

# Beleggen in commercieel onroerend goed

Nu de aandelenmarkt over haar top lijkt te zijn is het te verwachten dat de institutionele beleggers hun onroerend-goedportefeuilles zullen proberen uit te breiden. Hoe zij daarbij te werk gaan wordt in dit artikel beschreven. De auteur bespreekt aan de hand van welke criteria grote institutionele beleggers in de praktijk tot een investeringsselectie komen.

Inzicht daarin is ook voor lokale overheden van groot belang. De auteur bepleit dat stadsbesturen die bezig zijn met het ontwerpen van stedelijke ontwikkelingsplannen, in een zo vroeg mogelijk stadium grote beleggers daarbij betrekken.

**C.A. VAN LAMMEREN\***

## Bijzondere karakteristieken

Institutionele beleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en de grote beleggingsfondsen zijn tot op grote hoogte vrij in de keuze tussen diverse beleggingsmogelijkheden. Zij kunnen beleggen in aandelen, obligaties, schatkistpapier en onroerend goed. De meeste beleggers zijn bovendien vrij in de landenkeuze.

Ieder type belegging heeft zijn eigen kenmerken. Zo heeft onroerend goed, en vooral commercieel onroerend goed, bijzondere eigenschappen die sterk contrasteren met die van aandelen. Enkele in het oog springende verschillen zijn:

- de noodzaak van een bedrijfsmatige aanpak. Investeren in commercieel onroerend goed vereist een ondernemersbenadering. De belegger kan en moet werk maken van zijn investering – door verhuur, onderhoud of renovatie – om het best mogelijke resultaat te behalen;
- de omvang van de belegging. De omvang van een belegging in een afzonderlijk object loopt uiteen van groot tot zeer groot. In Nederland b.v. ligt de prijs van een enkel object veelal tussen f. 1 mln. en f. 250 mln.; in andere landen ziet men een soortgelijk prijsinterval. De grootte van de bedragen waar het om gaat is een van de redenen dat alleen grote beleggers op deze markt kunnen opereren onder handhaving van een acceptabel niveau van risicospreiding;
- de plaatsgebondenheid van onroerend goed. Een tekort aan bedrijfsruimte op een bepaalde plek kan niet worden opgevuld door een overschot ergens anders;
- stabiele opbrengst. De opbrengst van de investering is relatief stabiel en gedurende de looptijd van een huurovereenkomst is de huuroopbrengst redelijk constant;
- ondoorzichtige markt. De markt voor onroerend goed is betrekkelijk moeilijk te beoordelen; zij is feitelijk opgebouwd uit een groot aantal lokale deelmarkten;
- hoge transactiekosten. De transactiekosten zijn vaak hoog in vergelijking met andere beleggingsmogelijkheden. Zo bedragen de transactiekosten van aandelen ongeveer 0,5% van de onderliggende waarde, terwijl deze bij onroerend goed variëren van 1,5% in het Verenigd Koninkrijk tot 19% in Frankrijk. Met andere woorden, in Frankrijk kost het twee jaar om de transactie-kosten terug te verdienen;

- waardevastheid. Onroerend goed wordt beschouwd als een goede indekkingsmogelijkheid tegen inflatie.

## Risico-analyse

Zoals gezegd hebben beleggers een tamelijk grote vrijheid bij het kiezen van de soort belegging en het land waarin zij beleggen. Om de risico's die aan elk soort belegging vastzitten tot een minimum te beperken, zijn grote beleggers in feite verplicht hun investeringskeuze en hun landenkeuze permanent te evalueren.

De *landenkeuze* is gebaseerd op een analyse van de situatie in verscheidene landen. Bij Robeco gebeurt dat op een permanente basis, zowel ten behoeve van de aandelenbeleggingsfondsen als voor de fondsen gericht op obligaties en onroerend goed. De basis-analyse strekt zich uit tot diverse macro-gegevens. De belangrijkste daarvan zijn:

- de verwachte economische groei. Daarbij gaat het om de gemiddelde volumegroei of reële groei en de ruimtelijke verdeling daarvan. Er is een structureel verschil tussen b.v. door de overheid uitgelokte economische groei en uitvoergeleide groei;
- de loon- en prijsontwikkeling en inflatoire tendensen;
- de arbeidskosten in verhouding tot de produktiviteit;
- de overheidsfinanciën;
- monetaire ontwikkelingen, de rentevoet en de liquiditeitsgroei;
- de exportpositie en de structurele veranderingen daarin.

De analyse levert een beeld op van de economische kracht van een land in vergelijking met andere landen. Bovendien ontstaat een beeld van de wisselkoersontwikkeling in vergelijking met andere valuta. Dit is van grote betekenis aangezien beleggingen in andere landen altijd een wisselkoersrisico inhouden.

\* De auteur is directeur van Rodamco Beheer B.V. te Rotterdam. Het artikel is als voordracht gepresenteerd op het door de Gemeente Rotterdam georganiseerde congres „The city, the engine behind economic recovery”, Rotterdam, 30 september – 2 oktober 1986.

Behalve een macro-economische analyse vindt een *achtergrondanalyse* plaats, die specifiek betrekking heeft op onroerend goed. Deze omvat de volgende onderwerpen:

- de wettelijke situatie met betrekking tot eigendomsrechten. In sommige landen mogen buitenlandse beleggers geen onroerend goed in eigendom hebben, b.v. Zwitserland;
- de rol van de overheid in het economische leven. Is het economische beleid bevorderlijk voor de economische ontwikkeling? Werkt de overheid samen met de industrie en de handel? Heeft de overheid een sterke greep op het economische leven?
- het belastingregime ten aanzien van financiële ondernemingen en ten aanzien van beleggingen in onroerend goed. Rodamco betaalt in Nederland b.v. geen vennootschapsbelasting;
- de mate van ontwikkeling van de financiële infrastructuur;
- de grootte van de onroerend-goedmarkt voor institutionele beleggers. Hoe groot zijn de investeringen per geval? Hoe groot zijn de marktpartijen?
- de vrijheid van het internationale kapitaalverkeer;
- de sociale en politieke stabiliteit. Omdat overheden invloed uitoefenen op het economische leven moet er een redelijke mate van stabiliteit bestaan, in die zin dat de economie zich op een voorspelbare manier moet kunnen ontwikkelen.

De laatste stap is de *technische analyse*. Dit is een analyse van de markt voor zakelijk onroerend goed op achtereenvolgens nationaal, regionaal en plaatselijk niveau. Ik kom hier nog op terug.

Als we alle genoemde criteria toepassen zijn er op dit moment slechts een paar landen geschikt om te beleggen in onroerend goed: West-Duitsland, België, Frankrijk, Spanje (sinds de toetreding tot de EG), Nederland, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Canada, Australië, Maleisië, Hongkong en Japan. Tot dusver hebben we ervaren dat spreiding van de onroerend-goedbeleggingen over een aantal landen effectief is. Op die wijze worden fluctuaties in het rendement op de onroerend-goedportefeuille aanmerkelijk gedempt. Het rendement op onroerend goed hangt echter in hoofdzaak af van de marktsituatie (vraag en aanbod) en in de praktijk kunnen er substantiële verschillen bestaan tussen de onroerend-goedmarkten in verschillende landen. Een tijdelijk zwakke markt in het ene land of de ene streek wordt gecompenseerd door een sterke markt elders.

## Nadere selectie

De analyse van de situatie in regio's en steden in een bepaald land richt zich op de vraag of aan drie basisvoorwaarden voor beleggingen in onroerend goed wordt voldaan. Die voorwaarden zijn:

- een sterke diversificatie van de economie;
- beschikbaarheid van objecten en bouwlokaties;
- een goed woon- en werkklimaat.

*Diversificatie.* Als een stad of streek een eenzijdig geïntendeerde economie heeft – zoals b.v. op de energiesector leunende steden als Houston, Dallas, Denver en Calgary, of sterk op scheepvaart en transport geconcentreerde steden – bestaat het risico dat de gehele economie in moeilijkheden komt als de sector waar men het van moet hebben instort. Een van de directe gevolgen van zo'n ontwikkeling is veelal een scherpe waardedaling van het onroerend goed omdat huurprijzen dalen en bedrijfsruimte vrijkomt. Dit geldt niet alleen voor kantoorruimte, maar ook voor winkels en winkelcentra, fabrieken en opslagruimte.

*Beschikbaarheid van objecten en bouwlokaties.* Als een stad veel bouwlokaties beschikbaar heeft is het uiterst eenvoudig om onroerend goed te reproduceren. Zodra de vraag stijgt, hoe gering ook, – en vaak zelfs zonder duidelijke vraagtoename – komt er nieuw aanbod op de markt.

Dat leidt er veelal toe dat de waarde van onroerend goed niet stijgt, althans niet in reële termen. In Rotterdam b.v. ligt het huurniveau nu nog op hetzelfde niveau als in 1973, ondanks het feit dat de geldontwaarding in de tussenliggende jaren gemiddeld 5,8% per jaar heeft bedragen of wel 108% over de gehele periode. In reële termen is het totale beleggingsresultaat in Rotterdam over die periode derhalve uitgekomen op – 1,7%. Hetzelfde verschijnsel kan worden waargenomen in sommige andere steden. Aan de andere kant zijn er steden die dank zij natuurlijke omstandigheden of wettelijke beperkingen een reële waardestijging of een constante waarde van het onroerend goed hebben laten zien ondanks een middelmatig economisch klimaat.

Hier komt bij dat het min of meer subjectieve begrip 'prestige' van een object een factor van belang is bij de waardebepaling van onroerend goed in vrij veel steden en landen. Bepaalde instellingen en ondernemingen geloven dat zij het zich niet kunnen veroorloven gevestigd te zijn op een plek die niet als toplokatie bekend staat. Die lokaties zijn per definitie beperkt in aantal en worden bijgevolg gekend door continue waardestijging.

*Woon- en werkklimaat.* Dit laatste punt omvat een groot aantal facetten die door het publiek als waardevol worden beschouwd en die bepalen hoe aangenaam het werken en wonen in een bepaald gebied wordt gevonden.

De genoemde drie voorwaarden zijn van doorslaggevende betekenis voor beslissingen van institutionele beleggers als Rodamco om al of niet ergens te beleggen, want deze factoren bepalen de kans op waardestijging van een belegging in onroerend goed.

## Waardeverandering

Onroerend goed wordt geacht een waarde vaste belegging te zijn. In sommige gevallen is dat ook zo. Bescherming tegen inflatie heeft meestal de vorm van een indexclausule in het huurcontract. In het VK en de VS bevatten huurovereenkomsten vaak ook herzieningsbepalingen op grond waarvan de huur wordt aangepast aan de markthuur. Huurverhogingen zijn dan echter alleen mogelijk als vraag en aanbod in evenwicht zijn of als de vraag het aanbod overtreft. Overschotten resulteren altijd in een huurprijsdaling en een stijging van de minimaal gewenste rendementen aangezien die een dekking tegen het risico van waardedaling moeten inhouden.

Er is echter nog een punt van belang. Als een gebouw vervangbaar is, zoals vrijwel altijd het geval is, kan het nooit in reële waarde stijgen. De vervangingskosten stijgen alleen in nominale termen. Wat wel in reële waarde stijgt is de grond, omdat goede lokaties steeds schaarser worden. Dit is de oorzaak van enorme verschillen in grondprijzen die zijn ontstaan tussen landen en vooral tussen steden.

Deze verschillen komen naar voren als de totale investering in een project wordt gesplitst in een aandeel grond en een aandeel gebouwen. In de kantorensector in Nederland – Den Haag, Rotterdam en Amsterdam – is het grondaandeel circa 25% en het gebouwaandeel 75%. Voor het achtste en het zestiende arrondissement in Parijs, de City en het West End in Londen, New York en Tokio is de verhouding omgekeerd.

Deze verhoudingsgetallen spelen een steeds grotere rol in de analyse van investeringen in kantoorruimte naarmate kantoren steeds sneller verouderen. Immers, een belegging waarbij slechts op een kwart van de totale investering hoeft te worden afgeschreven is een stuk aantrekkelijker dan een belegging waarbij dat voor driekwart van de investering geldt. De grote internationale beleggingsinstellingen zijn daarom geneigd hun investeringen te beperken tot steden waar dure 'eersteklas' lokaties kunnen worden verworven; dat zijn de enige lokaties waarvan de reële waarde behouden blijft of stijgt. Alle andere steden brengen een hoger risico met zich mee, in sommige gevallen een veel hoger risico. In die steden moet de lopende opbrengst veel hoger zijn om in de ogen van institutionele beleggers te kunnen concurreren met eersteklas-steden.

## Overheden

---

Overheden die onroerend-goedbeleggers willen interesseren voor investeringen in steden dienen zich te realiseren dat de aantrekkelijkheid van een stad of regio voor beleggers in onroerend goed alleen kan worden verhoogd als ten minste een zeker deel van het beleggingsrisico wordt weggenomen of als een investeringssubsidie wordt verstrekt. De eerste verantwoordelijkheid van de belegger geldt degenen die hem fondsen toevertrouwd hebben. Hij kan geen geld ergens insteken als er niet een redelijke of zelfs goede kans bestaat op een acceptabel rendement, d.w.z. in de orde van grootte van 6% reëel per jaar. Daarnaast is het voor stedelijke overheden die beleggers willen benaderen van belang de volgende punten in het oog te houden:

- er dient een structuurplan voor de stad te zijn;
- in de ontwerp-fase van het structuurplan is de betrokkenheid gewenst van grote beleggingsinstellingen die

goede onroerend-goeddeskundigen in dienst hebben. Het uitsluitend in contact treden met projectontwikkelaars valt af te raden; voor grote projecten beschikken zij niet over voldoende kapitaal en bij moeilijkheden dreigt al snel een faillissement;

- belangrijk is het scheppen van gebieden met schaars-tewaarde; die gebieden kunnen een aanzienlijke uitstraling hebben;
- terughoudendheid met erfpachtcontracten is geboden. Een deel van de grondwaardestijging moet ten goede komen aan de belegger, want uiteindelijk stijgt alleen de grond in reële waarde.

Ten slotte geldt dat voor goede plannen altijd meer dan genoeg kapitaal beschikbaar is. Nu de koersontwikkeling op de aandelenmarkt over haar top lijkt te zijn, zullen de institutionele beleggers hun onroerend-goedportefeuille bovendien proberen uit te breiden.

**C.A. van Lammeren**