

In de institutionele portefeuille heeft vastgoed zich de afgelopen decennia ontwikkeld van een alternatief naar de derde investeringscategorie. Tegelijkertijd verruilen institutionele investeerders directe blootstelling aan vastgoed steeds vaker voor indirecte vastgoedinvesteringen, middels participaties in vastgoedfondsen. Dit proefschrift draagt bij aan het verder inzichtelijk maken van vastgoed als volwaardige investeringscategorie, enerzijds door empirische studies naar de effectiviteit van corporate governance in de indirecte vastgoedsector, anderzijds door het leveren van het eerste empirische bewijs naar het financiële rendement van duurzaamheid in commercieel vastgoed. Een belangrijk gevolg van de institutionalisering van de vastgoedsector is de noodzaak tot gestructureerd toezicht. Daarnaast zijn agency-problemen bij vastgoedbeleggingen van toenemende relevantie daar investeringen voornamelijk indirect plaatsvinden. Recente vastgoedfraudezaken in Nederland hebben de discussie betreffende toezicht alleen maar aangewakkerd. Het eerste deel van dit proefschrift gaat nader in op de structuur en werking van bedrijfsspecifieke toezichtmechanismen, corporate governance, in de internationale beursgenoteerde vastgoedsector. De noodzaak tot corporate governance wordt enerzijds beïnvloed door de intransparantie van de onderliggende vastgoedmarkt en anderzijds door de fiscaaljuridische structuur van vastgoedfondsen. In een groot aantal internationale vastgoedmarkten opereren vastgoedfondsen als *Real Estate Investment Trust* (REIT), in Nederland beter bekend als de fiscale beleggingsinstelling (fbi). De fiscale transparantie van een REIT plaatst het vehikel op gelijke voet met een directe investering in vastgoed, aangezien de entiteit gevrijwaard is van vennootschapsbelasting. Om in aanmerking te komen voor een dergelijke fiscale behandeling moet de REIT wel voldoen aan een veelvoud van eisen, zoals een doortstootverplichting van negentig tot honderd procent van de nettowinst en beperkingen betreffende investeringen, hetgeen de operationele vrijheid beperkt. Een van de bevindingen in dit proefschrift is dat het stringente institutionele kader waarin REIT's opereren een substituuut voor corporate governance lijkt te zijn. Deze conclusie wordt getrokken uit het ontbreken van een relatie tussen bedrijfsprestaties en een maatstaf van corporate governance in een studie naar Amerikaanse vastgoedfondsen. Dit contrasteert bevindingen voor een algemene steekproef van bedrijven, alternatieve controlesamples en de literatuur, waar een consistente relatie tussen de mate van bedrijfsspecifiek toezicht en (beurs-)prestaties



Kok, N. (2008) *Corporate governance and sustainability in global property markets*. Maastricht: Universiteit Maastricht.

wordt gedocumenteerd. Dit resultaat is van belang voor institutionele investeerders, die steeds meer indirect in vastgoed beleggen. Vastgoedaandelen hebben recentelijk een flinke afwaardering ondergaan. Om deze afwaardering te wijten aan de beursgenoteerde fondsstructuur is echter een kortzichtige gedachte: de transparantie van de markt leidt juist tot efficiëntie en inachtneming van reële waarde-effecten die zichzelf in directe en niet-beursgenoteerde vastgoedinvesteringen nog moeten manifesteren. Met de institutionalisering van de vastgoedsector is er ook steeds meer aandacht voor duurzaamheid. Ondanks de premature status van dit thema is het in de vastgoedsector

niet langer onbesproken. Dertig procent van de wereldwijde CO₂-uitstoot wordt veroorzaakt door de gebouwde omgeving en dit is onderkend in strenger wordende regelgeving ten aanzien van bouweisen, zoals de recentelijk aangescherpte EU-regelgeving betreffende energie-efficiëntie voor gebouwen. Echter, er heerst nog altijd scepsis en onzekerheid ten aanzien van de economische rationaliteit van duurzaam vastgoed. Het tweede deel van dit proefschrift dicht een gedeelte van de empirische kloof. De Amerikaanse vastgoedmarkt kent een brede implementatie van een label voor energie-efficiëntie (Energy Star) en een specifiek label voor duurzaamheid (LEED). Verder is de Amerikaanse markt relatief transparant voor wat betreft financiële gegevens en kwaliteitskarakteristieken van commercieel vastgoed. Dit levert een unieke steekproef op van kantoorpanden met een groen label. De vergelijking met een robuuste controlesample toont opvallende resultaten: panden met een duurzaamheidslabel hebben een drie procent hogere huur, een hogere bezettingsgraad en daardoor een zes procent hogere effectieve huur en een zestien procent hogere transactieprijs. De bevindingen lijken voornamelijk gedreven te zijn door de energiezuinige panden. De verdere analyse van de groene premie laat zien dat een energiebesparing van tien procent resulteert in een huurpremie van vijftig basispunten, over en te meer van de zes procent hogere effectieve huur. Deze resultaten kunnen ontwikkelaars en beleggers ondersteunen in het creëren van een objectieve business case voor het implementeren van duurzaamheid in kantoorpanden. Uiteraard bieden de resultaten ook perspectieven voor Europese beleidsmakers, want voor emissiebeperking in de gebouwde omgeving lijkt er nu ook een reële financiële beloning te zijn.

NILS KOK

Universitair docent aan de Universiteit Maastricht