoeding weer die de belegger ontvangt voor het te lopen risico. Een belegger die in vastgoed belegt, loopt meer risico dan een persoon die in Nederlandse of Duitse staatsobligaties belegt. Voor dit extra risico dient de belegger gecompenseerd te worden. Dit wordt de 'risico-opslag' en 'risicopremie' genoemd. De derde component is de verwachting van de groei van het huurniveau. Onder ander zorgen vraag en aanbod ervoor hoe het huurniveau bepaald wordt. Hoe hoger de verwachting, hoe hoger de groeiverwachting. Dit zorgt ervoor dat het groeiverwachting toeneemt en dat de belegging meer waard is bij de exit, dit zorgt ervoor dat beleggers een lager aanvangsrendement kunnen betalen (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013).

2.6 Korte samenvatting

In dit hoofdstuk is het theoretisch kader van het onderzoek beschreven. Hierin wordt uiteengezet waarom beleggers investeren in vastgoed en wordt de logistieke beleggingsmarkt toegelicht. Deze speelt mede door diversificatie een belangrijke rol in een optimale risicorendementsverhouding.

3 Logistiek vastgoed

Hoofdstuk 3 gaat allereerst in op de definitie van 'logistiek vastgoed'. Daarna wordt beschreven op welke wijze Nederland zich ontwikkeld heeft als distributieland en de bijnaam 'gateway van Europa' heeft gekregen. Verder wordt ingegaan op de supply chain en de vestigingsplaatskeuze van gebruikers. Vervolgens worden de huidige e-commerceontwikkelingen beschreven. Tot slot wordt ingegaan op de logistieke gebruikers- en beleggersmarkt.

3.1 Logistiek vastgoed

De logistiekvastgoedsector is de afgelopen jaren gegroeid naar een volwassen investeringsmarkt (Savills, 2020). Waar eerst het logistieke vastgoed onder industrieel vastgoed werd gecategoriseerd, werd het vanaf eind jaren 90 beschouwd als een aparte asset class (Bhutta en Migliorelli, 2015). Van Gool, Jager, Theebe en Weisz (2013) geven meerdere redenen voor het ontstaan van bedrijfsruimte:

- Door de strategische ligging vestigen buitenlandse bedrijven zich er.
- Er is sprake van economische expansie door import en export.
- In de zone buiten de steden vestigen zich grondintensieve bedrijven.

De definitie van 'logistiek vastgoed' is niet eenduidig. Van Toor (2004) beschrijft logistiek vastgoed als een bedrijfsruimte ten behoeve van opslag en distributie met een minimale vloerbelasting van 3000 kg/m², een minimale vrije hoogte van 8 m en een oppervlakte van minimaal 5000 m². Brouns (2006) heeft ook getracht kwalitatieve elementen toe te voegen aan de beschrijving van Van Toor (2004). Brouns (2006) geeft aan dat nabijheid van transportassen, zoals de nabijheid van een snelweg, waterweg, containerterminal of spoorweg, van belang is om het te kwantificeren als logistiek vastgoed. De IPD (2011) definieert logistiek vastgoed als bedrijfsruimtes die geschikt zijn voor logistieke functies, die gebouwd zijn na 1998 en een oppervlakte hebben groter dan 10.000 m². Mattarocci en Pekdemir (2017) beschrijven logistiek vastgoed als gebouwen die ontwikkeld zijn voor distributie en opslag. Hesse (2002) beschrijft de definitie van logistiek vastgoed als volgt:

A modern DC consists of the mere building, featuring high-cube space with clear heights of about 30 feet, an extremely flat warehouse floor and a certain load capacity (often about five metric tons). Dock doors and ramps provide space for unloading and loading trucks. Many DCs operate a racking system for storage, and also conveyor-belts for picking and internal movement of commodities. In-house ground transport is operated with forklifts and pallets. Sprinklers are installed for safety reasons and to protect customers' commodities.

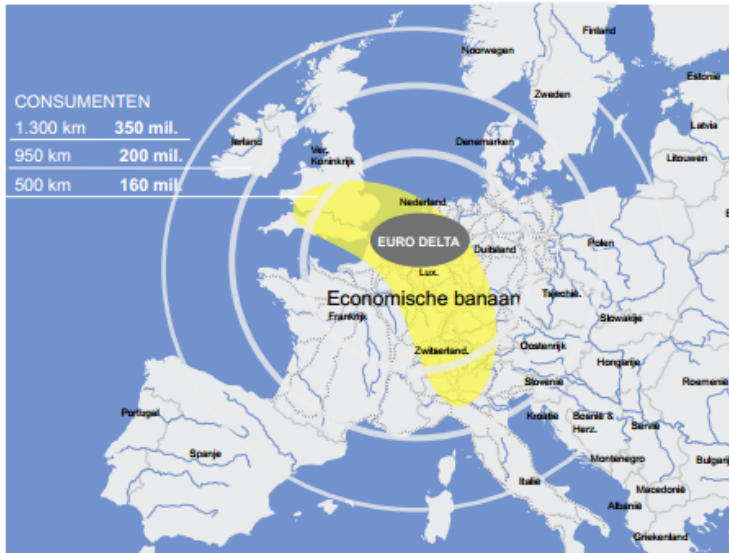
In dit onderzoek worden bovengenoemde definities gecombineerd en wordt logistiek vastgoed als volgt gedefinieerd: logistiek vastgoed is een bedrijfsruimte met een logistieke gebruikersfunctie, een minimale vrije hoogte van 10 m, een minimale vloerbelasting van 3.500 kg/m², een minimale omvang van 10.000 m² en er is minimaal 1 loading dock per 1000 m² bedrijfsruimte aanwezig.

3.2 Ontwikkeling Nederland als logistiek land

In 1992 werden de Europese grenzen opengesteld. Dat leidde ertoe dat de regionale distributie veranderde in een meer internationaal geconcentreerde distributie. Dit heeft ervoor gezorgd dat vanaf eind jaren 90 de internationale supplyketen zich steeds meer heeft ontwikkeld (Levelt, 2010). De opkomst van de logistiekvastgoedsector eind jaren 90 is gepaard gegaan met de opkomst van logistieke providers, die zorgen voor de 'supply chain' van de bedrijven. Zij plannen het logistieke proces en brengen het tot stand (Bhutta en Migliorelli, 2015). Dit wordt verder beschreven in de volgende paragrafen.

Nederland wordt beschouwd als de ‘gateway van Europa’. Dit heeft Nederland mede te danken aan de geografische ligging en uitstekende infrastructuur. De twee mainports van Nederland, de Rotterdamse haven en Schiphol Airport, zorgen ervoor dat Nederland een voorkeursvestigingslocatie is voor veel Europese dienstverleners. Via het wegennetwerk, het spoor, het luchtruim en de kanalen worden de consumenten in West-Europa bediend (Levelt, 2010).

Economische hart van Europa



Figuur 4: ABN Amro EconBureau

In het Europese distributienetwerk is Nederland door zijn ligging, de hoge bevolkingsdichtheid en de mainports de Europese marktplaats (Levelt, 2010). De economische banaan loopt van Noord-Italië, Zwitserland en Zuid-Duitsland via de Benelux naar London. Vanuit de logistieke hotspots in Nederland is er binnen een 500-kilometer radius een bereik van meer dan 160 miljoen potentiële consumenten met een hoog besteedbaar inkomen (Figuur 4) (ABN Amro, 2014). Nederland ligt middenin het distributienetwerk en daarom is het voor gebruikers een voorkeursvestigingslocatie voor Europese logistieke operaties. De gebruikers van logistiek vastgoed kiezen voor locaties gelegen in deze logistieke as (Figuur 5).



Figuur 5: Eigen bewerking van de auteur, logistieke verkeersstromen

Andere redenen voor logistieke dienstverleners om voor Nederland als vestigingsplaats te kiezen, zijn de fiscale voordelen en het feit dat het Nederlandse wegennet aangesloten is op de internationale handelswegen. Dit zorgt er mede voor dat de vraag van gebruikers naar kwalitatief goed logistiek vastgoed de afgelopen jaren sterk is toegenomen (CBRE, 2021).

3.3 Supply chain

De supply chain kan beschreven worden als de opeenvolgende schakels in een keten van leverancier tot aan de consument (Levelt, 2010). Het beschrijft de wijze waarop een grondstof wordt omgezet naar een product, tot het moment dat het bij de consument wordt afgeleverd. Door de economische ontwikkelingen in een steeds meer globaliserende wereld krijgt de supply chain een steeds belangrijkere functie.

Door de integratie van verbeterde ICT-systemen van bedrijven wordt geen onderscheid meer gemaakt op basis van geografisch gescheiden gebieden. De ontwikkeling van verbeterde ICT-systemen is een belangrijk onderdeel geweest in het ontstaan van snellere productietijden. Ook zorgen de geïntegreerde ICT-systemen voor een steeds efficiëntere supply chain (Levelt, 2010). Dit leidt tot schaalvergroting en zorgt ervoor dat het logistieke proces er niet meer voor een enkele gebruiker is. Het wordt hierdoor mogelijk het proces te combineren met meerdere gebruikers.

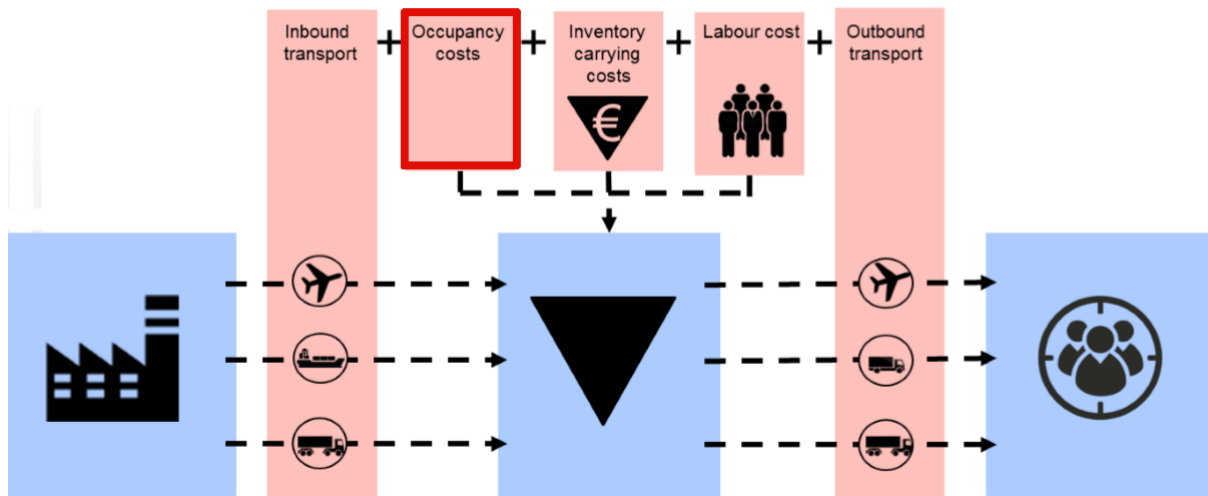
Daarnaast zijn er logistieke trends die ervoor zorgen dat de supply chain nog sneller en efficiënter verloopt (Vos, 2016). Een van deze trends is dat goederen een steeds kortere levensduur hebben. Daardoor dienen bedrijven de goederen steeds sneller bij de consument af te leveren. Een andere trend is dat de consumenten steeds kortere leveringstijden verwachten. Het wordt steeds gebruikelijker dat wanneer de consument iets bestelt, het de volgende dag afgeleverd wordt.

Een derde en belangrijke trend is de grote stijging van 'last-mile delivery'. Dit zorgt ervoor dat de laatste schakel van de supply chain plaatsvindt, namelijk de levering aan de consument. Daarnaast is er een trend van een steeds verdere ontwikkeling van multi-channel. Dit betekent dat, naast een fysieke winkel, de winkelier ook een online website of winkel heeft. Verder is in de supply chain een algemene trend dat de leveringsopties voor de consument steeds flexibeler worden (Vos, 2016). De snelheid van aflevering en het aantal afleveringsmomenten van de goederen zorgen ervoor dat de transportkosten al jaren stijgen. Dit wordt versterkt door een andere trend, de retourlogistiek. Dit zorgt ervoor dat de retourzendingen van consumenten teruggebracht dienen te worden. Dat brengt een grote kostenpost met zich mee. Daarnaast zorgt dit voor een invloedrijke verandering in het logistieke proces (Vos, 2016).

3.4 Vestigingsplaatsfactoren van gebruikers

Voor de locatiekeuze van gebruikers van logistiek vastgoed worden verschillende factoren bekeken. Ten eerste worden de kosten bepaald die een bepaalde locatiekeuze met zich meebrengt. De transportkosten voor het verplaatsen van de goederen worden als eerste bekeken. Deze vormen de grootste kostenpost voor logistieke gebruikers. Vervolgens worden de gezamenlijke kosten van arbeid, voorraad en huisvesting bekeken. Uiteindelijk is het bepalend welke kosten gepaard gaan met het transport van de producten naar de consument. Deze factoren worden gezamenlijk de 'totale kostenketen' genoemd (Buck Consultants International, 2019).

Kostenfactoren locatiekeuze distributiecentra

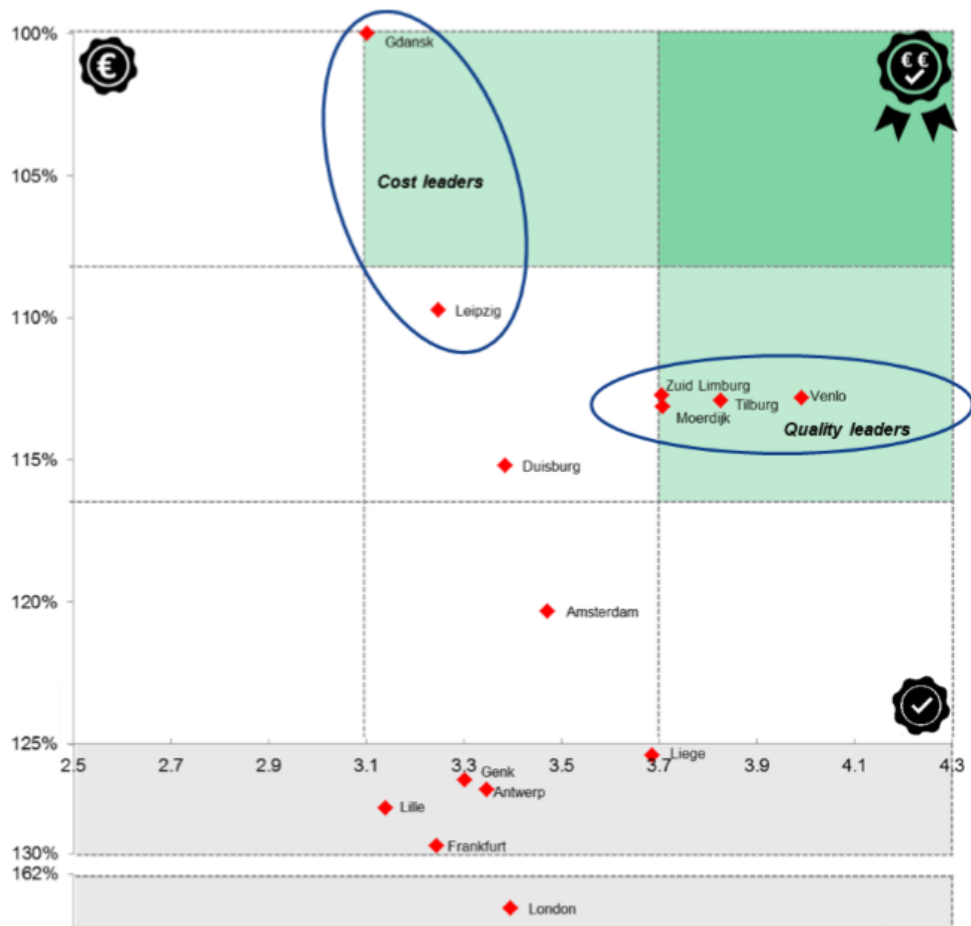


Bron: Buck Consultants International, 2019

Als de totale kostenketen in kaart is gebracht, worden andere factoren bekeken die van belang zijn voor de vestigingskeuze (Buck Consultants International, 2019). De kosten, in combinatie met de volgende kwaliteitsfactoren, vormen samen de vestigingsplaatskeuze:

- infrastructuur en toegankelijkheid nationaal en internationaal;
- beschikbaarheid van een gekwalificeerde arbeidsmarkt;
- arbeidsrecht van het betreffende land;
- beschikbaarheid van kwalitatieve distributiecentra;
- nabijheid van afzetmarkt;
- belastingregime en douaneregels;
- incentives.

Als bovenstaande kwaliteitsfactoren gecombineerd worden met de totale kostenketen, kan een optimale vestigingsplaats aangewezen worden. In Figuur 6 wordt een benchmarkstudie weergegeven, waarbij Nederland in Europees perspectief wordt geplaatst. Op de verticale as zijn de jaarlijkse operationele kosten van het distributiecentra weergegeven, waarbij de laagste kosten bij 100% beginnen. Op de horizontale as worden de kwaliteitsfactoren aangegeven met een score van 1-5, waarbij 5 de hoogste score is. De operationele kosten en kwalitatieve factoren bepalen gezamenlijk de keuze van de vestigingsplaats voor logistieke providers. In Figuur 6 wordt weergegeven dat Zuid-Limburg, Tilburg, Moerdijk en Venlo de kwaliteitsleiders zijn. Dit zijn op basis van de kwaliteitsfactoren de beste vestigingsplaatsen. Daarnaast is visueel weergegeven dat de kosten bij de locatie in Zuid-Limburg, Venlo, Tilburg en Moerdijk circa 12-13% hoger zijn dan in Gdansk in Polen. De Nederlandse kostenketen is goedkoper dan die van België (Figuur 6) en daarom scoort Nederland hoger op de kwaliteitsfactoren. Dit verklaart waarom er in België minder logistiek vastgoed is dan in Nederland. Duidelijk blijkt dat de kosten van de locatie afhankelijk zijn van de regio en gemeente. Amsterdam is bijvoorbeeld als vestigingskeuze circa 7% duurder dan Tilburg en heeft een 0,5 lagere kwaliteitsscore. Dit kan mede verklaard worden door de hogere kosten van arbeid in Amsterdam ten opzichte van Tilburg.

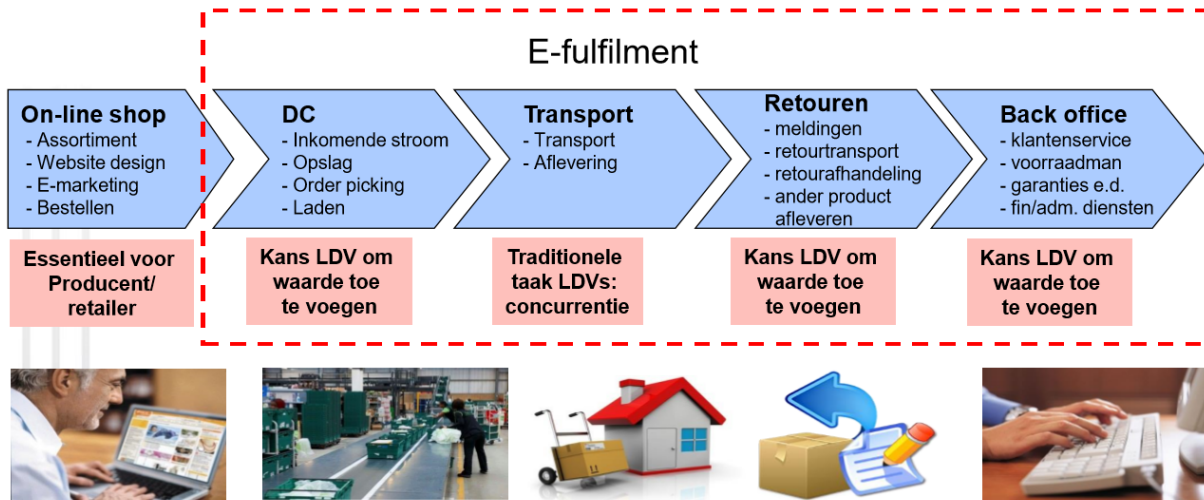


Figuur 6: Buck Consultants International, 2019

3.5 E-commerce

Ook de groeiende vraag naar e-commerce, gecombineerd met de verwachting van consumenten van steeds snellere leveringstijden, leidt tot een grote toename van de vraag naar logistiek vastgoed. De opbouw van een e-commerce waardeketen is afgebeeld in Figuur 7. Deze bron illustreert op welke fronten de logistiek dienstverlener (LDV) zich kan onderscheiden van de concurrenten. In e-commerce is het van essentieel belang de beste klantbeleving te bieden. Klantbeleving refereert naar de beleving van de klant van het gehele productbestelproces: van het moment van bestellen op de website van de leverancier tot het moment van levering. Klantbeleving heeft daarmee ook betrekking op alle stappen daartussen, zoals tussentijds contact en op de hoogte worden gesteld van bepaalde ontwikkelingen. Verder is het van belang vermogen te hebben om op grotere schaal te functioneren, zodat een grotere markt bediend kan worden. Verder zijn de kwaliteit en ontwikkeling van online technologie van belang om onder andere online bezoekers, betalingen en e-fulfillment efficiënt te kunnen afhandelen. Ten slotte dienen bedrijven te begrijpen dat de e-commerce en supply chain kritische onderdelen zijn van het businessmodel. Een effectieve supply chain moet geïntegreerd zijn met de front en back office van de business (Buck Consultants International, 2019).

Opbouw e-commerce waardeketen



Figuur 7: Buck Consultants International, 2019

Onder de kenmerken van gebouwen die gebruikt worden voor de operaties van e-fulfilmentcenters, vallen meerdere verdiepingen en mezzanine. Daarnaast is relatief veel kantoorruimte aanwezig in het gebouw, namelijk tot twintig procent van het gehele verhuurbare oppervlak. Daardoor wordt ook meer aandacht gegeven aan energie- en klimaatcontrolesystemen. Op de vloer van het distributiecentrum van deze e-fulfilmentcenters zijn veel machines, sorteerdere en robots aanwezig. Daarnaast is er een groot oppervlak voor de samenstelling en verwerking van de orders en retournaties. In het e-fulfilmentcenter zijn meer kleinere laad- en losstations aanwezig voor kleine bestelbusjes dan bij een traditioneel distributiecentrum. Ook wordt het e-fulfilmentcentrum veel intensiever gebruikt dan een traditioneel distributiecentrum. Bij een e-fulfilmentcentrum is dit circa 1 persoon per 100 m² en wordt ook in de nacht gewerkt. Bij traditionele logistiek is dat 1 persoon per 500 m² en wordt meestal niet in de nacht gewerkt. Hierdoor zijn bij e-fulfilmentcentra veel meer parkeerplekken nodig dan bij traditionele logistieke distributie (Buck Consultants International, 2019).

Voor de vestigingsplaatskeuze van een logistiek dienstverlener die alleen e-commerceproducten levert aan consumenten, zijn volgens Buck Consultants International (2019) de volgende factoren van belang:

- nabijheid van een grote groep klanten;
- bereikbaarheid;
- belasting en douane;
- beschikbaarheid en kosten van personeel;
- flexibiliteit arbeidswetgeving (shifts, nachtdiensten);
- back office (kosten en beschikbaarheid gekwalificeerd personeel);
- beschikbaarheid en kosten van kwalitatief goed vastgoed.

Een fysiek winkelbedrijf (Bricks-and mortar) bedient veelal vaste relaties. Bij e-commerce zijn de klanten vaak veel meer divers. Daarnaast is de goederenstroom bij een fysieke winkel meer eenzijdig van winkelier naar consument. Bij e-commerce retourneren de consument vaker, met als gevolg een tweezijdige goederenstroom. Bij fysieke winkels is de bestemming van producten meer geconcentreerd dan bij e-commerce. Bij fysieke winkels beperkt de bestemming van de verkochte

producten zich vaak tot de buurt waar de winkel zich bevindt. Bij e-commerceverkoop lopen de bestemmingen van de verkochte producten veel meer uiteen, omdat iedere klant in Nederland met internet een potentiële klant is. Dit is een van de redenen dat de vraag bij e-commerce veel dynamischer en minder voorspelbaar is dan bij een fysieke winkel (Business logistics, 2014).

| | Bricks-and-mortar | E-commerce |
|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| Klant | Vaste relaties | Wisselende relaties |
| Goederenstroom | Eenrichting | Tweerichtingen |
| Ordergrootte | Meer dan 1.000 euro | 10-500 euro |
| Handling | 20-50 eenheden/m ³ | 50-500 eenheden/m ³ |
| Bestemmingen | Geconcentreerd | Verspreid |
| Besturing | Push-pull | Pull |
| Vraag | Stabiel en voorspelbaar | Dynamisch en onvoorspelbaar |
| Servicegraad | 98-99% | 100% |
| Verantwoordelijkheid | Per schakel | Kop-staart |

Bron: Business Logistics, 2014

Door de toenemende e-commerce is een trend zichtbaar dat steeds grotere distributiecentra worden gebouwd, de zogenaamde XXL-distributiecentra. In 2020 werden 31 XXL-distributiecentra ontwikkeld in Nederland (Buck Consultants International, 2021). Een XXL-distributiecentrum is een megadistributiecentrum van meer dan 40.000 m² (Buck Consultants International, 2021). De drijvende kracht achter de ontwikkeling van de XXL-distributiecentra is de wereldwijde verlegging en vergroting van de supply chain. Dit komt mede door de groeiende wereldhandel, waardoor Europese distributieoplossingen ook voor Amerikaanse en Aziatische multinationals worden uitgevoerd (Buck Consultants International, 2020). Ook zorgt een consolidatie van logistieke dienstverleners voor een toename van de vraag naar XXL-distributiecentra. Daarnaast is schaalgrootte noodzakelijk voor de toepassing van de nieuwste technologie, voldoende voorraad en ruimte voor pakken en vervoeren (Buck Consultants International, 2021).

De bouw van de XXL-distributiecentra wordt gedreven door een hogere mate van efficiëntie. Deze genereert uiteindelijk een lagere prijs per product. Verder leidt de lage rente ertoe dat investeringen in logistiek vastgoed aantrekkelijker worden. Daardoor kan de realisatie van XXL-distributiecentra gemakkelijk verwezenlijkt worden (Buck Consultants International, 2020). In de afgelopen drie jaar heeft Nederland een stijging van honderd procent gekend in ontwikkelingen van XXL-distributiecentra (Buck Consultants International, 2020). In de periode 2015-2017 werden dertig XXL-distributiecentra in Nederland gerealiseerd en in 2018-2020 zestig (Buck Consultants International, 2020).

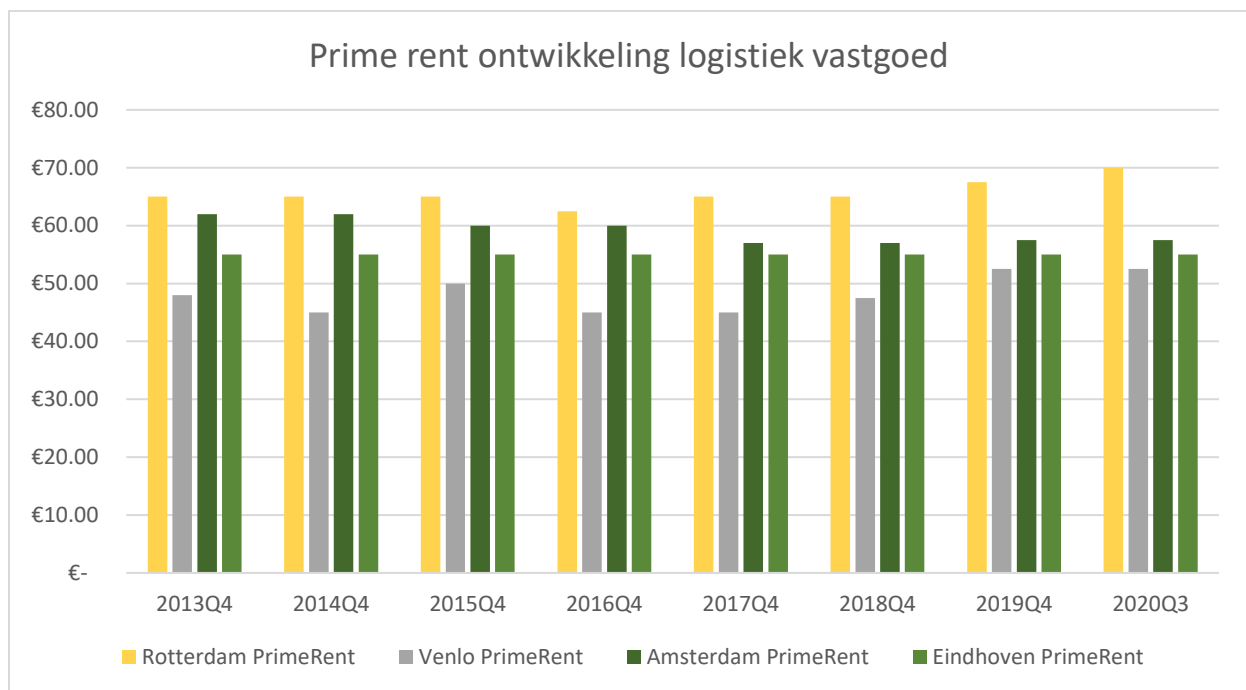
3.6 Gebruikersmarkt van logistiek vastgoed

Logistiek dienstverleners, ook wel de 'third party logistics providers', regelen de logistieke goederenstroom voor de klant. De opdrachtgevers van de logistieke dienstverleners worden ook wel de 'verladers' genoemd. Er zijn vijf soorten serviceniveaus binnen de logistiek, die oplopen van '1 party logistics' tot en met '5 party logistics' (Saloodo.com, 2020). De eerste party logistics zijn de verladers die het logistieke proces niet uitbesteden en de eigen supply chain uitvoeren. Het tweede niveau van party logistics betreft dat transportdiensten voor een specifiek segment worden uitbesteed, zoals vliegtransport. Het derde niveau van party logistics zijn de logistieke dienstverleners die de goederenstroom organiseren. Dat gaat meestal gepaard met de huisvesting regelen. Het vierde en vijfde niveau van party logistics zorgen voor de gehele goederenstroom. Deze nemen ook de administratie en klantenservice over van de verlader (Saloodo.com, 2020).

Bedrijven huren deze verladers in om kosten te besparen, de focus op de kernbedrijfsvoering te behouden en de flexibiliteit te behouden (Logistiek, 2020). Bedrijven besteden bij deze verladers ook meestal de administratieve afwikkeling uit. Indien de logistieke dienstverlener de administratie ook overneemt, samen met de afwikkeling van de goederenstromen, wordt dit 'supply chain management' genoemd (vierde niveau van party logistics). Het supply chain management wordt voor het grootste gedeelte uitgevoerd in het distributiecentrum. De logistieke dienstverlener XPO Logistics doet bijvoorbeeld de distributie voor H&M, Guess en Ikea. Een andere logistiek dienstverlener is DSV. DSV verzorgt de distributie voor bijvoorbeeld John Deere en Patagonia. Daarnaast zijn er bedrijven die de eigen logistiek uitvoeren en coördineren. De goederen zijn eigendom van de verladers en daarom is het van groot belang de distributie vanuit Nederland te laten organiseren. Dit komt doordat Nederland een gunstig fiscaal regime heeft. Om deze reden sturen de verladers eropaan de distributie te laten plaatsvinden, ofwel te laten organiseren, in Nederland (Buck Consultants International, 2021).

De logistiek provider wil graag dat de looptijd van de huurovereenkomst met de vastgoedeigenaar gelijkloopt met de looptijd die afgesloten is met de verlader. Zo kunnen situaties worden voorkomen waarin het distributiecentrum wel verhuurd is, maar niet gebruikt wordt door de logistieke dienstverlener. De verlader heeft baat bij een zo kort mogelijk lopende serviceovereenkomst met de logistieke dienstverlener. Dit zorgt ervoor dat de logistieke dienstverlener continu dient te presteren, zodat de verlader bij de logistieke provider blijft. Echter, dit leidt ertoe dat de logistieke providers kortere huurovereenkomsten willen afsluiten die gelijklopen met de serviceovereenkomsten. Deze kortere huurovereenkomsten zijn niet kostenefficiënt voor de vastgoedbeleggers. Dit is het geval, aangezien de waarde van het vastgoed deels bepaald wordt door de looptijd van de huurovereenkomsten (Buck Consultants International, 2019).

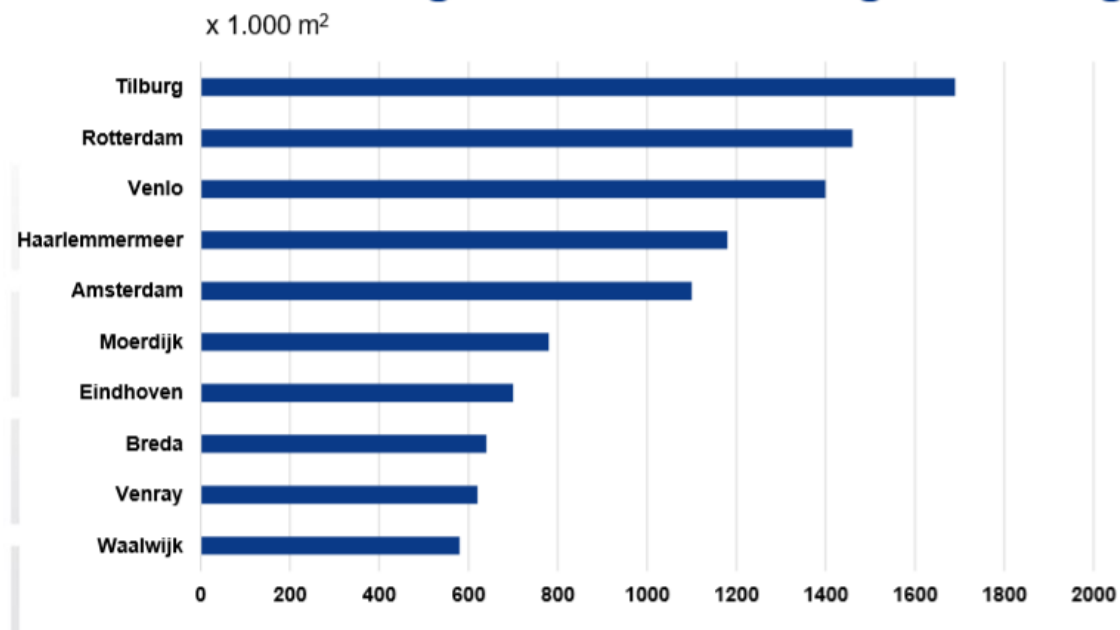
De huurprijzen op logistieke hotspots zijn de afgelopen jaren relatief stabiel gebleven. Figuur 7 geeft de huurniveaus weer van prime logistieke huurniveaus in Rotterdam, Venlo, Amsterdam en Eindhoven in de periode 2013-2020. De huurniveaus zijn de afgelopen jaren weinig veranderd, ondanks de sterke toename van de vraag naar kwalitatief goed logistiek vastgoed. Deze stabiliteit in huurniveaus is niet in lijn met de verwachtingen. Dit zou verklaard kunnen worden door de toevoeging van veertig procent voorraad in de afgelopen tien jaar. Daardoor beweegt het aanbod relatief mee met de toename van de vraag naar kwalitatief goed logistiek vastgoed (Savills, 2020). De prime huurprijzen voor logistiek vastgoed in Rotterdam zijn gestegen van € 65 p/m² in 2013 naar € 70 p/m² in 2020 (CBRE, 2020). In Amsterdam is het huurniveau de afgelopen jaren afgenomen van € 62 p/m² naar € 57,50 p/m² (CBRE, 2020).



Figuur 7: Eigen bewerking auteur en CBRE 2020

De gemeenten met de grootste voorraad logistiek vastgoed worden weergegeven in Figuur 8. Deze bron illustreert dat in Tilburg, Rotterdam en Venlo al meer dan 1,4 miljoen m² logistiek vastgoed is ontwikkeld. In 2019 is Tilburg-Waalwijk uitgeroepen tot Logistieke Hotspot van het Jaar in Nederland (Logistiek.nl, 2019). Op de tweede plaats komt de Venlo-Venray-corridor (logistiek.nl, 2019).

Gemeenten met de grootste voorraad logistiek vastgoed



Figuur 8: Buck Consultants International, 2019

3.7 Beleggen in logistiek vastgoed

Beleggen in vastgoed wordt beschouwd als een manier om de portefeuille te diversifiëren. Mede daardoor, en door de theorieën van Markowitz (1952) en ALM, beleggen institutionele partijen in logistiek vastgoed. Naast de diversificatiemogelijkheden wordt beleggen in logistiek vastgoed beschouwd als inflatiebescherming. Veel pensioenfondsen hebben namelijk de doelstelling de pensioenen te indexeren met de inflatie.

De logistieke markt is in Nederland getransformeerd van een eigenaar-gebruiker-markt naar een professionele investeringsmarkt. Eerder was circa 50% van het vastgoed verhuurd aan de belegger, maar dit percentage is in de afgelopen jaren gegroeid naar 70%. Dit komt mede door de grote vraag van internationale beleggers, zoals Aberdeen, Frasers, Patrizia en Logicor/Blackstone. Deze grote internationale beleggers kiezen Nederland vanwege de strategische ligging in Europa (Hesse, 2004). Daarnaast kiezen grote buitenlandse beleggers, voor grote investeringen in logistiek vastgoed, voor Nederland vanwege de langere huurcontracten die worden afgesloten met huurders ten opzichte van omliggende landen. Dit zorgt voor een voorspelbaarder rendement en inflatiebescherming.

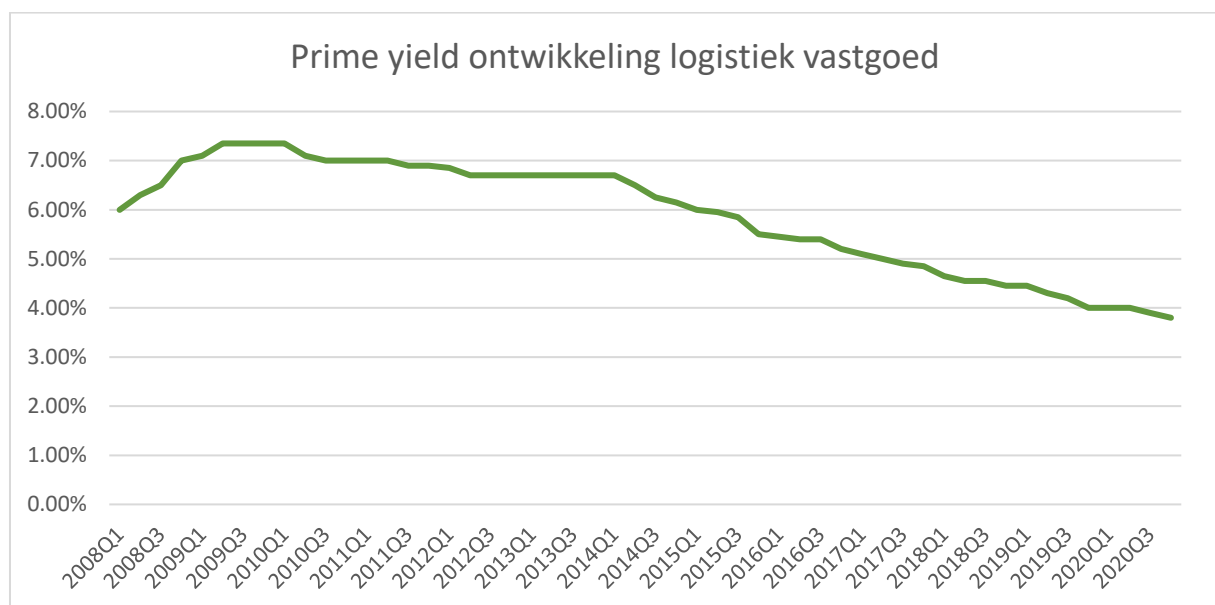
Deze redenen hebben ertoe geleid dat Nederlands logistiek vastgoed zich heeft ontwikkeld tot een volwassen investeringsmarkt. Dit wordt onder andere afgespiegeld in de historisch lage aanvangsrendementen die beleggers momenteel betalen voor prime logistiek vastgoed (Savills, 2020).

Het verband tussen economische groei en behaalde rendementen op vastgoedbeleggingen is sterk. Een specifieke economische indicator voor de vraag naar logistieke ruimte is de groei van de export en import. Daarnaast heeft de groei van de industriële productie en het vrachtvervoer een positieve invloed op de vraag naar logistieke ruimte, evenals het vertrouwen in de fabricagesector (Van Gool, Jager, Theebe en Weisz, 2013). Door de verdere opkomst van e-commerce neemt de vraag vanuit de gebruikersmarkt toe. Daarnaast is sprake van een consolidatieslag van grote logistieke providers, wat leidt tot meer kredietwaardige huurders. Daarnaast zijn de bezettingsgraden hoog en de

leegstandperioden kort (Savills, 2020). Dit wordt mede veroorzaakt door de algehele groei van de economie, Nederland als gateway van Europa, de stijgende import en export en de toenemende mate van e-commerce.

Beleggers en internationale beleggers hebben een groot vertrouwen in Nederlands logistiek vastgoed. Dat vertrouwen wordt mede ingegeven door de lange huurcontracten die in Nederland gebruikelijk zijn. De toenemende interesse van beleggers leidt ertoe dat de theorie van vraag en aanbod geldt. Door de grote vraag naar logistiek vastgoed dalen de aanvangsrendementen, wat een prijsopdrijvend effect heeft. In 2010 werden transacties uitgevoerd voor kwalitatief hoogwaardig logistiek vastgoed van ongeveer 7,5%. Momenteel worden in de markt transacties gerealiseerd met een bruto-aanvangsrendement van 3,8% (CBRE, 2020).

Het beleggingsvolume in logistiek vastgoed bedroeg in 2020 € 4 miljard (CBRE, 2021). Dit bedrag is mede te danken aan het groeiende aandeel van e-commerce. Daardoor blijft de logistiekvastgoedsector, ondanks COVID-19, goed presteren (CBRE, 2021).

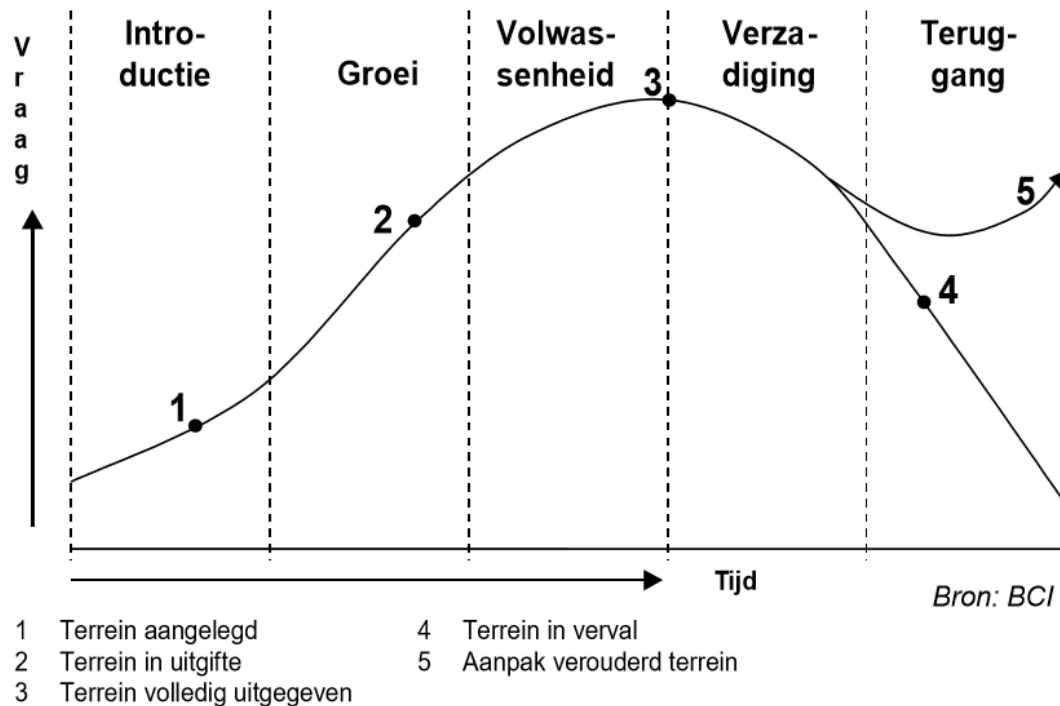


Bron: Eigen bewerking auteur en CBRE 2020

3.8 De levenscyclus van logistiek vastgoed

De levenscyclus van logistiek vastgoed is anders dan in andere sectoren. Dit komt mede doordat de gemeente of provincie een bedrijventerreinlocatie aanwijst. Hierdoor wordt de 'zoning' aangepast, waarna een bedrijventerrein aangelegd wordt (Buck Consultants International, 2019). Als dat uitgevoerd is, wordt de grond uitgegeven aan ontwikkelaars, beleggers of gebruikers. Op een bepaald moment is het bedrijventerrein dan volledig uitgegeven, waarna na verloop van tijd veroudering van het vastgoed optreedt. Dit leidt ertoe dat het verouderde logistieke vastgoed niet meer aan de huidige wensen van gebruikers en de wet- en regelgeving voldoet (Buck Consultants International, 2019). Dan bestaat de optie het verouderde vastgoed te herontwikkelen of het in verval te laten raken. In Figuur 9 wordt een illustratie weergegeven van dit proces.

De levenscyclus van bedrijventerreinen



Figuur 9: Buck Consultants International, 2019

3.9 Verwachting logistiek vastgoed in 2021

Buck Consultants International (2021) heeft een onderzoek verricht naar de verwachting van logistiek vastgoed in 2021. De onderzoeksresultaten zijn verzameld op basis van informatie van de twintig grootste logistiekvastgoedontwikkelaars en -beleggers in Nederland. Gezamenlijk representeren deze twintig partijen circa 80-90% van de markt. In 2020 is voor ruim 2,6 miljoen m² ontwikkeld. Dit is circa 15% minder dan in de topjaren 2018 en 2019 (Buck Consultants International, 2021). De verwachting is dat in 2021 ook circa 2,6 miljoen m² wordt ontwikkeld, terwijl eerder nog een daling van 30% werd verwacht. De extra vraag van e-commerce en food- en farmaceutische bedrijven leidt tot optimisme bij ontwikkelaars en beleggers.

De belangrijkste verwachtingen voor 2021 zijn volgens Buck Consultants International als volgt:

- ruim 2,6 miljoen m² wordt ontwikkeld;
- de huren stijgen met 2,5-3,5%;
- de aanvangsrendementen dalen met 20-30 basispunten;
- de realisatie van XXL-distributiecentra blijft op het hoge niveau van 2020 (ongeveer 31);
- forse groei van city hubs van 5000-10000 m² (ongeveer 34).

De twintig grootste logistiekvastgoedontwikkelaars en -beleggers verwachten dat de prime yield voor logistiek vastgoed verder zal dalen met 20 tot 30 basispunten (Buck Consultants International, 2021). Daarnaast hebben zij de verwachting dat de huren van distributiecentra dit jaar zullen stijgen met circa 2,5-3,5% (Buck Consultants International, 2021).

3.10 Korte samenvatting

Hoofdstuk 3 gaat in op de definitie van 'logistiek vastgoed'. Daarna is beschreven op welke wijze Nederland zich ontwikkeld heeft als gateway van Europa. Verder wordt ingegaan op de supply chain en de vestigingsplaatskeuze van gebruikers. Vervolgens worden de huidige e-commerceontwikkelingen beschreven. Op het einde wordt ingegaan op de logistieke gebruikers- en beleggersmarkt.

Methodologie

4.1 Onderzoek ontwerp

Het onderzoek bestaat uit een combinatie van analyse van de risicopremie en een kwalitatief onderzoek. Voor het kwalitatief onderzoek zijn tien logistiekvastgoedexperts geïnterviewd. De interviews hebben als doel informatie te verzamelen om trends en risico's in kaart te brengen. Daarnaast is door middel van het kwalitatief onderzoek getracht de risico's te identificeren die gepaard gaan met de huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen. Het kwalitatief onderzoek maakt gebruik van interviews die zijn afgenomen met de belangrijkste huidige stakeholders van logistiek vastgoed. Deze stakeholders zijn al jaren actief als adviseur, belegger, ontwikkelaar en gebruiker in de logistiekvastgoedsector.

Om te bepalen op welke wijze de prime yield van logistiek vastgoed zich ontwikkeld heeft in verhouding tot de risicovrije rente, is gebruikgemaakt van een analyse. Gebruik is gemaakt van de aanvangsrendementcijfers van vastgoedadviseur CBRE (2020) over de afgelopen tien jaar. De aanvangsrendementen in dit onderzoek refereren alleen naar prime logistiek vastgoed. Dit wil zeggen het beste logistieke vastgoed uit de markt, gelegen op logistieke hotspotlocaties. Verder voldoet prime logistiek vastgoed aan de hedendaagse eisen van kwalitatief logistiek vastgoed.

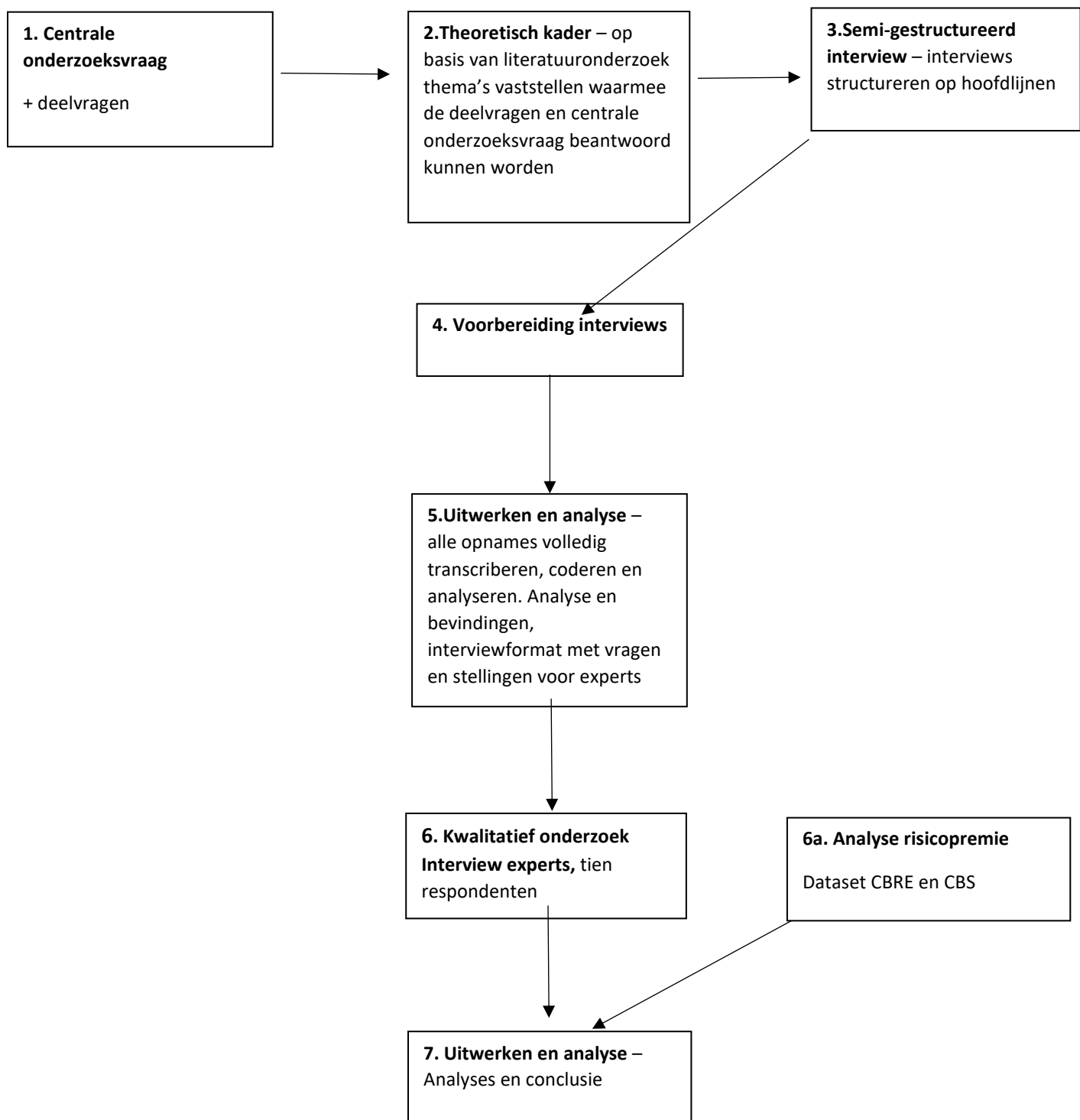
Voor de risicovrije rente is de tienjarige rente op Nederlandse staatsobligaties gekozen (Paragraaf 2.3). De rente van de staatsobligatie is verkregen op www.cbs.nl.

4.2 Onderzoeksmethode

Interviews afnemen is een geschikte methode voor een verkennend en kwalitatief onderzoek (Baarda, et al., 2013). Door de flexibiliteit van een interview en de mogelijkheid tot doorvragen op onverwachte antwoorden kunnen de experts aangeven wat ze voelen en denken. Hierdoor kunnen de overtuigingen van de experts worden achterhaald.

Door middel van interviews is getracht de langetermijnvisies, risico's en andere logistiekvastgoedtrends van de grootste logistieke stakeholders vast te stellen. Een ander doel van de interviews is inzicht verkrijgen in de beweegredenen om in logistiek vastgoed actief te zijn. Daarnaast is getracht de huidige trends volgens de experts te achterhalen en inzicht te verkrijgen in de invloed van het coronavirus op de logistieke markt.

De interviewvragen zijn opgesteld op basis van de deelvragen en hoofdvraag van dit onderzoek. Om structuur aan te brengen aan het interview, zijn de vragen voorbereid, maar bestaat tevens flexibiliteit om daarvan af te wijken. Dit dient om de overtuigingen van de experts beter in kaart te brengen. De interviews dragen bij aan beantwoording van de deelvragen en hoofdvraag. De experts is ook gevraagd bij een aantal vragen een praktijkvoorbeeld te geven. Op deze wijze worden de stellingen van de expert onderbouwd. Dit maakt deel uit van de narratieve analyse. Daarbij worden praktijkvoorbeelden en opvattingen van de experts beschreven (Baarda, et al., 2013). In Figuur 10 wordt een schematisch overzicht weergegeven van de onderzoeksmethode.



Figuur 10: Eigen bewerking auteur, schematische weergave onderzoek opzet

4.3 Logistiekvastgoedexperts

1. De belegger

De geïnterviewde beleggers zijn actief bij de grootste investeerders in logistiek vastgoed. Daar zijn zij onder andere verantwoordelijk voor investeringen in de Nederlandse logistieke markt. De geïnterviewde beleggers zijn werkzaam bij Patrizia, Aberdeen en Urban Industrial. De beleggers hebben de afgelopen jaren voor meer dan een miljard euro aan logistiek vastgoed gekocht in Nederland. Deze investeerders worden beschouwd als een aantal van de grootste beleggers in de logistiekvastgoedsector in de Nederlandse markt.

Patrizia heeft recentelijk bij de aankoop van een distributiecentrum een bedrag van € 73 miljoen betaald, oftewel een BAR van 3.8%. Dat is het laagste rendement dat ooit in Nederland gerealiseerd is voor een bestaand gebouw (Logistiek, 2021). Daarnaast heeft het een deel van de portefeuille van DHG gekocht voor circa € 131 miljoen. Ook heeft het in het vierde kwartaal van 2020 voor € 65 miljoen een distributiecentrum gekocht in Veghel (Logistiek, 2020). Aberdeen heeft recentelijk in Cuijk voor € 60 miljoen een distributiecentrum gekocht. Daarnaast wil het de komende drie jaar groeien naar een portefeuille tot € 1 miljard. Het gaat ook mee met de yelddaling die is ingezet in de logistiekvastgoedmarkt. Urban Industrial heeft in het vierde kwartaal van 2020 de vijf distributiecentra gekocht van PostNL voor een bedrag van € 150 miljoen. Deze hebben een totale oppervlakte van 160.000 m² (Logistiek, 2020). Daarnaast heeft het een Nederlandse portefeuille ter waarde van circa € 1 miljard.

2. De makelaar

De geïnterviewde makelaars zijn allen verantwoordelijk voor de logistieke afdeling van de bedrijven waar ze werkzaam zijn. De geïnterviewde experts werken bij BNP Paribas Real Estate, Cushman & Wakefield en CBRE. Deze drie partijen behoren tot de meest toonaangevende adviseurs van de Nederlandse markt. De geïnterviewde experts lopen al lange tijd mee in de logistiekvastgoedmarkt. Zij adviseren beleggers en ontwikkelaars in de trajecten van verkoop, aankoop en de gebruikersmarkt. Hierbij zijn zij verantwoordelijk voor het team van logistiek van de logistiekvastgoedsector.

3. De ontwikkelaar

De geïnterviewde ontwikkelaars zijn de meest toonaangevende ontwikkelaars van de Nederlandse vastgoedmarkt. De geïnterviewde ontwikkelaars zijn werkzaam of eigenaar bij DHG, Borghese en WDP, een beleggende ontwikkelaar. Het is goed voor vele miljoenen m² logistiekvastgoedontwikkelingen per jaar. De geïnterviewde experts zijn al geruime tijd actief in de logistiekvastgoedsector.

4. De gebruiker

De gebruiker wil graag anoniem geïnterviewd worden. De geïnterviewde expert is werkzaam bij een van de grootste logistiekdienstverleners van Nederland. Daarnaast ontwikkelt deze zelf gebouwen voor eigen gebruik.

De experts zijn op basis van logistiekvastgoedkennis geselecteerd. Zij vormen een representatieve selectie van de gehele logistiekvastgoedsector. De experts vertegenwoordigen de belangrijkste actoren van de logistiekvastgoedmarkt: beleggers, ontwikkelaars, adviseurs en gebruikers.

Alle experts zijn individueel geïnterviewd in persoon of door middel van Microsoft Teams. Daarbij is de vragenlijst gespecificeerd op het vakgebied waarin ze werkzaam zijn. Voorafgaand aan het interview is het doel van het onderzoek medegedeeld. Daarbij is aangegeven dat daarvoor graag de marktkennis van de experts gebruikt wordt. Verondersteld wordt dat de marktkennis van de geïnterviewde experts toereikend is, omdat zij zich op de top van de logistiekvastgoedmarkt begeven.

4.4 Methoden van dataverzameling

Voor de dataverzameling wordt in het kwalitatief onderzoek gebruikgemaakt van de wetenschappelijke literatuur over beleggen in algemene zin. Daarnaast is meer specifiek beleggen in onroerend goed bekeken, evenals literatuur over logistiek vastgoed. De data voor het kwalitatief onderzoek bestaan daarmee uit de interviews met vastgoedexperts en de wetenschappelijke

literatuur. Alle interviews zijn opgenomen met een voicerecorder en achteraf uitgeschreven. De interviews zijn terug te lezen in Bijlage 1.

De experts zijn tien vragen gesteld met een open karakter. Zodoende zijn de experts ertoe bewogen zoveel mogelijk hun marktkennis en eigen inzichten te delen en algemene antwoorden te vermijden. De volgende tien vragen zijn gesteld:

1. *Het aanvangsrendement wordt bepaald door:
risicovrij rendement + risico opslag – groeiverwachting
Logistiek vastgoed is nu zo in trek bij beleggers dat de aanvangsrendementen op sommige plekken vergelijkbaar zijn met die van kantoren in Londen. Wat vindt u van de huidige aanvangsrendementen die beleggers betalen voor prime logistiek vastgoed?*
2. *Hoe ziet u de ontwikkeling van het coronavirus op de gebruikersmarkt en de beleggingsmarkt?*
3. *Wat ziet u als de grootste uitdagingen voor logistiek vastgoed de komende jaren?*
4. *Voor woningbouw is een winstmarge van 20% aan de bovenkant. Echter, bij logistieke ontwikkelingen zie je bij ontwikkelaars een hogere winstmarge. Wat vindt u ervan, als adviseur/belegger/gebruiker, dat de winstmarge voor logistieke ontwikkelaars zo hoog is?*
5. *Wat vindt u van het maatschappelijke debat over de ‘verdozing’ van Nederland. Ziet u daar risico’s in?*
6. *Wat ziet u als de grootste risico’s en uitdagingen voor logistiek vastgoed?*
7. *Welke positie neemt uw bedrijf in, in de logistieke keten?*
8. *Op de kantorenmarkt is veel verouderd aanbod weggehaald door middel van transformatie. Met logistiek vastgoed is dit lastiger te realiseren vanwege de locatie. Hoe ziet u straks de markt als verouderde logistieke gebouwen terugkomen op de markt die niet meer voldoen aan de hedendaagse eisen?*
9. *De logistieke providers behalen een heel lage winstmarge. Wat vindt u ervan dat de logistieke providers zo een kleine winstmarge van 3-5% hebben en relatief weinig winst maken ten opzichte van de kosten die ze maken?*
10. *Hoe ziet u de logistiekvastgoedmarkt over tien jaar?*

5 Onderzoeksresultaten

In dit hoofdstuk worden de onderzoeksresultaten weergegeven. Daarmee wordt antwoord gegeven op de volgende deelvragen:

- *Waarom investeren beleggers in (logistiek) vastgoed?*
- *Hoe heeft de prime yield van logistiek vastgoed zich ontwikkeld in verhouding tot de risicovrije rente?*
- *Welke invloed heeft het coronavirus gehad op de gebruikers- en beleggingsmarkt?*
- *Welke risicofactoren kunnen worden onderscheiden in logistiek vastgoed?*

5.1 Waarom Investeren beleggers in (logistiek) vastgoed?

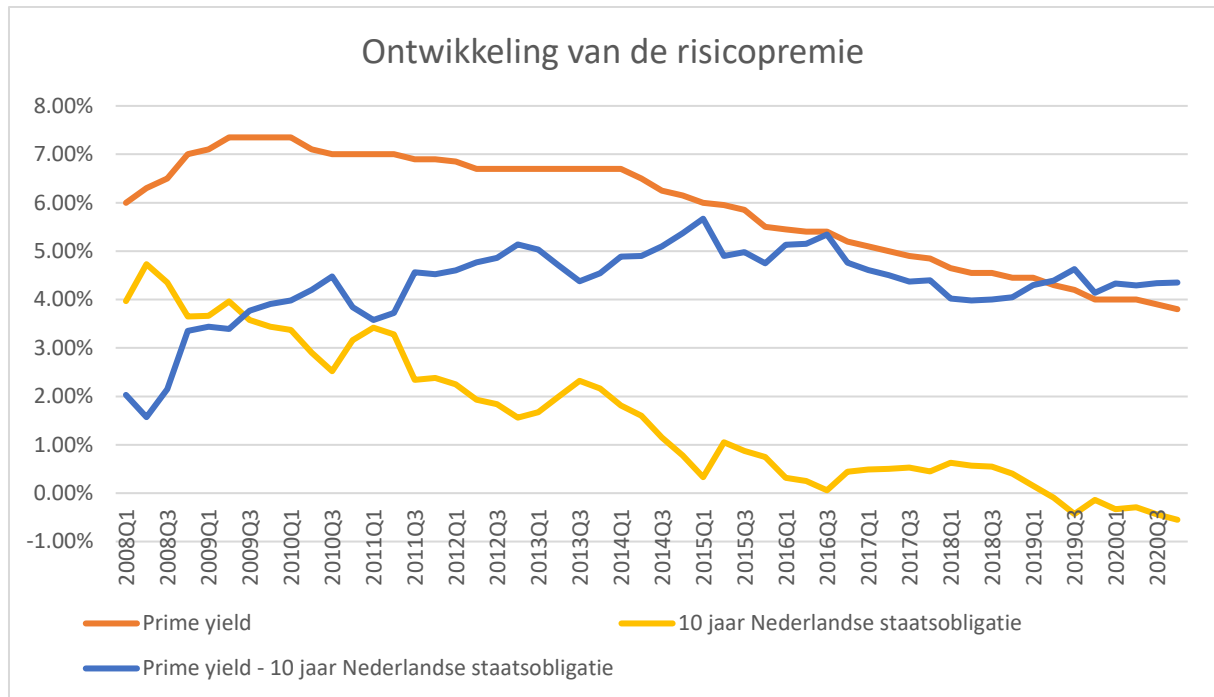
In Paragraaf 2.1 en 2.2 zijn de diversificatiemogelijkheden benoemd als reden om te beleggen in vastgoed. In de literatuur zijn de beweegredenen van beleggers bepaald om te beleggen in logistiek vastgoed. Hieronder wordt een samenvatting weergegeven van de beweegredenen die experts hebben beschreven.

1. *Stabiel rendement, en de verwachting dat de risico's in logistiek vastgoed in vergelijking met andere asset classes heel laag zijn (Aberdeen, 2021).*
2. *Er wordt een deel van de investeringsportfolie in obligaties geïnvesteerd, er wordt een deel in aandelen geïnvesteerd en een deel in vastgoed, en dat vastgoed wordt ook weer opgesplitst. Eigenlijk is het puur rationeel om in logistiek te beleggen. Dat is vanuit een oogpunt dat investeerders een gespreid risicoprofiel willen hebben. Ze maken een soort profiel waarbij zij denken dat zij een balans hebben in risico versus het rendement dat ze willen behalen, meestal om pensioenen uit te betalen, et cetera. Dus eigenlijk wordt de keuze om in logistiek te gaan, die wordt gemaakt voordat wij dat geld krijgen. Wij krijgen het geld nadat ze daar een beslissing over hebben genomen. Ga logistiek voor ons kopen met een bepaald risicoprofiel, maar meestal is dat risico en rendement. Ze willen gewoon bepaalde rendementsvereisten behalen. En daar maken wij dan een strategie bij: wat kan je dan het beste kopen om dat te behalen? Nou is wel zo, natuurlijk als je kijkt, logistiek is op dit moment wel een volwaardige asset class geworden. Je ziet gewoon dat die vooruitzichten heel positief zijn (Patrizia, 2021).*
3. *Door bij schaarste locaties dicht bij de stad te beleggen, denken wij dat het een veilige stabiele belegging is voor de lange termijn (Urban Industrial, 2021).*
4. *De pijl aan financiële middelen, waarbij de rente nog erg laag is. Het doel om rendement te maken van internationale investeerders is daardoor, in acht nemend de risico's van logistiek vastgoed, een heel erg interessante investeringsmarkt. Alle elementen bepalen een risicoprofiel van een belegger. Door investeringsdruk, de wederverhuurbaarheid en dynamiek op de gebruikersmarkt, ziet de belegger minder risico's ten opzichte van andere asset classes (CBRE, 2021).*

De antwoorden van de experts komen in grote lijnen overeen met de literatuur in Paragraaf 2.1 en 2.2. De antwoorden van de experts komen namelijk overeen met de literatuur over de risicorendementsverhouding, stabiele beleggingen, diversificatiemogelijkheden en inflatiebescherming.

5.2 Hoe heeft de prime yield van logistiek vastgoed zich ontwikkeld in verhouding tot de risicovrije rente?

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op de volgende deelvraag: *Hoe heeft de prime yield van logistiek vastgoed zich ontwikkeld in verhouding tot de risicovrije rente?* Hiervoor is gebruikgemaakt van de database van vastgoedadviseur CBRE en de database van het CBS.



Figuur 11: Eigen bewerking auteur, ontwikkeling van de risicopremie van logistiek vastgoed

De risicopremie van de logistiekvastgoedmarkt heeft onder andere betrekking op huurdersrisico's, fysieke-objectrisico's, vastgoedmarktrisico's, macro-economische risico's en juridische risico's. De blauwe lijn in Figuur 11, de risicopremie, is de prime yield minus de tienjarige Nederlandse staatsobligatie. Ten tijde van de financiële crisis is de risicopremie voor logistiek vastgoed gestegen van circa 2% in 2008 tot circa 5% op het diepste punt van de recessie in 2013. Na 2013 heeft de risicopremie gefluctueerd tussen 4% en 5,5%. De ontwikkeling van de risicopremie is de afgelopen drie jaar redelijk constant geweest, namelijk 4%-4,5%. De yieldcompressie die de afgelopen jaren heeft plaatsgevonden op de logistiekvastgoedmarkt is, zo blijkt uit dit onderzoek, te danken aan de daling van de risicovrije rente.

5.3 Welke invloed heeft het Coronavirus gehad op de beleggingsmarkt?

De experts zijn unaniem dat de logistiekbeleggingsmarkt niet tot stilstand is gekomen door het coronavirus. Zij geven bij meerdere situaties aan dat de beleggingsmarkt 'gewoon' doorging. Verder geven zij aan dat er veel nieuwe toetreders zijn door de her allocatie van kapitaal van kantoren en retail naar logistiek. Daarnaast benoemen zij dat tijdens transacties de deals niet werden opgeblazen vanwege het coronavirus. Dit toont aan dat het coronavirus geen negatieve invloed heeft gehad op de beleggingsmarkt. Dit komt overeen met de onderzoeken van CBRE (2021) en Savills (2020). Het

onderzoek van CBRE geeft onder andere aan dat € 4 miljard logistiekbeleggingsvolume is gerealiseerd. Hieronder wordt een selectie weergegeven van situaties die experts beschrijven over de beleggingsmarkt:

- 1. Wij verkochten bijvoorbeeld een leeg distributiecentrum in Zeewolde aan een belegger met een huurgarantie. Wij dachten dat de koper op ieder moment de stekker er zou uittrekken. Echter, er is geen een extra onderhandeling over geweest en de transactie is gewoon doorgedaan (Borghese, 2021).*
- 2. De beleggingsmarkt heeft een enorme boost gekregen, als je kijkt naar het aantal nieuwe toetreders. Partijen die voornamelijk in de kantorenmarkt actief waren, betreden nu ook de logistiekvastgoedsector. Dus dat heeft natuurlijk een boost gegeven aan deze sector. Als jij gewend bent om kantoor te kopen en je gaat de returns bekijken, is de logistieke sector veel interessanter. Ook al betaal je een yield onder de vier procent voor logistiek. Onderaan de streep hou je hele andere returns over dan dat je een kantoorgebouw koopt op dit moment (Patrizia, 2021).*
- 3. Die heeft op zich geen afremmend effect op de huidige markt, niet zozeer dat er niet meer risico is bijgekomen. Want er gaan gewoon partijen omvallen, in 2021 en 2022 gaat dat gebeuren. We zien natuurlijk dat er ook meer gebruikgemaakt wordt van logistiek door corona, dus we verwachten dat het overall tegen elkaar uitweegt. Op microlocaties gaat het elkaar niet uitwegen, maar het belangrijkste wat ervoor zorgt dat er heel veel beleggers uit retail en kantoren allemaal ook naar logistiek gaan kijken. De druk op de logistieke investeringsmarkt is enorm. En dan kun je wel je bedenkingen hebben bij bepaalde zaken. Echter, als je het geld wilt investeren, dan zul je haast wel moeten, al het kapitaal moet ergens naar toe (Aberdeen, 2021).*
- 4. We zien bij de eerste lockdown iedereen op de rem trappen en iedereen in paniek raken. Daarna zien we vliegensvlug de business toenemen, en tuurlijk zien we partijen die het lastig hebben, zoals fashionhuurders, maar er zijn ook veel winnaars (CBRE, 2021).*
- 5. Wij hebben verschillende divisies: BTB, supply chain, zeevracht en vrachtwagens op de weg, luchtvracht en daarnaast e-commerce. Elke divisie heeft een vastgoedstrategie, waarbij e-commerce strategisch belangrijk is voor ons netwerk voor de toekomst. Waar ze zullen makkelijk tussen de 10-25 jaar blijven zitten. Deze ontwikkelen we zelf en blijven we ook in zitten langere tijd. De supply-chainpanden die ontwikkelen wij en verkopen wij daarna meteen en andere divisies die huren wij voornamelijk. Supply chain is contractlogistiek, back-to-back, en daar zijn wij afhankelijk van klanten. Panden worden gehuurd op de looptijd van het contract. Wanneer de klant verdwijnt dan vertrekken wij meestal ook wel. De meeste klanten blijven meestal wel langere tijd, maar we willen wel de flexibiliteit (Anonieme gebruiker, 2021).*

5.4 Welke invloed heeft het Coronavirus gehad op de gebruikersmarkt?

De experts zijn het erover eens dat de logistieke gebruikersmarkt in het tweede kwartaal volledig tot stilstand kwam door het coronavirus. De experts beschrijven meerdere situaties en geven daarbij aan dat er in het tweede en derde kwartaal van 2020 weinig activiteit was op de gebruikersmarkt. Echter, de experts zien in het vierde kwartaal een grote opname van de gebruikers. Ook geven de experts aan dat weinig tot geen huurregelingen getroffen zijn met huurders. Er is niet achteruit onderhandeld en partijen wilden niet minder gaan huren. Verder geeft de anonieme logistieke

gebruiker aan dat de corona-impact overall goed heeft uitgepakt. Dit komt overeen met marktrapporten van CBRE (2021) en Savills (2020). Daarin wordt namelijk aangegeven dat er een opname was van ongeveer 2 miljoen m². Dat is circa negen procent minder dan vorig jaar. De invloed van het coronavirus op de gebruikersmarkt is daardoor over de gehele sector beperkt. Hierbij zijn er tevens winnaars en verliezers. Hieronder wordt een selectie weergegeven van situaties die experts beschrijven over de beleggingsmarkt:

- 1. Deze zie ik nog niet op de gebruikersmarkt. Ik wil ook niet zeggen dat ik hier een glazen bol voor heb. Maar we hebben afgelopen jaar huurcontracten gesloten met diverse partijen en die partijen zijn allemaal beïnvloed door corona. Echter heeft dit niet geleid dat de onderhandelingen zijn stopgezet, achteruit werd onderhandeld of dat die partijen minder wilden gaan huren. Eigenlijk zijn die trajecten met een stoplicht tot stilstand gekomen in maart/april en een maand later is er weer doorgespeeld (Borghese, 2021).*
- 2. De gebruikersmarkt in 2020 was de opname 2,1 miljoen m². Dat is negen procent minder dan vorig jaar, waarbij Q1 en Q4 hele hoge volumes werden opgenomen. Q2 en Q3 waren slecht door de lockdown natuurlijk. De markt heeft zich goed staande weten te houden door de spreiding van het klantenbestand van de logistieke providers (CBRE, 2021).*
- 3. De COVID-impact is overall goed uitgepakt, want wij doen verschillende takken van sport, express, zeevracht, pakketten, luchtvracht. Voor de pakketten en luchtvracht heeft het toegenomen, voor supply chain heeft meer last door automotive. Dus overall is het beter geworden (Anonieme huurder, 2021).*
- 4. Ik geloof dat internetverkoop een boost hebben gekregen en dingen verstedelijk heeft. Dingen die normaal vijf jaar duren, gebeuren nu in een paar maanden. Gedeelte zal wel blijven, penetratiegraad van internetverkoop is verhoogd (Urban Industrial, 2021).*
- 5. Die heeft op zich geen afremmend effect op de huidige markt, niet zozeer dat er niet meer risico is bijgekomen. Want er gaan gewoon partijen omvallen, in 2021 en 2022 gaat dat gebeuren. We zien natuurlijk dat ook meer gebruik gemaakt wordt van logistiek door corona, dus we verwachten dat het overall elkaar uitweegt (Aberdeen, 2021).*

5.5 Welke risicofactoren kunnen worden onderscheiden in logistiek vastgoed

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op de volgende deelvraag: *Welke risicofactoren kunnen worden onderscheiden in logistiek vastgoed?* Hiervoor zijn experts geïnterviewd. Zij hebben veel risico's benoemd bij de ontwikkeling en het beleggen van logistiek vastgoed. De ontwikkelaars zijn unaniem dat de speculatieve wildgroei zorgt dat de markt onder druk komt. Zij zien dit als het grootste risico, naast de stikstof- en PFAS-problematiek. Verder zijn ze unaniem dat de schaarste van gronden een groot risico met zich meebrengt voor de ontwikkeling van logistiek vastgoed.

Verder zien de meeste partijen risico's in de 'verdozingsdiscussie' in Nederland. Ook geven de meeste experts aan dat de lage winstmarge voor logistieke providers een risico vormt. Daarnaast geven de experts aan dat de huisvestingskosten een relatief klein onderdeel vormen van de totale kostenketen van de gebruikers.

De beleggers geven aan dat er geografische risico's zijn. De meeste experts verwachten dat secundaire logistieke locaties hard geraakt kunnen worden als niet alle seinen meer op groen staan. De experts zien een groot risico in de huidige lage aanvangsrendementen die betaald worden op secundaire locaties. Ook geven de meeste experts aan dat nu alle seinen op groen staan. Echter,

wanneer de rente stijgt en COVID toch gevolgen heeft voor de gebruikersmarkt, kunnen mogelijk zaken veranderen. De aanvangsrendementen die momenteel worden betaald, vormen ook een risico. Als er in de toekomst andere eisen aan gebouwen zijn of de financierbaarheid verandert, kunnen de rendementen onder druk komen.

Hieronder wordt een selectie weergegeven van risicofactoren die experts zien:

- 1. Het gevaar zit erin dat iedereen erin duikt, nul verstand ervan heeft en die maar gewoon gaan bouwen in de hoop dat het goed komt. Dit is de afgelopen jaren ook goed gegaan voor deze partijen. Echter, je moet wel op de goede plekken zitten en altijd heel hoge kwaliteit afleveren. Dit mis ik toch wel bij sommige ontwikkelaars, maar dit vormt wel een risico (DHG, 2020).*
- 2. Het grootste risico is de beschikbaarheid van grond, het vinden van locaties. Uiteindelijk zit daar voor beleggers ook wel een risico. Bij een portefeuillev verkoop worden de B- en C-locaties in een mandje toegevoegd en als het mandje verkocht wordt is het niet meer het probleem van de verkoper. Op den duur gaat dit soort transacties wel voor problemen zorgen bij beleggers. De aanvangsrendementen die nu op secundaire plekken betaald worden, daar gaan in de toekomst problemen mee komen verwacht ik (Borghese, 2021).*
- 3. Er zijn geografische risico's. Venlo is bijvoorbeeld een plek die alleen maar levert aan de rest van Europa. Wat gaat er gebeuren met de Nieuwe Zijderoute als Rotterdam minder belangrijk wordt? Dan gaat dat zeker plekken als Rotterdam en Venlo sterk raken. Daar zitten wel risico's, dat zijn wel langeretermijnrisico's. De huidige risico's zijn de financierbaarheid en de gebruikersmarkt. Als COVID wel echt zijn beslag legt op de economie en die doet een paar stappen terug, dan gaan er gewoon partijen omvallen en dat ga je gewoon zien in wat de banken willen. En als die niet meer willen financieren en er komt meer leegstand, die is nu op een heel laag niveau, maar als die stijgt dan gaan we elkaar weer concurreren op huurprijzen. En als de huurprijzen achteruit gaan en de betaalbaarheid gaat achteruit, dan landt heel het verhaaltje van 3.5%-4% betalen heel snel uit elkaar (Aberdeen, 2021).*
- 4. PFAS- en stikstofdiscussie is door corona even naar de achtergrond verdwenen, maar is echt nog heel actueel. Het wordt een hele grote uitdaging om aan het ontwikkelingsvolume te voldoen die we voor ogen hebben. Wij hebben als Nederland een andere rol dan bijvoorbeeld de UK. De UK is een nationale markt die alleen voor eigen gebruik hebben, waarbij Nederland de gateway van Europa is. Als je onze m²-verhouding bekijkt met een Duitsland of Frankrijk, dan zie je dat wij vele malen meer distributiecentra hebben doordat de helft voor het achterland. Die locaties en grond zijn heel schaars aan het worden (CBRE, 2021).*
- 5. De risico's van logistiek vastgoed in Nederland zijn de beschikbaarheid van gronden, vooral rond de steden. Waarbij de grootste uitdaging is voor de logistieke operatie om dicht bij de steden te komen. Ook goed personeel is erg belangrijk. Door COVID is het wel iets makkelijker. De uitdagingen zijn innovatie en robotisering, maar ook wij zijn heel erg bezig met verduurzaming. Wij willen in 2050 CO₂-neutraal zijn. Dus alles dient circulair te worden, panden voldoen, automatisering, et cetera (Anonieme gebruiker, 2021).*

6. *Dit zien we als een heel groot risico en dat is ook een groot verschil als je bijvoorbeeld kijkt bij kantoren. Bij kantoren kijk je heel specifiek naar verhuurbaarheid. Echter, bij logistiek koop je een standaardbak en that's it. Wat je in feite koopt is een huurcontract met een debiteur, en daar kijken wij wel heel goed naar. Want precies wat je zegt, die marges zijn zo flinterdun en als het een keer beetje tegenzit, dan heb je een huurder die niet meer kan betalen. Bij een kantoor kan je dan zeggen: ga maar weg, want we hebben nog steeds een gebouw wat nog steeds driekwart van de aankoopprijs vertegenwoordigt. Bij logistiek, als een huurder failliet gaat, heb je nog maar de helft van je waarde. Dus als wij onderzoek doen naar wat we kopen, kijken wij heel goed naar de convenanten. Niet elke third party logistics kopen wij (Aberdeen, 2021).*
7. *We bouwen al iets van vier jaar dezelfde soort gebouwen, bijvoorbeeld dat nog wat gaat gebeuren. Een bepaalde drie vier jaar eigenlijk dezelfde soort gebouwen en als er daar verandering in komt, andere inrichting of meer in de hoogte, dan heb je gewoon een groot probleem. Wat is dan die onderliggende waarde van de grond geworden (Patrizia, 2021)?*
8. *Tien jaar geleden was 8 m al een goede hoogte, en steeds werd het steeds hoger, nu is het 12.20 m hoog. Wat is de houdbaarheid van logistiek vastgoed? Door robotisering en automatisering dienen er waarschijnlijk andere eisen te komen aan het vastgoed. We zien allemaal de toename van het schaarse van de grond, ook de politieke agenda, daar dient wel goed naar gekeken te worden. Er zijn wel herontwikkelinglocaties nu, maar waar het om gaat is dat de nieuwbouwontwikkelingen nu over tien jaar herontwikkeld kunnen worden. Dit gaat lastig worden, doordat ze nu zo duur worden ingekocht. Dit kan wel een probleem worden (WDP, 2021).*

Conclusies

In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de centrale vraagstelling: *In hoeverre dekken de huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen de risico's die beleggers lopen in Nederland?* Op basis van de conclusie worden aanbevelingen gedaan voor vervolgonderzoek.

6.1 Beantwoording centrale vraagstelling

Allereerst zijn de redenen van beleggers geïnterviewd om in vastgoed te beleggen als onderdeel van de moderne portefeuillestrategie. Uit de literatuur is gebleken dat vastgoed van belang is voor de diversificatie van de portefeuille. Door andere assets toe te voegen wordt het specifieke risico weg gediversifieerd.

Daarnaast is uit het literatuuronderzoek gebleken dat beleggers vooral in logistiek investeren vanwege de zekerheid van de relatief lange huurtermijnen. Logistiek vastgoed wordt beschouwd als een stabiele belegging. Ook zorgt het voor inflatiebescherming, doordat de huren worden geïndexeerd met de CPI. Verder zijn de kosten voor het onderhoud van logistiek relatief laag ten opzichte van andere asset classes. Tevens hebben de geïnterviewde experts aangegeven dat de risico-rendementsverhouding gunstig is voor logistiek vastgoed ten opzichte van andere markten, zoals kantoren en retail. Ten slotte hebben de experts aangegeven dat de explosieve groei van e-commerce en online retail leidt tot grote interesse van beleggers op de logistieke markt.

Er is in de afgelopen jaren een forse yieldcompressie geweest op de Nederlandse logistiekvastgoedmarkt. Echter, de grote daling van het bruto-aanvangsrendement dient in perspectief geplaatst te worden. Deze wordt namelijk mede bepaald door de lage risicovrije rente en die is in de afgelopen jaren ook fors gedaald. De spread tussen het aanvangsrendement en de Nederlandse staatsobligatie is de afgelopen jaren redelijk constant geweest. Dat is gebleken uit het analyse van de risicopremie in dit onderzoek.

Anderzijds hebben beleggers, ontwikkelaars, gebruikers en vastgoedadviseurs meerdere risico's aangegeven die van toepassing zijn op logistiek vastgoed. De experts hebben onder andere benoemd dat speculatieve wildgroei van logistiek vastgoed een groot risico vormt. Ook zorgen de stikstofproblematiek, schaarste van gronden, schaarste van arbeid, verdozingsdiscussie, geografische risico's, huurdersrisico's, corona-impact, toekomstige financierbaarheid en huidige scherpe aanvangsrendementen voor risico's in de logistiekvastgoedmarkt.

Verder is in dit onderzoek de impact bepaald van het coronavirus op de beleggings- en gebruikersmarkt. Momenteel is er geen invloed van het coronavirus op de vraag naar logistiek vastgoed. Echter, wanneer bedrijven omvallen door een economische crisis, kan een sneeuwbal effect ontstaan. Daarbij komen de huren en beleggingsmarkt onder druk.

Uit de interviews met de experts en de analyse van de risicopremie is gebleken dat momenteel alle seinen op groen staan voor logistiek vastgoed. De lange huurtermijnen, de schaarste van grond en de explosieve groei van e-commerce leiden ertoe dat grote kapitaalstromen naar logistiek vastgoed worden gealloceerd. De vraag is in hoeverre de risico's die de experts identificeren, de lage aanvangsrendementen verantwoorden.

De conclusie van dit onderzoek is dat de structurele kenmerken van logistiek vastgoed ertoe leiden dat de risico's enigszins beperkt zijn. Deze structurele kenmerken zijn de portefeuillediversificatie, een stabiele belegging, de gunstige risico-rendementsverhouding en inflatiebescherming. Echter, er bestaan risico's waarvan nu de ontwikkeling nog niet kan worden bepaald, zoals de impact van het coronavirus. Daarnaast is uit de analyse naar voren gekomen dat de risicopremie de afgelopen jaren

redelijk stabiel is geweest, namelijk ongeveer 4-4.5%. De stabiele risicopremie bevestigt in de ogen van de onderzoeker dat de beleggers de risico's van logistiek vastgoed correct inschatten. De huidige aanvangsrendementen van logistieke beleggingen dekken de risico's die beleggers lopen.

6.2 Aanbevelingen

Na bestudering van de literatuur is gebleken dat weinig algemene informatie beschikbaar is over logistiek vastgoed ten opzichte van andere asset classes. Dit komt mede doordat logistiek vastgoed een relatief nieuwe investeringsklasse is. Daarom wordt aanbevolen de grote hoeveelheid onderzoeken naar retail, kantoren en de woningmarkt ook uit te voeren naar de logistieke markt.

Daarnaast wordt aanbevolen te onderzoeken hoe lang de exponentiele groei van e-commerce, en de daarbij horende vraag van logistiek vastgoed, zullen doorzetten. Dan kan een betere inschatting gemaakt worden van de hoeveelheid logistiek vastgoed die nog bijgebouwd dient te worden, zodat de speculatieve wildgroei wordt beperkt. Op deze wijze kunnen de risico's van logistiek vastgoed beperkt worden.

Op basis van het verrichte onderzoek wordt daarnaast aanbevolen te onderzoeken op welke wijze de risicopremie zich in andere, omliggende landen heeft ontwikkeld de laatste jaren. Dit zou een goede benchmarkstudie zijn. Hierin kan worden bepaald in hoeverre beleggers de risicopremie ten opzichte van andere landen correct inschatten.

6.3 Reflectie

In de literatuurstudie is er weinig gevonden over de logistieke vastgoedmarkt. Echter is er wel veel geschreven over vastgoed in het algemeen. Dit zorgt ervoor dat een analyse over de rol van vastgoed in de financiële wereld beschreven kan worden in de literatuur. Echter is het voor de specifieke logistiek vastgoed sector niet uitgebreid beschreven. Dit zorgt voor een beperking van het onderzoek doordat er alleen vergeleken kan worden met eerdere algemene vastgoedonderzoeken.

De onderzoekuitkomsten hebben voldoende inzichten opgeleverd om de deelvragen en centrale vraagstelling te beantwoorden. Echter, het is moeilijk om de risico's in te schatten voor beleggers. Mede door de coronacrisis dient de economische veerkracht van Nederland nog bepaald te worden. De interviews van de experts hebben interessante benaderingen opgeleverd die een toevoeging zijn op de beperkte literatuur over logistiek. Daarnaast past de kwalitatieve onderzoeksmethode goed bij het onderzoek dat de onderzoeker wilde realiseren.

Literatuurlijst

- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Goede, M. de., Peters, V., & Velden, T. van der. (2013). *Basisboek kwalitatief onderzoek: Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek (derde druk)*. Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers
- Bhutta en Migliorelli (2015), *An Overview of the Role of Logistics Real Estate Europe*, published in *Logistic Real Estate Investmetns and REITs in Euope*
- Brouns, J. (2006), *Off-balance behoefte van logistieke dienstverleners*, MSRE scriptie.
- Buck (2012), *Logistieke kracht van Nederland: analyse van tien jaar aanbevelingen voor overheidsbeleid in de logistieke sector*, Buck Consultants International.
- Buck (2020), *Versnelling vestiging van megadistributiecentra*, Buck Consultants International.
- Buck (2021), *Logistieke vastgoedmarkt heeft weinig te lijden van corona-crisis*, Buck Consultants International.
- Buck (2021), *Logistieke vastgoedmarkten in Europa worden nauwelijks geraakt door Covid-19: 14% groei voorspeld voor 2021*, Buck Consultants International.
- CBRE (2020), *Vastgoedbeleggingsvolume minimaal €15 miljard in 2020*, CB Richard Ellis Amsterdam.
- CBRE (2021), *Real Estate Outlook 2021*, CB Richard Ellis Amsterdam.
- CBS (2015), *Transport en mobiliteit*
- Gool, P van, P. Jager, M.A.J. Theebe, R.M. Weisz (2013). *Onroerend goed als belegging*. Noordhoff uitgevers Groningen.
- Gool, P. van, D. Brounen, P. Jager & R.M. Weisz (2007), *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Wolters-Noordhoff
- Hesse M. (2002) *Logistics real estate markets: indicators of structural change, linking lans use and freight transport*. Free University of Berlin. Department Geography.

- IPD (2012), *Definitielijst input- en outputparameters IPD / ROZ Vastgoedindex, IPD Nederland*, Investment Property Databank.
- Levelt, M. (2010), *Van Mainport tot Brainport*, artikel in, *Rooilijn* Jg. 43 / Nr. 6. / 2010, P392-399.
- Markowitz, H.M. (1952) *Portfolio Selection*. *Journal of Finance*, 7, 77-91.
- Mattarocci en Pekdemir (2017). *The role of logistic real estate in a diversification strategy*. Palgrave Macmillan.
- Matwiejczuk, F., (2014), *Logistics Determinants of Business Management Modern Management*, Business logistics
- Nederland Distributieland (NDL) (2005), *De logistieke kracht van Nederland*.
- Savills 2020, *rewind & reflect on the decade of logistics*, Savills Amsterdam
- Sharpe, W.F. (1964) *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Toor, F. van (2004), *Logistiek vastgoed: een analyse van de beleggingsmarkt voor opslag- en distributiecentra in Nederland*, MRE Scriptie.
- Vos, J., Tahtali, M. (2016), *E-commerce & Logistiek Literatuuronderzoek*, KennisDC Logistiek Limburg.

Websites:

- Fifth-Party Logistics (5PL) What is Fifth-Party Logistics? (z.d.). saloodo.com. <https://www.saloodo.com/logistics-dictionary/fifth-party-logistics/#:~:text=A%20fifth%2Dparty%20logistics%2C%20also,implementing%20the%20client's%20logistics%20solutions.>
- Logistieke Hotspot van het Jaar: de langverwachte zege van Tilburg-Waalwijk. (2019, 19 april). *logistiek.nl*. <https://www.logistiek.nl/warehousing/artikel/2019/04/logistieke-hotspot-van-het-jaar-de-langverwachte-zege-van-tilburg-waalwijk-101167747>
- Thuiswinkel.org: 23% meer online aankopen. (2020, 22 december). <https://www.emerice.nl/nieuws/thuiswinkelorg-23-meer-online-aankopen>.
- Nefs, M. (2019). OVER LEVEN MET LOGISTIEK. <https://deltametropool.nl/projecten/landscapes-of-trade/>.