



## Sectorspecialisatie loont

**Auteur(s):**

Eichholtz, P.M.A.  
Koedijk, C.G.

*De auteurs zijn werkzaam bij Kempen Corporate Finance. Tevens zijn ze verbonden aan de universiteiten van Amsterdam, Maastricht en Rotterdam. Zij bedanken Jeroen Beimer van Global Property Research.*

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4319, pagina 612, 27 juli 2001

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

vastgoed

*De Europese vastgoedsector wordt opnieuw gestructureerd. Net als in de VS ontstaat specialisatie in een type vastgoedsector in plaats van een regionale focus.*

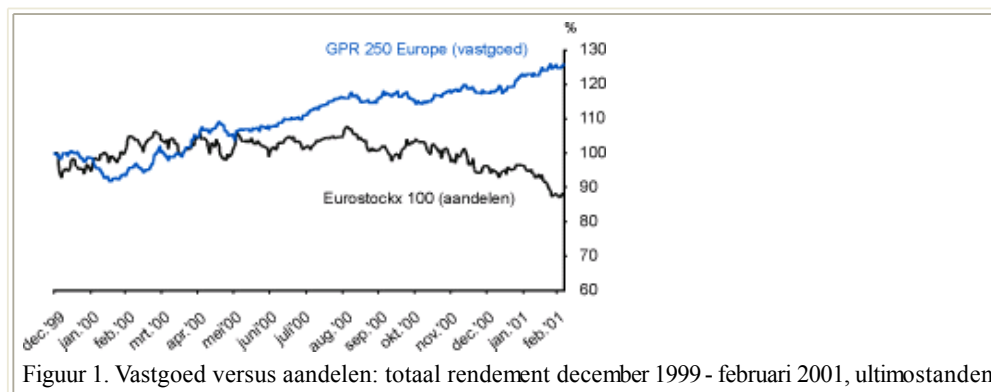
**De Europese vastgoedmarkten doen het uitstekend. Terwijl de aandelenmarkten voor het eerst sinds jaren langere tijd achtereen slecht presteren en er in de technologiehoek een ware slachting plaatsvindt, bewijst vastgoed zijn kracht als defensieve beleggingscategorie. De Eurostockx 100-index, die de belangrijkste honderd beursgenoteerde fondsen omvat, liet over het jaar 2000 een totaalrendement zien van -3,8 procent, terwijl de GPR 250 Europe-index, die de belangrijkste vastgoedfondsen bevat, 17,8 procent opleverde. Gedurende de eerste maanden van dit jaar heeft deze ontwikkeling zich voortgezet. In vrijwel heel Europa houden de huurinkomsten en de dividenden van de vastgoedfondsen zich goed. Met de dalende rente is het perspectief voor Europese vastgoedfondsen in de nabije toekomst uitstekend.**

### Herstructurering

Momenteel vindt in deze markt een herstructurering plaats, waarbij Europese vastgoedbeleggers hun portefeuilles vergroten en langs nieuwe dimensies opbouwen: ze verruimen hun blikveld van hun eigen land naar Europa en specialiseren zich in toenemende mate in één soort vastgoed. Voor beleggers en partijen die actief zijn in deze markt is dus de vraag hoe dit zich verder zal ontwikkelen. In dit artikel zullen wij trachten deze vraag te beantwoorden, waarbij we de wijze woorden van Mark Twain in het achterhoofd houden: "voorspellen is moeilijk, zeker als het om de toekomst gaat". Om te beginnen geven we een kort overzicht van de recente ontwikkelingen in deze markt, waarbij we kijken naar rendementen en diversificatiepotentieel, liquiditeit en omvang van beursgenoteerde vastgoedfondsen in Europa. Vervolgens gaan we dieper in op de huidige en verdere herstructurering van de markt en de implicaties hiervan.

### Prestaties uitstekend

Zoals gezegd zien de rendementen van vastgoedfondsen er over het afgelopen jaar uitstekend uit. Beleggers met een hoge vastgoedallocatie hebben een goede algemene performance laten zien. [figuur 1](#) laat het verloop van de GPR 250 Europe-index zien ten opzichte van de Eurostockx 100-index. Een gulden die op 31 december 1999 was belegd in vastgoedaandelen zou begin maart 2001 f 1,25 waard zijn, terwijl diezelfde gulden belegd in aandelen in maart 2001 88 cent waard was. Sindsdien heeft dit beeld zich versterkt. Vastgoedaandelen hebben het de afgelopen tijd veel beter gedaan dan aandelen in het algemeen.



Figuur 1. Vastgoed versus aandelen: totaal rendement december 1999 - februari 2001, ultimostanden

### Afnemende correlatie

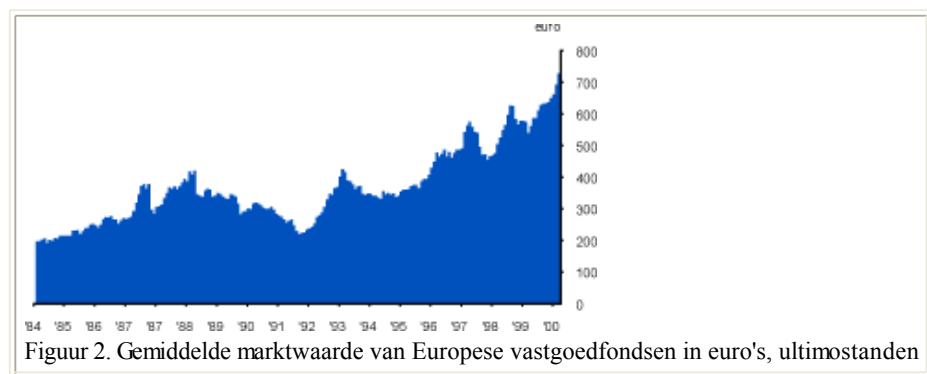
De recente ontwikkelingen, waarbij aandelen en indirect vastgoed zeer verschillende rendementspatronen laten zien, suggereren een sterk diversificatiepotentieel voor indirect vastgoed. Met andere woorden: het lijkt erop dat de correlatie tussen deze twee

beleggingscategorieën lager is dan ooit. Inderdaad laat ons eigen onderzoek zien dat voor vrijwel alle Europese indirecte vastgoedmarkten de correlatie met de lokale aandelenmarkt de laatste jaren sterk is gedaald. In belangrijke markten als Frankrijk, Zweden en het Verenigd Koninkrijk is die correlatie nu lager dan 0,2. Ook in Nederland is de correlatie tussen rendementen op aandelen en indirect vastgoed de laatste jaren gedaald. Deze is nu circa 0,3. Vastgoedaandelen gedragen zich blijkbaar wezenlijk anders dan de aandelenmarkt.

### Liquiditeit

Wat betreft liquiditeit laten Europese vastgoedfondsen ook een positieve ontwikkeling zien. In de periode tussen 1995 en 1999 is de liquiditeit in de Europese vastgoedaandelenmarkt ruimschoots verdrievoudigd. Wanneer we als maatstaf voor de liquiditeit de dagomzet in aandelen van het vijftiende meest liquide fonds nemen, dan blijkt dat dit cijfer is gegroeid van 1,8 miljoen euro's in 1995 tot 6,6 miljoen euro's aan het eind van 1999.

Een belangrijke voorwaarde om de liquiditeit van vastgoedfondsen nog verder te verhogen is verdere groei van die fondsen. Wat dat betreft zien de ontwikkelingen er goed uit. Er is op de Europese vastgoedmarkt al enkele jaren sprake van een concentratiegolf en de fusies en overnames zijn nog steeds aan de orde van de dag. [figuur 2](#) laat de gemiddelde omvang van de Europese vastgoedfondsen zien. Hieruit blijkt dat deze omvang de laatste jaren bijna is verviervoudigd van 195 miljoen euro's in het begin van 1984 tot 725 miljoen euro's in februari van dit jaar.



### Groei

De groeiende omvang van de vastgoedfondsen komt voort uit fusies tussen beursgenoteerde bedrijven, maar ook uit overnames van fondsen en portefeuilles die voorheen niet aan de beurs te vinden waren. Ook is er in toenemende mate sprake van dat reguliere bedrijven hun vastgoed afstoten om zich financieel meer te kunnen concentreren op de kernactiviteiten. Voor vastgoedfondsen is het doel van deze concentratie naast schaalvergroting ook herstructurering: er vindt in Europa een structurele herschikking plaats van de portefeuilles van de fondsen. De vraag is waartoe die herstructurering leidt.

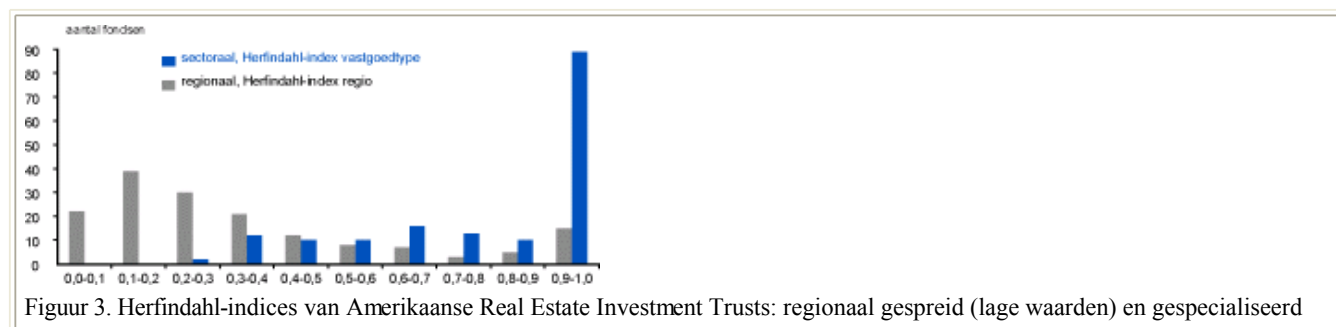
### De toekomst

Europese vastgoedfondsen beleggen traditioneel alleen in hun eigen land en zijn gespreid over sectoren. Alleen Nederland vormt daarop een uitzondering met een lange traditie van internationaal beleggende fondsen. In de Verenigde Staten is de situatie precies omgekeerd: hier beleggen de meeste fondsen in een groot aantal staten, maar meestal slechts in één type onroerend goed. Gezien de toenemende Europese integratie rijst de vraag of de Europese vastgoedfondsen het Amerikaanse model gaan overnemen. Er zijn nu al tekenen die erop wijzen dat dit inderdaad zal gaan gebeuren.

### Beleggingsprestaties

Uiteindelijk zullen beleggingsprestaties wat dit betreft de doorslag geven. Als de beter presterende fondsen inderdaad de pan-Europese sectorspecialisten zijn, dan zal de kapitaalmarkt dergelijke fondsen belonen met gunstige financieringsvoorwaarden. Om die beleggingsprestaties in kaart te brengen, moeten we kijken naar de Verenigde Staten, waar, zoals gezegd, de 'coast-to-coast' opererende sectorspecialisten nu al de boventoon voeren.

[figuur 3](#) illustreert dit <sup>1</sup>. Hier staan Herfindahl-indices voor Amerikaanse Real Estate Investment Trusts (REIT's), die meten in hoeverre deze fondsen regionaal (grijze staven) dan wel sectoraal (blauwe staven) gespecialiseerd zijn. Een Herfindahl-index van nul betekent perfecte spreiding en een Herfindahl-index van één perfecte specialisatie. Uit de figuur blijkt dat REIT's zich spreiden over regio's en zich specialiseren in een type vastgoed.



De reden dat de Amerikaanse vastgoedfondsen actief zijn in meerdere regio's is niet primair risicospreiding, maar vooral ondernemerschap en klantgerichtheid, waarbij niet de beleggers maar de huurders als klant worden gezien. Deze beleggers specialiseren zich vrijwel altijd in een bepaald vastgoedconcept omdat ze ervan uitgaan dat ze op die manier het meest rendabel kunnen opereren. Voor een representatief bedrijf als Simon Property Group is dat bijvoorbeeld een bepaald type 'shopping mall', met een duidelijk herkenbare mix aan huurders. Simon werkt in het hele land met huurders als Macy's, Bloomingdales, Gap en Sears. Alleen de kleinere huurders zijn lokaal. Dat levert een herkenbaar product op en bovendien veel synergie, want Simon weet precies wat zijn belangrijke huurders willen en kan daar bij de ontwikkeling van nieuwe winkelcentra rekening mee houden. Voor andere vastgoedfondsen gelden analoge redeneringen.

### Positief verband

Als deze redenering klopt, zou er voor een vastgoedfonds een positief verband moeten zijn tussen sectorspecialisatie aan de ene kant en rendement aan de andere kant. Dat verband blijkt er inderdaad te zijn. Voor iedere REIT hebben we in dit onderzoek de Jensen's alpha berekend<sup>2</sup>. Deze Jensen's alpha meet de mate waarin een REIT het rendement verslaat dat naar aanleiding van zijn risico verwacht mocht worden. Hoe hoger Jensen's alpha, hoe hoger de bovengemiddelde prestatie. Bovendien berekenen we de t-waarde van Jensen's alpha, die meet hoe stabiel de gevonden bovengemiddelde prestatie werkelijk is. Vervolgens bepalen we de correlatie tussen regionale en sectorale Herfindahl-indices aan de ene kant en Jensen's alpha en de t-waarde van Jensen's alpha aan de andere kant. Deze correlaties zijn opgenomen in [tabel 1](#).

**Tabel 1. Correlaties tussen bovengemiddelde prestaties en Herfindahl-indices**

	Herfindahl-index regio	Herfindahl-index vastgoed-type
Jensen's alpha	-0,14*	0,18**
t-waarde Jensen's alpha	-0,18**	0,16*

\*\* significantie 5 procent, \* significantie 10 procent.

De cijfers in [tabel 1](#) geven aan dat Amerikaanse vastgoedfondsen zich het best regionaal kunnen spreiden, terwijl ze zich moeten specialiseren naar vastgoedtype. Dit geeft niet alleen significant meer kans op een bovengemiddelde prestatie van de relevante maatstaf, maar die bovengemiddelde prestatie is ook stabiel. Het is dus geen toeval dat REITs multi-regionale sectorspecialisten zijn: het leidt gewoon tot de beste prestaties.

### Europa

Zoals gezegd zijn internationale sectorspecialisten in Europa vooralsnog zeldzaam, zodat we de bovenstaande test niet in Europa kunnen uitvoeren. Er beginnen zich echter tekenen aan te dienen dat Europa wat dit betreft dezelfde kant op gaat als Amerika. De Nederlandse winkelfondsen ontwikkelen zich tot pan-Europese sectorspecialisten. Ook in het logistiek onroerend goed is er nu al sprake van pan-Europese sectorspecialisten.

Het ondernemende karakter van de Amerikaanse fondsen uit zich in klantgerichtheid: de fondsen gaan hun huurders achterna en aangezien die in de Verenigde Staten al vaak in meerdere regio's opereren, doen de fondsen dat ook. In Europa is er nog vrijwel geen sprake van pan-Europese huurders. Alleen in de logistiek komen dergelijke huurders relatief vaak voor, hetgeen gezien de aard van die branche niet erg verwonderlijk is. Op het gebied van de detailhandel zijn pan-Europese huurders veel zeldzamer. Carrefour, Hennes & Mauritz en een paar fastfood-ketens zijn voorbeelden. Waarschijnlijk zal hier sprake zijn van een getrapte ontwikkeling, waarbij eerst detaillisten in een of enkele landen buiten het eigen land actief worden en zich vervolgens wijder verspreiden. Dat zal waarschijnlijk betekenen dat de beleggers in winkelvastgoed dat ook gaan doen. Op de kantoren en de woningmarkt zijn internationale huurders nog zeldzamer en internationaal opererende sectorspecialisten evenzo.

### Conclusie

De recente prestaties van de Europese vastgoedfondsen zien er goed uit. De diversificatievoordelen van indirect vastgoed zijn uitstekend, de liquiditeit groeit gestaag en de rendementen laten die van aandelen nu ver achter zich. Ook voor de nabije toekomst is het perspectief gunstig. Voor de wat langere termijn zal de herstructurering van de sector, die de laatste tijd al in gang is gezet, nog verder aan momentum winnen. Naar verwachting zal de Europese markt daarbij de kant opgaan waarin de Amerikaanse markt haar al is voorgedaan. Er zal een verschuiving optreden van nationaal opererende fondsen die in alle soorten vastgoed beleggen, naar sectorspecialisten die in meerdere landen actief zijn.

### Pan-Europese huurders

Deze ontwikkeling zal niet van vandaag op morgen plaatsvinden, maar zal voor een groot deel worden gedreven door de vraag of er pan-Europese huurders bestaan, aangezien die huurders de synergieën moeten opleveren waardoor eventuele pan-Europese portefeuilles superieure prestaties gaan leveren. Waarschijnlijk zullen huurders langzaam internationaler worden naarmate de Europese integratie verder toeneemt. Dat is echter geen proces dat van vandaag op morgen zal plaatsvinden. De herstructurering van de Europese vastgoedmarkt zal dan ook een geleidelijk proces zijn. Uiteindelijk zullen al deze ontwikkelingen leiden tot beter presterende vastgoedfondsen

1 Deze figuren zijn ontleend aan P.M.A. Eichholtz, H. Op 't Veld en M. Schweitzer, REIT performance: does managerial specialization pay?, in: P.T. Harker en Stavros Zenios, *Performance of financial institutions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000.

2 Zie voor uitleg van Jensens's alpha het economisch abc via <http://www.economie.nl>