

GRONDBELEGGINGEN

Een reëel beleggingsalternatief voor Nederlandse institutionele beleggers?

GRONDBELEGGINGEN

Een reëel beleggingsalternatief voor Nederlandse institutionele beleggers?!

Afstudeerscriptie Bram Verhoeven

Technische Universiteit te Eindhoven
Faculteit Bouwkunde
Mastertrack Real Estate Management & Development

Commissie

Technische Universiteit Eindhoven:

Mevr. ir. L.A.M.C. van de Ven

Dhr. drs. R.M. Weisz RA

Chipshol Holding:

Dhr. M.E. Poot

Auteur

Bram Verhoeven

0556822 (s031070)

Afstudeerdatum

26 april 2006

Copyright

Niets uit deze opgave mag zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van de auteur en Technische Universiteit te Eindhoven worden gekopieerd, noch aan derden ter inzage worden gegeven.

"Under all is the land"

David Geltner

VOORWOORD

'*Under all is the land*' is een bekende uitspraak. Hiermee wordt eveneens duidelijk dat grond onafscheidelijk verbonden is met de vastgoedmarkt en ook een essentiële rol hierin speelt. Niet alleen in fysieke en juridische zin, maar wellicht ook in een bredere context; als investeringscategorie. Beleggen in grond is een nieuwe beleggingsconcept. Vaak hebben mensen een conservatieve houding ten opzichte van nieuwe dingen en mogelijkheden, immers onbekend maakt onbemind. Zo ook ten opzichte van grondbeleggingen. Eén van de doelen die ik tracht te bereiken met dit rapport is het wegnemen van het onbekende door het geven van meer informatie over de mogelijkheden die grond ons biedt. Hiernaast wordt met dit onderzoek mijn mastertrack 'Real Estate Management & Development' aan de Technische Universiteit te Eindhoven afgesloten.

De afgelopen 8 maanden hebben in het teken gestaan van mijn afstudeeronderzoek. De uitspraak 'Onbekend maakt onbemind' had ook letterlijk zijn weerslag op het vinden van draagvlak in het bedrijfsleven voor een dergelijk onderzoek. Omdat het een relatief nieuw beleggingsconcept is en er weinig literatuur beschikbaar is, was het vinden en analyseren van data niet altijd even makkelijk. Doordat het onderzoek nieuwe dingen aan het licht bracht, werd mijn motivatie gaande het onderzoek alleen maar groter.

Voor de haalbaarheid van mijn onderzoek was het van belang dat ik voldoende expertise en data op het gebied van investeringen in grond tot mijn beschikking had. Dit heb ik kunnen vinden bij gebiedsontwikkelaar Chipshol te Schiphol-Rijk. Hier heb ik het grootste deel van mijn afstudeerproces doorgebracht. Op deze manier wil ik dan ook iedereen bij Chipshol Holding, in bijzonder de heer Mickel Poot en de heer Peter Poot, bedanken voor de adviezen en mogelijkheid die zij mij geboden hebben om dit onderzoek uit te voeren.

Vanwege de beperking in de literatuur heb ik verschillende mensen uit het bedrijfsleven gesproken, hierbij dank ik deze mensen voor hun medewerking en nuttige aanwijzingen. Ook mijn begeleiders vanuit de Technische Universiteit te Eindhoven, mevrouw Leonie van de Ven en de heer Robert Weisz, wil ik bij deze bedanken voor hun steun en tevens kritische noot op deze scriptie. Natuurlijk kan ik niet voorbij gaan aan het luisterende oor dat mij geboden is door vrienden, familie en kennissen, in bijzonder mijn ouders, zus en vriendin, op deze plaats wil ik ook jullie bedanken.

Ik hoop dat ik middels dit rapport het 'onbekende' kan wegnemen betreft grondbeleggingen en wellicht is dit een begin om grondbeleggingen een 'bemind' beleggingscategorie te laten worden.

Mocht u vragen en/of opmerkingen hebben kunt u mij altijd bereiken via onderstaand e-mailadres. Rest mij u nog veel leesplezier toe te wensen!

Schiphol-Rijk, april 2006

Bram Verhoeven
E: bram.verhoeven@hotmail.com

SAMENVATTING

Nederland is een klein land en men zou verwachten dat een dergelijk land efficiënt en creatief met het schaarse goed 'grond' om zou gaan. Niets is minder waar. Uit verschillende publicaties komt naar voren hoe weinig wij weten van de grondmarkt, vergeleken met andere landen. In Nederland wordt grond voornamelijk gezien als input voor het ruimtelijk beleid. Het productiemiddel "grond" staat, door een groter wordende vraag naar ruimte, steeds verder onder druk. Onderwerpen omtrent de grondmarkt zijn in Nederland nog altijd beladen, of het nu gaat over de rol van de overheid, woningcorporaties of ontwikkelaars. Deze zaken duiden op veel vragen over de werking van de grondmarkt en wat de mogelijkheden kunnen zijn van het goed 'grond'. Naar aanleiding van deze situatie en artikelen in de Verenigde Staten over andere mogelijkheden van grond, is het relatief nieuw vastgoedbeleggingsconcept 'beleggen in grond' onderzocht. De hoofdvraag is wat er verstaan wordt onder deze beleggingscategorie en welke rol deze nieuwe categorie vastgoedbeleggingen kunnen spelen in de optimalisatie van de vastgoedbeleggingsportefeuille van institutionele beleggers. Gezien de toenemende vraag naar vastgoedbeleggingen in opkomende markten, is de mogelijkheid van grondbeleggingen getoetst aan de situatie op de grond – en vastgoedmarkt in een selectie van Oost – Europese landen.

Om inzicht te krijgen in de rol van grondbeleggingen in de totale vastgoedportefeuille is het onderzoek opgebouwd uit vier onderdelen. Ten eerste is gekeken naar de huidige rol die vastgoedbeleggingen spelen in de institutionele portefeuille. Ten tweede zijn de kenmerken van grondbeleggingen theoretisch omschreven en praktisch door middel van een casestudie van grondbeleggingen rondom luchthaven Schiphol. Ten derde is er een selectie gemaakt van de Oost – Europese landen en zijn deze landen verder geanalyseerd op de mogelijkheid van grondbeleggingen. Als laatste is de optimale match bepaald tussen de voorgaande drie onderdelen, om zo te komen tot een 'visie' betreft de rol die grondbeleggingen zouden kunnen spelen in een vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers.

Vastgoed vervult op dit moment met name de functie van 'diversifier' in de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers, doordat de prijsbewegingen door andere factoren wordt bepaald dan bij obligaties en aandelen. Vastgoedbeleggingen vullen voor circa 10% de totale portefeuille, wat neer komt op een totaal bedrag van circa €95 mrd. voor de gehele institutionele omgeving in Nederland. Deze vastgoedportefeuille bestaat uit ruim 60% direct vastgoed en een kleine 40% indirect vastgoed. Door het ontbreken van een solide (min. 20 jaar) rendementreeks en andere onzekerheden cq. risico's, zoals illiquiditeit en het smoothing-effect, is het erg moeilijk om vastgoed mee te nemen in de ALM-studies van institutionele beleggers. Het blijkt dat de invulling van de vastgoedparameters in deze ALM-studies dan ook zeer uiteenlopend zijn. Buitenlandse vastgoedbeleggingen brengen verschillende voordelen met zich mee zoals verdere risicospreiding, hiertegenover staan ook grotere risico's. Indirecte vastgoedbeleggingen bieden de optimale mogelijkheid om met minder risico toch te beleggen in het buitenland. Institutionele beleggers zijn verder op zoek naar secundaire markten en locaties in het vastgoed met hoge(re) rendementen, omdat het huidige aanbod van gunstige objecten te klein is ten opzichte van de grote vraag. De belangrijkste trends in het vastgoedbeleggingsbeleid van institutionele beleggers zijn het nieuw Financieel Toetsingskader, dat medio 2007 van kracht wordt, en de groei van het aandeel indirect vastgoed.

De groeiende druk op de Nederlandse grondmarkt, door de toenemende vraag naar ruimte, opent de weg voor andere manieren om grond te gebruiken en te financieren. Een voorbeeld hiervan is grond als beleggingsobject. Onder grondbeleggingen wordt verstaan:

"Het investeren in niet-ontwikkelde gronden, met geen of relatief weinig opstallen, die in principe gehouden worden voor de (middel)lange termijn en primair gezien worden als een belegging, met opbrengsten uit waardevermeerdering en vastgoedontwikkelingsactiviteiten in de ruime zin van het woord."

Beleggen in grond houdt voornamelijk in, het vroegtijdig aankopen van gronden om zo door de toenemende vraag naar ruimte een waardevermeerdering te creëren van de grond. Er zijn vele mogelijkheden om te beleggen in grond, belangrijk aspect is het moment van aankoop en het

bijbehorende risicoprofiel. Om een verder onderscheid te maken, in het type grondbeleggingen en hiermee ook in risico-rendement profiel, zijn een drietal basisstrategieën opgezet, te weten:

1. Beleggen in grote gebieden landbouwgrond;
2. Beleggen in landbouwgrond met een gevorderd planologisch perspectief;
3. Beleggen in grond met reeds een bouwbestemming.

Kenmerkend voor grondbeleggingen is dat het rendement hoofdzakelijk bestaat uit waardevermeerdering (indirect) en er geen sprake is van een significante periodieke cashflow (direct rendement).

Tevens zijn enkele praktische aspecten van belang bij grondbeleggingen. Er dient een voldoende grote markt te zijn waar de grond wordt verhandeld. Dit wordt weergegeven door middel van de grondmobiliteit. Ook is het voor een belegger van belang om de investering te monitoren en de waarde te bepalen op een gegeven moment. De taxatie van grond is dan ook erg belangrijk. De waarde van grond is tussentijds moeilijk in te schatten, gezien het feit dat zij gebaseerd is op de *kans* dat er gebouwd zal gaan worden, dit behelst een extra risico voor de belegger. Hiernaast zijn aspecten als politieke en maatschappelijke standpunten van belang voor de haalbaarheid van grondbeleggingen. Naast deze politieke interesse zijn er nog andere trends en ontwikkelingen die invloed hebben op de haalbaarheid van grondbeleggingen, o.a. wetten en structuurplannen, ontwikkelingen in de demografie en natuur (stijgende zeespiegel) etc.

In de VS is er in de jaren negentig al een groeiende vraag ontstaan vanuit beleggers in grondbeleggingen. Gevolg hiervan is dat er inmiddels verschillende studies naar gedaan zijn, dit had weer een toename van grondbeleggingen door institutionele beleggers tot gevolg. Anno 2006 zijn grondbeleggingen in de VS een ontwikkeld beleggingsproduct.

Aan de hand van een casestudie over grondbeleggingen in de regio Schiphol kan er inzicht verkregen worden in de belangrijkste beleggingskarakteristieken van grondbeleggingen. De cijfers zijn gebaseerd op één casestudie en geven dan ook geen beeld van grondbeleggingen in het algemeen, ze dienen slechts ter indicatie. In de casestudie zijn in totaal 41 grondtransacties geanalyseerd in de periode 1985 – 2005. De analyse omvat een oppervlakte van de aankoopgronden ter grootte van ruim 794 ha., met een totale investering van circa €60 mln. Voor de berekening van de belangrijkste karakteristieken, namelijk rendement, risico en correlatie, zijn alle gronden meegenomen die in de periode zijn gekocht én verkocht. De geanalyseerde periode loopt van 1989 – 2002.

Het jaarlijks cumulatief rendement van basisstrategie 1, het beleggen in landbouwgrond, komt neer op circa 18%. Het rendement van basisstrategie 2, het beleggen in warme landbouwgrond, komt neer op circa 15%. Het rendement van de derde basisstrategie, het beleggen in bouwgrond, komt neer op een jaarlijks gemiddelde van ongeveer 6%. Over het algemeen kan men praten van lage risico's bij alle grondbeleggingen, een standaarddeviatie van circa 7% bij de eerste twee basisstrategieën en circa 1,5% voor de derde basisstrategie. De extreem lage standaarddeviatie van basisstrategie drie is te wijten aan de beperkte beschikbare transacties en hierdoor komt automatisch het risico lager uit, dit getal is om deze reden niet representatief.

Uit de correlatiecijfers van grondbeleggingen met andere beleggingscategorieën en de inflatie, blijkt zo wel basisstrategieën twee als drie een belangrijke inflatiehedge te zijn. Alle drie de grondstrategieën correleren negatief met de traditionele vastgoedbeleggingen. Tevens correleren de basisstrategieën twee en drie in mindere mate met aandelen en obligaties dan de traditionele vastgoedbeleggingen.

Op basis van de theoretische en praktische inzichten in grondbeleggingen zijn er verschillende factoren die invloed hebben op de prestaties van grondbeleggingen in het algemeen. De belangrijkste factoren, de zogenaamde Critical Success Factors (CSF) zijn; toekomstgerichtheid, het realiseren van een dominante marktpositie, financiering van de gronden, kennis van de vastgoedmarkt, richten op een uitgebreid netwerk, kenmerken van de grondmarkt.

Na een beter inzicht te hebben gekregen in de beleggingskarakteristieken van grondbeleggingen in Nederland, is een analyse uitgevoerd van een tiental Oost – Europese landen (Tsjechië, Slowakije, Hongarije, Polen, Estland, Letland, Litouwen, Slovenië, Roemenië en Bulgarije) om zo in te spelen op de groeiende vraag van beleggers naar nieuwe opkomende markten voor vastgoedbeleggingen. Twee analyses op basis van macro – economische indicatoren en vastgoedindicatoren hebben geresulteerd in een selectie van twee landen die het meeste potentie bieden voor vastgoedinvesteringen. Deze twee landen zijn Slowakije en Tsjechië.

De grondmarkten van deze twee landen kenmerken zich vooral door de hervormingen na de val van het communistische regime. Deze hervormingen (restitutieproces) leidde tot een versnippering van het grondbezit in de landen en een zeer slecht ontwikkelde grondmarkt waar nauwelijks informatie over te vinden is. De Slowaakse grondmarkt kenmerkt zich door een extreme versnippering van het agrarisch grondbezit, het wordt verdeeld over miljoenen verschillende eigenaren. Vergeleken met anderen EU-landen is de grondmarkt van Slowakije extreem ondoorzichtig. Gelet op de vorderingen van het proces van restitutie, grondmobiliteit en prijsniveau is het meest westelijke deel (Bratislava e.o.) het meest ontwikkelde deel van de grondmarkt van Slowakije. Ook de Tsjechische grondmarkt staat in het teken van de privatisering. Door slechte financiële omstandigheden op de agrarische markt pacht 95% van de boeren van meer dan 3 miljoen landeigenaren. De grondprijzen in Tsjechië zijn net als in Slowakije gebaseerd op de productie in de agrarische sector en zijn hiermee zeer laag. Door de toetreding tot de EU wordt verwacht dat het prijspeil van agrarische grond in deze landen snel zal stijgen naar de waarde in West – Europese landen en de grondmarkt zich verder zal ontwikkelen.

Op basis van de Critical Succes Factors kan grof een beeld gecreëerd worden betreft de mogelijkheid van grondbeleggingen in deze landen. Met name de CSF's: het creëren van een dominante positie op grondmarkt, kenmerken van de grondmarkt en ontwikkelen van een uitgebreid netwerk, lijken in de praktijk erg moeilijk haalbaar. Grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn op dit moment gezien de rendementspotentie erg aantrekkelijk, hier tegenover staat een hoger risico. De haalbaarheid van grondbeleggingsstrategie 1 "beleggen in landbouwgrond" lijkt tot 2011 niet haalbaar gezien de wettelijke beperkingen. Grondbeleggingsstrategie 2 "beleggen in warme grond" is haalbaar mits er een substantiële hoeveelheid grond in een bepaalde regio geacquireerd kan worden. Grondbeleggingsstrategie 3 is waarschijnlijk op dit moment het meest haalbaar, gezien het potentiële verschil tussen de waarde van bouwgrond en de residuele waarde. Tevens worden bij deze strategie de problemen van eigendomsrecht en wettelijke beperking omzeild.

Door alle eerdere bevindingen met elkaar te combineren kan de rol die grondbeleggingen kunnen spelen in de institutionele portefeuille inzichtelijk worden gemaakt. De rol van grondbeleggingen kan wegens het hoog gemiddeld rendement en de negatieve correlatie met traditionele vastgoedbeleggingen respectievelijk gezien worden als 'return-driver' en 'diversifier'.

De gemiddelde institutionele vastgoedportefeuille zonder grondbeleggingen, in de periode 1989 – 2002, realiseerde een totaal rendement van ruim 10% tegenover een risico van circa 4%, wat resulteerde in een sharp-ratio van 1,68. Door vereenvoudigde berekeningen, waarbij rekening is gehouden met verschillende randvoorwaarden, is de rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille bepaald, uitgaande van maximalisatie van de sharp-ratio. In een vastgoedportefeuille waarin grondbeleggingen vertegenwoordigd zijn, is de maximale sharp-ratio 2,15. Dit betekent een allocatie van 12% van de totale vastgoedportefeuille naar grondbeleggingen. Het gemiddelde rendement wordt dan hoger tegenover een lager risico.

In verband met het ontbreken van data is het niet mogelijk om een cijfermatige onderbouwing te geven van Slowaakse en Tsjechische grondbeleggingen. Gezien de prijsniveau's en de ontwikkelingen op de grondmarkten van Slowakije en Tsjechië is er een rol weggelegd als 'return-driver'. Hiertegenover staat de verhoging van het risico. Ook de waardebepaling van grond is moeilijker, gezien de ondoorzichtigheid van de markt.

Op basis van kerncijfers als rendement, risico en correlatie is een zeer duidelijke en significante rol weggelegd voor grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille. Institutionele beleggers hechten veel waarde aan een gedegen en uitgebreide achterliggende basis van de kerncijfers. Er zijn voor grondbeleggingen nog geen meerjarige rendementreeksen beschikbaar, wat een extra risico impliceert voor institutionele beleggers. In het kader van het nFTK dat medio 2007 van kracht wordt, zal het monitoren en het waarderen van de beleggingen tegen marktwaarde nog belangrijker worden. Grondbeleggingen zijn op dit moment gedurende de looptijd moeilijk te waarderen tegen de marktwaarde en hiermee zijn tevens de prestaties slecht te monitoren. Dit is met name het geval met grondbeleggingen in Oost – Europa. Met het oog op het nFTK zal de mogelijkheid voor grondbeleggingen hiermee voorlopig beperkt zijn.

Concluderend kan gezegd worden dat Nederlandse grondbeleggingen voor institutionele beleggers zeer interessant kunnen zijn. Zij het voorlopig in beperkte mate en met name ter invulling van de post 'alternatieve beleggingen' binnen de vastgoedportefeuille. De haalbaarheid van grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn gezien het risico voorlopig niet wensbaar, hooguit voor een klein deel als invulling van risicovolle belegging. Voordat de categorie grondbeleggingen in het algemeen uitgroeit tot een serieus en substantieel onderdeel van de vastgoedportefeuille dient er een grotere onderliggende basis te zijn van de kenmerken van grondbeleggingen door meer onderzoek en ervaringen. Dit onderzoek dient zich met name te richten op dataverzameling in verschillende regio's, zowel nationaal als internationaal. Ook nader onderzoek naar de mogelijkheden en kenmerken van de grondmarkten in Slowakije en Tsjechië is zeer gewenst. Om de drempel naar grondbeleggingen enigszins te verlagen en het risico te dempen kunnen indirecte grondbeleggingen met name de eerste jaren een uitkomst bieden. Verder onderzoek naar de mogelijkheden van indirecte grondbeleggingen is dan ook gewenst.

Ondanks dat verder onderzoek noodzakelijk is, kan de belangrijkste conclusie van het rapport gevonden worden in het feit dat een relatief onbekend beleggingsconcept positieve kenmerken laat zien en een significante rol kan spelen in de institutionele portefeuille.

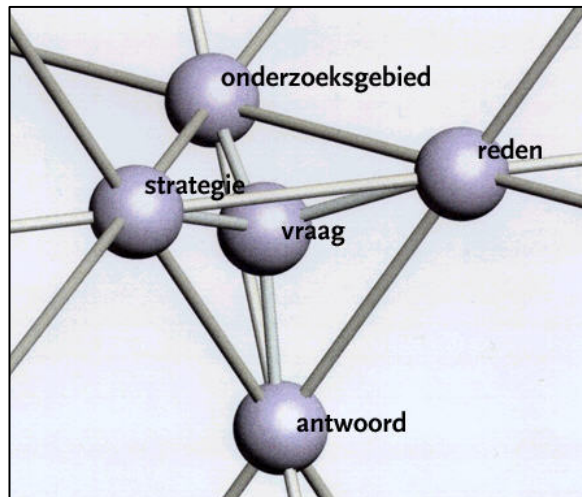
INHOUD

1. ONDERZOEKSOPZET	19
1.1 INLEIDING	19
1.2 AANLEIDING	19
1.3 PROBLEEMSTELLING	20
1.3.1 deelvragen	20
1.3.2 doelstelling	20
1.4 FOCUS & AFBAKENING	20
1.5 SCHEMATISCHE WEERGAVE ONDERZOEK	21
2. BELEGGEN IN VASTGOED	25
2.1 WAT WORDT ER VERSTAAN ONDER BELEGGEN IN VASTGOED?	25
2.2 MOGELIJKHEDEN IN VASTGOEDBELEGGINGEN	26
2.2.1. Beleggen in direct vastgoed	26
2.2.2. Indirect beleggen in vastgoed	27
2.3. ALGEMENE BELEGGINGSKARAKTERISTIEKEN VAN ONROEREND GOED	28
2.3.1 Vastgoed als inflatiehedge	28
2.3.2. Effect van spreiding en spreidingsmogelijkheden met vastgoed	29
2.3.3. Rendementen en risico's bij vastgoedbeleggingen	30
2.4 RESUMÉ	32
3. VASTGOEDBELEGGINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS	33
3.1 INLEIDING	33
3.2 ROL VAN VASTGOED BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS	33
3.3 VASTGOEDBELEGGINGSBELEID VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS	34
3.3.1 Wetgeving	34
3.3.2 Huidige vastgoedbeleggingsportefeuille van institutionele beleggers	35
3.3.3 Vastgoed in de ALM- studies	36
3.4. BUITENLANDSE VASTGOEDBELEGGINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS	37
3.5 TRENDS EN ONTWIKKELINGEN	39
3.5.1. Nieuwe wetgeving	39
3.5.2. Van directe naar indirecte vastgoedbeleggingen	39
3.5.3 Alternatieve beleggingen	40
3.6 RESUMÉ	40
4. GRONDBELEGGINGEN ALS INVESTERINGS-CATEGORIE	43
4.1 INLEIDING	43
4.2 DE NEDERLANDSE GRONDMARKT	43
4.2.1. De agrarische grondmarkt	44
4.2.2. Planologie in Nederland	45
4.2.2 Schaarse gegevens	45
4.2.3 Praktisch gevaar	45
4.2.4 Verklaring huidige stand van zaken	46
4.3 WAT ZIJN GRONDBELEGGINGEN?	46
4.3.1 Categoriëring typen grond	47
4.4 KENMERKEN VAN GRONDBELEGGINGEN	49
4.4.1 Theoretische analyse	49
4.4.2 Kosten en opbrengsten grondbeleggingen	53
4.5 PRAKTISCHE HAALBAARHEID	54

4.5.1 Vraag en aanbod van grond-----	54
4.5.2 Waardering van grond-----	54
4.5.3 Maatschappij en politiek-----	55
4.5.4 Trends en ontwikkelingen-----	56
4.6 ROL VAN DE OVERHEID-----	57
4.7 BESTAANDE GRONDBANKEN / -FONDSEN-----	58
4.7 RESUMÉ-----	59
5. GRONDBELEGGINGEN IN NEDERLAND - DE CASUS SCHIPHOL-----	61
5.1 INLEIDING-----	61
5.2 SITUATIESCHETS-----	61
5.3 DATAVERZAMELING-----	62
5.3.1 Aanpak-----	62
5.3.2 Variabelen en aannames-----	63
5.3.3 Randvoorwaarden-----	64
5.4 DATA ANALYSE-----	65
5.4.1 Algemeen-----	65
5.4.2 Rendementen-----	65
5.4.3 Risico-----	68
5.4.4 Correlatie-----	69
5.4.5 Sharp-ratio-----	70
5.5 KRITISCHE FACTOREN BIJ GRONDBELEGGINGEN-----	71
5.5.1 KSF en KPI's grondbeleggingen-----	71
5.5.2 Algemene succes – en faalfactoren in de grondmarkt-----	72
5.6 RESUMÉ-----	73
6. MACRO-ECONOMISCHE ANALYSE VAN OOST-EUROPA-----	77
6.1 INLEIDING-----	77
6.2 AANLEIDING ANALYSE OOST-EUROPA-----	77
6.3 OPZET VAN DE ANALYSE-----	77
6.4 ANALYSE MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN OOST – EUROPA-----	78
6.4 ANALYSE VASTGOED INDICATOREN OOST – EUROPA-----	80
6.5 RESUMÉ-----	81
7. GRONDBELEGGINGEN IN OOST-EUROPESE KERNGEBIEDEN-----	83
7.1 INLEIDING-----	83
7.2 DE OOST – EUROPESE GRONDMARKT-----	83
7.2.1 Geschiedenis-----	83
7.2.2 Reconstructie grondeigendomsrechten-----	84
7.3 ANALYSE GRONDMARKT SLOWAKIJE-----	85
7.3.1 Algemeen-----	85
7.3.2 Conclusie-----	88
7.4 ANALYSE GRONDMARKT TSJECHIË-----	88
7.4.1 Algemeen-----	88
7.4.2 Conclusie-----	90
7.5 MOGELIJKHEID GRONDBELEGGINGEN IN SLOWAKIJE EN TSJECHIË-----	90
7.5.1 Critical Success Factors-----	90
7.5.2 Risico – rendement profiel grondbeleggingen Oost-Europa-----	92
7.6 RESUMÉ-----	93

8. GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE BELEGGINGSPORTEFEUILLE	97
8.1 INLEIDING	97
8.2 GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE VASTGOEDPORTEFEUILLE	97
8.2.1 <i>Interpretatie van de berekeningen</i>	97
8.2.2 <i>Theoretisch kader</i>	97
8.2.3 <i>Optimalisatie van de vastgoedportefeuille</i>	98
8.3 MOGELIJKHEDEN SLOWAakse EN TSJECHISCHE GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE VASTGOEDPORTEFEUILLE	100
8.4 RESUMÉ	100
9. CONCLUSIES, ADVIES EN AANBEVELINGEN	105
9.1 CONCLUSIES	105
9.2 ADVIES RICHTING INSTITUTIONELE BELEGGER	107
9.3 AANBEVELINGEN	108
LITERATUURLIJST	109
BIJLAGEN	113

ONDERZOEKSOPZET



1. ONDERZOEKSOPZET

1.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt de opzet en structuur van het onderzoek uiteengezet. In paragraaf 1.2 komt de aanleiding voor het onderzoek naar voren. Vervolgens worden in paragraaf 1.3 de probleemstelling, deelvragen en de doelstelling nader toegelicht. Daarna wordt de focus en afbakening voor dit onderzoek beschreven. Tot slot wordt er een schematisch overzicht van het gehele onderzoek in paragraaf 1.5 uiteengezet.

1.2 AANLEIDING

Uitspraken als *'Under all is the land!*' en *'They don't make it nowadays'* zijn veel gehoorde argumenten om aan te geven dat niemand om het begrip 'grond' heen kan en iedereen er ook mee te maken heeft. De vraag naar ruimte is groot en blijft groeien. Deze groeiende vraag naar grond dient te worden gerealiseerd op een gelijkblijvend grondareaal. Hierdoor staat het productiemiddel 'grond' steeds verder onder druk. Er zal binnen afzienbare tijd veel ruimte vrijgemaakt moeten worden om de extra behoefte aan wonen, werken en recreatie op te vangen. De huidige streek- en bestemmingsplannen voorzien nog niet in deze behoefte. De schaarste van het goed geeft een opwaartse druk op de prijs in de toekomst.

Nederland is een klein land en men zou verwachten dat een dergelijk land efficiënt en creatief met het schaarse goed 'grond' om zou gaan. Niets is minder waar. In een uitgave van PropertyNL research quarterly¹ met als thema grondbeleid komt naar voren hoe weinig wij van grond weten met name vergeleken met onze buitenlandse collega's. Echter onderwerpen omtrent de grondmarkt waren en zijn nog altijd beladen onderwerpen in Nederland. Of het nu gaat om het optreden van de overheid, woningcorporaties, particulieren, ontwikkelaars of beleggers op de grondmarkt. Zo luidde de titel van een aflevering van het programma Zembla van de VARA (2005): *"Bouwfraude valt in het niets met grondspeculatie"*. Hierin werd een zeer kritische blik werd geworpen op de rol van ontwikkelaars, beleggers en grondspeculanten in de vastgoedsector. Dit geeft aan dat het op dit moment in de maatschappij een item is waar veel over gedacht en gesproken wordt zowel bij politici als bij de rest van Nederland.

Mede door bovenstaande ontwikkelingen, is beleggen in grond interessant om als beleggingsalternatief te ontwikkelen. Er is veel vraag in Nederland naar wat de mogelijkheden kunnen zijn van het goed 'grond'. Naar aanleiding van de Nederlandse situatie én een artikel uit de Verenigde Staten², is het onderwerp van dit rapport naar voren gekomen: "Beleggen in grond". Dit vastgoedbeleggingsconcept heeft inmiddels in de VS zijn intrede gedaan en verschillende wetenschappelijke onderzoeken die uitgevoerd zijn tonen aan dat deze beleggingsoptie wel degelijk de nodige potentie biedt als beleggingsalternatief in de vastgoedsector. In het onderzoek uit de VS zijn er gedurende een gehele vastgoedcyclus (1980 – 1996) de rendementen, risico's, correlatie etc. van het beleggingsalternatief grond geregistreerd en vervolgens vergeleken met de prestaties van de Amerikaanse benchmark in de vastgoed sector de NCREIF³. Hieruit bleek dat grondbeleggingen gedurende de gehele cyclus een enorme out-performance lieten zien ten opzichte van die NCREIF, zowel qua rendement – risico verhouding als correlatie met andere beleggingen. Nederlandse vastgoedbeleggingen zijn natuurlijk anders dan in de VS en er is tevens een heel ander investeringsklimaat. Desalniettemin is er aangetoond dat grondbeleggingen erg interessant kunnen zijn. In Nederland is dit beleggingsalternatief nog niet of nauwelijks onderzocht en trekt om deze reden dan ook weinig investeerders aan. Om deze onwetendheid weg te nemen en het voor investeerders interessant te maken is wetenschappelijk onderzoek nodig naar deze vastgoedbeleggingsoptie.

¹ PropertyNL Researchquarterly, maart 2004 (zie literatuurlijst)

² "Land investment in the Institutional portfolio", zie literatuurlijst.

³ National Council of Real Estate Investment Fiduciaries

Deze mening wordt gedeeld en zelfs versterkt door vooraanstaande Nederlandse en internationale onderzoekers, als de heer Needham⁴ en de heer Geltner⁵. Zij adviseren dat er meer wetenschappelijk onderzoek moet komen naar de mogelijkheden die grond biedt in de gehele vastgoedsector. Zo zegt de heer Needham [Needham, 2004]; *“Onderzoek naar de grondmarkt en de vele mogelijkheden hierin is in Nederland nog niet gebeurd, het is wachten op onderzoekers”*.

In dit afstudeeronderzoek ligt de nadruk op ‘beleggen in grond’ in Nederland en daarnaast ook in de opkomende nieuwe EU landen in Oost – Europa. Keuze voor deze landen is terug te voeren op het feit dat er steeds meer aandacht van (vastgoed)investeerders uitgaat naar deze Oost-Europese landen. Factoren als een grote economische groei en een laag prijspeil bieden de investeerders een uitzicht op hogere rendementen. Om op deze vraag in te spelen zal de vastgoedbeleggingsoptie ‘beleggen in grond’ gereflecteerd worden aan de mogelijkheden hiervan in deze Oost-Europese landen.

1.3 PROBLEEMSTELLING

Om te komen tot een onderzoek dat de Nederlandse investeerders meer inzicht zal geven in de beleggingscategorie grond en in de haalbaarheid van deze beleggingsoptie is de volgende probleemstelling geformuleerd:

Wat kunnen grondbeleggingen, die met name toegespitst zijn op Oost-Europese kerngebieden, betekenen in de optimalisatie van een vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers?

1.3.1 DEELVRAGEN

De probleemstelling kan verdeeld worden in de volgende deelvragen:

1. *Wat zijn de verschillende mogelijkheden en belangrijkste beleggingskarakteristieken van vastgoedbeleggingen?* [Hoofdstuk 2]
2. *Hoe ziet een institutionele vastgoedbeleggingsportefeuille eruit en wat zijn belangrijke ontwikkelingen?* [Hoofdstuk 3]
3. *Wat zijn de kenmerken van beleggen in grond?* [Hoofdstuk 4]
4. *Wat zijn de rendementen, risico's en Kritische Succes (en faal) Factoren (KSF) en Key Performance Indicatoren (KPI) bij beleggen in grond in Nederland?* [Hoofdstuk 5]
5. *Welke gebieden in Oost-Europa bieden potentie voor beleggingen?* [Hoofdstuk 6]
6. *Hoe kan er in de geselecteerde Oost-Europese steden/ gebieden belegd worden in grond?* [Hoofdstuk 7]
7. *Wat is de optimale match tussen de mogelijkheden van beleggen in grond en de samenstelling van de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers?* [Hoofdstuk 8]

1.3.2 DOELSTELLING

In dit onderzoek wordt het volgende doel beoogd als eindresultaat:

Het in kaart brengen van de toegevoegde waarde van grondbeleggingen, zowel in Nederland als in Oost – Europese kerngebieden, in de vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers door middel van wetenschappelijk onderzoek.

1.4 FOCUS & AFBAKENING

In dit onderzoek wordt er gekeken naar het vastgoedbeleggingsalternatief ‘beleggen in grond’. Focus hierbij zal liggen in het onderzoeken van de rol die grondbeleggingen kunnen betekenen in de vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers. Om een referentie te hebben worden de behaalde resultaten van Chipshol⁶ rondom luchthaven Schiphol gebruikt als uitgangspunt. Tevens is dit een eerste onderzoek naar deze beleggingscategorie en de focus ligt

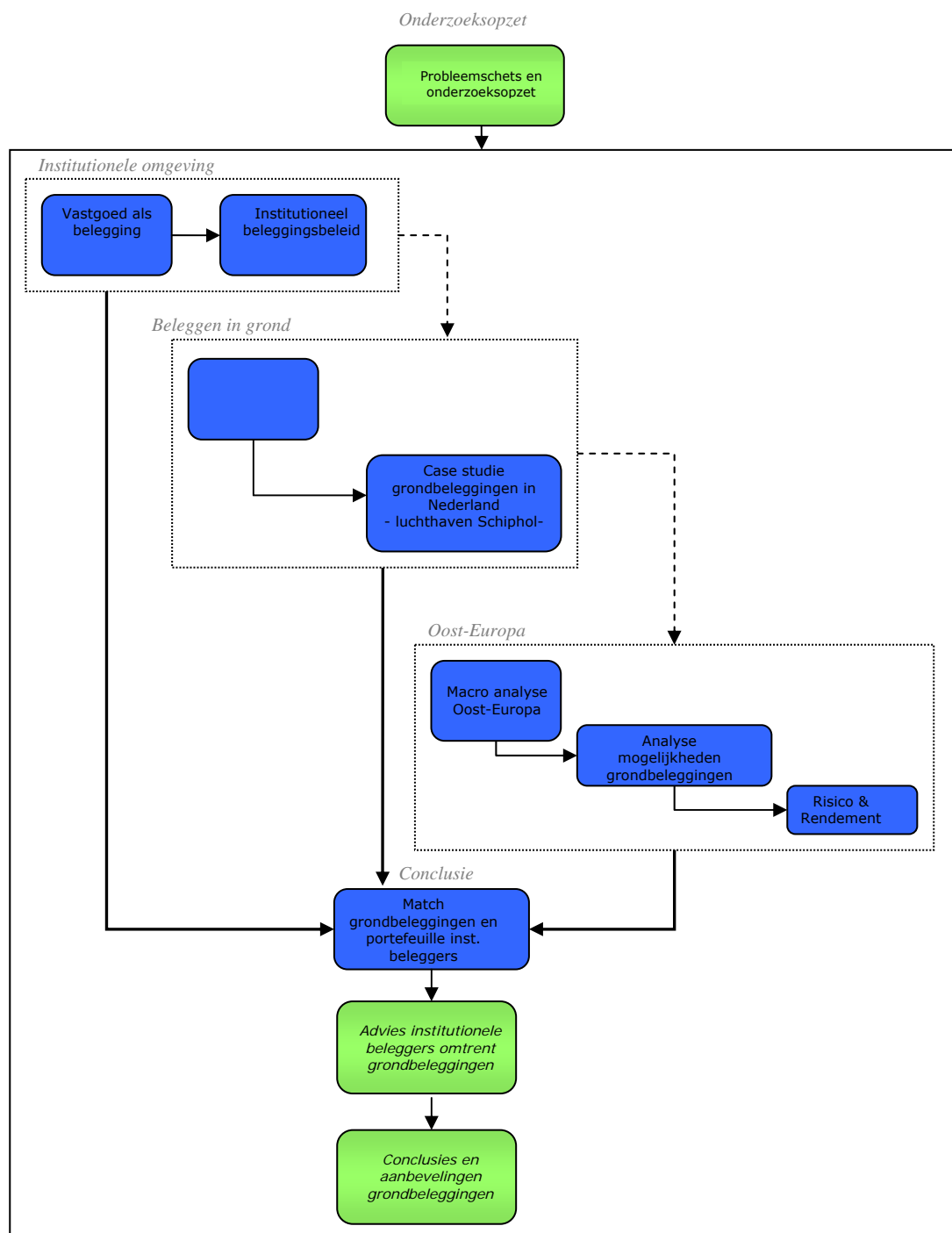
⁴ De heer prof. dr. D.B. Needham is hoogleraar Ruimtelijke Ordening aan de Radboud Universiteit te Nijmegen

⁵ De heer prof. D. Geltner is hoogleraar Real Estate Finance aan de MIT universiteit te Boston, VS.

⁶ Chipshol Holding is een gebiedsontwikkelaar en vastgoedbelegger in de regio van luchthaven Schiphol.

in dit onderzoek dan ook op het meer informatie verschaffen aan institutionele beleggers over dit vastgoedbeleggingsconcept, zodat het beleggingsalternatief 'beleggen in grond' in de vastgoedbeleggingssector meer gezien zal worden als realistisch beleggingsalternatief naast de traditionele vastgoedbeleggingen. Het onderzoek naar de haalbaarheid van een nieuw vastgoedfonds richt zich geografisch gezien op twee gebieden. Ten eerste op de mogelijkheden in Nederland, nu en historisch gezien. Ten tweede richt het onderzoek zich op de mogelijkheid van beleggen in grond in de nieuwe EU-landen in Oost-Europa. Andere landen zullen niet geanalyseerd en getoetst worden op haalbaarheid van grondbeleggingen. Wel zullen andere landen geanalyseerd worden op bestaande grondfondsen, zodat deze ervaringen meegenomen kunnen worden. In het onderzoek wordt alleen gekeken naar grondinvesteringen met oog op ontwikkeling en tevens met bedoeling als belegging. Zo vallen grondinvesteringen die enkele bedrijven (o.a. Rabobank en Fortis) hebben enkel en alleen als financieringsmogelijkheid voor de agrarische sector buiten dit onderzoek.

1.5 SCHEMATISCHE WEERGAVE ONDERZOEK



NEDERLANDSE INSTITUTIONELE OMGEVING



2. BELEGGEN IN VASTGOED

De interesse naar vastgoedbeleggingen is de laatste jaren behoorlijk toegenomen, zowel bij particuliere beleggers als bij institutionele beleggers. In dit hoofdstuk wordt uiteengezet wat beleggen in vastgoed inhoudt, welke manieren hiervoor zijn en welke karakteristieken deze beleggingscategorie heeft.

Eerst wordt in paragraaf 2.1 toegelicht wat verstaan wordt onder beleggen in vastgoed. In paragraaf 2.2 worden de verschillende mogelijkheden en kenmerken van beleggen in vastgoed en effecten hiervan in de beleggingsportefeuille besproken. Vervolgens worden in paragraaf 2.3 de belangrijkste beleggingskarakteristieken van vastgoed toegelicht.

2.1 WAT WORDT ER VERSTAAN ONDER BELEGGEN IN VASTGOED?

Er zijn vele verschillende vormen van beleggen te onderscheiden. Zo is er handel in aandelen, obligaties, vastgoed, vele verschillende soorten derivaten en nog vele andere. In het algemeen kenmerkt het beleggen in aandelen zich door de hoge rendementen, hier staat echter ook een hoger risico tegenover. De rendementen zijn erg volatiel en onzeker. Obligaties daarentegen zijn één van de meest stabiele beleggingen die er zijn. Ze worden gekenmerkt door een relatief laag maar stabiel rendement tegenover een zeer laag risico. Dit risico en hiermee ook het rendement is afhankelijk van de duur van de obligaties en het type obligatie. Naast deze twee hoofdvormen zijn er ook zeer veel verschillende derivaten, zoals verschillende opties, deelnemingen etc. Al deze beleggingsvormen kenmerken zich door een bepaald risico- en rendementprofiel. Naast deze twee hoofdcategorieën vormen vastgoedbeleggingen ook een aparte beleggingscategorie. Gezien het feit dat vastgoed niet alleen een financiële participatie is zoals bijvoorbeeld aandelen, maar tevens ook als bedrijfsmiddel aangemerkt kan worden [Keeris, 2003], onderscheidt vastgoed zich met andere beleggingscategorieën. Vastgoedbeleggingen kunnen, gezien risico en rendement, geprofileerd worden tussen aandelen en obligaties [Gool, Jager en Weisz, 2001]. Beleggen in vastgoed houdt in dat een pand gekocht wordt en vervolgens verhuurd aan één of meerdere huurders. Deze huurinkomst tezamen met de waardevermindering van het pand vormen het rendement op vastgoedbeleggingen. Naast deze vorm (directe vastgoedbeleggingen) zijn er ook indirecte vastgoedbeleggingen. Deze verschillende vormen komen in de volgende paragraaf aanbod. Om te komen tot een éénduidige en heldere definitie van vastgoed en beleggen in vastgoed zijn er verschillende gangbare definities hieronder vergeleken.

Vastgoed:

"Al het goed dat niet verplaatsbaar is, zoals huizen, landerijen" [Van Dale Woordenboek, 2005]

"De grond en het daarop voor de lange(re) termijn gebouwde, inclusief de aard- en nagelvaste zaken en al die zaken, welke volgens algemene verkeersopvattingen onderdeel van die zaak uitmaken en bestemd zijn om het betreffende object duurzaam te dienen en niet verwijderd kunnen worden, zonder dat het karakter en/of de functionaliteit van dat object daarmee wordt aangetast, alsmede de daarop rustende beperkt zakelijk recht." [Keeris, 2001]

Juridisch gezien behoren alle zaken die verwerkt zijn in de opstallen, zoals installaties etc., ook tot het begrip onroerend goed. Soms worden de begrippen 'onroerend goed' en 'vastgoed' onderscheiden. Met vastgoed wordt dan alleen de opstallen bedoeld en met onroerend goed opstallen plus grond. In dit rapport zal hier geen onderscheid tussen gemaakt worden, de begrippen 'vastgoed' en 'onroerend goed' zullen als synoniemen beschouwd worden.

Beleggen in vastgoed:

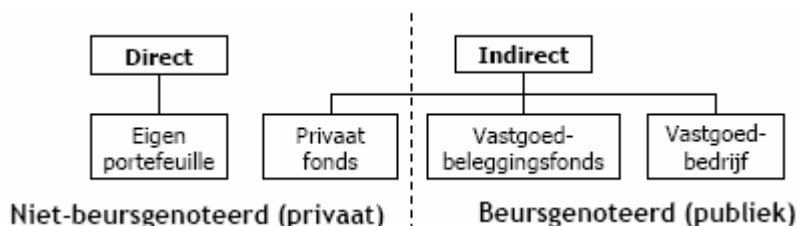
"Het investeren in een vastgoedobject, dan wel beleggingsportefeuille, direct of indirect, van het vrij beschikbare financiële vermogen met een gegeven omvang, om vanuit de optiek van beleggen uit de exploitatieopbrengsten en de verkoop ervan een naar verwachting renderende stroom geldelijke opbrengsten te genereren gedurende een bepaalde, dan wel onbepaalde maar eindige periode." [Keeris 2001]

“Het vastleggen van vermogen in onroerend goed, direct dan wel indirect, met het doel uit de exploitatie en de verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren.” [Van Gool, Jager en Weisz, 2001]

De twee definities zijn allebei algemeen gangbaar en zijn ook nagenoeg hetzelfde. In dit onderzoek wordt de enigszins vereenvoudigde definitie van Van Gool, Jager en Weisz gehanteerd. Onderscheid dient echter gemaakt te worden tussen investeren in vastgoed en beleggen in vastgoed. Investeren houdt in dat de eigenaar/gebruiker het met name te doen is als productiemiddel. Bij iemand die zelf eigenaar is van zijn of haar bedrijfsruimte staan immers de diensten van het onroerend goed voorop, zoals huisvesting. De activiteiten van een projectontwikkelaar vallen niet onder vastgoedbeleggingen, deze gaat het namelijk primair om de verkoopwinst van een nieuw ontwikkeld onroerend goed en niet om de exploitatie ervan. Bij beleggen in onroerend goed staat dus de functie van vermogensobject voorop.

2.2 MOGELIJKHEDEN IN VASTGOEDBELEGGINGEN

Binnen de categorie vastgoedbeleggingen zijn verschillende mogelijkheden te onderscheiden. Het belangrijkste verschil is het beleggen in direct of indirect vastgoed. Tussen direct en indirect beleggen bevindt zich een soort grijs gebied, wat een goede afbakening noodzakelijk maakt. Directe beleggingen worden in praktijk veelal ondergebracht in aparte dochters of BV's, met name om fiscale en organisatorische redenen. Desondanks vallen dergelijke beleggingen onder de directe vastgoedbeleggingen. Om duidelijkheid te scheppen tussen deze twee mogelijkheden wordt hieronder een nadere toelichting gegeven (zie figuur 2.1).



Figuur 2.1: Schematische weergave type vastgoedbeleggingen.

[Bron: Vlasveld, 2005]

2.2.1. BELEGGEN IN DIRECT VASTGOED

Onder beleggen in direct vastgoed wordt verstaan het daadwerkelijk beleggen in grond en gebouwen. Hieronder wordt deze categorie vastgoedbeleggingen nader toegelicht.

Beleggen in direct vastgoed met eigen portefeuille

Bij directe vastgoedbeleggingen heeft men de gebouwen en/of ander vastgoed in eigendom en in eigen beheer. Een nadere definitie van directe vastgoedbeleggingen zegt dat er sprake dient te zijn van een meerderheidsbelang in het onroerend goed (eventueel via dochters) én zeggenschap over het management (al dan niet uitgevoerd door dochters) [Gool, Jager en Weisz, 2001]. Binnen de categorie direct beleggen zijn verschillende segmenten te onderscheiden, de gangbare segmenten die vele ondernemingen en ook de ROZ/IPD handhaven zijn kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimten. De ROZ (Raad van Onroerende Zaken) houdt sinds 1995 verschillende rendementreeksen van direct onroerend goed bij van deze bovengenoemde segmenten, om zo een vergelijking te kunnen maken van onderlinge prestaties.

Directe vastgoedbeleggingen kenmerken zich door verschillende eigenschappen, hieronder volgen enkele belangrijke kenmerken, te weten [Van Gool, Jager en Weisz, 2001] [Keeris, 2003];

- Directe beleggingen zijn over het algemeen managementintensief en vergen een bepaalde expertise op het gebied van vastgoed. Om alle mogelijkheden te benutten voor huur- en waardegroei vraagt een actieve bedrijfsvoering. Om deze reden is een sterke en ook voldoende grote managementorganisatie nodig;

- Relatieve stabiele waarde van directe beleggingen; de waarde van een vastgoedobject fluctueert vele male minder dan vastgoedaandelen die beursgenoteerd zijn, dit is dan ook terug te vinden in een lagere risico bij directe beleggingen;
- Fiscaal voordeel; bij het direct beleggen in vastgoed kan veelal geprofiteerd worden van belastingvoordeel en / of investeringspremies;
- Liquiditeit; met de aankoop van objecten gaan grote bedragen gemoeid. Wil een belegger spreiding in de portefeuille aanbrenge, in verband met risicospreiding, dan is er een behoorlijk startkapitaal nodig. Hiermee is direct onroerend goed minder liquide dan indirect vastgoed. Tevens zit tussen het moment van te koop aanbieden in de markt en de werkelijke verkoop van het object een bepaalde periode, het geïnvesteerd kapitaal is niet direct opeisbaar;
- Waardebepaling van het vastgoed is moeilijk, en er is sprake van het 'smoothing-effect'. Dit houdt in dat de waarde van het vastgoed met name gebaseerd is op voorgaande taxaties en dat zo schommelingen in de waarde beperkt blijven (dit komt verder in het hoofdstuk uitgebreider aan de orde).

2.2.2. INDIRECT BELEGGEN IN VASTGOED

Onder het indirect beleggen in vastgoed wordt verstaan het beleggen in aandelen van onroerendgoedbeleggingmaatschappijen (ook wel: vastgoedfondsen). Aanvulling op deze omschrijving kan gevonden worden in de mate van zeggenschap. Bij indirecte beleggingen heeft de belegger noch een meerderheidsbelang noch zeggenschap over het management. Natuurlijk zijn er vormen denkbaar waarbij het alsnog moeilijk te beoordelen is of een vastgoedbelegging hoort tot directe of indirecte vastgoedbeleggingen. In dit rapport zal ervan uit gegaan worden dat indirecte vastgoedbeleggingen vooral bestaan uit participaties in een vastgoedfonds. Zoals te zien is in figuur 2.1, zijn er verschillende manieren om indirect te beleggen in vastgoed. Hieronder staat een toelichting op deze verschillende vormen.

Vastgoedbeleggingen middels investeren in een privaat fonds

Een privaat vastgoedfonds koopt met het vermogen van (meestal) meerdere investeerders in combinatie met een bepaald percentage vreemd vermogen (leverage) vastgoed aan. Het management van het fonds wordt uitgevoerd door een specialistische partij. De behaalde rendementen worden direct uitgekeerd aan de investeerders, minus een management vergoeding. Een dergelijk fonds lijkt veel op directe beleggingen, voordeel is dat men met een relatief klein vermogen kan investeren / participeren in direct vastgoed en niet afhankelijk is van het beurs sentiment.

Vastgoedbeleggingen middels een (beursgenoteerd) vastgoedbeleggingsfonds

Op de beurs kunnen verschillende aandelen gekocht worden in vastgoedbeleggingsfondsen, in Nederland de zogenaamde fbi's (fiscale beleggingsinstelling), in de USA worden deze fondsen ook wel REIT's (Real Estate Investment Trust) genoemd. In de basis hebben ze de volgende verplichtingen en kenmerken [Keeris, 2003];

- het grootste deel van het vermogen moet belegd zijn in vastgoed;
- het grootste deel van de inkomsten moeten afkomstig zijn van deze vastgoedbeleggingen;
- er dient sprake van fiscale transparantie (om deze reden wordt er alleen belasting geheven over de inkomsten van de ontvanger en niet over het fonds zelf);
- het grootste deel of alle resultaten uit exploitatie worden uitgekeerd;
- de dividenduitkeringen zijn hoog in vergelijking met vastgoedaandelen;

Voorbeeld van een dergelijke fondsen in Nederland zijn o.a. Rodamco, Corio, EuroCommercial Property, Vastned Retail en andere.

Vastgoedbeleggingen middels vastgoedaandelen

Hierbij kan worden geïnvesteerd in aandelen van vastgoedbedrijven. De inkomsten kunnen voortvloeien uit ontwikkeling, exploitatie en beheer van vastgoed. De behaalde winst zal gedeeltelijk worden geherinvesteerd en gedeeltelijk worden uitgekeerd aan beleggers. Voorbeelden van dergelijk vastgoedaandelen op de Nederlandse beurs zijn o.a. AM, DIM Vastgoed, etc.

De beleggingscategorie 'indirect (beursgenoteerd) vastgoed' heeft meer het karakter van gewone aandelen en kan om deze reden dan ook minder als een aparte beleggingscategorie worden beschouwd. Er is echter een verschil tussen beursgenoteerde aandelen en niet-beursgenoteerde aandelen/participaties. Al met al verschillen deze aandelen dermate dat het toch een aparte beleggingscategorie is. Circa 87% van de Nederlandse institutionele beleggers rekent het indirecte vastgoed tot de vastgoedportefeuille en niet tot de aandelenportefeuille [Troostwijk, 2005].

Indirecte vastgoedbeleggingen laten zich kenmerken door enkele belangrijke eigenschappen ten opzichte van direct vastgoed en andere beleggingscategorieën, te weten [Van Gool, Weisz en Jager, 2001] [Keeris, 2003];

- Geen lokale expertise vereist. Er is bij indirecte vastgoedbeleggingen geen eigen managementorganisatie nodig en hiermee ook geen lokale expertise van de vastgoedmarkt;
- Er zijn ook investeringen mogelijk met kleinere bedragen. Dit brengt meer mogelijkheden tot diversificatie van de totale portefeuille met zich mee;
- Het risicodempende effect van diversificatie is minder door de toegenomen correlatie met aandelen.
- Er hoeft geen overdrachtsbelasting betaald te worden. Hiermee blijven de transactiekosten bij indirecte beleggingen relatief gering;
- Liquiditeit kan groter zijn. Over het algemeen is de liquiditeit van indirecte beleggingen groter, mits het bedrijf beursgenoteerd is en er sprake is van een redelijk handelsvolume;
- Beurs kan kansen bieden. Indien er sprake is van een disagio koers (beurskoers is lager dan de waarde van het onderliggende vastgoed), kan met indirect beleggen in principe hetzelfde vastgoed goedkoper 'verworven' worden.
- Benutten van het leverage-effect (hefboomwerking). Bij vastgoedfondsen die tevens met vreemd vermogen de objecten verwerven kan worden geprofiteerd van het zogenaamd leverage-effect. Dit effect kan gunstig zijn, maar ook negatief en brengt dus meer risico met zich mee;
- De waarde van de belegging is volatieler. De waarde van de vastgoedaandelen fluctueert over het algemeen meer dan direct vastgoed, omdat de vastgoedaandelen voor een groot deel afhankelijk zijn van het beurs sentiment;
- Weinig invloed op beleggingsbeleid. Als indirecte belegger heeft men geen invloed op het te volgen beleid (spreiding, koop of verkoop van objecten, etc.), tevens is men afhankelijk van het management over de informatie over het onderliggende vastgoed.

De afgelopen jaren is de markt voor indirecte vastgoedbeleggingen sterk uitgebreid, tevens zijn er veel verschillende vormen van beleggen in indirect vastgoed op de markt bij gekomen voor zowel institutionele als particulieren beleggers. Zo zijn er vele niet-beursgenoteerde fondsen bijgekomen en een enorme hoeveelheid vastgoed CV's (Commanditaire Vennootschappen), waarin geparticipeerd kan worden. Deze toename is deels te herleiden naar de malaise in de aandelenmarkt. Uit eerdere onderzoeken blijkt dat, bij een slecht presterende beurs, vastgoed een veelgezocht beleggingsalternatief is.

2.3.ALGEMENE BELEGGINGSKARAKTERISTIEKEN VAN ONROEREND GOED

Zoals hierboven al omschreven is laten directe en indirecte vastgoedbeleggingen zich kenmerken door specifieke eigenschappen ten opzichte van andere beleggingscategorieën. Naast deze specifieke kenmerken heeft de vastgoedbeleggingssector ook enkele algemene beleggingskarakteristieken. De belangrijkste karakteristieken zullen hieronder toegelicht worden.

2.3.1 VASTGOED ALS INFLATIEHEDGE

Een veel gehoord motief om in vastgoed te beleggen is de bescherming (hedge) tegen het inflatierisico. Voor bijvoorbeeld een pensioenfonds dat indexatie toepast, geldt dat de ontwikkeling van de verplichtingen voor een groot deel afhankelijk zijn van de inflatieontwikkelingen. Gezien het feit dat over het algemeen de huren veelal worden

gecorrigeerd voor inflatie is het aannemelijk te concluderen dat een dergelijke belegging bescherming biedt tegen het inflatierisico. Uit verschillende onderzoeken is gebleken [Gool, Jager en Weisz, 2001] dat vastgoedbeleggingen sterk positief correleren met de inflatie, in tegenstelling tot aandelen en obligaties. Uit onderzoek is echter ook gebleken [Jansen, 2005] dat op korte termijn enige correlatie tussen inflatie en rendementen op vastgoed nauwelijks waarneembaar is. Ondanks dit bieden vastgoedbeleggingen een betere bescherming tegen inflatie dan aandelen en obligaties.

2.3.2. EFFECT VAN SPREIDING EN SPREIDINGSMOGELIJKHEDEN MET VASTGOED

Net zo goed als de beleggingsmarkt wordt opgedeeld in zeer verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties, opties etc., wordt de daartoe behorende vastgoedbeleggingsmarkt eveneens onderverdeeld in een aantal specifieke submarkten. Elke beleggingscategorie en submarkt heeft een eigen karakteristiek, welke in een bepaalde mate onafhankelijk is van de overige beleggingsmogelijkheden. Dit wordt de correlatie genoemd, wat de mate waarin twee variabele samen bewegen weergeeft. Het principe van spreiding in een beleggingsportefeuille is gebaseerd op de correlatie van verschillende beleggingscategorieën en/of submarkten. De daling in een beleggingscategorie wordt (deels) gecompenseerd door de stijging in een andere categorie. De correlatie varieert tussen de -1 en 1. Hoe meer een correlatie richting +1 gaat, hoe minder spreidingsvoordeel het oplevert. Bij een correlatie rond 0 beweegt een belegging onafhankelijk en wordt het totale risico gedempt. Hoe meer een correlatie richting de -1 gaat, hoe meer spreidingsvoordeel er is.

Correlaties	Direct vastgoed	Indirect vastgoed	Aandelen	Obligaties
Direct vastgoed	1,00	0,03	-0,07	-0,23
Indirect vastgoed	0,03	1,00	0,37	0,30

Tabel 2.1: correlaties vastgoedbeleggingen met andere beleggingscategorieën.

[Bron: "Vastgoed en ALM", Van Gool & Muller, 2005]

Zoals te zien in bovenstaande tabel correleren vastgoedbeleggingen over het algemeen weinig met aandelen en obligaties. Dit maakt vastgoed een goed beleggingsalternatief in de totale portefeuille. Spreiding binnen de vastgoedbeleggingsmarkt wordt bemoeilijkt door het feit dat beleggen in direct vastgoed erg kapitaalintensief is en daarom voor slechts een klein deel van de beleggers mogelijk is.

Markowitz en Sharpe⁷ stellen dat "beleggen in elke beleggingscategorie met positieve rendementen en een lage correlatie met andere beleggingscategorieën de risico/rendementskarakteristieken van de gehele portefeuille verbetert". Dit betekent dat aan elke portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties onroerend goed kan worden toegevoegd, zodat ofwel het verwachte rendement toeneemt bij een zelfde verwachte hoeveelheid risico ofwel het verwachte risico van de portefeuille afneemt bij een zelfde verwacht rendement. Dat de directe vastgoedmarkt zich profileert als zijnde een niet-efficiënte markt heeft consequenties voor de spreidingsstrategie binnen de vastgoedbeleggingssector. Doordat beleggen in direct vastgoed zeer kennisintensief is en lokale expertise erg belangrijk is, zijn de informatiekosten vaak erg hoog en gaat ten koste van het rendement. Tevens kan men niet op zeer veel verschillende markten expert zijn. Kortom spreiding op inefficiënte markten, zoals de vastgoedmarkt, is wel lonend, maar er zijn grenzen aan deze spreiding. Spreiding op de 'thuismarkt' waar men een eigen expertise en netwerk heeft opgebouwd is goed in te vullen met verschillende soorten vastgoed. De eventuele extra gewenste spreiding in de ideale vastgoedportefeuille kan worden bereikt met indirect vastgoed. De laatste jaren is het indirect beleggen in gespecialiseerde vastgoedfondsen dan ook behoorlijk gegroeid.

Binnen direct vastgoed kan spreiding aangebracht worden in de verschillende soorten vastgoed. Zoals al eerder naar voren kwam, onderscheidt de ROZ/IPD de sectoren woningen, winkels,

⁷ Harry Markowitz en William Sharp zijn wetenschappers op het gebied van economie en tevens de grondleggers van de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) waarvoor zij in 1990 een nobelprijs ontvingen.

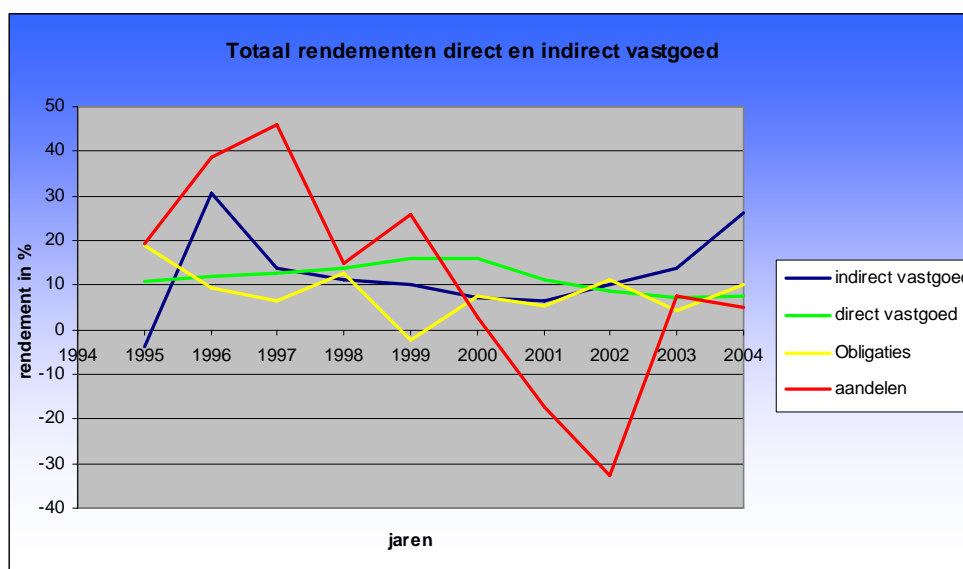
kantoren, bedrijfsruimten en overig. Dit onderscheid is gemaakt gezien het feit dat bij deze verschillende segmenten ook specifieke markeigenschappen, risico's en bijbehorende rendementen horen en zo ook voor spreiding binnen de portefeuille zorgt.

Internationale spreiding in de directe vastgoedbeleggingen is dus erg moeilijk, gezien de vereiste lokale kennis en het eventuele valutarisico. Indirecte vastgoedbeleggingen bieden een uitkomst voor buitenlandse vastgoedbeleggingen, waarbij het management uitbesteed wordt aan gespecialiseerde en lokale partij. Over het algemeen kan men wel zeggen dat het investeren in verschillende economische markten, welke een lage correlatie hebben met elkaar, volgens de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) voordelig is voor de totale portefeuille. In het volgende hoofdstuk wordt verder ingegaan op het beleid van Nederlandse institutionele beleggers omtrent buitenlandse vastgoedbeleggingen en de rol van de MPT (zie hoofdstuk 3).

2.3.3. RENDEMENTEN EN RISICO'S BIJ VASTGOEDBELEGGINGEN

Bij beleggingen in het algemeen geldt dat men streeft naar een zo hoog mogelijk rendement met daar tegenover een zo laag mogelijk risico. Risico's kunnen geaccepteerd worden, indien daar een premie op staat in de vorm van een hoger rendement [Keeris, 2003].

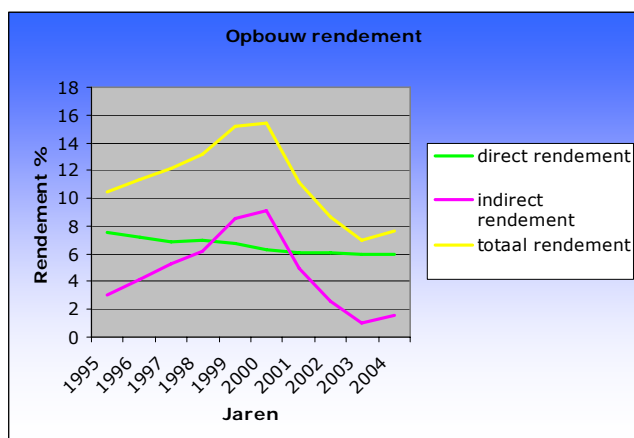
De rendementen bij vastgoedbeleggingen worden bepaald aan de hand van de totale inkomsten ten opzichte van de totale investering. De rendementen bij vastgoed bestaan uit twee onderdelen, het directe rendement bestaande uit de huuropbrengsten en het indirecte rendement bestaande uit waardegroei van het object. Aan de hand van de cijfers van de ROZ/IPD index zijn in figuur 2.2 de rendementen van zowel direct als indirect vastgoed uitgezet tegenover aandelen en obligaties.



Figuur 2.2: Rendementen van verschillende beleggingscategorieën.

[Bron: Bewerkt; IVBN, ROZ/IPD, 2004]

Vastgoed is aan vele soorten risico's onderworpen, zowel in de financiële sector als de niet-financiële sector. Bij vastgoedbeleggingen is een onderscheid te maken tussen hoofdzakelijk twee soorten risico's, namelijk het systematische risico, het risico dat gepaard gaat met het type belegging, en het specifieke risico, dit is het risico dat een bepaald object in de portefeuille met zich meebrengt. Bij indirecte beleggingen is er ook sprake van het management risico, aangezien men bij indirecte beleggingen hier geen inspraak op heeft. Het risico dat beleggingen met zich meebrengen wordt tot uiting gebracht met de standaarddeviatie. Dit is een kengetal dat de fluctuaties in de rendementen weergeeft.



Figuur 2.3: Opbouw rendement directe vastgoedbeleggingen
[Bron: ROZ/IPD, 2004]

Zoals duidelijk te zien in bovenstaand figuur heeft direct vastgoed een relatief stabiel karakter in vergelijking met de overige beleggingscategorieën. In tabel 2.2 staan de gemiddelde rendementen en het daarbij behorende risico (standaarddeviatie) die behaald zijn in Nederland in de periode van 1995 tot en met 2004. Daarnaast staat de verhouding tussen het rendement en het risico. Hoe hoger dit getal hoe beter.

Beleggingscategorie	Gem. rendement	Risico (st.deviatie)	Rendement / risico
Direct vastgoed	9,3 %	5,2 %	1,8
Indirect vastgoed	8,4 %	14,3 %	0,6
Aandelen	13,0 %	24,8 %	0,5
Obligaties	8,5 %	8,3 %	1,0

Tabel 2.2: Gemiddelde rendementen en risico's bij verschillende beleggingscategorieën in Nederland periode 1977 - 2004.

[Bron: "Vastgoed en ALM", Van Gool & Muller, 2005]

Zoals hierboven te zien is, zijn vastgoedbeleggingen (met name direct), een erg aantrekkelijke beleggingscategorie gezien de risico – rendement verhouding van deze belegging. Op basis van dergelijke cijfers zou de categorie vastgoedbeleggingen vanuit Asset Liability Management (ALM) studies een dermate grote allocatie in de totale portefeuille hebben dat dit niet reëel is. Dit feit is te wijten aan verschillende zaken. [Keeris, 2003] Ten eerste het zogenaamde 'smoothing-effect', dit houdt in dat uitschieters in rendements- en/of waardeontwikkeling worden afgevlakt bij onderlinge vergelijking op basis van portefeuille analyses. Dit is te wijten aan verschillende factoren o.a. door een zeer lage frequentie van taxaties, hierdoor corresponderen de taxatiewaarden niet met de continue ontwikkeling van de daadwerkelijke marktwaarde. Hierdoor zijn er minder schommelingen waar te nemen en dus ook minder volatiliteit wat de standaarddeviatie (risico) ten onrechte laag maakt. Ten tweede is de illiquiditeit van vastgoed toe te rekenen aan het feit dat de cijfers van vastgoedbeleggingen moeten worden aangepast. Om het risico van een sterk illiquide karakter te compenseren moeten vastgoedbeleggingen een hoger rendement behalen. Ten derde is het een feit dat er sprake is van erg hoge kosten bij vastgoedbeleggingen, zoals transactiekosten, informatiekosten en managementkosten.

Door bovenstaande factoren dienen de cijfers van vastgoedbeleggingen opgehoogd te worden met een risico-opslag en zullen de rendementen hoger moeten zijn om deze effecten te compenseren. Na compensatie verdient vastgoed alsnog een plaats in de portefeuille van beleggers.

2.4 RESUMÉ

In dit hoofdstuk is de beleggingscategorie 'vastgoed' nader bekeken. Op deze manier is er meer inzicht verkregen in de belangrijkste kenmerken en beleggingskarakteristieken van deze categorie.

Binnen de beleggingscategorie vastgoed kunnen in principe 2 vormen worden onderscheiden, namelijk de directe – en indirecte vastgoedbeleggingen. Direct beleggen in vastgoed houdt in dat men eigenaar is van onroerend goed en ook het beleid bepaalt. Binnen deze directe vastgoedbeleggingen worden door de ROZ/IPD de segmenten kantoren, winkels, woningen, bedrijfsruimten en overigen onderscheiden. Deze segmenten kenmerken zich onderling door verschillende risico-rendement profielen. Enkele belangrijke kenmerken van directe vastgoedbeleggingen zijn:

- Zeer management – en kennisintensief;
- Relatief stabiele waarde (weinig volatiel);
- Er zijn fiscale voordelen te behalen;
- Illiquide belegging;
- Waardebepaling is erg moeilijk.

Naast directe beleggingen zijn er ook indirecte vastgoedbeleggingen. Dit houdt in dat men belegt in aandelen of participaties van onroerendgoedbeleggingsmaatschappijen (vastgoedfondsen). Deze categorie heeft als eigenschap dat de belegger noch een meerderheidsbelang noch zeggenschap over het management heeft. Er kan op verschillende manieren belegd worden in indirect vastgoed, onder andere door het investeren in; privaat fonds, beursgenoteerd vastgoedbeleggingsfonds of traditionele vastgoedaandelen. Enkele belangrijke kenmerken van indirecte vastgoedbeleggingen zijn:

- Geen lokale en specifieke expertise vereist;
- Minder diversificatie-effect dan direct vastgoed, i.v.m. grotere correlatie aandelen;
- Minder kapitaalintensief;
- Meer liquide karakter;
- Kleinere transactiekosten;
- Grotere volatiliteit;
- Geen invloed op beleggingsbeleid;
- Waardebepaling is makkelijker.

Een veel gehoord motief om in vastgoed te beleggen is de 'hedge' tegen het inflatierisico. Dit is voor onder andere pensioenfondsen en verzekeraars erg belangrijk, gezien de indexatie van hun verplichtingen. Naast de inflatiehedge, spelen de correlaties van vastgoedbeleggingen ten opzichte van met name aandelen en obligaties een grote rol. Hierdoor vervullen vastgoedbeleggingen met name de rol van diversificator in de totale portefeuille. Het rendement van vastgoedbeleggingen heeft vergeleken met aandelen en obligaties een relatief stabiel karakter. Dit is dan ook terug te vinden in de risico – rendement verhouding van deze beleggingen.

Als inleiding zijn de belangrijkste kenmerken van vastgoedbeleggingen in kaart gebracht, zodat verder in het onderzoek de eigenschappen van 'grondbeleggingen' vergeleken kunnen worden met de eigenschappen van traditionele vastgoedbeleggingen.

3. VASTGOEDBELEGGINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS

3.1 INLEIDING

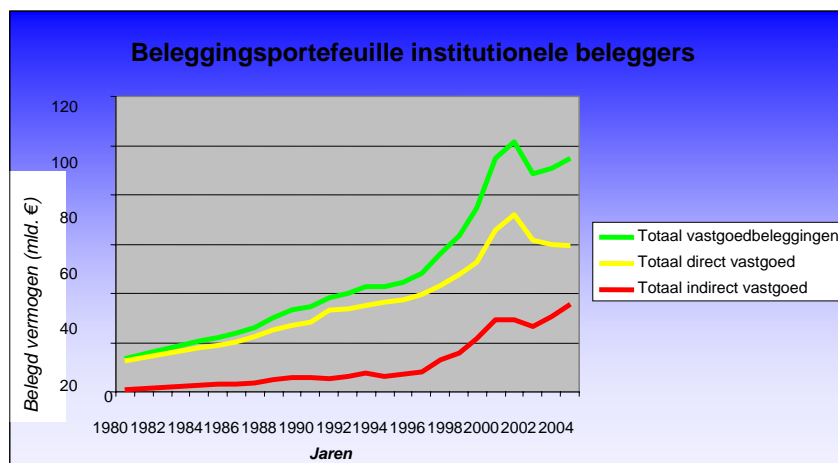
In dit hoofdstuk wordt het beleid en de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers in Nederland nader bekeken. In paragraaf 3.2 wordt de rol van vastgoed in de institutionele beleggingsportefeuille nader toegelicht. Het huidige vastgoedbeleggingsbeleid bij institutionele beleggers wordt in paragraaf 3.3 beschreven. De buitenlandse vastgoedbeleggingen van de institutionele beleggers komt in paragraaf 3.4 aan de orde. In paragraaf 3.5 worden kort enkele belangrijke trends en ontwikkelingen besproken. Vervolgens wordt in paragraaf 3.6 afgesloten met een kort resumé en conclusies.

Institutionele beleggers zijn ondernemingen die zich toeleggen op het beleggen van gelden in effecten en vastgoed etc. voor grote groepen beleggers (o.a. de pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen) [Van Dale Woordenboek, 2005]. Vanaf 1950 werden er steeds meer collectieve pensioenverzekeringen afgesloten, de bedrijfstakpensioenfondsen. Door deze ontwikkeling nam het vermogen van deze fondsen snel toe van circa € 5 mrd. in 1957 tot € 924 mrd. in begin 2006. Door een eindloonsysteem (waardevast) of zelfs welvaartsvast-pensioen af te sluiten, kregen deze pensioenfondsen enorme verplichtingen. Om in de toekomst te kunnen voldoen aan deze verplichtingen beleggen zij deze gelden. Het totaal belegde vermogen van deze institutionele beleggers kwam in 2005 neer op circa € 924 mrd. Hiervan beleggen zij gemiddeld 10% in vastgoed wat in neerkomt op circa € 95 mrd. [CBS, 2005] Deze groep beleggers zijn, in vergelijking tot de nu opkomende particulierenvastgoedmarkt met een omvang van circa € 37,6 mrd. [Troostwijk & TU/e, 2005], altijd nog de grootste professionele spelers in de vastgoedbeleggingsmarkt.

3.2 ROL VAN VASTGOED BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS

Ongeveer tien jaar geleden stond de beleggingscategorie vastgoed bij institutionele beleggers zwaar onder druk. Ten eerste was het niet bekend wat vastgoedbeleggingen konden bijdragen aan de totale beleggingsportefeuille en er waren geen langdurige rendementreeksen beschikbaar, waardoor vastgoedbeleggingen ook niet in de Asset-Liability studies kon worden meegenomen. Ten tweede was het managementintensieve karakter van vastgoed een drempel, 80% van een beleggingsafdeling was al snel in dienst bij de afdeling vastgoed, terwijl het maar een kleine 10% in de portefeuille vertegenwoordigde. Door het wegblijven van duidelijke rendementreeksen en de wens van institutionele beleggers tot outsourcen, werd vastgoed onbekend. *Onbekend maakt onbemind*, zeker als er in de toekomst meer van de andere beleggingscategorieën wordt verwacht.

Anno 2005 is er in de vastgoedbeleggingswereld veel veranderd en heeft het plaats gekregen als gangbare beleggingscategorie. Inmiddels zijn er historische rendementreeksen beschikbaar (ROZ/IPD) vanaf 1995 en zijn er door de komst van verschillende vastgoedbeleggingsfondsen meerdere spreidingsmogelijkheden. Hieronder in figuur 3.1 is te zien hoe in de loop der jaren de categorie vastgoedbeleggingen gegroeid is tot een niveau van € 95 miljard in 2004. De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt is dan wel enorm toegenomen echter het percentage vastgoed in de totale beleggingsportefeuille bij institutionele beleggers heeft continu geschommeld tussen de 9% en 12%.



Figuur 3.1: Opbouw vastgoedportefeuille institutionele beleggers

[Bron: CBS, 2005]

Belangrijkste redenen voor institutionele beleggers om te gaan beleggen in vastgoed waren onder andere [Gool, Jager en Weisz, 2001]:

- het beleggen in vastgoed paste goed bij het lange termijnkarakter van de pensioenverplichtingen en bij een voorzichtig beleggingsbeleid;
- de oplopende inflatie in de jaren zeventig. Dit speelde met name bij pensioenfondsen, waarvan de verplichtingen (waarde- of welvaartsvast) erg gevoelig zijn voor inflatie;
- schaalvergroting van woon- en winkelcomplexen, hierdoor nam het aanbod toe en was het relatief gemakkelijk om in vastgoed te beleggen.

Door onder andere bovenstaande redenen is vastgoed als beleggingscategorie in de beleggingsportefeuille terecht gekomen van de institutionele beleggers. In de verschillende soorten beleggingen bij institutionele beleggers zijn in principe 3 verschillende rollen te onderscheiden die de beleggingen kunnen spelen in de totale portefeuille, namelijk de rol van "matcher", "returndriver" en "diversifier". De taak van een matcher is het beperken van fluctuaties in de dekkingsgraad door zoveel mogelijk met de verplichtingen mee te bewegen. Een returndriver heeft als doel rendement te genereren en een diversifier wordt ingezet om het risico binnen de beleggingsportefeuille te verminderen door middel van spreiding. De rol van vastgoed in de portefeuille van institutionele beleggers wordt met name gezien als diversifier, doordat prijsbewegingen veelal door andere onderliggende economische factoren worden bepaald dan bij onder andere obligaties en aandelen [Jansen, 2005] (zie hoofdstuk 2.3.2).

3.3 VASTGOEDBELEGGINGSBELEID VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS

3.3.1 WETGEVING

Gezien het belang van de verplichtingen die institutionele beleggers hebben richting de verzekerde en pensioengerechtigde, is het van belang dat deze verplichtingen ook tijdig voldaan kunnen worden. Levensverzekeraars en pensioenfondsen moeten voldoen aan bepaalde voorschriften, die ervoor zorgen dat ze voldoende voorzichtigheid betrachten bij de vaststelling van hun voorzieningen. De Nederlandsche Bank (DNB) houdt op vele manieren toezicht, o.a. door wetten, het Financiële Toetsings Kader (FTK) en andere voorschriften (ook wel: actuariële principes). Op grond van de Pensioen- en spaarfondsenwet heeft de Nederlandsche Bank (DNB) de bevoegdheid bezwaar te maken tegen de financiële opzet en de praktische invulling ervan.

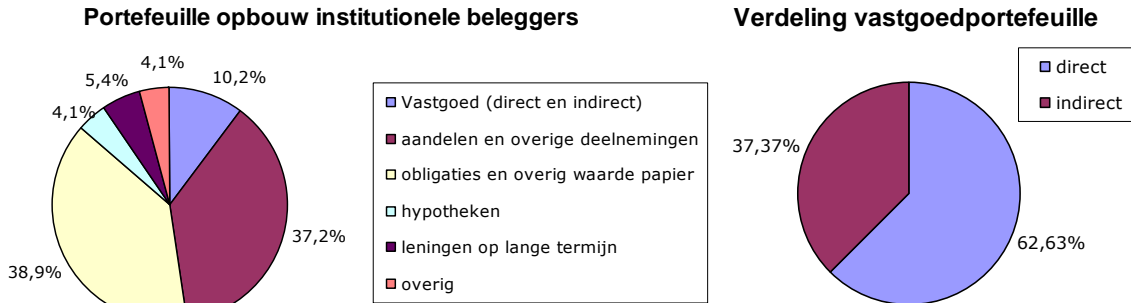
Institutionele beleggers zijn aan verschillende wetten en andere regelgeving gebonden. De belangrijkste toezichtswetten voor pensioenfondsen en verzekeraars zijn:

- de Pensioen en spaarfondsenwet (PSW);
- de Wet betreffende verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds 2000 (Wet BPF);
- de Wet betreffende verplichte deelneming in een beroepspensioenregeling (Wet BRF).
- de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 (WTV), in werking getreden op 1 juli 1994, voor schade- en levensverzekeringsmaatschappijen;

- de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf (WTN), in werking getreden op 1 januari 1996, voor verzekeraars die zich bezighouden met het natura-uitvaartverzekeringsbedrijf.

3.3.2 HUIDIGE VASTGOEDBELEGGINGSPORTEFEUILLE VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS

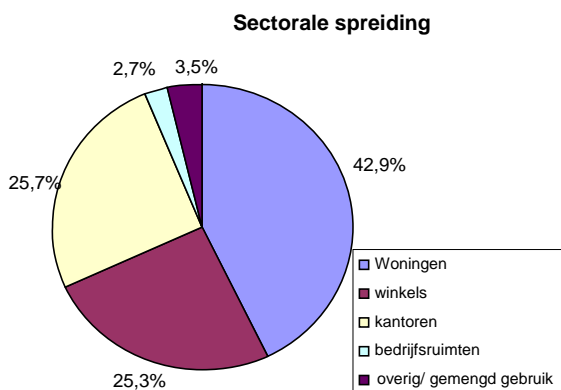
Aan de hand van ALM – studies (zie paragraaf 3.2.3) wordt het vermogen gealloceerd naar de verschillende beleggingscategorieën. In figuur 3.2 is de stand van de verschillende beleggingen van institutionele beleggers weergegeven.



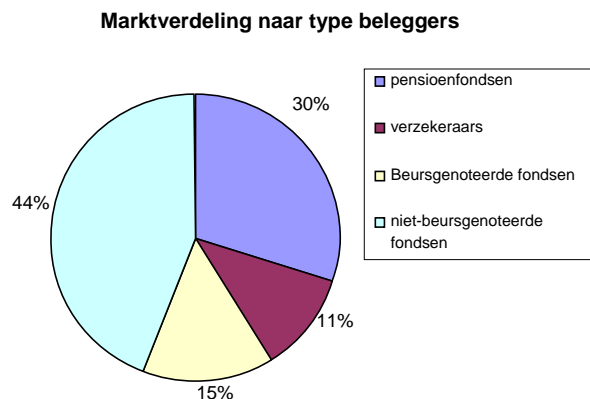
Figuur 3.2: Portefeuille opbouw institutionele beleggers in 2004
[Bron: CBS Statline, 2005]

Zoals te zien in figuur 3.2 vertegenwoordigt vastgoed 10,2% van het totaal belegd vermogen. Binnen de categorie vastgoedbeleggingen kan verder gediversifieerd worden in indirecte – en directe beleggingen. De afweging tussen direct of indirect vastgoed is met name afhankelijk van het vermogen dat een fonds belegt in onroerend goed. Een klein pensioenfonds zal veelal kiezen voor beursgenoteerd onroerend goed, omdat deze markt transparant is en de waardering gemakkelijk in de markt af te lezen is. Bovendien is voor beleggen in direct vastgoed veel expertise vereist en brengt tevens veel beheerskosten met zich mee. De grotere institutionele beleggers kiezen eerder voor direct vastgoed, aangezien de correlatie met andere beleggingscategorieën erg laag is tegenover een goede risico-rendement verhouding. Naast de voordelen die direct vastgoed met zich meebrengt, begonnen na de internationale vastgoedcrisis in beginjaren negentig, de nadelen ook mee te wegen. In figuur 3.1 is dan ook te zien dat vanaf beginjaren negentig de groei in indirecte vastgoedaandelen enorm is toegenomen. Bij directe vastgoedbeleggingen komt bij dat de actuele waardebepaling erg moeilijk te bepalen is (smoothing-effect), hierdoor bestaat onzekerheid over de juistheid van de parameters die nodig zijn in een ALM-studie. Daarom is het erg moeilijk direct vastgoed mee te nemen in een dergelijke studie (zie 3.3.3). Op dit moment bestaat de gemiddelde vastgoedportefeuille voor circa 60% uit directe beleggingen en circa 40% uit indirecte beleggingen [CBS, 2004].

In de directe vastgoedportefeuille kan, zoals reeds vermeld is, gediversifieerd worden in de gangbare categorieën, kantoren, woningen, winkels, bedrijfsruimten en overig. In figuur 3.3 is de verdeling naar deze categorieën voor Nederlandse institutionele beleggers weergegeven.



Figuur 3.3: Sectorale spreiding vastgoedbeleggingen
[Bron: ROZ/IPD, 2004]



Figuur 3.4: Marktverdeling naar type belegger
[Bron: IVBN, 2005]

3.3.3 VASTGOED IN DE ALM- STUDIES

Voor het bepalen van de optimale samenstelling van de beleggingsportefeuille maken institutionele beleggers gebruik van Asset Liability Management (ALM) -studies. Ook spelen vastgoedbeleggingen een rol in deze studies. Deze ALM-studies zijn gebaseerd op historische rendementen, de verwachtingen, risico's en onderlinge correlaties van de verschillende beleggingscategorieën. Op deze manier komt men tot een optimale portefeuille. Uit onderzoek [Van Gool & Muller, 2005] is gebleken dat vastgoed op zeer veel verschillende manieren wordt meegenomen in ALM-studies en dit dus ook andere uitkomsten tot gevolg heeft. Vastgoedbeleggingen zijn erg lastig mee te nemen in ALM-studies. Naast het ontbreken van een solide lange rendementreeks (minimaal 20 à 25 jaar) zijn er nog verschillende andere aspecten die meespelen, zoals toekomstverwachtingen die niet meegenomen worden, of uitsluitend de te verwachten rendementen en niet de te verwachten risico's etc.

Bij institutionele beleggers wordt een onderscheid gemaakt, gezien de beleggingskarakteristieken, tussen direct en indirect vastgoed. In de ALM-studies echter worden deze twee beleggingscategorieën vaak herleid tot één vastgoedrendement en risico. Ook de vastgoedrendementen die ingevoerd worden verschillen veel, omdat men uitgaat van historische rendementreeksen bijgesteld aan de hand van de toekomstverwachtingen. Ook de risico-opslag bij direct vastgoed in verband met 'smoothing' en de illiquiditeit lijkt nogal willekeurig en zonder een duidelijk patroon te gebeuren. De uitkomsten die voortvloeien uit de ALM-studie lijken soms niet helemaal nagestreefd te worden in de praktijk. Vaak wordt dan wederom verwezen naar de illiquiditeit, risico, en ontbreken rendementreeksen. Er is dan sprake van een tweevoudige correctie, één keer door risico-opslag mee te nemen in de ALM-studie en één keer door neerwaarts af te wijken van de uitkomsten van de ALM-studie.

Uit bovenstaand stuk blijkt dat de vastgoedbeleggingen nog in de kinderschoenen staan als het gaat om het volwaardig en juist meenemen in de ALM-studies. Professor David Geltner van de MIT in Boston USA betwijfelt de juistheid van de optimale portefeuille samenstelling aan de hand van een ALM-studie. Citaat [Geltner, Hanson & Loeb, 1998];

"Indien men in de optimalisatie analyses de risicovrije en/of risicomijdende beleggingen (zoals obligaties) niet meeneemt, heeft dit een conservatieve uitwerking, gezien het feit dat beleggingen met hoge rendementen dan niet meegenomen worden. Door de analyse te beperken tot vastgoedbeleggingen en vervolgens uitgaan van het gemiddelde doelrendement rond het niveau van de NCREIF (lees: ROZ-index), forceren we dat de optimale portefeuille bestaat uit grote hoeveelheden beleggingen met een lage volatiliteit en lage rendementen en zo dus de beleggingen met hoge rendementen uit sluiten, puur en alleen om te voldoen aan de doelrendementen. In een breder perspectief kan men een even lage of lagere volatiliteit voor de totale portefeuille ook verkrijgen met dezelfde of hogere rendementen door een groter deel risicovolle beleggingen te combineren met beleggingen met een lager risico. Er van uitgaande dat de risicovolle beleggingen een hoge sharp-ratio hebben. Een sharp-optimalisatie van de vastgoedportefeuille."

Wat prof. Geltner met deze stelling bedoelt, is dat vastgoedbeleggingen wellicht onterecht ondergewaardeerd worden omdat veel beleggingsfondsen en beleggers hun prestaties meten op basis van het behaalde rendement. Institutionele beleggers vergelijken de vastgoedprestaties met de ROZ-index. Iedere vergelijking stelt echter niets voor als we het risico hierbij vergeten. Risico wordt vaak berekend op basis van de bewegelijkheid van een fonds. Deze wisselwerking tussen rendement, risico en volatiliteit doet de vraag ontstaan naar een gecorrigeerde maatstaf voor het rendement, oftewel het rendement per eenheid risico. Dit doet de 'sharp-ratio', de formule is als volgt:

Rendement van belegging -/- risicovrije rente

Volatiliteit van belegging

Logischerwijs kan nu gezegd worden, dat hoe hoger deze sharp-ratio is hoe beter de belegging. Men krijgt immers hetzelfde rendement tegen een lager risico. De volatiliteit (=risico) wordt berekend aan de hand van de standaarddeviatie. Echter is het belangrijk te realiseren dat de

sharp-ratio niet alléén gebruikt kan worden in de beoordeling van de portefeuille. Men moet ook spreiding weten te realiseren naar beleggingscategorie. Immers beleggen in één beleggingscategorie brengt altijd meer risico met zich mee dan beleggingen in meerdere categorieën. Men zou dus zoals prof. Geltner zegt dienen te streven naar een Sharp-optimalisatie per categorie (aandelen, obligaties, vastgoed etc.) en zo een hoger rendement weten te realiseren tegenover een gelijk of lager risico. In onderstaande tabel zijn de Sharp-ratio's berekend aan de hand van eerder gegeven rendementen en risico's.

Categorie	Rendement	Risico	Risicovrije rente	Risico-rendement verhouding	Sharp-ratio
Direct vastgoed	9,3%	5,2	3,36%	1,8	1,14
Indirect vastgoed	8,4%	14,3	3,36%	0,6	0,35
Aandelen	13,0%	24,8	3,36%	0,5	0,39
Obligaties	8,5%	8,3	3,36%	1,0	0,62

Tabel 3.1: Sharp-ratio vergeleken met risico-rendement verhouding

[Bron: (Gool & Muller, 2005) & (Watson Wyatt, 2004) & (Financieel Dagblad d.d. 24-01-2006)]

Zo blijkt dat de sharp-ratio een andere voorstelling geeft van de beleggingen dan het risico-rendement getal. Qua risico-rendement bleek indirect vastgoed aantrekkelijker dan aandelen, de sharp-ratio spreekt dit echter tegen.

3.4. BUITENLANDSE VASTGOEDBELEGGINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS

Zoals reeds vermeld in paragraaf 2.3.2. is het beleggen in direct vastgoed in het buitenland erg moeilijk en risicovol gezien de vereiste lokale expertise. Echter internationale spreiding is, door de lage onderlinge correlatie van verschillende economieën, een gewenst feit bij institutionele beleggers. Ondanks verschillende rapporten, die aantoonen dat vastgoed in de buitenlandse portefeuille niet zinvol was, blijkt in recente onderzoeken het tegengestelde [Keeris, 2003]. Bij beleggen in het buitenland zijn verschillende risico's en problemen, onder andere [Keeris, 2003]:

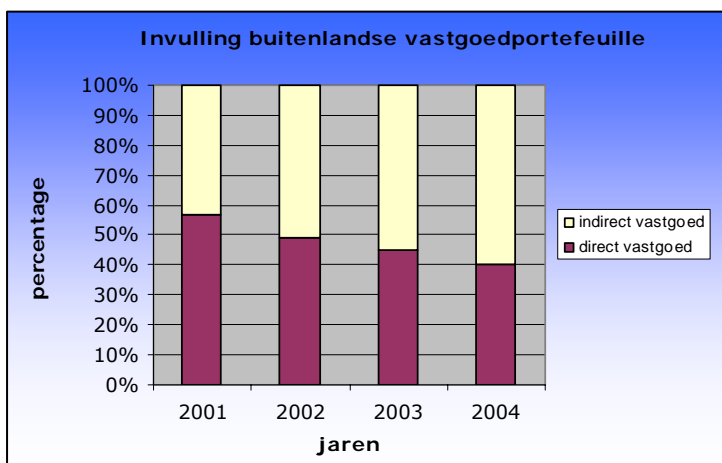
- benodigde lokale deskundigheid;
- verschillen in het fiscale beleid van diverse landen;
- taalbarrières en / of cultuurverschillen;
- valutarisico;
- ontbreken van de capaciteit tot het herkennen van een mogelijke buitenlandse acquisitie;
- ontbreken van de capaciteit tot het voeren van het operationeel management over een eventuele acquisitie.

Deze nadelen worden gecompenseerd door de voordelen die buitenlandse vastgoedinvesteringen met zich meebrengen, de belangrijkste zijn [Keeris, 2003]:

- aanbrengen risicospreiding binnen vastgoedportefeuille (geografisch, verschillende economieën en diversificatie in verschillende objecten met afwijkende marktkenmerken);
- positieve verwachtingen ten aanzien van rendementen, ingegeven door verwachte economische groei;
- aantrekkelijke grootte van die bepaalde vastgoedmarkt, zodoende zijn er kansen voor meerdere investeringsmogelijkheden;
- mate van gebrek aan (goede) investeringsmogelijkheden in Nederland, die passen binnen het beleggingsbeleid;

In 2004 is voor € 35,2 mrd. [CBS,2005] belegd in buitenlands vastgoed, waarvan € 14,2 mrd. in direct vastgoed en € 21 mrd. in indirect vastgoed. In figuur 3.5 is de invulling van de buitenlandse vastgoedportefeuille van de Nederlandse institutionele beleggers weergegeven. Duidelijk te zien is de trend naar meer indirecte vastgoedbeleggingen in het buitenland. In 2004 bestond ruim 60% van de totale buitenlandse vastgoedinvesteringen uit indirecte beleggingen. Voor pensioenfondsen heeft ruim 62% van het indirecte vastgoed betrekking op buitenlandse

instellingen. Voor beleggingsmaatschappijen is dit zelfs 91,9%. Verzekeraars beleggen vooral in Nederlandse vastgoedbeleggingsmaatschappijen, echter een groot deel van deze maatschappijen bestaat uit buitenlands vastgoed. Zo heeft weer 63% van het totale vastgoed van Nederlandse vastgoedbeleggingsmaatschappijen betrekking op het buitenland.



Figuur 3.5: Opbouw buitenlandse vastgoedportefeuille van institutionele beleggers

[Bron: bewerkt CBS, 2005]

De reden van de enorme toename in indirect vastgoed kan gevonden worden in het feit dat juist deze beleggingen de kans bieden voor internationale spreiding zonder grote risico's van directe vastgoedbeleggingen in het buitenland, men laat de vereiste expertise over aan lokale partijen. Andere reden is dat de Nederlandse vastgoedmarkt niet voldoende koopmogelijkheden in het gewenste soort vastgoed biedt. Tevens is als reden van de toename in indirect vastgoed de wens tot outsourcing van direct vastgoed genoemd [Troostwijk, 2005].

Van de vastgoedfondsen in Nederland belegt ruim 60% in buitenlands direct vastgoed. Landen waarin veel wordt geïnvesteerd zijn o.a. Frankrijk, België, Spanje, Duitsland, Scandinavië, Verenigd Koninkrijk, Italië, de nieuwe EU-landen en de USA. Opvallend is de grote afname in België en de grote toename in de nieuwe EU-landen (van € 230 mln. in 2003 naar € 631 mln. in 2004) [Troostwijk, 2005].

Uit onderzoek [DTZ research UK, 2005] blijkt dat Europees vastgoed een erg gewilde investering is. Zo werd in 1999 voor € 18 mrd. aangekocht in Europa. In de eerste helft van 2005 is dit al opgelopen tot ongeveer € 55 mrd., 22% meer dan in dezelfde periode van 2004. Dit komt mede vanwege het feit dat vastgoed nog steeds ondervertegenwoordigd is in veel institutionele beleggingsportefeuilles. Ondanks de gezonde voorspellingen blijkt uit cijfers [DTZ Research UK, 2005] dat een gebrek aan geschikte vastgoedbeleggingen in landen als Duitsland en het Verenigd Koninkrijk zal blijven. Beleggers zijn op zoek naar secundair internationaal vastgoed, dat hoge rendementen oplevert. Volgens de heer J. Valente (hoofd DTZ research UK) wordt de zoektocht naar waarde in Europa nog steeds intensiever en breidt zich uit naar opkomende en secundaire markten en locaties. "Hoewel het binnenhalen van opkomende markten ongetwijfeld kansen biedt, zijn daaraan aanzienlijke risico's verbonden, die nog niet worden weerspiegeld in de huidige rendementen", aldus J. Valente.

Het gemiddelde rendement van Europese vastgoedbeleggingen komt in het derde kwartaal van 2005 neer op 6,7%. Voor het gehele jaar 2005 is een rendement van 24,0% in de Europese markt gerealiseerd [GPR, 2006]. De bloei van de vastgoedbeleggingsmarkt is vooral het gevolg van een kloof tussen de kosten van leningen en het rendement op vastgoed.

3.5 TRENDS EN ONTWIKKELINGEN

3.5.1. NIEUWE WETGEVING

Zoals in paragraaf 3.3.1 al gemeld is, geldt op dit moment het Financieel Toetsings Kader (FTK). Er staan een nieuwe Pensioenwet en een nieuw Financiële Toetsings Kader (nFTK) op stapel, deze zullen zorgen voor behoorlijke veranderingen ten opzichte van de huidige eisen aan de financiële positie van pensioenfondsen. Dit kan ook invloed hebben op de rol van vastgoed in de portefeuilles. Het streven was om deze wet op 1 januari 2006 van kracht te laten gaan, er is inmiddels tot uitstel medio 2007 besloten. Het gaat primair om drie dingen [DNB, 2005] [Van Gool & Muller, 2005]:

1. het voorkomen van een mismatch tussen verplichtingen en beleggingen;
2. het vermijden van niet-systematisch risico;
3. de ontwikkeling van goedgekeurd risicomanagement.

Belangrijk is dat zowel de beleggingen als de verplichtingen van de pensioenfondsen tegen marktwaarde gewaardeerd dienen te worden. Er zal tevens sprake zijn van een verscherpt toezicht op risico's bij beleggingen. Wat het gevolg zal zijn voor het optimale vastgoedgewicht is nog onduidelijk. Echter de combinatie van marktwaardering van de passiva met de éénjaars herstelperiode voor het eigen vermogen (om het minimum te realiseren van 5% van de verplichtingen) versterkt op de eerste plaats de focus op korte termijn zekerheid. Dit zou dan kunnen leiden tot minder beleggingen in de lange termijn georiënteerde zakelijke waarden, waaronder het vastgoed. Daartegenover staat dat bij vastgoed (direct en indirect) in de nFTK minder beleggingsreserves dienen te worden aangehouden voor het opvangen van het risico tegenover aandelen en obligaties. Voor onroerend goed (direct en indirect) geldt namelijk maar een reserve van 15%, i.p.v. 25% tot 30% bij aandelen. Veel van de pensioenfondsen zijn op dit moment bezig hun ALM studies aan te passen aan deze nieuwe feiten. Het is echter nog te vroeg om te zien hoe één en ander uit zal pakken voor de vastgoedbeleggingen.

3.5.2. VAN DIRECTE NAAR INDIRECTE VASTGOEDBELEGGINGEN

Met uitzondering van 2001 is vanaf 1980 sprake van een trendmatige verschuiving binnen de vastgoedbeleggingen bij institutionele beleggers van direct naar indirect vastgoed. In 1980 maakte indirect vastgoed nog maar voor 3,0% deel van de totale vastgoedportefeuille. In de laatste twee jaar is het deel indirect vastgoed toegenomen van 30,2% tot 37,4%. Pensioenfondsen hebben hierin een zeer grote bijdrage geleverd, 56,6% bestaat bij deze fondsen inmiddels uit indirect vastgoed. In het Troostwijk onderzoek naar institutionele beleggers 2005 staat vermeld dat 67% van de institutionele beleggers een verdere toename van de indirecte beleggingen verwacht.

Binnen de indirecte beleggingen is er sprake van een grote toename van niet-beursgenoteerd vastgoed [Vastgoedmarkt, 2005]. De beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in Europa zijn in het jaar 2005 met tenminste €13,2 mrd. gegroeid volgens berekeningen van het Britse bureau Investment Property Databank (IPD). In de eerste helft van 2005 is al voor €12,4 mrd. aan nieuw kapitaal toegevoerd naar de sector. De sector heeft inmiddels een totale omvang van 213 miljard euro. Belangrijkste verklaring voor de toegenomen interesse zijn de rendementen die dergelijke beleggingen de afgelopen jaren hebben gegenereerd zonder de hoge kosten van direct vastgoed. Vooral de laatste twee jaar is de stijging groot geweest. Van de 287 fondsen die door IPD worden gevolgd, heeft 55% een laag risico/rendementsprofiel ('core'), 31% een middelmatig ('value added') en 14% hoog ('opportunistic') profiel.

In het onderzoek naar het vastgoedbeleggingsbeleid van institutionele beleggers [Troostwijk, 2005] wordt ook gewezen op het feit dat de directe beleggingen zullen toenemen in 2005 en 2006 met respectievelijk €1,1 mrd. en €2,1 mrd. De belangrijkste oorzaken voor deze toename zijn o.a. afstemming van beleggingen op de verplichtingen, portefeuill vernieuwing en uitbreiding.

3.5.3 ALTERNATIEVE BELEGGINGEN

Enkele grote institutionele beleggers, waaronder ABP, heeft kenbaar gemaakt dat zij de categorie 'alternatieve beleggingen' willen uitbreiden. Onder het alternatieve beleggingen vallen o.a. onroerend goed, private equity, commodities (grondstoffen etc.), hedgefonds etc. Alternatieve beleggingen zijn interessant voor een pensioenfonds omdat het rendement weinig verband houdt met de resultaten van de meer traditionele beleggingen zoals aandelen en vastrentende waarden. Door de brede spreiding over veel producten ontstaat diversificatie. Daarnaast bieden ze doorgaans een betere bescherming tegen inflatie. Alternatieve beleggingen opereren vaak in niet liquide en minder transparante markten. Daarnaast zijn deze vergeleken met de standaardproducten vaak complex. Kenmerkend voor deze categorie is dat het altijd op zoek is naar kleine niches in de markt, bijvoorbeeld nieuwe methodes of strategieën om extra rendement te halen. Die spelen zich vaak af op een beperkt stukje van de markt en vereisen een hoge mate van deskundigheid en specialisatie. In dit kader worden ook verschillende vastgoed alternatieven in en op nieuwe locaties/regio's onderzocht.

3.6 RESUMÉ

Om verder in het onderzoek iets te kunnen zeggen over de rol van een 'nieuwe' beleggingscategorie (grondbeleggingen) in een vastgoedportefeuille van een Nederlandse institutionele belegger is eerst de huidige opbouw van de institutionele vastgoedportefeuille nader bekeken. Om deze reden is in dit hoofdstuk de institutionele portefeuille geanalyseerd.

De rol van vastgoed in de institutionele portefeuille is de afgelopen decennia enorm veranderd. De totale vastgoedbeleggingen van institutionele beleggers komen in 2004 neer op €95 mrd., verdeeld in €60 mrd. in direct en €35 mrd. in indirect vastgoed. Vastgoed speelt in de institutionele portefeuille de rol van 'diversifier', doordat prijsbewegingen veelal door andere economische factoren bepaald worden dan bij obligaties en aandelen. Hierdoor is er sprake van risicovermindering door middel van spreiding.

Vastgoedbeleggingen (direct en indirect) beslaan in 2005 gemiddeld 10,2% van het totaal belegd vermogen. Deze vastgoedportefeuille bestaat uit ruim 60% direct vastgoed en een kleine 40% indirect vastgoed. Binnen deze twee groepen wordt verder gediversifieerd in verschillende segmenten. Door het ontbreken van een solide langdurige (min. 20 jaar) rendementreeks en andere onzekerheden cq. risico's zoals illiquiditeit en het smoothing-effect is het erg moeilijk om vastgoed mee te nemen in de ALM-studies van institutionele beleggers. Het blijkt dat de invulling van de vastgoedparameters in deze ALM-studies dan ook zeer uiteenlopend zijn.

Beleggen in het buitenland brengt om verscheidene redenen risico's met zich mee, daar tegenover staan voordelen zoals een verdere risicospreiding. Indirecte vastgoedbeleggingen bieden de optimale mogelijkheid om met minder risico te beleggen in het buitenland. In 2004 bestonden de buitenlandse vastgoedinvesteringen (ruim € 35 mrd.) met name uit indirect vastgoed (60%). Europees vastgoed is de afgelopen jaren een erg gewilde investering. Ondanks deze ontwikkeling, zijn beleggers op zoek naar secundaire markten en nieuwe locaties in het vastgoed met hogere rendementen, omdat het huidige aanbod van gunstige objecten te klein is ten opzichte van de grote vraag.

Binnen het vastgoedbeleggingsbeleid van institutionele beleggers zijn er twee belangrijke ontwikkelingen. Ten eerste het nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK) en de nieuwe pensioenwet, deze zullen invloed hebben op de financiële positie van pensioenfondsen en ook op de rol en allocatie van vastgoed in de beleggingsportefeuille. Op het moment van schrijven is het nog te vroeg om een uitspraak te doen over de exacte gevolgen van het nFTK. Ten tweede is er een duidelijke trend waarneembaar naar steeds meer indirecte vastgoedbeleggingen. Het grootste deel van de institutionele beleggers verwacht dat het aandeel indirect vastgoed in 2006 nog verder zal groeien. Enkele grote institutionele beleggers hebben kenbaar gemaakt de categorie 'alternatieve beleggingen' verder uit te breiden. Dit houdt in dat ook gezocht wordt naar nieuwe vastgoedbeleggingsalternatieven in nieuwe regio's met andere beleggingskarakteristieken dan de traditionele beleggingen.

GRONDBELEGGINGEN



4. GRONDBELEGGINGEN ALS INVESTERINGS-CATEGORIE

4.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt het beleggingsconcept 'beleggen in grond' toegelicht aan de hand van met name bestaande literatuur. In deze paragraaf wordt een korte inleiding gegeven op het onderwerp. Vervolgens wordt in paragraaf 4.2 de Nederlandse grondmarkt kort beschreven. In paragraaf 4.3 wordt uitgelegd wat grondbeleggingen inhouden en tevens wordt er een categorisering gemaakt. De kenmerken van grondbeleggingen per categorie zullen in paragraaf 4.4 aan bod komen. Naast de theoretische haalbaarheid is het, gezien de recente aandacht in de media, van groot belang of vanuit de praktijk dit soort beleggingen geaccepteerd worden. Deze praktische haalbaarheid van grondbeleggingen wordt evenals belangrijke trends en ontwikkelingen die van invloed kunnen zijn op grondbeleggingen besproken in paragraaf 4.5. De reeds bestaande literatuur en kennis op internationaal niveau zal uiteen gezet worden in paragraaf 4.6. Afgesloten wordt in paragraaf 4.7 met een resumé.

Zoals in de voorgaande hoofdstukken naar voren is gekomen, bestaan de vastgoedbeleggingen bij institutionele beleggers in Nederland uit de sectoren; kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimten. Ondanks de grote invloed van grond op de performance van deze vastgoedbeleggingen, is er nog maar zelden onderzoek gedaan naar de mogelijkheden van grond zelf als investering. Grond in het algemeen biedt de nodige voordelen, zoals vermogensbescherming, grond is waardevast en de prijs voor landbouwgrond is in de afgelopen 10 jaar gestegen met ongeveer 70% [DLG, 2005] (zie figuur 4.1). Prijsontwikkelingen zijn niet meer afhankelijk van de prestaties in de agrarische sector maar van het algemene economische klimaat. Verder zijn er geen factoren als slijtage, bewaar- en beheerkosten en onderhoudskosten.

Tevens als men naar het buitenland kijkt komt deze beleggingscategorie met grotere regelmaat voor, het zogenoemde 'Landbanking'. Landbanking is het investeren in grond. Dit concept komt met name voor in de VS en het Verenigd Koninkrijk. Er zijn echter ook steeds meer bedrijven die het concept 'beleggen in grond' aanbieden.

In Nederland zijn er naast enkele kleine bedrijven, die over beleggen in grond spreken, geen fondsen of andere mogelijkheden om te beleggen in grond. Nederland ziet grond (nog) niet als een beleggingsobject, maar vooral als een productiemiddel van agrarische producten. Wellicht is het de onbekendheid over de beleggingskarakteristieken van beleggen in grond alsmede de traditionele manier van denken bij institutionele beleggers. Zoals vroeger onder de institutionele beleggers voornamelijk belegd werd in obligaties en geen aandelen is dat tegenwoordig het tegenovergestelde. De veronderstellingen die beleggers hebben bij grondbeleggingen is dat het erg riskante beleggingen zijn, echter door het ontbreken van empirische data is het onduidelijk hoe riskant deze beleggingen zijn en wat hun rol in de totale portefeuille kan zijn. Wellicht dat deze situatie over 20 jaar veranderd zou kunnen zijn en grondbeleggingen meegenomen worden in de ALM-studies van institutionele beleggers. Indien men dit wil bereiken dan zal eerst onderzoek gedaan moeten worden naar de grondmarkt en de vele mogelijkheden hierin. Dat is in Nederland nog niet gebeurd [Needham, 2004].

4.2 DE NEDERLANDSE GRONDMARKT

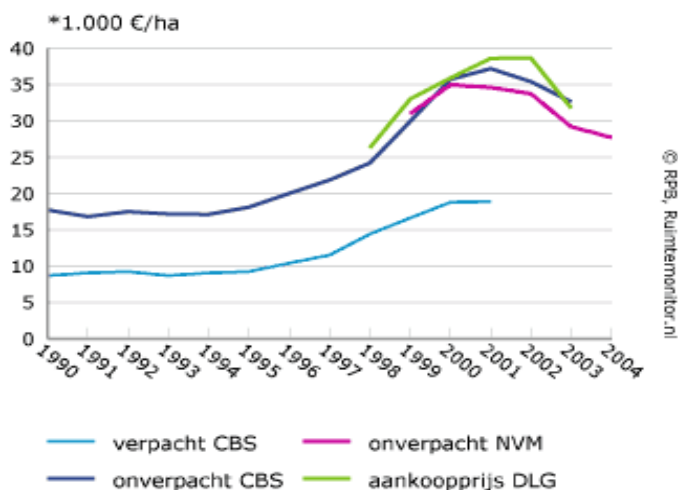
Vroeger was de meeste grond in handen van overheden, kerken, adel en de agrarische stand. Momenteel zijn met name projectontwikkelaars, bedrijven met doel grondstof winning, de overheid, beleggers, nutsbedrijven, natuurbeschermingsorganisaties, waterschappen etc. eigenaar van de gronden in Nederland. Er is veel veranderd in de grondmarkt. De transacties binnen deze grondmarkt vinden in Nederland voor het merendeel vrijwillig plaats, rekening houdend met de door de overheid gestelde voorwaarden, zoals structuur- en bestemmingsplannen etc. Maar wat weten wij van deze markt?

Vragen zoals, wat de invloeden van de grondmarkt zijn op andere markten zoals de woningmarkt, landbouwproducten e.d., en de reactie van de vraag naar bouwgrond in geval van wijziging in de prijs van vastgoed (prijselasticiteit)etc., zijn erg interessant. In Nederland kunnen we op dit moment geen antwoord geven op dergelijke vragen. Het gebrek aan deze kennis belemmert in een zekere zin de efficiëntie van het ruimtelijk beleid.

4.2.1. DE AGRARISCHE GRONDMARKT

In een dichtbevolkt land als Nederland is de vraag naar ruimte groot, vroeg of laat zal dit ten koste gaan van de hoeveelheid grond die voor landbouw in gebruik is. *“Als we niks doen kijken we misschien tegen de laatste generatie boeren aan”*, is de verontrustende uitspraak van de heer Sijmons, rijksadviseur van het landschap, over de Nederlandse landbouw. Schaalvergroting, veranderingen in productiewijze en de behoefte aan een hogere productie om uit de kosten te komen of juist daarom een drastische verlaging van de kosten, internationalisering, moeilijkheden met de opvolging in het boerenbedrijf en daardoor onzekerheid over het voortbestaan, leiden tot onzekerheden over de toekomst van de Nederlandse landbouw [Segeren, Groen & Luijt, 2005]. Hoewel deze problemen ook in vroegere tijden speelden en een forse inkrimping van het aantal boerenbedrijven tot gevolg heeft gehad, gaat de afname van het areaal landbouwgrond niet zo snel. Grond is immers de belangrijkste productiefactor in de landbouw.

De grondprijs wordt bepaald door twee componenten [DLG, 2005]; de grondgebruikswaarde en de optiewaarde. De grondgebruikswaarde is gebaseerd op de verwachting van de in de toekomst te realiseren netto-opbrengsten bij gebruik van die grond. De optiewaarde wordt gebaseerd op de verwachting van vermogenswinst als de grond een stedelijke bestemming krijgt. De kans op verstedelijking is dus van invloed op de prijs van landbouwgrond. Door de krapte op de Nederlandse woningmarkt blijft de bebouwingsdruk groot en zorgt de optiewaarde voor een sterk stijgende prijs van de landbouwgrond. Deze prijs is dan ook tot drie jaar geleden sterk gestegen (zie figuur 4.1 en bijlage 4.1). De prijzen zijn de laatste jaren weliswaar gedaald, maar zijn nog wel zo hoog dat deze nooit terugverdiend kunnen worden met agrarische productie. Dit is een enorme drempel voor nieuwkomers in de Nederlandse agrarische sector. Nu de agrarische bestemming van veel landbouwgronden onder economische druk staat zijn andere manieren om de grond te gebruiken aantrekkelijk geworden. Met een overheid die minder restricties oplegt, zijn de grootgrondbezitters min of meer vrij om de grond te verhandelen zoals zij willen.



Figuur 4.1: Gemiddelde grondprijsontwikkeling in Nederland 1990 - 2004

[Bron: CBS, DLG, Domeinen, NVM, 2004]

Ondanks de slechte economische perspectieven voor individuele agrariërs verkopen boeren niet massaal hun grond. Een grond-gebonden agrarisch bedrijf kan alleen worden overgenomen, als daarvoor slechts de helft van de marktprijs of nog minder wordt betaald. Dit komt door de hoge prijzen van grond en productierechten. Bedrijfsopvolging binnen de landbouw tegen een lagere

overnameprijs, ofwel de 'voortzettingsswaarde', vindt in Nederland dan ook vooral binnen de familie plaats en alleen als de overige familieleden en de belastingdienst ermee akkoord gaan. Waardebepaling tegen 'voortzettingsswaarde' vindt plaats op basis van het opbrengst genererende vermogen van de onderneming en niet op basis van de veel hogere marktprijzen van afzonderlijke activa. Voor toetreders van buiten de landbouw gelden deze voordelen niet. Hierdoor zijn er binnen de Nederlandse landbouw nauwelijks mogelijkheden voor toetreders. Bedrijfsovername kan voor het familielid dus ook vanuit vermogensoogpunt aantrekkelijk zijn. Het inkomen uit het agrarisch bedrijf is dan niet het enige inkomen waar van geleefd moet worden, maar kan aangevuld worden met inkomsten van buiten de landbouw. Een tweede reden voor de geleidelijke omschakeling is dat het boer zijn een manier van leven is en het bedrijf de pensioenvoorziening is. Het starten van een nieuwe agrarische onderneming in de voormalige bedrijfsgebouwen, het blijven wonen in de voormalige bedrijfswoning en het in bezit houden van een deel van de grond voor het houden van wat vee, zijn vormen van aanpassingen die zorgen voor een geleidelijke overgang en een redelijk stabiele grondmarkt. De arbeidsintensieve productie wordt eerst afgestoten. Door de productierechten en de grond geleidelijk te verkopen wordt er een aanvulling op het pensioen verkregen [Segeren, Groen & Luijt, 2005].

4.2.2. PLANOLOGIE IN NEDERLAND

Gronden vormen de spil van de ruimtelijke ordening en inrichting van ons land. Sociale, maatschappelijke en economische veranderingen gaan erg snel. Het is om deze reden dan ook zeer belangrijk dat iedereen duurzaam en efficiënt met de beschikbare schaarse ruimte omgaat. Dit ruimtelijke proces wordt met name gestuurd door het Rijk met verschillende nota's en structuurplannen en visies. De provincies concentreren zich op streekplannen en de bestemmingsplannen worden door de gemeenten opgesteld. De ruimtelijke ordening c.q. herordering leidt tot uitbreiding, dan wel tot verandering van de bestaande functies. Ook de veranderende behoeften, economische-, sociale-, maatschappelijke groei en milieutechnische randvoorwaarden leiden tot een groei in oppervlaktebehoefte voor o.a. woonruimte, bedrijventerreinen, sportvelden, infrastructuur etc. en vanuit de agrarische sector tot meer ruimte voor steeds kleinere veestapels.

4.2.2 SCHAARSE GEGEVENS

Begrippen als ruimteclaims en behoefte aan grond, zijn niet eenduidig gedefinieerd en zijn om deze reden niet bruikbaar voor de (economische) wetenschap. Tot twintig jaar geleden werd er over grond gezegd: 'De prijs van grond is wat de gek ervoor geeft', sindsdien is er wel het nodige veranderd in de grondmarkt, zoals de invoering van de residuele grondwaarde methode en zijn er incidentele onderzoeken geweest die verschillende hypothesen hebben getoetst. Echter onderzoek naar economische theorieën en modellen is nog niet gebeurd.

4.2.3 PRAKTISCH GEVAAR

Verder onderzoek naar grond is om verschillende (maatschappelijke) redenen noodzakelijk [Needham, 2004]. Ten eerste, het feit dat grond in Nederland als input van het ruimtelijk beleid gezien wordt. Wellicht zijn er veel betere manieren om met grond om te gaan. Ten tweede, is het feit dat de marktpartijen sneller reageren op veranderingen dan wetenschappers. Duidelijk voorbeeld is de gang van zaken bij de toewijzing van VINEX-locaties, waar commerciële partijen de grond vroegtijdig opkochten. In het buitenland gebeurt dit voortijdig opkopen al jaren. De Nederlandse regering had door meer onderzoek wellicht dit kunnen voorzien en vervolgens hier op in kunnen spelen. Ten derde, zijn er in Nederland weinig rechten in grond die kunnen worden verhandeld. Op dit moment kan in Nederland worden gehandeld in rechten van juridisch en economisch eigendom: erfpachtrechten. Daarentegen mogen huurrechten niet verhandeld worden. In sommige landen mogen huurrechten, hypotheekrechten, ontwikkelingsrechten etc. verhandeld worden. In Nederland wordt uitsluitend gezocht naar beleidsmogelijkheden in het publiekrecht, terwijl de mogelijkheden om beleid te voeren door veranderingen in het privaatrecht niet gezien worden.

4.2.4 VERKLARING HUIDIGE STAND VAN ZAKEN

Het gebrek aan kennis in de werking van de grondmarkt, kan ironisch genoeg misschien wel toegekend worden aan het feit dat wij Nederlanders in het verleden zo hard hebben moeten werken voor de grond (inpoldering etc.) en hier ook betrokken bij zijn geweest. Om deze reden wordt grond meer als een gemeenschapsgoed gezien, aldus Needham. Dit heeft tot gevolg dat de gemeente een zeer actieve betrokkenheid heeft in de gang van zaken in deze grondmarkt. Deze twee zaken hebben geleid dat wij grond op dit moment zien als input voor ruimtelijk beleid en niet als een goed waarin gehandeld kan worden.

Het is opmerkelijk dat een markt waar de overheid zelf zo actief in is er toch zo weinig informatie beschikbaar is over wie wat en waar in bezit heeft. Er zijn verschillende bronnen zoals Bodemstatistiek en het Kadaster, echter de Bodemstatistiek zegt niets over eigendom en het Kadaster eerder transacties registreert dan eigendom, zodat er geen betrouwbaar beeld gecreëerd wordt. Kennis is macht, daarom is het enerzijds logisch dat gemeente en grote ontwikkelaars niet te veel prijs willen geven [Needham, 2004].

4.3 WAT ZIJN GRONDBELEGGINGEN?

Er zijn in Nederland vele partijen die gronden in bezit hebben, zowel particulieren en bedrijven als de overheid. Men heeft in Nederland veelal de grond niet als primair beleggingsmiddel, maar als continuering van het primaire proces, zoals bij projectontwikkelaars (AM). Grond wordt hier niet gezien als belegging maar als productiemiddel. Daarnaast zijn er partijen die grote stukken grond bezitten, echter het doel omvat enkel en alleen de financieringsmogelijkheid voor de agrarische sector en is dus geen belegging op zich, hier is er sprake van andere doelstellingen en strategische visies (Rabobank, Fortis, etc.) De grootste Nederlandse private grondeigenaar is Fortis Vastgoed. Zij bezitten op dit moment circa 27.000 hectare grond verspreid over heel Nederland. Fortis ziet de investeringen in deze gronden ook als belegging. Zij genereren voornamelijk inkomsten uit erfpacht en het rendement is net iets meer dan het rendement op staatsleningen [Ten Kate⁸, 1999].

Om onduidelijkheid te voorkomen over wat exact onder grondbeleggingen verstaan wordt, is er behoefte aan een heldere en eenduidige definitie van het begrip 'grondbeleggingen'. Naar aanleiding van de definitie van grondbeleggingen in het buitenland en de Nederlandse situatie is tot een eenduidige definitie gekomen. Onderstaande definitie zal als uitgangspunt dienen voor het gehele verdere onderzoek.

Definitie grondbeleggingen:

"Het investeren in niet-ontwikkelde gronden, met geen of relatief weinig opstallen, die in principe gehouden worden voor de (middel)lange termijn en primair gezien worden als een belegging, met opbrengsten uit waardevermeerdering en vastgoedontwikkelingsactiviteiten in de ruime zin van het woord."

Beleggen in grond houdt dus in het (zeer) vroegtijdig aankopen van gronden met vaak een agrarische bestemming. Door deze vroegtijdige aankoop van de grond, is deze nog relatief goedkoop. Door de toenemende vraag naar vastgoed in de omgeving in de loop der jaren, stijgt de waarde van de grond door de ontwikkelingspotentie. Indien de bestemming van de agrarische gronden omgezet is naar een bouwbestemming is de waarde van de grond wederom toegenomen. Men kan beslissen om de gronden in een van deze stadia te verkopen, afhankelijk van hun strategische visie en kennis die in huis is. Hieronder volgt een kort en fictief voorbeeld van een grondbelegging:

Stel een bepaald stuk agrarisch grond rondom een stad of ander economisch centrum wordt gekocht voor €2.000.000 door een grondbelegger. De belegger denkt dat er over een x aantal jaar een vraag komt naar een bepaald soort vastgoed op dat stuk grond. De grond kan, omdat er nog geen plannen en/of voorzieningen zijn, goedkoop gekocht

⁸ Ten Kate is rentmeester en was ten tijde directeur van afdeling 'Landelijk Vastgoed' bij Fortis.

worden. In de loop van de tijd stijgt de waarde van de grond naar mate het ruimtelijk beleid duidelijker ingevuld wordt en er sprake is van een bestemmingswijziging in de toekomst. De belegger heeft de keus om het gebied geheel of gedeeltelijk te verkopen of geheel zelf te ontwikkelen (afhankelijk van de doelstellingen). Indien er op de grond een project gerealiseerd kan worden ter waarde van €50.000.000 en de bouwkosten (incl. bijkomende kosten) zijn €40.000.000 dan is op basis van de residuele grondwaarde methode de grond nu €10.000.000 waard. De waarde die de grondbeleggers krijgt is afhankelijk van het tijdstip van verkoop. Indien de grond verkocht wordt in jaar 10 komen de opbrengsten dus grofweg neer op € 8.000.000 verdeeld over 10 jaar, wat neerkomt op een rendement van circa 15% per jaar.⁹

Het hierboven beschreven voorbeeld dient slechts ter verduidelijking van het principe grondbeleggingen. Het mag duidelijk zijn dat er veel verschillende scenario's denkbaar zijn voor het investeren in grond. Grondbeleggingen zijn van veel soorten factoren afhankelijk zoals tijdstip van aan- en verkoop, de groei van de omgeving, voortgang in proces van bestemmingsplanwijziging etc. Zoals blijkt zijn er veel verschillende mogelijkheden voor grondbeleggingen, deze zullen in de volgende paragraaf uitvoerig toegelicht en gegroepeerd worden.

4.3.1 CATEGORISERING TYPEN GROND

De definitie van grondbeleggingen laat nog behoorlijk wat mogelijkheden open. Zo is het niet duidelijk wanneer er grond gekocht wordt, agrarische grond of reeds grond met bouwbestemming. Dit onderscheid impliceert een wezenlijk verschil in zowel het te lopen risico als het te verwachten rendement. Het moment waarop de belegger in grond stapt, is cruciaal voor de winst die na enige tijd opgestreken zou kunnen worden [Ten Kate, 1999]. Een grondbelegger houdt feitelijk de voorraad grond voor projectontwikkelaars vast. Veelal hebben lokale en regionale ontwikkelaars niet de financiële capaciteit om deze gronden voor lange tijd in eigen beheer te nemen. De grondbelegger kan aantrekkelijke rendementen realiseren door de opwaardering van de grond gedurende de tijd dat de grond in eigendom is. Het beleid van de grotere, kapitaal krachtige, ontwikkelaars bestaat uit het ontwikkelen, bouwen van inkomensgenererend onroerend goed én het zelf financieren van de gronden die (gedeeltelijk) verkocht worden aan andere ontwikkelaars. De procedures die doorlopen dienen te worden voor een bestemmingswijziging voor deze gronden duren erg lang. Grondbeleggingen kenmerken zich hierdoor dan ook dat het een belegging is voor de lange termijn en de belegger een 'lange adem' dient te hebben. Institutionele beleggers in de VS die de looptijd van de belegging willen verkorten en wel willen participeren in de ontwikkelingswinsten kunnen investeren in de zogenoemde 'landfunds' die de grote ontwikkelaars aanbieden [Wong, 1989]. In Nederland bestaat deze mogelijkheid nog niet.

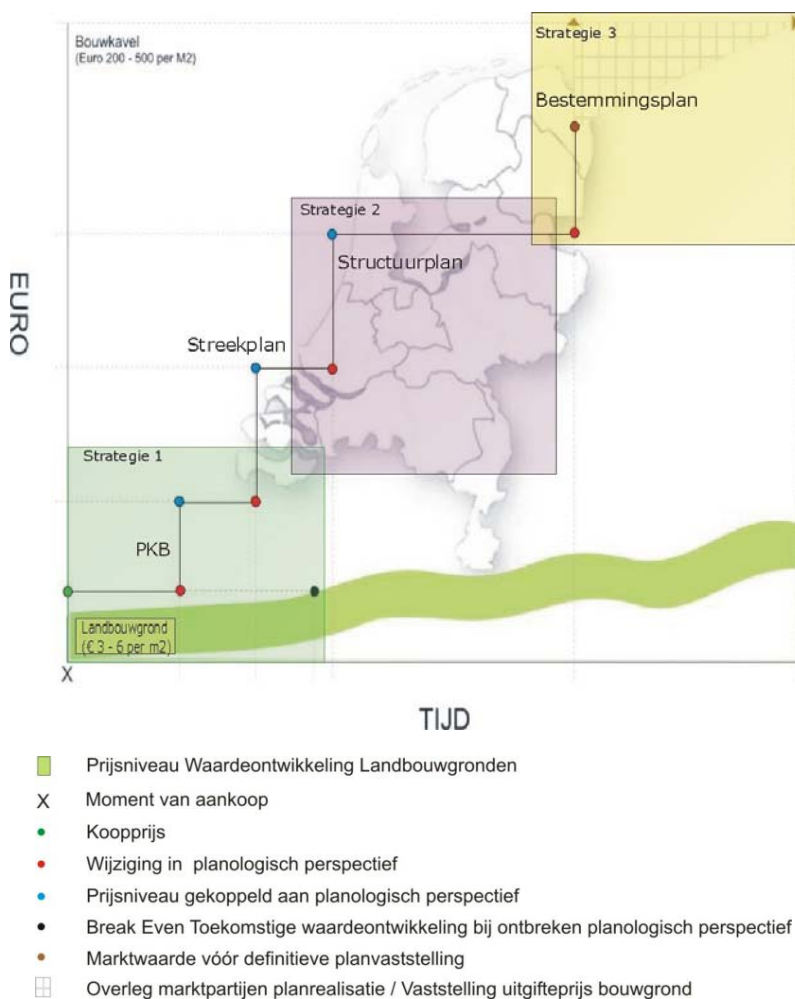
Een locatie die bestemd is voor woningbouw, zou waarschijnlijk beschouwd worden als de voornaamste vorm van grondbeleggingen. Maar niet verrassend is, dat dit erg duur en tevens relatief een schaars goed is om hierin te investeren. Om deze reden zoeken investeerders een manier om ook op andere wijze in grond te beleggen. Het instapmoment en de looptijd van de belegging zijn van cruciaal belang. Er wordt een onderscheid gemaakt in verschillende categorieën van grondbeleggingen, met elk een verschillend risico en rendement verhouding.

Zoals grondbeleggingen lopen vanaf de status agrarische grond en vervolgens door de processen van acquisitie, bestemmingswijziging, verkaveling en andere goedkeuringsmomenten van verschillende instanties, verandert de grootte en karakter van het risico. In theorie zal een belegger een strategie ontwikkelen om dit risico te minimaliseren, zich er tegen te beschermen (hedgen) of te accepteren. Binnen grondbeleggingen kunnen in principe 3 verschillende soorten basis strategieën onderscheiden worden, te weten [(MacCrate & Peterson, 1999) & (Geltner, Hanson & Loeb, 1997)] :

⁹ Dit voorbeeld is erg globaal. In werkelijkheid is er gedurende de jaren sprake van onderhoudskosten voor de grond (circa 2%) en niet het totale grondareaal zal uitgeefbaar zijn.

1. Beleggen in grote gebieden landbouwgrond, met agrarisch prijspeil, voor de lange termijn anticiperend op toekomstige ontwikkeling;
2. Beleggen in grond met een gevorderd planologisch perspectief (ook wel: 'warme' landbouwgrond) en een agrarisch prijspeil vermeerderd met een eventuele opslag;
3. Beleggen in grond met een bouwbestemming en reeds op korte termijn ontwikkelbaar;

Deze 3 strategieën onderscheiden zich door het verschil in moment van aankoop. Direct gevolg hierop brengen de grondbeleggingen, zoals eerder vermeld, een ander risico en rendement profiel met zich mee. Bovenstaande strategieën zijn basisstrategieën en dienen slechts als grove categorisering om het verschil in risico en rendement aan te duiden. Duidelijk zal zijn dat in praktijk de grenzen tussen deze strategieën vaag zijn (zie figuur 4.2). Wellicht zijn er ook andere categorieën mogelijk als beleggen in bebouwde grond, waarbij het rendement op grond gecreëerd wordt door bestemmings*verandering* van de percelen, bijvoorbeeld van bedrijfsterrein naar detailhandel. Deze categorie wordt in dit onderzoek buiten beschouwing gelaten, om de reden dat deze te ver afwijken van de originele gedachte van beleggen in grond.



Figuur 4.2: Model grondbeleggingen en waardeontwikkeling in tijd.

[Bron: Bewerkt, Kavelbank, 2005]

Naast deze grove categorisering en daarmee het risico-rendement profiel gescheiden te hebben, is er nog een onderscheid te maken, namelijk tussen de actieve en passieve investering. Onder actieve investeringen worden die gronden verstaan waarbij een actief 'landmanagement' nodig is, zoals gedeeltelijk herbestemmen, aanleggen van de basisinfrastructuur etc. Bij passieve grondbeleggingen is dit niet het geval en worden de gronden aangehouden zonder grote inspanning te leveren. Door de ontwikkeling van aangelegene gronden zal door middel van de zogenoemde 'inktvlek-werking' de waarde van de omliggende grond eveneens stijgen.

De verschillende basisstrategieën voor grondbeleggingen zullen in de hierna volgende hoofdstukken worden meegenomen als aparte strategieën, zodat er een meer gedifferentieerd beeld verkregen wordt van de mogelijkheden bij grondbeleggingen.

4.4 KENMERKEN VAN GRONDBELEGGINGEN

4.4.1 THEORETISCHE ANALYSE

Nu de definitie en categorisering van grondbeleggingen vastgesteld zijn, is een nadere toelichting op het beleggingsproces en theoretische achtergrond gewenst. Hieronder zullen verschillende argumenten en aspecten aan bod komen van de voor- en nadelen van grondbeleggingen per categorie.

In beginsel gaat het bij grondbeleggingen om het vroegtijdig aankopen van gronden met het oog op latere ontwikkeling om zo in te spelen op de schaarste van dit goed. De aangekochte gebieden bevinden zich op strategische locatie waar, naar inziens van de belegger, toekomstige vastgoedontwikkeling zal gaan plaats vinden. Na aankoop van deze grond wordt er veelal een langdurig proces gestart voor realisering van de vastgoedontwikkelingsactiviteiten. De waarde van de grond wordt vanaf dit moment niet meer bepaald door het reguliere agrarisch verkeer, maar wordt gestuurd door de mogelijkheid van de bestemmingwijziging [Bron: www.kavelbank.com]. Er is dus sprake van risico met betrekking tot het beoogde rendement, omdat het echter een schaars goed is, is het risico dat men loopt de investering in zijn geheel of gedeeltelijk te verliezen aanzienlijk kleiner dan bij andere beleggingsproducten. Grond is door de schaarste een waardevast product. Een ander belangrijk kenmerk van grondbeleggingen ten opzichte van reguliere vastgoedbeleggingen is dat er geen sprake is van een periodieke cashflow, het rendement wordt gecreëerd op moment van verkoop. Hiermee leggen grondbeleggingen wel beslag op het geïnvesteerd kapitaal gedurende een lange periode.

Het nut van een nieuwe beleggingscategorie binnen een bepaald segment, in dit geval de vastgoedbeleggingen, is met name afhankelijk van de toegevoegde waarde die de belegging heeft op de totale portefeuille. In dit geval betekent dat wat grondbeleggingen kunnen betekenen in de vastgoedportefeuille. Met name begrippen als diversificatie, correlatie, risico en rendement spelen hierin een grote rol. Om een uitspraak te doen over de risico-rendement verhoudingen van een assetclass¹⁰ als een onderdeel van portfolio zijn empirische tijdseries nodig. Tevens zijn deze data nodig om het mogelijk te maken andere asset-classes met elkaar te vergelijken en zodoende ook de 'mixed-asset-portfolios' (inclusief grond) te kunnen analyseren volgens de Moderne Portefeuille Theorie (MPT). Juist omdat er zo weinig onderzoek naar gedaan is en hiermee zodoende ook geen empirisch bewijs beschikbaar is over de risico's en rendementen, is deze categorie niet aantrekkelijk voor institutionele beleggers. Daar er zo weinig in deze assetclass geïnvesteerd wordt, zijn er ook weinig data beschikbaar om een goede dataset te ontwikkelen. Kortom, het lijkt op een vicieuze cirkel die doorbroken moet worden. Op dit moment is een uitgebreide theoretische onderbouwing van de opgestelde basisstrategieën om deze reden moeilijk te geven. In 1997 is in de VS een groot onderzoek gepubliceerd naar belangrijke kenmerken van grondbeleggingen [Geltner, Hanson & Loeb, 1997]. Al met al zijn er verschillende kenmerken en processen bij de drie basisstrategieën die eerder onderscheiden zijn. Hieronder zullen deze strategieën worden toegelicht.

Basisstrategie 1; grondbeleggingen in landbouwgrond

Hier wordt in een zeer vroeg stadium relatief grote gebieden grond aangekocht zonder bestemming, veelal agrarische grond, op basis van een toekomstvisie van de belegger. De gronden kunnen relatief goedkoop gekocht worden (investeringen tussen de €3,- en €6,- per vierkante meter [DLG & ministerie LNV, 2005]). Het benodigd kapitaal voor de totale investering is relatief laag vergeleken met traditioneel vastgoed. Na aankoop van de hectaren grond wordt het proces van bestemmingswijziging opgestart. Dit proces heeft als doel om te komen tot de uiteindelijke bouwbestemming, echter gezien het feit dat de prijs bepaald wordt door de *kans*

¹⁰ 'assetclass' is een andere, veel gebruikte, benaming voor een beleggingscategorie.

dat er ontwikkeld gaat worden, zal de waarde van de grond in de loop van het proces stijgen naar mate het planologisch perspectief verbetert. De totale looptijd van deze basisstrategie bedraagt door de procedures etc. in Nederland ongeveer 10 – 15 jaar. Deze strategie houdt over het algemeen in dat er sprake is van een actieve belegging. Er is management nodig dat de procedures regelt en initiatieven toont met betrekking tot de gebiedsontwikkeling. Men kan echter ook kiezen voor de passieve investering en wachten tot de marktvraag dermate hoog is en/of andere percelen in de buurt ontwikkeld worden en zodoende de gekochte gronden ook in waarde stijgen. Dit is bij deze strategie echter onwaarschijnlijk. Redenen hiervoor zijn dat bij deze strategie de belegger meestal grootgrondbezitter is in het gebied en dus anderen geen of een beperkte invloed hebben op de gebiedsontwikkeling. Tevens kan de gemeente, indien er geen initiatieven genomen worden, besluiten op andere terreinen uit te breiden waar wel initiatieven getoond worden.

Het verkoopmoment van de gronden is afhankelijk van het doel van de belegger. Indien de belegger de expertise en doelstelling heeft om de gronden in eigen beheer te ontwikkelen, zal de waarde van de grond pas berekend kunnen worden ná ontwikkeling. Bijvoorbeeld op basis van de residuele grondwaardemethode. Echter veel grondbeleggers zullen deze ambitie misschien niet delen, zij zullen de gronden (deels) verkopen vóór ontwikkeling aan de gemeente of ontwikkelaars, dit kan direct na het verkrijgen van de bestemmingswijziging (kale grond) zijn of net voor de ontwikkeling (evt. grond met basisinfrastructuur etc.), afhankelijk van de doelstellingen van de belegger.

Een belangrijk punt bij dit type grondbelegging is dat er relatief veel hectare grond aangekocht dient te worden, waarvan slechts een klein deel in aanmerking komt voor uitgeefbare bouwgrond. De drie belangrijkste redenen voor het aankopen van grote oppervlaktes zijn ten eerste het te behalen schaalvoordeel. Ten tweede de strategische positie van de belegger te versterken, door de grote hoeveelheid grondbezit verspreidt de belegger het risico én vergoot de kans op waardevermeerdering van een perceel in het gebied. Ten derde is het versterken van de onderhandelingspositie van de belegger. Indien er plannen van de overheid zijn wegen e.d. aan te leggen door de aangekochte gronden kan de belegger deze benodigde gronden bijvoorbeeld 'ruilen' voor bouwmogelijkheden op de andere gronden.

Hiernaast kent landbouwgrond nauwelijks een 'downside-risk'¹¹, de waarde van agrarische grond is natuurlijk wel aan fluctuaties onderhevig (zie bijlage 4.1), echter gezien de schaarste is dit effect gering. Indien agrarische grond aangekocht wordt, is er nog geen sprake geweest van waardevermindering van de grond, het surplus bovenop de marktwaarde bij acquisitie daargelaten. Dit betekent dat de basisinvestering nagenoeg altijd terug verdiend kan worden. Bij het beleggen in landbouwgrond is het moeilijk om concreet (nummeriek) aan te geven wat de risico-rendement verhouding is, omdat er een onzekere factor is of een van de gekochte percelen wel van bestemming verandert, dit risico is op dit moment niet kwantificeerbaar. Een bijkomend voordeel bij deze optie is de mogelijkheid om een direct rendement te creëren, namelijk verpachting op de korte of lange termijn, afhankelijk van het type belegging en het perceel (zie paragraaf 4.4.2). Om een beeld te schetsen van rendementen die gehaald worden middels pacht is er gekeken naar rendementen die FaGoed (beleggen in landbouwgrond d.m.v. erfpacht) behaald heeft in de afgelopen jaren. FaGoed wist een rendement (direct en indirect) te realiseren van 6,9%, in 2004¹² op basis van lange termijn erfpacht.

Basisstrategie 2; grondbeleggingen in 'warme' landbouwgrond

Bij deze strategie wordt er grond aangekocht voordat er sprake is van een bouwbestemming. Er is echter door marktontwikkelingen en/of voortgang in de bestemmingswijziging sprake van een waardevermindering geweest. Omdat deze aanduiding te vaag is, zal in dit rapport uitgegaan worden van de gronden die in het PKB¹³, streek – of structuurplan zijn bestempeld als 'toekomstige ontwikkeling'. Het te investeren bedrag per hectare zal hoger zijn dan bij investeringen in

¹¹ Onder 'downside-risk' wordt de kans verstaan dat een belegging minder waard wordt dan de waarde van het ingelegd vermogen.

¹² Dit geldt voor het fonds FaGoed II en is in % van de intrinsieke waarde.

¹³ Planologische Kern Beslissingen; Grove ruimtelijke plannen van het Rijk.

landbouwgrond (basisstrategie 1), tussen de €20,- en €70,- per vierkante meter [DLG; Ministerie LNV, 2005], dit is afhankelijk van het moment van aankoop in het proces. Hier tegenover staat echter dat er meer zekerheid is omtrent de toekomstige planologische perspectieven van de gronden en hiermee ook de waardeestijging in de toekomst. De looptijd van deze beleggingsstrategie is tussen de 5-10 jaar, de lange tot middellange termijn.

Bij deze strategie kan er sprake zijn van zowel een passieve als een actieve investering. Bij een passieve benadering zal men uitgaan van de waardeestijging van de omliggende gronden en de vorderingen in het proces van bestemmingswijzigingen van anderen. Bij de actieve benadering zal men zelf het initiatief nemen om de gekochte gronden van bestemming te laten veranderen. De keuze tussen een actieve en passieve houding is afhankelijk van o.a. de doelstellingen van de belegger, het moment van aankoop en de situatie van het gebied.

Het verkoopmoment bij deze belegging zal over het algemeen op een later moment zijn dan dat het geval is bij grondbeleggingen vanaf landbouwgrond. Immers zal pas in een later stadium voldaan worden aan de rendementseis van de belegger aangezien er al een waardeestijging is geweest. De grond kan aangehouden worden tot het moment van daadwerkelijke ontwikkeling of kan eerder verkocht worden aan andere markt partijen.

De hoeveelheid grond die aangekocht wordt / dient te worden zal in het algemeen een kleiner oppervlakte beslaan dan bij beleggingen in landbouwgrond. Waarschijnlijk zijn op moment van aankoop de plannen voor de ontsluiting en andere basisvoorzieningen al in een masterplan verwerkt. Kortom er is hier in mindere mate sprake van vergroting van de onderhandelingspositie. Echter de voordelen van schaalvergroting en in minder mate versterking van de strategische positie zijn wel van toepassing.

Gezien het feit dat de grond gekocht wordt voor een bedrag, vele malen hoger dan de agrarische marktwaarde, is er hier in grotere mate sprake van risico. Daarbij komt kijken dat de hoogte van de grondprijs gebaseerd is op speculatie, namelijk de mogelijkheid van eventuele toekomstige bebouwing. In dit geval is er dus wel sprake van een 'downside-risk', de investering zal in waarde afnemen indien er toch niet gebouwd kan worden.

Basisstrategie 3; grondbeleggingen in bouwgrond

Deze strategie is totaal anders dan de twee hierboven omschreven basisstrategieën. Bij deze strategie koopt de belegger grond waar reeds een bouwbestemming voor is of het betreffende bestemmingsplan 'ter visie' ligt. Het rendement van deze variant bestaat dan ook niet uit de waarde ontwikkeling die ontstaat bij bestemmingsverandering, maar uit het verschil van de gecreëerde waarde van het ontwikkelde object en de totale bouwkosten van het object.

De waarde van deze gronden zijn hoofdzakelijk afgeleid van het feit dat zij een 'oproepbaar' karakter hebben, het principe dat zij het recht bevatten om zonder enige onthoudingen (op bestemmingsplannen na) op elk willekeurig tijdstip ontwikkeld kunnen worden voor commerciële doeleinden. Terwijl deze gronden tussentijds soms voor agrarische doeleinden worden gebruikt, worden ze hoofdzakelijk gehouden als investering, wachtend op het juiste moment om te ontwikkelen. Wederom even een zeer globale en fictieve rekensom ter illustratie:

"Stel op een bepaald stuk grond kan een plan ontwikkeld worden (bijvoorbeeld appartementen) met een totale verkoopwaarde van €100 miljoen. Als de totale bouwkosten (incl. bijkomende kosten) begroot zijn op €90 miljoen, dan is de huidige 'ontwikkelingswaarde' van de grond (gebaseerd op de residuele grondprijsmethode) €10 miljoen waard. Stel nu dat deze ontwikkeling voor een aantal jaar niet mogelijk is door de achterblijvende stedelijke groei en de beschikbaarheid van andere gronden in de omgeving. Dan zou deze grond geacquireerd kunnen worden met een korting op de €10 miljoen huidige ontwikkelingswaarde. Als de ontwikkeling inderdaad niet mogelijk is voor 1 tot 5 jaar en er kan een gemotiveerde verkoper gevonden worden is het aannemelijk dat de grond onder de ontwikkelingswaarde gekocht kan worden. Stel de grond kan gekocht worden voor €8 miljoen en verkocht voor €10 miljoen. In dit rekenvoorbeeld komt het rendement dan neer op 5% bij verkoop in jaar 5."

De looptijd van deze belegging varieert ongeveer tussen de 1 en 5 jaar, de korte tot middellange termijn. Een belangrijk verschil met de overige basisstrategieën is het verkoopmoment. De waarde van de grond is in dit geval afhankelijk van de waarde van het vastgoed dat ontwikkeld wordt op die grond, de residuele grondprijsmethode (voor uitgebreidere uitleg, zie bijlage 4.3). Deze methode houdt in dat de prijs voor de grond berekend wordt door de beleggingswaarde van het pand te verminderen met de stichtingskosten. De grondbelegger kan de ontwikkeling zelf uitvoeren of uitbesteden, afhankelijk van de doelstellingen van de belegger. De verkoop van de gronden vindt dus plaats ná ontwikkeling van het object. In de VS komt deze strategie veel voor, in Nederland geeft de gemeente voor een zeer groot deel (circa 90%) deze bouwgrond uit. De waarde van de grond, verschillend per gemeente, wordt tegenwoordig veelal berekend aan de hand van de residuele grondprijsmethode. Indien de bouwgrond van de gemeente gekocht wordt tegen deze residuele grondwaarde, is er voor de grondbelegger géén grondwinst meer te behalen, enkel ontwikkelingswinst maar dit valt buiten de core-business van de grondbelegger. Het proces omtrent ontwikkeling en gronduitgifte verloopt geheel anders in de VS vergeleken met de Nederlandse situatie. Om deze reden zal deze basisstrategie dan ook erg moeilijk zijn in Nederland.

Ondanks het feit dat veel gemeenten de grondprijs baseren op de residuele grondprijsmethode, is gebleken <Michielsen, gemeente Breda, 2005¹⁴> dat gemeenten openstaan voor derden die in een vroeg stadium bouwgrond willen kopen. Het zal in dit geval gaan om samenwerkingsverbanden tussen de marktpartij en gemeente. Deze hoeven niet per definitie de prijs uit de residuele grondprijsmethode te betalen. Veelal is namelijk nog niet duidelijk welke type en grootte van het vastgoed er later opgebouwd zullen worden, laat staan de waarde van het plan. De residuele grondprijs is slechts een richtlijn voor de gemeente. Er zal onderhandeld moeten worden over de aankoopprijs van het betreffende perceel. De gemeente is vooral gebaat bij een goed plan en met een garantie tot ontwikkeling. Vaak liggen, indien er sprake is van een bouwbestemming, al plannen klaar voor ontwikkeling en de betrokken marktpartijen. Het is erg moeilijk om, in de Nederlandse situatie, op het moment na bouwbestemming nog in te stappen in de grondmarkt. Enerzijds omdat veel posities al vergeven zijn en ten tweede de gemeente mee wilt profiteren van de grondwaarde.

De gronden met bouwbestemming hebben vanaf landbouwgrond een enorme waardeverhoging ondervonden. Bouwgrond wordt gekocht voor zeer variërende prijzen, dit is afhankelijk van de ligging, soort ontwikkelingsmogelijkheden en de tijd tot ontwikkeling. De gemiddelde prijs ligt echter vele malen hoger dan landbouwgrond. Dit betekent dat het 'downside-risk' hier aanzienlijk is. De grond zal minder waard worden indien er, onder omstandigheden niet meer gebouwd wordt of er beperkingen komen aan het type vastgoed. Er is sprake van een aanzienlijk marktrisico, indien er geen of nauwelijks vraag is naar vastgoed dan zal er ook weinig of niks ontwikkeld worden. Bij een aantrekkelijke vastgoedmarkt zal er weer beroep op de bouwgrond gedaan worden, echter het zelfde rendement zal verspreid moeten worden over een groot aantal jaren en hiermee lager uitkomen.

Grondbeleggingen in bouwgrond kunnen gezien worden als een passieve of actieve investering. Indien er geen actief management nodig is voor herbestemming etc., dan is er sprake van een passieve investering, de gronden worden aangehouden tot het tijdstip van ontwikkeling, zonder verdere acties te ondernemen. Een actieve benadering is wanneer het landschap, ontsluiting en aansluitingen op stroom – en rioolnet door de grondbelegger worden aangelegd, dit kan zich vertalen in een hogere verkoopprijs en rendement.

Tegenover de eerste twee strategieën, dient er hier niet veel grond aangekocht te worden. Bij aankoop is het bestemmingplan klaar en dus vooraf is exact duidelijk waar wel en waar niet gebouwd kan worden. Er is dus geen sprake meer van grondaankoop voor respectievelijk de strategische - en onderhandelingspositie.

¹⁴ De heer F.G.M. Michielsen is rentmeester en is werkzaam bij de afdeling gronzaken van de gemeente Breda

Zoals reeds vermeld komt deze manier van grondbeleggingen al voor in de VS. Er is daar ook onderzoek uitgevoerd [Geltner, Hanson & Loeb, 1997] naar de rendementen en risico's. In het betreffende onderzoek is er door de auteurs zelf een index opgezet om zo toch enigszins een vergelijking te kunnen maken met andere beleggingscategorieën zoals obligaties, aandelen en "normale" vastgoedbeleggingen en zo de cirkel van onwetendheid te doorbreken. Deze index is gebaseerd op historische transacties en geeft de totaal rendementen van ontwikkelbare (bouwbestemming) percelen in verschillende zuidelijke en westelijke steden in de VS weer. De index bevat een gehele vastgoedcyclus (van 1980-1996) en is uitsluitend gebaseerd op ex-post transactiepreizen en niet op subjectieve taxaties. Ondanks het feit dat de cijfers betrekking hebben op een oude vastgoedcyclus afkomstig uit de VS, kan op deze manier door de index toch een goed en objectief beeld van de risico's en rendementen bij beleggen in bouwgrond gekregen worden. De index is net als de NCREIF opgebouwd uit de 'free-and-clear' prijzen van de percelen (d.w.z. zonder krediet), dit betekent dus dat de index rendementen laat zien zonder leverage. Deze rendementen in de index laten zien dat in de genoemde periode grondinvesteringen een zeer hoog gemiddeld rendement realiseert; gemiddeld 26,98% per jaar in de 16 jaren van 1980 tot 1996.

Nu de verschillende basisstrategieën toegelicht zijn, staat in tabel 4.1 een overzicht van de belangrijkste kenmerken bij de verschillende strategieën. Onder 'upward -potential' wordt het risico bedoeld dat men heeft met betrekking tot haalbaarheid van de hoogte van het rendement.

Strategie	Looptijd (jaren)	'Down-side' risk	'Upward' potential	Investering (benodigd kapitaal)
1. Landbouwgrond	10-15	Laag	Hoog	Klein
2. 'Warme' landbouwgrond	5-10	Middel	Middel	Matig
3. Bouwgrond	0-5	Hoog	Laag	Groot

Tabel 4.1: Overzicht van basisstrategieën en de kenmerken daarvan.

4.4.2 KOSTEN EN OPBRENGSTEN GRONDBELEGGINGEN

De opbrengsten bij grondbeleggingen bestaan, in tegenstelling tot de traditionele vastgoedbeleggingen, uit indirect rendement, de waardevermeerdering van grond. Er is gedurende de looptijd van de belegging geen sprake van een cashflow dat een direct rendement genereert. Er is voor grondbeleggingen wel een manier om een direct rendement te creëren, namelijk door pacht [PropertyNL a, 2004]. Door de hoge grondprijzen kunnen veel agrariërs de financiële lasten van de grond niet meer dragen. De vraag naar pacht is relatief groot, omdat agrarische ondernemers hierdoor flexibeler worden en kunnen zo meer kapitaal aanwenden voor eigen bedrijfsontwikkeling. Bij grondbeleggingen is timing van aankoop en verkoop van essentieel belang en hiermee is grote mate van flexibiliteit dan ook van hoge prioriteit. Indien er op de verworven gronden een pachtrecht van toepassing is kan deze flexibiliteit beperkt worden. De huurder krijgt in de Nederlandse wet een behoorlijke huurderbescherming. Bij verhuur van onbebouwde grond geldt deze huurderbescherming in mindere mate [Van Dijk, Financieel Dagblad 15-8-2005]. Echter het pachtrecht biedt de pachter meer bescherming dan aan de huurder in het huurrecht. Of tijdelijke verpachting een reële optie is voor grondbeleggers is mede afhankelijk van de verwachte periode tot ontwikkeling. Indien bepaalde gronden naar verwachting voor een periode tussen de 5 en 10 jaar nog niet bebouwd zullen worden, kan verpachting een extra mogelijkheid bieden om rendement te creëren met een duidelijke eindtermijn. Echter dient ook nagegaan te worden of er ook marktvraag is naar verpachting voor een relatief korte termijn. De maximale prijzen die de verpachter jaarlijks aan de pachter mag vragen, de pachtnorm, lopen uiteen van € 574 per hectare in de Veenkoloniën en het Oldambt (Noordoost-Nederland) tot € 1100 per hectare in het westen van Zuid-Holland (prijsspeel 2004) [Segeren, Groen & Luijt, 2005]. Dit eventueel direct rendement op grondbeleggingen zal, op basis van een simpele rekensom, uitkomen tussen de 1% en 4% per jaar.

Omdat het rendement van grondbeleggingen hoofdzakelijk bestaat uit indirect rendement, is er zoals gezegd geen sprake van een periodieke cashflow. Het rendement van grondbeleggingen is jaarlijks terug te vinden in de 'papieren' bij taxatie van de gronden. Het daadwerkelijke rendement wordt pas gegenereerd bij verkoop van de grond. Dus, afhankelijk van de

basisstrategie, oplopend tot 15 jaar. Dit impliceert tevens een bepaald risico, indien men ervan uit gaat dat één van de aangekochte percelen een bouwbestemming zal krijgen, blijft het alsnog de vraag hoe groot de waardeontwikkeling zal zijn. Dit beleggingskenmerk brengt als gevolg ook een type belegger met zich mee. Grondbeleggers moeten in de financiële positie zijn om het geïnvesteerd vermogen voor een lange tijd weg te zetten, zonder jaarlijkse (winst)uitkering.

Gronden die verworven zijn als grondbelegging brengen niet alleen géén jaarlijkse cashflow op, maar kosten jaarlijks ook geld. Deze kosten bestaan met name uit, onroerend zaak belasting, (eventuele) polderbelasting, administratiekosten etc. De kosten hiervan verschillen per regio en per situatie. Indien een boer werkzaam is op de grond, is er in mindere mate sprake van onderhoud, maar wel van administratie (pachtcontract, grondkamer etc.). Voor de regio rondom luchthaven Schiphol kunnen deze kosten geschat worden op circa € 70,- per hectare per jaar [Chipshol, 2006].

Een andere belangrijke factor is het bouwrijp maken. Vroeger werd dit altijd door de gemeente gedaan, tegenwoordig wordt dit vaak ondergebracht bij de commerciële partijen. De kosten voor het bouwrijp maken lopen zeer uiteen afhankelijk van de situatie, maar komt al snel in de buurt van €25,- per m² (prijsspeil in de periode 1990 – 2002).

4.5 PRAKTISCHE HAALBAARHEID

4.5.1 VRAAG EN AANBOD VAN GROND

De vraag naar grond is in Nederland het totaal van onder andere de vraag naar; delfstoffen, voorzieningen, bedrijfsterreinen, infrastructuur, wonen en recreatie. Naast deze functies zijn er nog grote claims voor uitbreiding van waterberging bij calamiteiten en voor natuurontwikkeling. Het grootste deel van deze grondbehoefte zal ten koste gaan van het areaal landbouwgrond. De verschillende grondeigenaren, de tegenstrijdige belangen bij het gebruik van de Nederlandse bodem en de diverse grote claims die nog op de grond liggen vragen om een goede ordening van de ruimte in Nederland. Het merendeel van de grond in Nederland wordt gebruikt voor landbouw, maar dit gebruik vermindert al jaren als gevolg van stadsuitbreidingen, infrastructuur, industrie, recreatie en natuurontwikkeling. In 2004 nam de landbouw ongeveer 1.933.000 ha. in beslag, oftewel 54,4% van het Nederlandse landoppervlak. In 1981 was dit nog circa 71% [Bron: CBS]. Volgens een inventarisatie van het Ministerie van Volkshuisvesting Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer zal voor verschillende functies tot 2030 ruimte gevonden moeten worden voor 300.000 hectare. Dat is bijna 9% van het totale grondgebied van Nederland, oftewel de omvang van de provincie Zuid-Holland.

Kijken we naar het beleggingsalternatief grondbeleggingen dan is het van belang dat er een markt is waarin dit goed verhandeld kan worden, kortom is er vraag en aanbod. Om dit weer te geven wordt er gebruik gemaakt van de (grond)mobiliteit. Deze mobiliteit wordt bepaald door het aantal hectares dat in een bepaald gebied in een bepaalde periode wordt verhandeld. De verhandelbaarheid is van groot belang voor de investeerders in grond, het wel of niet liquide zijn van de belegging speelt veelal een belangrijke rol bij de beoordeling van verschillende typen beleggingen.

De prijs voor een hectare grond kwam in 2004 uit op circa € 29.000,-. De grondmarkt inclusief niet-agrarische kopers komt uit op circa €32.000,- per hectare, kennelijk hebben de niet-agrarische kopers een iets hogere prijs voor de grond over dan zuiver agrarische kopers. De grondmobiliteit in Nederland komt neer op zo'n 9000 hectare in 2004. Vergelijken we de mobiliteit voor geheel Nederland in 2004 met de totale mobiliteit van ook de niet-agrarische kopers, zien we dat deze ruim 3500 hectare meer bedraagt, tot een totaal van circa 12.550 hectare per jaar. Na een jarenlange afname van de grondmobiliteit is er het afgelopen jaar weer sprake van een bescheiden stijging [DLG, 2005]. (zie bijlage 4.2)

4.5.2 WAARDERING VAN GROND

Voor beleggers is het van belang om te weten hoeveel hun investering op een bepaald moment waard is, zodat zij het totaal rendement kunnen bepalen en zonodig bij te sturen in portefeuille.

Bij aandelen is deze waarde direct en eenvoudig te bepalen, namelijk door de verhandelprijs op de beurs. Ook de obligatie markt is hierin transparant, op elk gewenst moment kan men de huidige koers aflezen. Vastgoedbeleggingen zijn hierin een aparte categorie en hiermee grondbeleggingen ook. De waardebepaling van vastgoed en grond gebeurt aan de hand van taxaties. Op het proces van deze taxaties is over het algemeen veel kritiek. Kortom de waarde van vastgoed en grond is erg moeilijk in te schatten, wat een risico behelst voor de belegger.

De waarde van de grond is van met name afhankelijk van de bestemming en eventuele beperkingen hierop. Zo zal grond waarop een kantoorgebouw zonder hoogte beperking gerealiseerd mag worden veel meer waard zijn dan diezelfde grond indien er sprake is van logistiek bedrijventerrein.

Bij de eerste twee basisstrategieën, het beleggen in landbouwgrond en beleggen in warme landbouwgrond, is het erg moeilijk om de waarde te bepalen. Dit gebeurt bij landbouwgrond ook door taxaties. Het gaat echter met name om de tussentijdse waardering en de waardering van de grond na verandering in het planologisch perspectief. De tussentijdse waarde is gebaseerd op speculatie en hierdoor is het zeer moeilijk om deze waarde te bepalen. Taxaties zullen veelal gebaseerd zijn op transacties in de omgeving. Bij de derde basisstrategie, is de waarde makkelijker te bepalen. Een belangrijke partij binnen deze categorie is de gemeente. De Nederlandse gemeenten hebben over het algemeen vier waarderingsmethode voor (bouw)grond, te weten; een vaste m²-prijs, de vergelijkende methode (op basis van transacties in de omgeving), de grondquota-methode (vast % van de stichtingskosten is voor grond) en de residuele grondwaardemethodiek (marktwaarde minus de bouwkosten zijn de grondkosten). De begin – en eindwaarde van grond is relatief goed te bepalen, echter bij de waardering van de grondportefeuille tussentijds is erg moeilijk.

4.5.3 MAATSCHAPPIJ EN POLITIEK

De vastgoedsector is de laatste jaren herhaaldelijk negatief in het nieuws gekomen. Zo ook omtrent de werking van de grondmarkt. Vaak werd er een zeer kritische noot richting grondspeculanten gemaakt die in Nederland met hun beleid enorme winsten behaalden en nog steeds behalen. Professor H. Priemus¹⁵ zegt dat dit zeer pijnlijk is; "de bouwfraude mocht niet en wat hier gebeurt mag wel, want de wetgever is in gebreke gebleven", als dus Priemus. De rol van de overheid wordt verder aan de orde gesteld in de paragraaf 4.6. De link wordt van grondspeculatie erg snel gelegd naar de huizenprijzen in Nederland. De heer Rietdijk¹⁶ stelt zelfs dat indien de overheid een minder restrictief ruimtelijk beleid zou voeren, wat volgens hem al decennia zorgt voor kunstmatige schaarste, dan zouden de huizenprijzen met maar liefst 25% kunnen zakken. Dat de quote grond in een huis oploopt tot 40%-50% van de koopsom is volgens Rietdijk de prijs die we betalen voor het open houden en heilig verklaren van de weilanden.

Ook de politiek heeft een steeds terugkerende interesse in de grondmarkt. Het kabinet 'Den Uyl' viel in maart 1977 op de grondpolitiek in Nederland. En onlangs zijn er in Eerste en Tweede Kamer wederom vragen gesteld omtrent de grondmarkt. Eerst Kamerlid Van der Lans heeft meerdere vragen gesteld over de 5300 hectare die marktpartijen hebben in grondposities, hij stelt dat deze grondposities bedreigend zijn voor het goed werken van de grondmarkt en pleit voor loskoppeling van eigendom en bouwrecht. Deze mening wordt gedeeld door Tweede Kamerlid Duivesteijn [(Volkscrant, 7 maart 2005) & (Financieel Dagblad, 2 februari 2005)]. Er wordt vanuit gegaan dat grondbeleggers speculanten zijn en niet geïnteresseerd zijn in de daadwerkelijke vastgoedontwikkeling. Theoretisch zijn grondbeleggers ook speculanten, men gaat er immers vanuit dat een aangekocht object in waarde stijgt. Dit geldt echter voor elke commerciële partij. Waar het parlement zich vooral zorgen om maakt is dat, indien de grond in handen is van beleggers, er niet 'goed' op ontwikkeld kan / zal worden en de overheid beperkte mogelijkheden heeft tot ingrijpen. Deze situatie wordt al anders door de invoering van de grondexploitatiewet (zie paragraaf 4.6) en tevens zullen grondbeleggers wel degelijk gebaat zijn

¹⁵ Professor aan de Technische Universiteit van Delft

¹⁶ Dhr. N. Rietdijk is directeur van de Vereniging voor Ontwikkelaars en Bouwondernemers (VOB)

bij een goede ontwikkeling van de gronden. Aanleg van infrastructuur, groen e.d. zal de waarde van grond bevestigen. De integriteit van dit alles zal voor continuering van het bedrijf, in geval van een professionele belegger, van primair belang zijn.

Als gevolg hiervan is er op dit moment een verwante politieke discussie gaande, namelijk de loskoppeling tussen het eigendom en het ontwikkelingsrecht van de grond. Het effect van deze loskoppeling is voor de grondbelegger van belang. Het houdt in dat de grondbelegger de grond dient te verkopen zodra het ontwikkeld kan worden. Indien de gemeente hier een Wet Voorkeursrecht gemeenten op heeft gevestigd, moet de grond verkocht worden aan de gemeente. De vraag is of er dan een marktprijs voor verkregen kan worden. Kortom voor de verkoopprijs van de grond is deze ontwikkeling erg belangrijk. De haalbaarheid van deze loskoppeling is op het moment van schrijven nog zeer onwaarschijnlijk, er zal nog veel onderzoek naar gedaan moeten worden.

4.5.4 TRENDS EN ONTWIKKELINGEN

Er zijn naast politieke ontwikkelingen de laatste jaren ook enkele andere trends en ontwikkelingen, die invloed kunnen hebben op de haalbaarheid van grondbeleggingen. Hieronder zullen kort de belangrijkste trends en ontwikkelingen toegelicht worden.

▲ Inbreiding – in plaats van uitbreidingslocaties;

Een citaat uit de nota Ruimte (2004) van ministerie VROM: *“De ruimte die in het bestaande stedelijke gebied aanwezig is, moet door verdichting optimaal worden gebruikt. Het streven is erop gericht dat 40 % van het totale uitbreidingsprogramma voor woningen en arbeidsplaatsen daar tot stand komt, al hanteert het kabinet, met oog op de praktijkervaring van de laatste jaren, als achtergrond voor investeringsbeslissingen een tegenvallende productie binnen bestaand bebouwd gebied, i.c. 25% van het totale uitbreidingsprogramma”.*

Hiermee geeft de overheid dus aan dat bundeling van verstedelijking en economische activiteiten een streefsituatie is. Dit betekent concreet dat er een behoorlijk inbreiding – en herstructureringsopgave staat voor de bouwwereld. Voor het concept grondbeleggingen betekent dit dat de marktvraag naar extra bebouwde ruimte naast uitleglocaties ook opgevangen zal worden door de inbreidingslocaties. Echter basisstrategie drie (beleggen in bouwgrond) is daar nagenoeg van vrij gewaard, gezien het feit dat er hier geïnvesteerd wordt in grond met reeds een bouwbestemming. Het heeft natuurlijk wel zijn weerslag op het aantal uitleglocaties (percelen) dat hiervoor beschikbaar komt.

▲ Algemene nieuwbouwplannen;

In de Nota Ruimte staat tevens dat in de periode 2010 – 2030 tussen de 360.000 en 440.000 woningen bijgebouwd moeten worden om zo aan de huisvestingsvraag te kunnen voldoen. Daarnaast is ruim 23.000 hectare aan nieuwe bedrijventerreinen nodig. Of dit gaat lukken is de vraag, echter de doelen zijn gesteld en kunnen alleen maar gunstig werken betreft de vraag naar bouwgrond.

▲ Ontwikkeling grondprijsniveau's [DLG, 2005];

In de periode 1990 tot 2000 zijn de landbouwgronden gemiddeld met 10% per jaar gestegen. Deze waardeontwikkeling heeft echter wel een negatief effect op de kostprijs van de producten welke de agrariërs verbouwen. In de periode 2000 – 2005 zijn de agrarische grondprijzen enigszins in prijs gedaald als gevolg van de lage rendementen binnen de agrarische sector. Een agrarische ondernemer was gewend te maken te hebben met een rendement op zijn grond van 4 tot 5%. Door de grote waardeverhoging van de grond en de gelijkblijvende prijzen van de landbouwproducten is het rendement gedaald naar een niveau van 1 tot 2%.

In de periode vanaf 1950 is gebleken dat na een periode van waardeverhoging van landbouwgronden er een waardedaling kan plaatsvinden doch zal die daling nimmer verder gaan dan het vorige dieptepunt. Dit mechanisme verleent landbouwgrond een status van uitermate stabiele en betrouwbare belegging met een consequent basisrendement.

- ▲ Stijgende zeespiegel [Bron: NPS/VARA/NOS; programma NOVA 12-2-2005]:
 Verschillende klimaatdeskundige [Kroon, 2005] zijn het eens over de gevolgen van het broeikas-effect, de zeespiegel zal gaan stijgen, deze eeuw nog. De gevolgen hiervan zijn, voor een land dat bijna voor de helft onder het zeeniveau ligt, enorm. De totale ruimteclaim op lange termijn (2050) voor water komt neer op 600.000 hectare. Voor het overgrote deel is die claim te combineren met het huidige gebruik, zij het met beperkingen. Tot 2050 zou 45.000 hectare land moeten worden omgezet in water (functieverandering) [DLG, 2005]. Er zijn verschillende scenario's denkbaar over wat er zal gebeuren en hoe Nederland hierop moet reageren. Ongeacht de uitkomst is het wel een trend waarbij voor grondbeleggingen rekening mee gehouden dient worden, aangezien grondbeleggingen over het algemeen voor de lange termijn zijn.
- ▲ Grondexploitatiewet [ministerie van VROM, 2005];
 Op dit moment (begin 2006) ligt het wetsvoorstel voor de grondexploitatiewet ter goedkeuring bij de Tweede Kamer. Deze wet moet gemeenten, particulieren en bedrijven meer duidelijkheid geven in het verhalen van kosten bij een bepaald project (zie ook paragraaf 4.6). Voor de grondbelegger betekent dit dat er vooraf duidelijkheid is over de te betalen kosten er is sprake van minimale bijdrage en maximale bijdrage aan de algemene kosten van de betreffende gronden.
- ▲ Verhandelbare ontwikkelingsrechten;
 Recent is in een onderzoek [Backus e.a., 'Rechten voor kwaliteit, kwaliteit voor rechten', 2005] de mogelijkheid geanalyseerd om, naar Amerikaans voorbeeld, ook in Nederland verhandelbare ontwikkelingsrechten (VOR) in te voeren. VOR houdt in dat grondeigenaren in te behouden 'groene' gebieden ontwikkelingsrechten krijgen voor een bebouwing in een stedelijk gebied. Doel hiervan is dat groene gebieden behouden worden en dat bestaande rode gebieden geïntensiveerd worden. De ontwikkelingsrechten zijn onderling verhandelbaar en hebben dus een waarde, voor bijvoorbeeld een bebouwing zijn meerdere VOR nodig. Zonder hier verder op in te gaan, is dit voor de grondbelegger wellicht een belangrijk aspect in de toekomst. Grondbeleggers zullen hun winsten dan met name moeten halen uit het verkrijgen en verhandelen van deze VOR.
- ▲ Situatie op de agrarische markt;
 Zoals reeds eerder vermeld in paragraaf 4.2 is de (financiële) situatie van agrariërs erg moeilijk. Dit komt met name door de hoge grondprijzen. Deze prijzen zijn op het moment dermate hoog dat ze niet terugverdiend kunnen worden met de opbrengsten van de landbouw. Bij bedrijfsovername en/of voortzetting zijn er allerlei fiscale voordelen, voor nieuwkomers echter niet. Dit verbreedt de mogelijkheid om tot alternatieve financiering van deze gronden te komen, zodat zowel bestaande als nieuwe boeren hun bedrijf kunnen voortzetten. Dit feit zal de markt vergroten voor pacht en andere vormen. De positie van de financierder (= grondbeleggers) is dan relatief sterk en biedt vele mogelijkheden.

4.6 ROL VAN DE OVERHEID

Zoals reeds verschillende malen aan de orde is gekomen in dit rapport, vervult de overheid een belangrijke rol in de grondmarkt en is hiermee erg belangrijk voor de grondbelegger. Bij verwerving van bouwgrond door derden als bijvoorbeeld een beleggingsobject is de rol van de gemeente zeer belangrijk. Om meer inzicht in te krijgen in de rol van gemeenten in de grondmarkt en met name bij de verwerving, is er een gesprek geweest met de heer ing. F.G.M. Michielsen, en de heer prof.dr. D.B. Needham. Hieruit bleek dat het grondbeleid dat gevoerd wordt enorm verschilt per gemeente, van actief tot passief. Tevens is de rol van de overheid in de grondmarkt ter discussie gesteld, dit zal in deze paragraaf toegelicht worden.

De overheid treedt in de grondmarkt op als regelgever, middels wetten, streekplannen en bestemmingsplannen. De hogere overheden spelen met name een rol in het creëren en aanpassen van de wet en regelgeving. Als het gaat om de uitvoerende partij komen we bij de

gemeenten en provincies. Zij stellen de streek – en bestemmingsplannen vast, om dit te bewerkstelligen hebben zij verschillende instrumenten tot hun beschikking. De belangrijkste wetten die de gemeente / provincie tot hun beschikking heeft in de grondmarkt zijn; de onteigeningswet, wet voorkeursrecht gemeenten en de nieuwe grondexploitatiewet (zie bijlage 4.4). Voor een grondbelegger is van belang op de hoogte te zijn van de mogelijkheden van de overheid, zodat hier op ingespeeld kan worden.

Op dit moment vervult de overheid twee functies, die van marktmeester en marktspeler (koper en verkoper) [Nota Grondbeleid, 2001]. Deze marktwerking zorgt voor frictie in de grondmarkt en heeft er onder andere voor gezorgd dat grond steeds meer een speculatieproduct is geworden. Hierdoor worden investeringen in landbouwgronden, natuurgebieden etc. erg duur. De laatste jaren worden door veel onderzoekers en marktpartijen kritiek geuit op de marktwerking in de grondmarkt en dan met name op de rol van de overheid, meer marktmeester of meer marktspeler? De meningen zijn hierin verdeeld. Om transparantie te creëren en belangenverstrengeling tegen te gaan, zou de overheid zich moeten concentreren op marktmeester en hiermee een actief grondbeleid loslaten [(Needham, Segeren & Groen, 2005) & (Segeren & Breedijk, 2005)]. Door duidelijke afspraken en een rolverdeling, werkt de markt beter.

Primair doel van de gemeente is (of beter: zou moeten zijn) het vervaardigen van een kwalitatief goede woon – of werkomgeving die voldoet aan de randvoorwaarden van het bestemmingsplan. In dit kader kan men zich afvragen waarom gemeenten zelf de bouwgronden willen uitgeven. De uitgifte van grond door gemeenten zou niet alleen gezien moeten worden als een commerciële activiteit. Er zijn verschillende mogelijkheden om regisserend op te treden richting de marktpartijen. De overheid kan er beter voor kiezen om hierin extra maatregelen op te stellen, zodat de positie van marktmeester sterker wordt, dan zelf zich op de grondmarkt te begeven en de markt te verstoren.

4.7 BESTAANDE GRONDBANKEN / -FONDSEN

In de VS is er vanaf begin jaren '90 een groeiende vraag ontstaan van institutionele beleggers naar grondbeleggingen. Dit kwam voort uit de zoektocht naar een verdere diversificatie van de vastgoedportefeuille en naar hogere rendementen [Wong, 1989]. Verschillende investeringsbanken van Wall Street in de VS hebben onderzoek gedaan naar grondbeleggingen voor hun institutionele klanten. Enkele van deze banken vertegenwoordigde projectontwikkelaars die zochten naar een manier om hun gronden te financieren, zodat zij zich konden concentreren op hun 'core-business', het ontwikkelen. Grondbeleggingen in de VS zijn anno 2005 dan ook een ontwikkeld beleggingsproduct, waar onderzoek naar gedaan is en waar als direct gevolg hiervan veel institutionele beleggers hun geld in investeren. Enkele grote grondbeleggers in de VS zijn; Velur Landinvestment en Avanti Properties Group.

Grond omvat in de VS andere eigenschappen dan in Nederland, met name de bevolkingsdichtheid speelt een grote rol. Nederland heeft een bevolkingsdichtheid van 477 inwoners per km² tegenover 31 inwoners per km² in de VS [Bron: website Worldbank, 2006]. Hiermee wordt aangetoond dat grond in Nederland vele male schaarser is en er dus anders mee omgegaan wordt. Dit feit heeft betrekking op de haalbaarheid van grondbeleggingen in deze landen.

Ook in Groot-Brittannië stijgt de vraag naar alternatieve investeringen, waarbij met name gericht wordt op grondbeleggingen. Zo heeft de RICS (Royal Institute for Chartered Surveyors) onlangs gemeld dat grondbeleggingen 'gedeeltelijk gezien worden als alternatieve belegging op de aandelenmarkt'. Ook een onderzoek van 'Halifax', de grootste hypotheekvertrekker in Groot-Brittannië, naar de grondprijs ontwikkeling liet deze een enorme stijging zien van bouwgrond, 808% in de afgelopen 20 jaar [Halifax, 2003]. Hiernaast werd ook duidelijk dat de waarde kan schommelen. Er was sprake van een correlatie tussen de grondwaarde en de huizenprijzen. In november 2004 concludeerde de RICS dat de grondbeleggingen ook verplaatst waren naar de

agrarische gronden. Volgens RICS: *“Agrarische gronden zijn het doel van een nieuw soort beleggers, die zorgen voor een stijgende vraag en prijs.”*

Duidelijk is dat in het buitenland, met name Angelsaksische landen er een groeiende interesse is in grondbeleggingen. In Nederland zijn een zeer beperkt aantal mogelijkheden om in Nederlandse grond te investeren. Zo bieden bedrijven als Kavelbank, GrondGedachte Beheer etc. voor particulieren de mogelijkheid om stukken grond te kopen als belegging. De theoretische basis is grotendeels hetzelfde als omschreven in dit rapport, er worden grote stukken landbouwgrond aangekocht en vervolgens ‘verkaveld’ in meerdere kleine stukken, zodat er sprake is van een lagere investering. Hierdoor kunnen er meerdere stukken grond aangekocht worden om zodoende het risico te spreiden. Ondanks de zeer opportunistische rekenvoorbeelden kan dit desalniettemin een goed beleggingsalternatief voor particulieren zijn. Tevens heeft de Rabobank zoals reeds vermeld een beleggingsproduct ontwikkeld waarbij geïnvesteerd wordt in landbouwgrond, dit beleggingsproduct is bedoeld voor zowel institutionele als particuliere beleggers. Het beleggingsconcept ligt voorlopig nog op de plank, in verband met het ontbreken van vraag naar een dergelijk product [PropertyNL a, 2004]. Concrete mogelijkheden in grondbeleggingen voor institutionele beleggers zijn er in Nederland nog niet. Omdat het beleggingsconcept geheel nieuw is en Nederland over het algemeen erg conservatief denkt, wordt in verschillende artikelen er zeer pessimistisch tegen de categorie ‘grondbeleggingen’ aangekeken en vergeleken met het winnen van de staatsloterij [Greefhorst, 2005]. Dit benadrukt nogmaals de conservatieve houding van Nederland, gezien het feit dat grondbeleggingen in andere landen een feit is. Kortom grondbeleggingen in Nederland staat nog in de kinderschoenen en verder (wetenschappelijk) onderzoek is gewenst.

4.7 RESUMÉ

Ondanks de grote invloed die de factor grond op de performance van traditionele vastgoedbeleggingen heeft, is er nauwelijks tot geen onderzoek verricht naar de mogelijkheden in grond als investering. In Nederland wordt grond met name als productiemiddel gezien en niet als beleggingsobject.

Door de toenemende vraag naar ruimte is de vraag naar grond groot. Dit gaat vooral ten koste van de landbouwsector. De prijzen van grond zijn dermate gestegen in de afgelopen decennia dat boeren deze investering niet terug kunnen verdienen met alleen agrarische productie. Er zijn dan ook problemen bij bedrijfsovernames, -voortzetting of voor nieuwkomers in deze sector. Door deze ontwikkeling staat de markt meer open voor andere manieren om grond te gebruiken en te financieren.

Er zijn vele verschillende partijen die grond bezitten, om tal van verschillende redenen. In dit rapport is een duidelijk onderscheid gemaakt wat er verstaan wordt onder grondbeleggingen. Bedrijven of particulieren die grond in eigendom hebben, met als primair doel het financieren van de agrarische sector met rendementen uit erfpacht (o.a. Fortis en FaGoed) of zekerstellen van de continuering van het bedrijfsproces (met name ontwikkelaars) vallen buiten de grondbeleggingen als bedoeld in dit rapport, omdat er hier sprake is van andere doelstellingen en visies. Voor de grondbeleggingen bedoeld in dit rapport is een definitie opgesteld, te weten: *“Het investeren in niet-ontwikkelde gronden, met geen of relatief weinig opstallen, die in principe gehouden worden voor de (middel)lange termijn en primair gezien worden als een belegging, met opbrengsten uit waardevermeerdering en vastgoedontwikkelingsactiviteiten in de ruime zin van het woord.”*

Beleggen in grond houdt voornamelijk in dat gronden, vaak met een agrarische bestemming, vroegtijdig worden aangekocht, om zo door de toenemende vraag naar ruimte een waardevermeerdering te creëren van de grond. Er zijn vele mogelijkheden om te beleggen in grond, belangrijk aspect is het moment van aankoop en het bijbehorende risicoprofiel. Om een verder onderscheid te maken, in het type grondbeleggingen en hiermee ook in het risico-rendement profiel, zijn er een drietal basisstrategieën opgezet. Duidelijk zal zijn dat in de praktijk de grenzen tussen deze strategieën vaag zullen zijn;

1. Beleggen in grote gebieden landbouwgrond;
2. Beleggen in landbouwgrond met een gevorderd planologisch perspectief (ook: 'warme' landbouwgrond);
3. Beleggen in grond met reeds een bouwbestemming.

Kenmerkend voor grondbeleggingen is dat het rendement hoofdzakelijk bestaat uit waardevermeerdering (indirect) en er geen sprake is van een significante periodieke cashflow (direct rendement), uitgezonderd de mogelijkheden van verpachting. Hiernaast kenmerken grondbeleggingen zich door een relatief laag 'downside-risk', gezien de stabiele waardeontwikkeling van landbouwgrond.

Naast theoretische aspecten zijn ook enkele praktische aspecten erg belangrijk bij grondbeleggingen. Van belang is dat er een markt is waar de grond wordt verhandeld, kortom is er vraag en aanbod. Dit wordt weergegeven middels de grondmobiliteit. Voor een belegger is het van belang te weten hoeveel zijn investering waard is op een bepaald moment. De waardering van grond is dan ook erg belangrijk. De waarde van grond is tussentijds erg moeilijk in te schatten, gezien het feit dat zij gebaseerd is op de *kans* dat er gebouwd zal gaan worden, dit behelst een extra risico voor de belegger.

De media hebben de laatste jaren veel aandacht geschonken aan de vastgoedsector, veelal negatief. Ook is de grondmarkt meerdere malen in de publiciteit gekomen. Er heerst een bepaalde hetze tegen de grondmarkt. Men is erg conservatief in het zien van grond als belegging in Nederland. Zo zijn grondbeleggingen ('grondspectatie') volgens sommige deskundigen de reden van de (te) hoge huizenprijzen op dit moment in de markt. Ook zijn er in de Eerste en Tweede Kamer vragen gesteld over de grondposities (5.300 ha) in Nederland en dat deze bedreigend werken voor de grondmarkt als geheel. Naast deze politieke interesse zijn er nog andere trends en ontwikkelingen die invloed hebben op de haalbaarheid van grondbeleggingen, o.a. ontwikkelingen in Nota Ruimte (nieuwbouwplannen), stijgende zeespiegel, grondexploitatiewet etc.

Er is een belangrijke rol voor de overheid weggelegd in de grondmarkt. Deze rol staat echter steeds meer ter discussie. Op dit moment vervult de overheid zowel de rol van marktmeester als marktspeler, wat verstorend werkt op de markt en ook kan leiden tot belangenverstremelingen. Primair doel van de overheid is zorg dragen voor een kwalitatief goede woon – en werkomgeving. In dit kader kan men zich afvragen waarom de gemeente de bouwgrond zelf wil uitgeven, er zijn genoeg middelen voor een gemeente om toe te zien op een goede kwaliteit. Hierdoor is er een sterke positie van marktmeester, zodoende hoeft de overheid geen marktspeler te zijn.

In de VS is er in de jaren negentig al een groeiende vraag ontstaan vanuit beleggers naar grondbeleggingen, als gevolg hierop zijn inmiddels verschillende studies gedaan, dit had weer een toename van grondbeleggingen door institutionele beleggers tot gevolg. Anno 2006 zijn grondbeleggingen in de VS een ontwikkeld beleggingsproduct. Met name de Angelsaksische landen hebben een groeiende interesse in grondbeleggingen en er vindt steeds meer onderzoek plaats. Hieruit blijkt ondermeer dat in Nederland het concept nog voet aan de grond moet krijgen.

5. GRONDBELEGGINGEN IN NEDERLAND

- DE CASUS SCHIPHOL -

5.1 INLEIDING

Om de belangrijkste beleggingskarakteristieken van grondbeleggingen in Nederland in kaart te brengen worden in dit hoofdstuk historische grondtransacties van gronden geanalyseerd. Het is een feit dat de grondprijs en andere beïnvloedende factoren zeer locatie gebonden zijn. Daarom zijn voor dit onderzoek de grondtransacties rondom luchthaven Schiphol in de jaren 1985-2005 geanalyseerd. Met de analyse van deze grondtransacties wordt getracht om een beeld te creëren van het rendement van grondbeleggingen en de risico's hiervan. Op basis van deze cijfers kan een vergelijking gemaakt worden tussen de verschillende categorieën binnen grondbeleggingen en de traditionele vastgoedbeleggingen uit de ROZ/IPD-index. De vergelijking zal plaats vinden op basis van rendementen, standaarddeviatie (risico), correlatie met andere beleggingen (vastgoed én aandelen) en de sharp-ratio's.

In dit hoofdstuk wordt in paragraaf 5.2 de situatie rondom luchthaven Schiphol toegelicht. Hier komt specifiek de grondmarkt in deze regio aanbod. In paragraaf 5.3 worden de aannames en randvoorwaarden van verzamelde grondtransacties beschreven. Vervolgens worden deze data geanalyseerd en vergeleken. De uitkomsten van deze analyse komen aan bod in paragraaf 5.4. In paragraaf 5.5 worden de belangrijkste kritische factoren vanuit een casestudie van grondbeleggingen beschreven. Afgesloten wordt in paragraaf 5.6 door een resumé en conclusie.

5.2 SITUATIESCHETS

In deze casestudie zijn 41 grondtransacties geanalyseerd in de directe regio van luchthaven Schiphol. Eind jaren tachtig is gebiedsontwikkelaar Chipshol begonnen met het kopen van agrarische gronden rondom de luchthaven. In Nederland was er toen nog geen algemene visie dat een locatie in de buurt van een luchthaven ooit aantrekkelijk zou worden voor de huisvesting van bedrijven. Naar voornamelijk verschillende voorbeelden in de VS, zoals de luchthaven van Atlanta, Chicago en Los Angeles, is Chipshol tot het inzicht gekomen dat de luchthaven niet alleen vliegverkeer omvat, maar een geheel economisch centrum is waar (internationale) bedrijven zich graag willen vestigen.



Figuur 5.1: Luchtfoto van de omgeving van luchthaven Schiphol.

Dit bracht dus met zich mee dat de gronden, toen nog allemaal bestemd voor agrarisch gebruik, rondom luchthaven Schiphol volgens de visie van Chipshol ook bebouwd zouden worden. Chipshol is vanaf eind jaren tachtig tot ongeveer midden jaren negentig zeer actief geweest in het acquireren van strategische grondposities rondom de luchthaven met als uiteindelijk doel het ontwikkelen van hoogwaardige kantoor – en bedrijventerreinen.

In totaal is in de Haarlemmermeerpolder in die periode circa 600 hectare agrarische grond verworven van hoofdzakelijk boerenbedrijven. Vanaf begin jaren negentig is het ruimtelijk beleid langzaam aangepast en heeft geleid tot de op heden enorme vraag naar kantoor en bedrijfsruimte in de directe regio. Gevolg hiervan is een enorme waardestijging van de grond.

Aangezien grondbeleggingen een beleggingscategorie is waarvan nog geen cijfers bekend zijn in Nederland, heeft het de prioriteit om inzicht te krijgen in de rendementen en risico's die gepaard gaan met dit type beleggingen. Zoals eerder vermeld verschillen de grondprijzen, en de ontwikkeling hiervan, enorm per regio en locatie dit betekent dat het onmogelijk is om een beeld te weerspiegelen van de rendementen van grondbeleggingen in geheel Nederland. Aangezien de grondverwervingen van Chipshol rondom luchthaven Schiphol geheel voldoen aan de eerder gestelde definitie van grondbeleggingen, wordt de situatie rondom Schiphol tussen 1989 en 2002 als casestudie gebruikt.

5.3 DATAVERZAMELING

5.3.1 AANPAK

Zoals vermeld zijn er in totaal 36 grondtransacties geanalyseerd. Deze grondtransacties zijn vaak opgesplitst in verschillende kleinere delen of kavels die dan tot uitdrukking komen in verschillende kleinere transacties, die in de loop van de tijd verkocht zijn aan verschillende partijen of ontwikkeld zijn. Na deze opsplitsing zijn er in totaal 54 deukavels, waarvan er tot op heden nog 13 in eigendom zijn. In totaal zijn er dus in de analyse 41 grondtransacties meegenomen verspreid over een periode van 18 jaar (1988 – 2005). De totale analyse omvat een oppervlak van de aankoopgronden ter grootte van ruim 794 hectare, hiermee was een totale investering gemoeid van circa € 60.000.000,-.

De gegevens van de grondtransacties zijn voornamelijk van de aan – en verkoop gegevens van de gronden van Chipshol Holding BV. Tevens is er gebruik gemaakt van grondtransacties van onder andere Schiphol Real Estate, SADC¹⁷ en Landinvest in de directe regio van luchthaven Schiphol

In de analyse is per transactie een onderscheid gemaakt tussen de in hoofdstuk 4 opgezette drie basisstrategieën binnen grondbeleggingen, te weten:

1. Beleggen in landbouwgronden;
2. Beleggen in warme (landbouw)gronden;
3. Beleggen in bouwgrond.

Dit houdt in dat per transactie gegevens zijn verzameld, indien mogelijk, op 4 verschillende momenten, namelijk (1) de aankoop van de agrarische grond, (2) wanneer de gronden in het PKB, streek – of structuurplan kwamen, (3) wanneer gronden een bouwbestemming kregen en (4) wanneer de gronden ontwikkeld zijn. Binnen deze vier momentopname zijn verschillende variabele gemeten, te weten: jaartal, aantal m², waarde van de grond per m², algemene kosten, specifieke kosten, totale waarde van de grond (voorbeeldregel zie tabel 5.1, zie bijlage 5.1 voor gehele tabel). Op deze manier wordt duidelijk wat de kosten, looptijd e.d. zijn per basisstrategie. Het rendement per basisstrategie verschilt omdat het tijdstip én de aankoopwaarde van de grond anders is. Het rendement wordt dus berekend met verschillende aankoopmomenten met de bijbehorende waarde ten opzichte van hetzelfde verkoopmoment met de bijbehorende waarde.

Basisstrategie 2					
Jr plan.-vorderingen	aantal m ²	Waarde / m ²	Kosten	waarde grond	Rendement per jr
2003	800	€ 75,00	€ 80	€ 60.000	2,67%

Tabel 5.1: Voorbeeld van invoering gegevens bij analyse grondtransactie.

¹⁷ Schiphol Area Development Company (SADC) is een ontwikkelingsmaatschappij waarin verschillende partijen participeren als: Schiphol Real Estate, gemeente Haarlemmermeer en Amsterdam en provincie Noord-Holland.

Kenmerkend van grondbeleggingen zijn dat zij, in tegenstelling tot andere beleggingscategorieën, een rendement genereren over een periode. Om alsnog een vergelijking met andere beleggingen mogelijk te maken dienen de rendementen te worden omgerekend naar een jaarlijks rendement. Om dit te realiseren dienen ten eerste de investeringen met het gemiddelde inflatiepercentage in die periode gecorrigeerd te worden, zodat zij juist vergeleken kunnen worden. Ten tweede dient het cumulatieve rendement berekend te worden uit het totale rendement in de looptijd van de belegging. Alles samenvattend is de onderstaande formule gehanteerd voor het bepalen van het jaarlijks cumulatief rendement (R):

$$R := (We, Wb, Te, Tb, i) \rightarrow \left(\frac{We}{Wb \left(1 + \frac{1}{100} i \right)^{(Te - Tb)}} \right)^{\left(\frac{1}{Te - Tb} \right)} - 1$$

We = Eindwaarde grond op moment van verkoop *Tb* = Jaar van aankoop
Wb = Beginwaarde grond op moment van aankoop *i* = Gemiddeld inflatiepercentage
Te = Jaar van verkoop

5.3.2 VARIABELEN EN AANNAMES

Hieronder zullen alle variabele en de eventuele aannames worden toegelicht en beargumenteerd die nodig waren om de berekeningen zo nauw mogelijk te laten aansluiten met de praktijk.

- **Jaartal:**
Dit staat voor het jaar waarin de grond gekocht, verkocht of van bestemming is gewijzigd afhankelijk van de basisstrategie. Het jaartal horende bij basisstrategie 2 is het jaar aangenomen dat de grond in (de meest recente) structuur – en/of streekplan kwam, waardoor er sprake was van een waardestijging.
- **Aantal m²:**
Het aantal m² dat is aangekocht, verkocht of een bestemmingswijziging heeft gekregen, afhankelijk van de basisstrategie. Het aantal m² kan dus verschillen, aangezien slechts delen in het streekplan komen en een nog kleiner deel een bouwbestemming zal krijgen. Tevens gaan er stukken grond 'verloren' ten behoeve van de infrastructuur en landscaping.
- **Prijs per m²:**
De waarde die geldt voor het stuk grond op dat moment, afhankelijk van de basisstrategie.
- **Algemene kosten:**
Onder deze variabele worden de kosten verstaan die gemaakt worden tijdens de periode dat de grond braak ligt. Hieronder behoren onder andere de onroerend zaak belasting, eventuele polderbelasting en administratiekosten. Op basis van ervaringscijfers van Chipshol Holding BV is voor deze post € 100,- per hectare per jaar opgenomen.
- **Specifieke kosten:**
Alle kosten die bij het betreffende perceel gemaakt zijn naast de algemene kosten. Enkele voorbeelden hiervan zijn het uitkopen van de pachter, juridische kosten etc.
- **Totale waarde van de grond:**
De totale waarde van de grond verschilt per basisstrategie. Het is de som van het aantal m² vermenigvuldigd met de waarde van de grond minus de gemaakte kosten.
- **Rendement per jaar:**
Dit getal geeft het cumulatieve rendement per jaar van de betreffende basisstrategie weer.

Aannames:

- **Inflatie percentage:**
Om de investeringen met elkaar te kunnen vergelijken is de investering contact gemaakt tegen het gemiddelde inflatiepercentage in de periode van 1987 – 2005. Dit percentage komt neer op 2,25% [Bron: CBS Statline, 2005].
- **Kosten bouwrijp maken:**
De kosten die gepaard gaan met het bouwrijp maken (alleen van toepassing bij het bepalen van de residuele grondwaarde), zoals NUTS-voorzieningen en infrastructuur, zijn op basis

van referentieprojecten gesteld op een gemiddeld niveau van € 25,- per m² in de periode van 1989 - 2002. Indien de specifieke kosten voor het bouwrijp maken van het perceel niet bekend zijn is deze gemiddelde prijs aangehouden. Op dit moment zijn de kosten voor het bouwrijp maken over het algemeen hoger, omdat er meer onder bouwrijp maken wordt verstaan en de bouwkosten zijn toegenomen.

- De periode van de analyse:

In 2005 is een grote grondtransactie geweest tussen 2 partijen, deze transactie is de enige die loopt na 2002 tot 2005. Gezien het ontransparante en niet geheel representatieve karakter van deze transactie, is de periode van de analyse zo genomen dat er een zo duidelijk mogelijk beeld ontstaat van de 3 basisstrategieën. Om deze reden is gekozen voor een periode van 1989 tot en met 2002.

5.3.3 RANDVOORWAARDEN

De berekeningen van de verschillende basisstrategieën zijn gebaseerd op een casestudie en geven om deze reden alleen inzicht in de beleggingskarakteristieken rond de regio luchthaven Schiphol. De analyse van de transacties zijn gebaseerd op het instapmoment van basisstrategie 1, de basisstrategieën 2 en 3 zijn afgeleid van deze basisstrategie. Dit betekent dat het jaar dat de gronden uit basisstrategie 1 in het PKB, streek- of structuurplan kwamen het instapmoment betekent voor strategie 2. Het moment dat de gronden een bouwbestemming krijgen betekent het instapmoment voor basisstrategie 3. Voor deze methode is gekozen in verband met de schaarste van de gegevens en om toch een realistisch beeld te geven van grondbeleggingen.

In de analyse is het grotendeel van de grondtransacties rondom luchthaven Schiphol geanalyseerd, het is echter onmogelijk om alle transacties na te gaan. Tevens is alleen gekeken naar transacties in de periode 1987 - 2005. Er zijn in de analyse uitsluitend gronden meegenomen die in de periode zijn gekocht en verkocht, gronden die gekocht zijn maar tot op heden nog in eigenbezit zijn, zijn niét meegenomen, omdat er pas sprake is van rendement op moment van verkoop. Dit heeft een conservatieve uitwerking op de uitkomsten, om de reden dat er regelmatig in het beginstadium enkele percelen met verlies verkocht worden (meestal aan gemeente) in ruil hiervoor krijgt men in een later stadium een voordeel ten opzichte van de anderen gronden in het betreffende project. Dit betekent een waarde stijging van de andere gronden in de toekomst. Dit effect komt niet altijd tot uitdrukking in de analyse omdat de gronden met verlies al wel verkocht zijn en dus het negatieve rendement mee is genomen in de analyse, maar de overige gronden, met een hoog potentieel, nog in eigen bezit zijn en daarom niet meegenomen zijn in de analyse. Dit houdt ook in dat de berekende gegevens betrekking hebben op transacties en niet op een gehele grondbeleggingsportefeuille.

Één grondtransactie is, indien mogelijk, opgedeeld naar de eerder opgestelde basisstrategieën, om zodoende een inzicht te krijgen in de beleggingskarakteristieken per basisstrategie. Een grondtransactie is zoals vermeld opgesplitst in maximaal vier metingen. Logisch gevolg is echter dat tussentijds gronden zijn verkocht en dat deze niet allemaal een bouwbestemming hebben gekregen laat staan ontwikkeld zijn. Dit betekent dat het aantal grondtransacties steeds kleiner wordt, namelijk 41, 32 en 10 transacties voor respectievelijk de basisstrategieën 1, 2 en 3. Deze transacties zijn niet de transacties per jaar, maar over een gehele periode. De berekende rendementen per jaar dienen dus verspreid te worden over de looptijd. Dit komt neer dat voor basisstrategie 1 gemiddeld 22 transacties zorgen voor het gemiddeld jaarlijks rendement, voor basisstrategie 2 zijn dat ongeveer 10 transacties en voor basisstrategie 3 komt dit neer op ongeveer 3 transacties per jaar. Duidelijk is dus dat de nauwkeurigheid van de cijfers afneemt en bij basisstrategie 3 het aantal dermate klein is dat er moeilijk uitspraken gedaan kunnen worden op basis van de bevindingen.

Grondtransacties hebben over het algemeen een zeer ontransparant karakter en zijn om deze reden dan ook moeilijk om achteraf te analyseren. Zo is de prijs die betaald wordt voor een bepaald perceel grond net als andere vastgoedtransacties geregistreerd bij het Kadaster. De prijzen voor grond bestaan echter veelal uit meerdere transacties in één en behelzen vaak indices die betrekking hebben op andere percelen etc. Ook de verschillende soorten verwerving (o.a. inzake erfpachting, verschil tussen economisch en juridisch eigendom, optieregeling

etc.) maakt het geheel van transacties moeilijk vergelijkbaar. De werkelijk betaalde prijs voor een stuk grond en de economische waarde van grond is op deze manier moeilijk te achterhalen.

Voor de rendementen van andere beleggingscategorieën zijn verschillende bronnen gebruikt. Het CBS voor de performance van de Nederlandse aandelen en obligaties, de ROZ/IPD index voor de rendementen van direct vastgoed en de GPR-index (Global Property Research) voor de rendementen van beursgenoteerd indirect vastgoed. Belangrijke vermelding is dat in verband met het ontbreken van de gegevens van privaat indirect vastgoed, alléén beursgenoteerd indirect vastgoed is meegenomen in de analyse, wat een conservatief effect heeft op de categorie indirecte vastgoedbeleggingen.

5.4 DATA ANALYSE

5.4.1 ALGEMEEN

De metingen zijn over het algemeen conservatief, om de reden dat er niet veel transacties beschikbaar zijn en tevens de beschikbare transacties niet geheel transparant zijn. Tevens is de enige transactie na 2002 tot 2005 gedeeltelijk meegenomen. Deze transactie was erg ontransparant en niet geheel representatief, deze lage rendementen hebben een conservatieve uitwerking op het totaal.

Strategie	Aantal transacties	Gem. aantal transacties per jr	Gem. looptijd (jaren)	Gem. aankoop prijs per m ²
Basisstrategie 1	41	21,76	10,19	€ 10,38
Basisstrategie 2	32	9,82	5,22	€ 47,27
Basisstrategie 3	10	3,2	4,8	€ 259,00

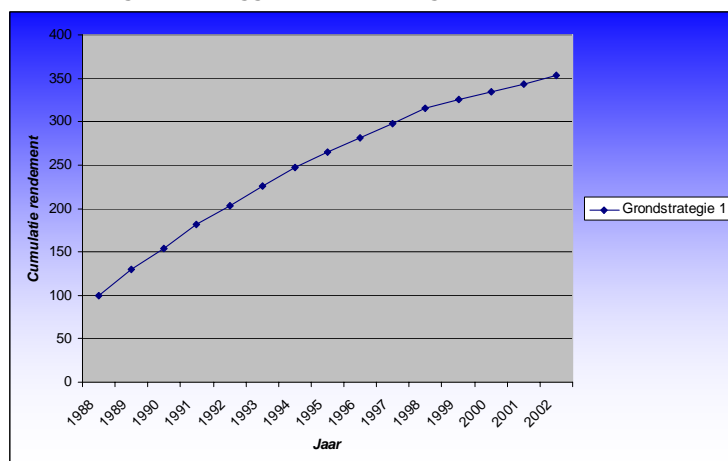
Tabel 5.2: Overzicht van de geanalyseerde transacties tussen 1989-2002.

De gegevens uit bovenstaande tabel laten duidelijk een groot verschil zien tussen de verschillende basisstrategieën in de grootte van de investering en looptijd. De analyse bevestigt dat het onderscheid tussen de basisstrategieën ook in praktijk geldt. Uit de verdere gegevens van de analyse zijn per basisstrategie verschillende kengetallen berekend, deze zullen hieronder uitgebreid toegelicht worden.

5.4.2 RENDEMENTEN

De rendementen bij grondbeleggingen bestaan uit opbrengsten na een bepaalde periode, het moment van aankoop tot verkoop. Er is in de analyse geen rekening gehouden met een (significante) jaarlijkse cashflow, als bijvoorbeeld pacht. Hieronder zal per basisstrategie de omgerekende totaal rendementen naar cumulatieve jaarlijkse rendementen toegelicht worden (voor grafieken van de niet cumulatieve rendementen, zie bijlage 5.2).

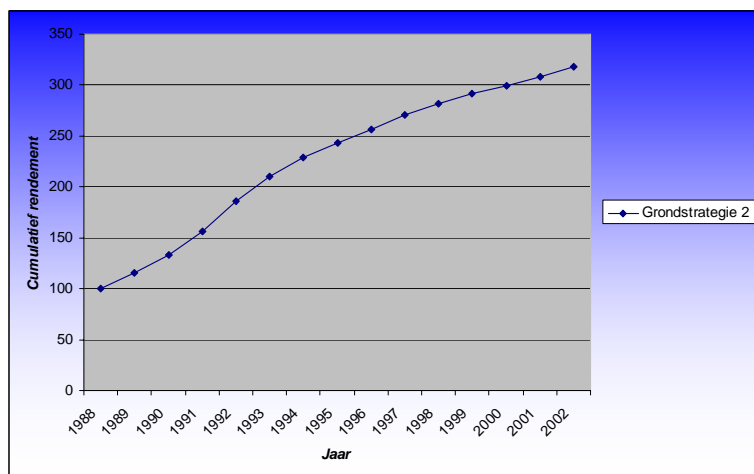
Basisstrategie 1: Beleggen in landbouwgrond



Figuur 5.2: Cumulatief rendement grondbeleggingen, basisstrategie 1

Het rendement van basisstrategie 1 komt neer op een gemiddelde van 18,06% per jaar gedurende 14 jaar (1989 – 2002). Dit jaarlijks rendement loopt uiteen van 8,98% in de jaren vanaf 2000 tot 30,52% in 1989. In de grafiek van het cumulatieve rendement is een afnemend verloop waar te nemen. Logische verklaring voor dit feit is dat de rendementen die op een later tijdstip gemaakt worden (lees: verkoop van gronden) verspreid moeten worden over een groter aantal jaren, aangezien de rendementen cumulatief zijn heeft dit een exponentieel effect op de hoogte van de rendementen. Een tweede verklaring kan gevonden worden in het feit dat er in deze casestudie slechts één gebied is opgenomen en de aankopen plaatsvonden in een relatief kort tijdsbestek (1987 – 1995). Er zijn dus geen nieuwe gronden meer aangekocht na deze periode en dus zijn de hoge rendementen die geregistreerd zijn in de eerste jaren na aankoop niet nog eens voorgekomen.

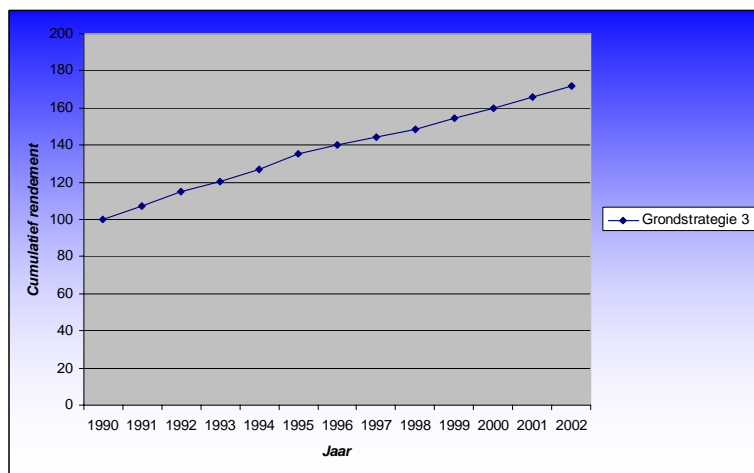
Basisstrategie 2: Beleggen in 'warme' landbouwgrond



Figuur 5.3: Cumulatief rendement grondbeleggingen, basisstrategie 2

Het rendement van basisstrategie 2 komt neer op een jaarlijks gemiddelde van 15,57% over 14 jaar (1989 – 2002). Dit rendement loopt uiteen van 8,61% in 2000 en 2001 tot 30,03% in 1992. De grafiek laat hier met name in het begin een lichte 'S-vorm' zien, wat inhoudt dat na enkele jaren de rendementen per jaar toenemen en vervolgens weer afvlakken. Een verklaring voor de top rond 1992 kan gevonden worden in het feit dat een aantal van de aangekochte gronden, die inmiddels enkele planologisch vorderingen ondergaan hebben, de opvolgende jaren snel verder in het ontwikkelingsproces zijn gekomen en zodoende verder in waarde zijn gestegen. Voor de dalende trend na 1993 kan dezelfde redenen aangedragen worden als vermeld bij basisstrategie 1.

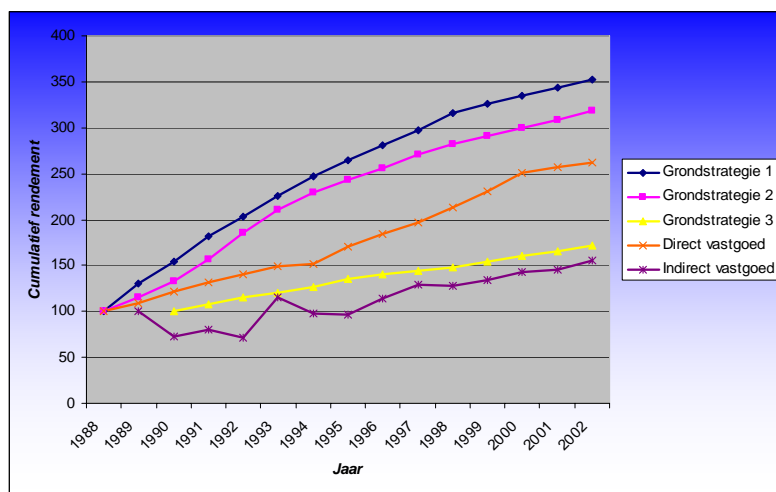
Basisstrategie 3: Beleggen in bouwgrond



Figuur 5.4: Cumulatief rendement grondbeleggingen, basisstrategie 3

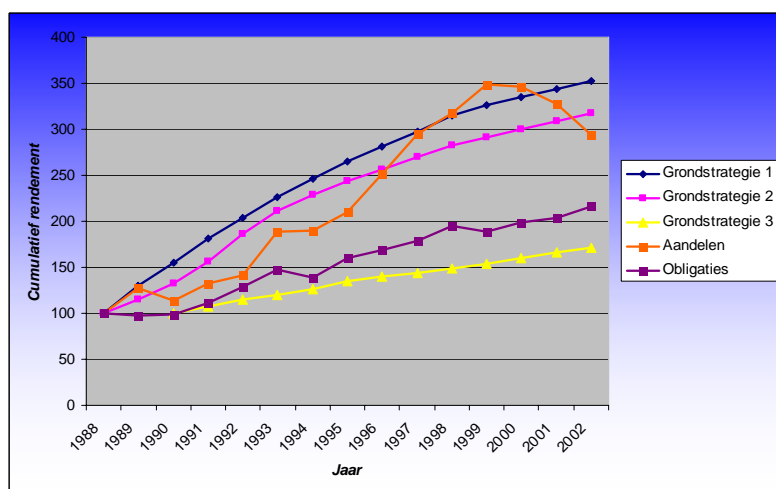
Het rendement van basisstrategie 3 komt neer op een jaarlijks gemiddelde van 5,93% over 12 jaar (1991 – 2002). Dit rendement is substantieel lager dan bij de andere twee basisstrategieën, reden hiervoor is dat de grond met bouwbestemming reeds de grootste waardevermeerdering ondergaan heeft. Zoals te zien in figuur 5.4 is, vertoont het verloop van de curve een behoorlijk rechtlijnig verloop. Dit komt door het zeer geringe aantal transacties per jaar. De weergegeven cijfers dienen dan ook slechts ter indicatie en kan geen wetenschappelijke waarde aan gehecht worden.

Zoals in figuur 5.5 hieronder te zien is, presteren de grondbeleggingen in basisstrategie 1 en 2 met name in de jaren tot 1995 veel beter dan de directe vastgoedbeleggingen. Het gemiddeld jaarlijks rendement van directe vastgoedbeleggingen in de periode 1989-2002 komt neer op 11,59%, dit wordt dus door de basisstrategieën 1 en 2 overtroffen met respectievelijk 18,06% en 15,57%. De grondbeleggingen in basisstrategie 1 en 2 overtreffen de indirecte vastgoedbeleggingen in alle jaren, uitgezonderd in 1993 en 1996. Het gemiddeld jaarlijks rendement van indirecte vastgoedbeleggingen kwam in de periode 1989-2002 neer op slechts 4,32%, ook hier overtreffen de grondbeleggingen deze prestaties.



Figuur 5.5: Cumulatieve rendementen grondbeleggingen vergeleken met directe en indirecte Vastgoedbeleggingen

[Bron: bewerkt, GPR NL, ROZ/IPD index, 2005]



Figuur 5.6: Cumulatieve rendementen grondbeleggingen vergeleken met aandelen en obligaties

[Bron: bewerkt, CBS, 2005]

Bij de vergelijking van de rendementen van grondbeleggingen ten opzichte van de belangrijkste andere beleggingscategorieën (aandelen en obligaties), blijkt dat grondbeleggingen (basisstrategieën 1 en 2) over het algemeen beter presteren dan de langlopende obligaties. Het

cumulatieve rendement van aandelen ligt in 2002 net iets lager dan de rendementen van basisstrategieën 1 en 2. De cumulatieve rendementen op aandelen zijn van 1997 tot en met 2000 hoger geweest dan de rendementen van grondbeleggingen, zij tonen echter wel een volatieler verloop. Uit de twee bovenstaande grafieken blijkt dat grondbeleggingen, met name de basisstrategieën 1 en 2, in zowel de vastgoedportefeuille als in de totale portefeuille gezien kan worden als een 'return-driver' (zie hoofdstuk 3.2).

5.4.3 Risico

Op basis van de rendementen die in de vorige paragraaf berekend zijn, wordt er in deze paragraaf dieper in gegaan op het risico van grondbeleggingen per basisstrategie. Aan de hand van de berekende jaarlijkse rendementen in de periode 1989 – 2002 kan het risico bepaald worden. Het risico wordt gemeten aan de hand van de standaarddeviatie, deze statistische maatstaf meet de spreiding rond het gemiddelde. De standaarddeviaties van grondbeleggingen komen voor de basisstrategieën 1, 2 en 3 respectievelijk neer op 6,92%, 6,58% en 1,45%. Hieronder zal per basisstrategie het risico verder toegelicht worden.

Grond als beleggingscategorie onderscheidt zich enigszins van andere beleggingscategorieën, doordat er sprake is van een 'bodemprijs'. De waarde voor grond zal, onder normale omstandigheden, altijd de agrarische marktwaarde behouden. De waarde van bijvoorbeeld aandelen daarentegen kan bij een faillissement van het bedrijf nihil worden. De waarde van grond kent een solide bodemwaarde door de toenemende schaarste van het goed. Hiernaast kent deze agrarische grondwaarde door voornamelijk schaarste een 10-jarig gemiddelde waardestijging van 5% per jaar [DLG, 2005].

Statistieken

		ind	dir	obl	aand	GB1	GB2	GB3	infla
N	Valid	13	14	14	14	14	14	12	14
	Missing	1	0	0	0	0	0	2	0
	Gemiddelde	4,31	11,58	8,33	13,88	18,05	15,56	5,98	2,614
	Std. fout van gem.	4,834	1,409	2,526	6,548	1,850	1,759	,418	,2315
	Mediaan	6,41	11,40	10,24	19,27	17,87	14,36	5,83	2,350
	Std. Deviatie	17,43	5,275	9,452	24,501	<u>6,923</u>	<u>6,584</u>	<u>1,450</u>	,8663
	Variantie	303,87	27,82	89,35	600,30	47,936	43,357	2,104	,7505
	Range	71,46	16,60	29,17	80,07	21,54	21,42	4,51	3,10
	Minimum	-27,61	2,60	-8,27	-32,82	8,98	8,61	4,32	1,10
	Maximum	43,85	19,20	20,90	47,25	30,52	30,03	8,83	4,20

Ind = Indirect vastgoed

Dir = Direct vastgoed

Obl = Obligaties (> 8 jr.)

Aand = Aandelen

GB1 = Grondbeleggingsstrategie 1

GB2 = Grondbeleggingsstrategie 2

GB3 = Grondbeleggingsstrategie 3

Infla = Inflatie

Tabel 5.3: Verschillende statistieken van de beschouwde beleggingscategorieën

Basisstrategie 1

Met een standaarddeviatie van 6,92% komt het risico van grondstrategie 1 het hoogste uit onder de categorie grondbeleggingen. Vergeleken met andere beleggingen impliceert deze grondstrategie echter een relatief laag risico. Het concrete risico bij basisstrategie 1 is beperkt. Men belegt in landbouwgrond, de waarde hiervan is slechts in zeer beperkte mate volatiel en kent zoals vermeld een gemiddelde stijging van 5% per jaar. Dit betekent dat er nauwelijks een downside-risk aanwezig is. In praktijk zal echter vaak een opslagpremie betaald worden bovenop de geldende landbouwprijs voor grond. Hiermee is wel een downside-risk aanwezig. De waarde van de grond kan, indien er geen planologisch perspectief komt, dalen naar de agrarische waarde.

Tegenover het lage downside-risk staat een hoog upward-potential, het risico wat de haalbaarheid van de hoogte van het rendement impliceert. Dit upward-potential, is in deze basisstrategie relatief hoog, men moet veel grond aankopen en men weet niet welke stukken grond en hoeveel een waardestijging zal ondervinden.

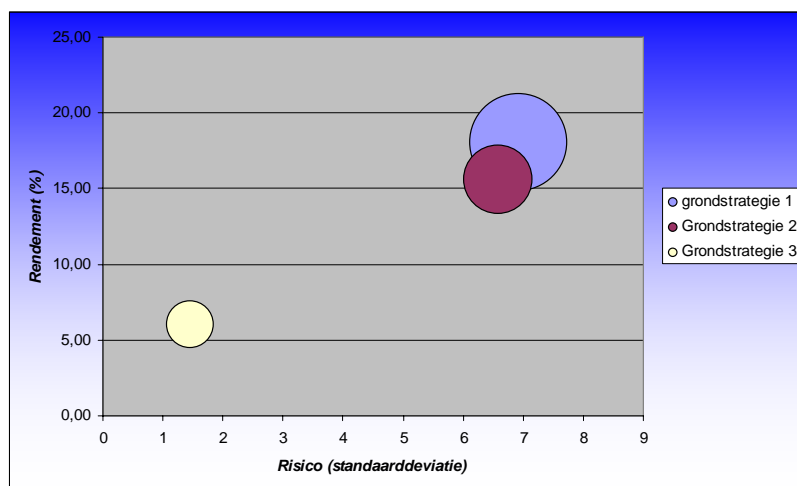
Basisstrategie 2

Met een standaarddeviatie van 6,58% is het risico van basisstrategie 2 net iets lager dan het risico van basisstrategie 1. Dit is natuurlijk te verklaren, omdat er 'warme' landbouwgrond wordt aangekocht. Deze gronden zijn reeds in een gevorderd planologisch stadium en hiermee is de kans groter dat het een verdere waardeontwikkeling maakt. Er is hier dus sprake van een kleiner upward-potential. Hier tegenover staat echter het groter 'downside-risk', omdat de gemiddelde aankoopprijs € 50,- per m² is, impliceert dit dat de grond bij wijziging van de bestaande PKB, structuur – of streekplannen, de waarde van de grond kan dalen naar het prijspeil van agrarische grond. Het downside-risk is in deze basisstrategie het hoogste binnen de categorie grondbeleggingen, omdat de prijs van de grond vele malen hoger is dan basisstrategie 1 en gebaseerd is op speculatie en *voorlopige* plannen.

Basisstrategie 3

De berekende standaarddeviatie voor het beleggen in bouwgrond komt neer op 1,45%. De oorzaak dat dit berekende risico zo laag is, is terug te vinden in het feit dat zeer weinig data beschikbaar waren voor deze basisstrategie. Het jaarrendement is gebaseerd op totaal 9 transacties, wat neer komt op gemiddeld slechts 3,2 transacties per jaar. Dit heeft tot gevolg dat er zeer weinig verschil is in het jaarlijks rendement, wat een laag risico inhoudt. Uit dit getal kunnen dus géén conclusies getrokken worden.

Wel kan men stellen dat in deze basisstrategie het downside-risk behoorlijk groot is, aangezien een hoge m²- prijs betaald wordt. Daar tegenover staat dat men investeert in bouwgrond, de kans dat de waarde van de grond met reeds een bouwbestemming daalt naar de agrarische marktwaarde is zeer klein en kan slechts in uitzonderlijke gevallen plaatsvinden. Het risico bestaat hier uit de kans dat het type vastgoed wat gerealiseerd mag worden op de grond veranderd, dit zal de waarde van de grond in dit stadium beïnvloeden. Het aantal te realiseren BVO en het type vastgoed zijn de belangrijkste beïnvloedende factoren. Hiermee komt het downside-risk van deze basisstrategie lager uit als bij basisstrategie 2.



Figuur 5.7: Rendement ten opzichte van risico per basisstrategie van grondbeleggingen

5.4.4 CORRELATIE

Correlatiecoëfficiënten geven de samenhang weer tussen verschillende variabelen. Dit is van belang voor de opbouw van een beleggingsportefeuille. Om het totale risico van de portefeuille te dempen dient niet veel samenhang te zijn tussen de verschillende beleggingscategorieën. Bij de samenstelling van de optimale portefeuille zoekt men naar onderlinge negatieve correlaties

die zo dicht mogelijk in de buurt komen van de -1, in dit geval wordt de daling van een betreffend beleggingsproduct gecompenseerd door een stijging bij een ander beleggingsproduct.

In de analyse is gebruik gemaakt van de statistische Kendall's tau non-parametrische correlatietoets (zie bijlage 5.3). Deze test is gekozen in verband met de kleine steekproef in de analyse. Er zijn vele verschillende onderzoeken geweest in verschillende perioden naar correlaties tussen verschillende beleggingsproducten. De gevonden correlatiecoëfficiënten verschillen regelmatig. Om een inzicht te geven tussen de correlaties van grondbeleggingen met andere beleggingscategorieën zijn de rendementen in de periode 1989 – 2002 geanalyseerd. In de onderstaande tabel zal met name gekeken worden naar de basisstrategieën 1 en 2, uit de getallen van basisstrategie 3 zullen ook hier in mindere mate conclusie getrokken kunnen worden in verband met de zeer kleine steekproef.

	GB 1	GB 2	GB 3	Dir	Ind	Aand	Obl	Infl
GB 1	1,00	,674	,184	-,067	-,248	,179	,045	-,193
GB 2		1,00	,214	-,265	-,090	,155	,155	-,011
GB 3			1,00	-,082	-,440	-,245	,147	,367
Direct vastgoed				1,00	,000	,231	,143	-,268
Indirect vastgoed					1,00	,359	,128	-,144
Aandelen NL						1,00	,077	-,402
Obligaties							1,00	-,067

Tabel 5.4: Kendall's Tau β correlatiecoëfficiënten

[Bron: bewerkt CBS, GPR, ROZ/IPD, Chipshol, 2005]

Directe vastgoedbeleggingen zijn altijd gezien als een goede hedge (bescherming) tegen de inflatie (zie hoofdstuk 2.3.1). In de bovenstaande correlatiecoëfficiënten komt deze gewenste positieve correlatie met de inflatie niet duidelijk naar boven. Daarentegen lijkt grondbeleggingsstrategie 2, naast grondbeleggingsstrategie 3 (+ 0,367), met een correlatie van -0,011 de beste hedge tegen inflatie te zijn.

Ten opzichte van de traditionele vastgoedbeleggingen, zowel direct als indirect, vertonen de grondbeleggingsstrategieën 1 en 2 een behoorlijke negatieve correlatie. Dit betekent dat grondbeleggingen in een vastgoedbeleggingsportefeuille een positieve uitwerking hebben op het totale risico – rendement profiel van de portefeuille.

Ten opzicht van aandelen laten de grondbeleggingsstrategieën 1 en 2 een relatief kleine correlatie zien van respectievelijk 0,179 en 0,155. Direct en indirect vastgoed correleren respectievelijk 0,231 en 0,359 met de Nederlandse aandelen. Vergeleken met obligaties correleren de grondbeleggingsstrategieën 1 en 2 respectievelijk 0,045 en 0,155 met deze categorie. Direct en indirect vastgoed laten correlaties met obligaties zien van respectievelijk 0,143 en 0,128. Grondbeleggingsstrategie 1 vertoont dus een behoorlijk lagere correlatie.

Het feit dat de grondbeleggingsstrategieën 1 en 2 een negatieve correlatie laten zien ten opzichte van directe en indirecte vastgoedbeleggingen én over het algemeen een lagere correlatie ten opzichte van aandelen en obligaties laten zien dan directe en indirecte vastgoedbeleggingen betekent dit dat grondbeleggingen een belangrijke 'diversifier' (zie hoofdstuk 3.2) kan zijn in de vastgoedportefeuille en in de totale beleggingsportefeuille.

5.4.5 SHARP-RATIO

Zoals in hoofdstuk 3.3.3 reeds is vermeld, geeft de sharp-ratio een beeld weer van het rendement, risico en de volatiliteit van de belegging, kortom het rendement per eenheid risico. Om tot een optimale portefeuille te komen zou men deze sharp-ratio moeten optimaliseren. Zoals prof. Geltner (zie hoofdstuk 3.3.3) vermeld dient de sharp-ratio niet alleen voor de totale portefeuille berekend te worden, maar juist per beleggingscategorie. Het beleggen in één categorie brengt immers meer risico met zich mee als het beleggen in meerdere categorieën.

In onderstaande tabel zijn de sharp-ratio's uit gerekend voor de directe en indirecte vastgoedbeleggingen en tevens de grondstrategieën voor de periode 1989 – 2002.

Categorie	Rendement	Risico	Risicovrije voet	Sharp-ratio
Direct vastgoed	11,59	5,28	3,36 %	1,56
Indirect vastgoed	4,32	17,43	3,36 %	0,06
Grondbeleggingsstrategie 1	18,06	6,92	3,36 %	2,12
Grondbeleggingsstrategie 2	15,57	6,58	3,36 %	1,86
Grondbeleggingsstrategie 3	5,98	1,45	3,36 %	1,81

Tabel 5.5: Sharp-ratio's van verschillende vastgoedbeleggingen in periode 1989 – 2002

[Bron: bewerkt, Financieel Dagblad 24-01-2006]

In de tabel is duidelijk te zien dat de grondbeleggingen een behoorlijk hoge sharp-ratio met zich meebrengen, met als uitschieter basisstrategie 1 het beleggen in landbouwgrond, gevolgd door strategie 2 en 3. Ook traditioneel direct vastgoed biedt een hoge sharp-ratio. Indirecte vastgoedbeleggingen blijven in de geanalyseerde periode erg achter met een sharp-ratio van slechts 0,06. Dit is deels te wijten aan het feit dat in de besproken periode er alleen gegevens van beursgenoteerd vastgoed beschikbaar waren.

Het is moeilijk om op basis van de berekende sharp-ratio's een conclusie te trekken met betrekking tot de rol van grondbeleggingen in de totale vastgoedportefeuille. Wel is duidelijk dat grondbeleggingen een grote rol kunnen spelen gezien hun risico – rendement profiel.

5.5 KRITISCHE FACTOREN BIJ GRONDBELEGGINGEN

5.5.1 KSF EN KPI'S GRONDBELEGGINGEN

Na de theoretische opzet en omschrijving van de beleggingscategorie 'beleggen in grond' in hoofdstuk 4, onder andere op basis van de interviews (zie literatuurlijst), en de casestudie van grondbeleggingen in dit hoofdstuk, is het mogelijk om de belangrijkste succes factoren in kaart te brengen. Dit wordt gedaan aan de hand van de basistheorie van de 'Balanced Score Card' (BSC), dit is een instrument voor strategisch management, waarbij visie en strategie worden vertaald in een meetbaar gereedschap [Blommaert, 2000] Hierbij worden de strategische indicatoren, de Critical Success Factors (CSF), opgedeeld in Key Performance Indicators (KPI's), dit zijn de operationele factoren van de CSF's. De gebruikte methode in dit onderzoek wijkt af van de originele BSC. Op deze manier kan toch inzichtelijk gemaakt worden waar bij grondbeleggingen op gelet moet worden. Hieronder staat een overzicht van de belangrijkste KSF en KPI's bij grondbeleggingen;

CSF	KPI	Toelichting
<i>Toekomst gerichtheid</i>	Ruimtelijke toekomst visie	Men moet vooruit lopen op de ontwikkelingen in de markt, zodat men goedkoop de gronden kan verwerven. Deze toekomstvisie kan gebaseerd zijn op ontwikkelingen in andere steden of landen.
	Aankoop van grond	Men dient een strategisch plan te hebben welke gronden belangrijk zijn of worden in het ruimtelijk proces van de gehele regio.
<i>Dominante marktpositie</i>	Grote hoeveelheden grond kopen	Door grote hoeveelheden grond te verwerven in een bepaald gebied krijgt men een dominante positie, waarbij andere spelers 'gedwongen' zijn samen te werken.
	Alternatieve bieden voor boeren	Door grote grondposities te nemen is men makkelijker in staat om compensatieboerderijen aan te bieden voor boeren op meer interessante gebieden.

<i>Financiering van grond</i>	Eigen Vermogen	Doordat grondbeleggingen zich karakteriseren door het investeren op lange termijn en er geen sprake is van een periodieke cashflow. Men dient de gronden te financieren met Eigen Vermogen om zo het risico te beperken.
	Private Equity	Een andere mogelijkheid is om het eigen vermogen te vergroten door het uitgeven van aandelen. Hierbij is men geen rente vergoed, wel wordt de winst verdeeld over de aandeelhouders.
	Structuur	Bij de aankoop van gronden zijn er vele financieringsmogelijkheden. Zo kan men 'optie-contracten' afsluiten, waarbij de economische levering van de grond op een later tijdstip plaats vindt tegen van te voren afgesproken voorwaarden (zoals bestemmingswijziging etc.)
<i>Kennis</i>	Regionale vastgoedmarkt	De prijs voor grond is direct verbonden met de potentiële opstallen. Om de juiste prijs voor grond te bepalen is een goed inzicht nodig in het type bebouwing dat er gebouwd mag worden én waar in de toekomst vraag naar is.
	Juridische wetgeving	Wegens de grote belangen die gemeoid gaan kan het leiden tot juridische procedures. Kennis van o.a. onteigeningsprocedures, artikel 19 procedures (bestemmingsplanwijziging) etc.
<i>Kenmerken Grondmarkt</i>	Prijsniveau's	De prijsniveau's van de verschillende type grond (agrarisch vs. Bouw) geven de rendementspotentie van de belegging weer.
	Ontwikkelingen	Is de grondmarkt ontwikkeld? Wat is de rol van de overheid etc.
	Mobiliteit	Wordt er in gehandeld? Dit geeft de mogelijkheid weer voor transacties, kan de belegging op het gewenste tijdstip verkocht worden?
<i>Uitgebreid netwerk</i>	Contact met agrariërs	Men moet de eerste partij worden waar boeren naar toe stappen als ze hun boerderij willen verkopen.
	Overheden	Om continu op de hoogte te zijn van de planologische ontwikkelingen en om tevens invloed uit te oefenen op de planologische ontwikkelingen in het gebied is contact met verschillende niveau's van de overheid erg belangrijk.

Tabel 5.6: Schematisch overzicht van KSF en KPI's bij grondbeleggingen

5.5.2 ALGEMENE SUCCES – EN FAALFACTOREN IN DE GRONDMARKT

Naast de specifieke CSF en KPI's voor grondbeleggingen zijn er ook nog enkele algemene succes – faalfactoren die invloed kunnen hebben op de prestaties van de grondbelegging. Hieronder staan kort enkele van deze factoren;

- De milieuwetgeving is in Nederland streng en wordt nog strenger met de regelgeving vanuit de Europese Unie. Gebieden waar bijvoorbeeld industriële bebouwing op staat of heeft bestaan kunnen vervuild zijn, de schoonmaakkosten van de grond zijn in principe voor de eigenaar. Vooraf controle op eventuele vervuiling is noodzakelijk;
- Naast vervuiling kunnen er ook eventueel waardevolle grondstoffen gevonden worden in de gronden deze opbrengsten zijn dan voor de eigenaar (stoffen gevonden dieper dan 2 meter onder de grond zijn voor het Rijk). De kans op het vinden van dergelijke bronnen is tegenwoordig zeer miniem;
- Indien men grote stukken grond bezit en hier nog niet op gebouwd wordt, leven er zeer waarschijnlijk tal van dieren op deze gronden. Indien men tot bebouwing wenst over te gaan en er is sprake van een beschermde diersoort dat leeft op de gronden, kunnen de bouwplannen in vergaande mate worden tegengehouden of noodgedwongen worden aangepast;
- Dit zelfde verhaal geldt voor eventuele archeologische vondsten in de gronden. Deze kunnen in verregaande mate de bouwplannen verstoren.
- Er is in de afgelopen jaren zoals vermeld een gemiddelde stijging van de agrarische grondprijzen gerealiseerd van circa 5%. Historisch gezien en gecombineerd met de toenemende schaarste van grond is deze waardeverhoging zeer waarschijnlijk voor de toekomst. Dit is een onzekere factor, ook gezien het feit dat de grond een steeds grotere lastenpost is voor de agrariërs. Wellicht grijpt de overheid in.
- Alle (beleggings -) markten worden steeds transparanter, er is veel informatie beschikbaar en tevens zijn transacties te volgen. De vastgoedsector loopt hierin nog achter, maar is bezig met een inhaalslag. De grondmarkt daarentegen is een nog relatief onbekend terrein en is ontransparant, dit brengt risico's met zich mee voor de belegger.

5.6 RESUMÉ

Om naast de geschetste theoretische analyse van grondbeleggingen in hoofdstuk 4 ook inzicht te krijgen in de kwantitatieve kenmerken van grondbeleggingen is er een casestudie uitgevoerd. Aan de hand van de casestudie, van de gronden rondom luchthaven Schiphol te Amsterdam, is getracht de belangrijkste beleggingskarakteristieken van grondbeleggingen in kaart te brengen en te vergelijken met andere beleggingscategorieën. In deze casestudie zijn in totaal 41 grondtransacties geanalyseerd, in de periode tussen 1985 – 2005. De analyse omvat een oppervlak van de aankoopgronden ter grootte van ruim 794 hectare, met een totale investering van circa zestig miljoen euro.

In de analyse is per transactie een onderscheid gemaakt naar de in hoofdstuk 4 opgezette basisstrategieën van grondbeleggingen. Op deze manier kan inzicht worden verkregen in de kenmerken per basisstrategie. De 41 transacties zijn in de loop van de tijd opgesplitst in meerdere subtransacties. Voor de berekening van de belangrijkste karakteristieken, namelijk rendement, risico en correlatie, zijn alle gronden meegenomen die in de periode zijn gekocht én verkocht. De geanalyseerde periode loopt van 1989 – 2002.

Het jaarlijks cumulatief rendement van basisstrategie 1, het beleggen in landbouwgrond, komt neer op 18,06% variërend van 30,52% in 1989 tot 8,98% in de jaren na 2000. Het rendement van basisstrategie 2, het beleggen in warme landbouwgrond, komt neer op 15,57%. Variërend van 30,02% in 1992 tot 8,61% na 2000. Het rendement van de derde basisstrategie, het beleggen in bouwgrond, komt neer op een jaarlijks gemiddelde van 5,98%.

Het risico, gemeten in de standaarddeviatie, komt voor de drie basisstrategieën respectievelijk neer op 6,92%, 6,58% en 1,45%. Over het algemeen kan men praten van lage risico's bij alle grondbeleggingen. De extreem lage standaarddeviatie van basisstrategie 3 is te wijten aan het beperkte aantal beschikbare transacties. Hiermee komt automatisch het risico lager uit, dit getal heeft geen statistische basis en is om deze reden niet representatief.

Uit de vergelijking van het rendement en risico van andere beleggingscategorieën in dezelfde periode, als aandelen, obligaties, direct – en indirect vastgoed, is gebleken dat grondbeleggingen een relatief gunstige risico – rendement verhouding hebben.

Kijkend naar de correlatie van grondbeleggingen met andere beleggingscategorieën en de inflatie, blijkt zowel basisstrategieën 3 als 2, met een correlatie van respectievelijk +0,367 en - 0,011, een belangrijke inflatiehedge te zijn. Ook hier zijn de cijfers van basisstrategie 3 niet representatief. Alle drie de grondstrategieën correleren negatief met de traditionele vastgoedbeleggingen. Tevens correleren de basisstrategieën 2 en 3 in mindere mate met aandelen en obligaties dan de traditionele vastgoedbeleggingen.

Het risico – rendement profiel van grondbeleggingen, gemeten in de sharp-ratio, komen voor de drie basisstrategieën respectievelijk neer op 2,12 , 1,86 en 1,81. Dit zijn hoge sharp-ratio's in vergelijking met direct vastgoed (1,56) en beursgenoteerd indirect vastgoed (0,06).

Op basis van de theoretische en praktische inzichten in grondbeleggingen zijn er verschillende factoren die invloed hebben op de prestaties van grondbeleggingen in het algemeen. De belangrijkste factoren, de zogenaamde Critical Success Factors (CSF), zijn:

- Toekomstgerichtheid;
- Realiseren van een dominante marktpositie;
- De financiering van de gronden;
- Kennis van de regionale vastgoedmarkt;
- Richten op een uitgebreid netwerk;
- Kenmerken van de grondmarkt.

ANALYSE OOST - EUROPA



6. MACRO-ECONOMISCHE ANALYSE VAN OOST-EUROPA

6.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt geanalyseerd welke Oost – Europese landen interessant zijn voor (vastgoed)beleggingen. Dit zal gebeuren op basis van verschillende indicatoren op verschillende niveau's. In paragraaf 6.2 wordt kort uiteengezet waarom Oost – Europese landen op dit moment zo aantrekkelijk zijn voor beleggers door middel van een korte terugblik in de geschiedenis. In paragraaf 6.3 wordt de opzet van de analyse van Oost – Europese landen behandeld. De uitwerking van de macro-economische analyse wordt toegelicht in paragraaf 6.4. De analyse van de geselecteerde landen op basis van enkele belangrijke vastgoedindicatoren wordt toegelicht in paragraaf 6.5. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een resumé met daarin een selectie van de belangrijkste kerngebieden van Oost – Europa.

6.2 AANLEIDING ANALYSE OOST-EUROPA

Na de val van het communistische bewind in 1989 zette de Europese gemeenschap een grote operatie op touw om de Oost – Europese landen te helpen met het economisch hervormings - en herstelproces. Belangrijkste verschil was de overgang van het communisme naar de vrije economie. Deze overgang ging gepaard met een langdurig en moeizaam proces. De prijsniveau's, welvaart, sociale zekerheid etc. liepen achter in vergelijking met de West – Europese landen. Hoewel de verschillen na 15 jaar van hervormingen nog steeds groot zijn met de Westerse landen, zijn een groot aantal van de oud-communistische landen recent (mei 2004) toegevoegd aan de Europese Unie en er zullen zeer waarschijnlijk in begin 2007 nog meer landen volgen. De betere handelsmogelijkheden en de ondersteuning van (rijke) West – Europese landen bieden veel kansen voor de Oost – Europese landen om een inhaalslag te maken op verschillende gebieden, zoals economie, welvaart, sociale zekerheid etc.

Vanaf de aanloop naar deze 'vereniging' met de westerse landen zijn de betreffende landen begonnen aan een inhaalslag. Veel West – Europese investeerders profiteren van deze inhaalslag. De prijzen zijn nog relatief laag en met de toetreding tot de EU, bieden vele sectoren een grote potentie. De verwachting is dat zij immers gestaag zullen groeien tot niveau's gelijk aan de West – Europese landen. De combinatie van lage prijzen en een goed toekomst perspectief bieden de Oost – Europese landen een aantrekkelijk investeringsklimaat voor investeerders in andere delen van de wereld.

De betreffende prijsverschillen gelden ook voor de vastgoedsector. Het onroerend goed is relatief goedkoop en het biedt groeimogelijkheden mede doordat steeds meer buitenlandse bedrijven zich vestigen in deze landen in verband met de lagere lonen. Hiermee stijgt de vraag naar vastgoed in deze landen. De stijgende vraag naar vastgoed wordt tevens gesteund door de groeiende economie en welvaart in de landen. Er zijn echter ook risico's verbonden aan het investeren in deze landen.

Om in te spelen op de groeiende vraag van Nederlandse beleggers naar buitenlands vastgoed en naar vastgoed in nieuwe opkomende markten is gekozen voor de vastgoedmarkten van de nieuwe EU-landen. Met de analyse worden de belangrijkste kansen en bedreigingen in kaart gebracht voor vastgoedinvesteringen. Uiteindelijk wordt getoetst of grondbeleggingen in een selectie van de Oost-Europese landen mogelijk is.

6.3 OPZET VAN DE ANALYSE

Begrippen als 'Centraal Europa', 'Oost – Europa' en 'Zuidoost Europa' zijn inmiddels veel gebruikte begrippen en worden door elkaar gebruikt. Onder deze begrippen valt een behoorlijk aantal landen. In dit rapport gaat het met name om de (Oost- Europese) landen die in mei 2004 bij de Europese Unie zijn gevoegd. Tevens de landen die naar alle waarschijnlijkheid in 2007 bij de Europese Unie worden gevoegd zijn in de analyse meegenomen. De volgende landen zijn

meegenomen in de analyse: Tsjechië, Hongarije, Estland, Letland, Litouwen, Polen, Slowakije, Slovenië, Bulgarije en Roemenië (zie figuur 6.1).



Figuur 6.1: Landkaart Europa, Oost-Europese landen meegenomen in analyse

De genoemde landen beslaan een zeer groot onderzoeksgebied, om deze reden zal het onderzoek afgebakend worden naar de meest interessante landen en steden. Om tot een selectie te komen van landen, zullen eerst enkele belangrijke macro-economische indicatoren met elkaar vergeleken worden. Uit de 10 landen die in eerste instantie zijn meegenomen in de analyse zullen de beste landen meegenomen worden in de verdere analyse. De geselecteerde landen zullen vervolgens geanalyseerd worden op basis van de prestaties en kenmerken van de nationale vastgoedmarkt. Na deze analyse zullen de belangrijkste landen en regio's in Oost – Europa overblijven die de meeste potentie bieden in zowel de economische – als vastgoedsector voor investeringen.

6.4 ANALYSE MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN OOST –EUROPA

Om de verschillende landen te beoordelen op macro – indicatoren en te komen tot de landen die het meeste potentie bieden op het gebied van economische ontwikkelingen, dienen de belangrijkste indicatoren met elkaar vergeleken te worden. Hieronder staan de indicatoren die in de analyse meegenomen zijn met een korte toelichting hierop, te weten:

- Procentuele groei van het Bruto Binnenlands Product (BBP);
Het BBP betekent de waarde van de totale productie van goederen en diensten in een land. Het BBP wordt veel gebruikt als indicator voor de omvang van de economie. Veranderingen in het BBP weerspiegelen de economische groei van het land. Om een inzicht te geven in de groei over een bepaalde periode is gebruik gemaakt van de gemiddelde groei van het BBP in vijf jaar [Bron: Website Eurostat, 2005].
- Bruto Binnenlands Product per inwoner (basis van koopkracht gelijkheid);
Om de grootte en hoogte van de economie te beoordelen naar ratio van de grootte van het land is tevens het BBP per inwoner van het land vergeleken [CIA, 2005].
- Groei werkgelegenheid als percentage van de beroepsbevolking;
De werkgelegenheid in een land weerspiegelt in grote mate de effecten van het economisch klimaat. Om de werkgelegenheid per land te vergelijken is het veranderingspercentage (vijfjarig gemiddelde) ten opzichte van de beroepsbevolking bekeken [Bron: website Eurostat, 2005].
- Directe Buitenlandse Investeringen (ook wel FDI);
Dit kengetal geeft aan hoeveel er door andere landen is geïnvesteerd in een land. Dit weerspiegelt enigszins de aantrekkelijkheid voor het maken van investeringen in een land.

Er is een onderscheid gemaakt tussen FDI stock (de staande investeringen) en FDI Inflow (inkomende investeringen). Beide zijn weergegeven als percentage van het BBP [DBR, 2005].

- Corruptie index 2005;
Veel investeerders vrezen de corruptie in Oost – Europese landen en dat speelt een belangrijke rol bij de selectie van landen met een hoge potentie voor investeringen. Om deze variabele mee te nemen is in de analyse de score van de jaarlijkse 'Corruption Perception Index' meegenomen [Transparancy International, 2005].
- Rendement van de aandelenbeurzen;
De rendementen op de beurzen over 2004 van de belangrijkste index van het betreffende land weerspiegelt enerzijds het prestatieniveau van de grootste bedrijven en anderzijds de groei van de algemene economie [Bron: diverse landelijke sites over aandelenbeurs].
- Rapport 'Emerging Europe 2005' [CWH&B, 2005];
Dit rapport wordt jaarlijks uitgebracht door CWHB en omvat een analyse van de 'emerging markets in Europe'. Ook wordt hierin een macro-economische verkenning uitgevoerd op basis van verschillende variabelen, zoals politieke stabiliteit, economie etc. Om de uitslag van deze uitgebreide analyse mee te nemen, is de score van het betreffende land meegenomen.

Per indicator wordt er een score toegekend, uitlopend van 1 (zeer slecht) tot 10 (zeer goed). In de tabel is tevens Nederland meegenomen als referentiepunt.

	Tsjechië	Slowakije	Hongarije	Litouwen	Estland	Lëtland	Bulgarije	Roemenië	Slovenië	Polen	Nederland
	1 = zeer slecht <> 10 = zeer goed										
Stijging BBP (5 jarig gemiddelde) <i>score</i>	3,3 2	4,7 5	3,96 4	7,7 9	7,32 8	8,1 10	5,02 6	5,82 7	3,38 3	3 1	0,72
BBP per inwoner (€) <i>Score</i>	14480 9	12560 6	12720 7	10960 5	13120 3	10240 4	7200 2	6640 1	16640 10	10160 8	24400
Groei werkgelegenheid <i>Score</i>	0,625 6	0,4 5	0,225 4	0,725 7	0,9 8	1,65 9	2,35 10	-0,8 1	-0,05 2	-0,475 3	0,125
FDI (inflow) % BBP (2004) <i>score</i>	4,2 7	2,7 5	4,2 7	1 2	10,8 9	3,5 6	10,9 10	7 8	1,6 3	2,5 4	3,07
Corruptie - index (2005) <i>score</i>	4,3 6	4,3 6	5 8	4,8 7	6,4 10	4,2 5	4 4	3 2	6,1 9	3,4 3	8,6
Rendement aandelen (2004) <i>score</i>	42,73 6	84,29 10	40,98 5	68,18 9	40,16 4	43,45 7	39,89 3	59,57 8	10,26 1	33,66 2	2,9
Analyse Cushman & Wakefield <i>score</i>	1 10	4 7	3 8	7 4	2 9	5 6	9 2	10 1	6 5	8 3	
TOTAAL	46	44	43	43	51	47	37	28	33	24	
RANK	3	4	5	5	1	2	6	8	7	9	

Tabel 6.1: Score Oost – Europese landen in macro-economische analyse

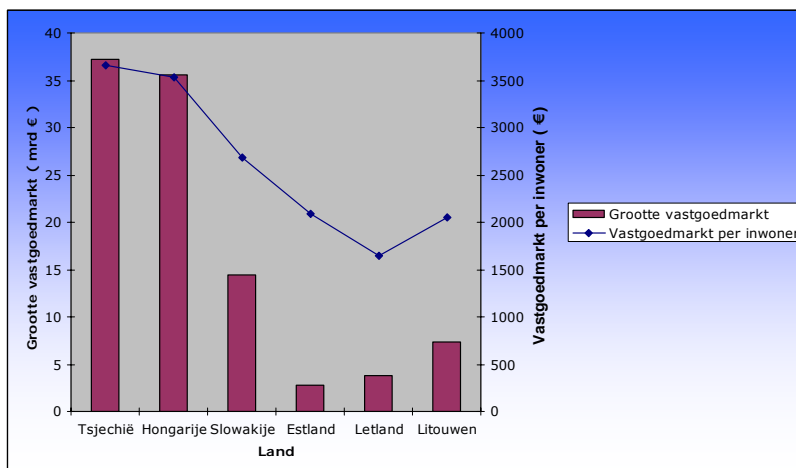
In bovenstaande tabel is te zien dat Estland met een score van 51 op 70 het hoogste scoort van alle Oost – Europese landen. Op de tweede plaats komt Letland, gevolgd door Tsjechië. Slowakije komt op de vierde plaats en Litouwen en Hongarije op een gedeelde vijfde plaats. De reeks wordt gesloten door respectievelijk Bulgarije, Roemenië, Slovenië en Polen. De landen Estland, Letland, Slowakije, Litouwen, Tsjechië en Hongarije zullen meegenomen worden in de verdere analyse op basis van vastgoedindicatoren. Deze zal in de volgende paragraaf besproken worden.

6.4 ANALYSE VASTGOED INDICATOREN OOST – EUROPA

Nu de zes beste landen geselecteerd zijn op basis van macro-indicatoren, die tevens zeer belangrijke drivers zijn voor de prestaties in de vastgoedmarkt, worden de geselecteerde landen vergeleken op basis van vastgoedindicatoren. Dit resulteert in een verdere selectie van landen met de meeste potentie op het gebied van vastgoedinvesteringen.

De vastgoedindicatoren die meegenomen zijn in de analyse zijn:

- Grootte van de vastgoedmarkt;
Om de grootte van de markt bij benadering te kunnen bepalen is er uit gegaan van de formule van 'Pramerica Real Estate Investors' [Pramerica, 2003]. De formule voor opkomende markten komt neer op: "*grootte vastgoedmarkt = 45% van BBP – (BBP per inwoner/€16.000)^{1/3}*". Om de grootte van de vastgoedmarkt te vergelijken met verschillende landen is gekeken naar de grootte van de vastgoedmarkt per inwoner.



Figuur 6.2: Grootte van de vastgoedmarkten

[Bron: bewerkte gegevens van CIA factsheet]

- Activiteiten op vastgoedmarkt;
Deze indicator is gemeten aan de hand van een deelscore in het rapport 'Emerging Europe 2005' van Cushman & Wakefield H&B. Deze indicator is in dit rapport verder opgedeeld in onder andere de volwassenheid van de markt, investeringsactiviteit en de waarden.
- Marktstructuur;
Ook deze indicator is gemeten aan de hand van een deelscore in het rapport 'Emerging Europe 2005' van Cushman & Wakefield H&B. Deze indicator is verder opgedeeld in onder andere transparantie, buitenlands eigendom, liquiditeit en wetten en regels.
- (Vastgoed) Belastingen;
Binnen deze indicator is gekeken naar het belastingregime van de verschillende landen. Onderscheid is gemaakt tussen de belasting bij huur en dispositie en de overdrachtsbelasting. Gezien het feit dat het erg moeilijk is om een numerieke score te geven aan de vormgeving van het belastingregime is er een score gegeven op basis van '+' en '-'. Het totaal aan plussen en minnen is uiteindelijk wel omgezet naar een score. ([PWC, 2005] & [Colliers, 2005])
- Bruto Aanvangs Rendementen (BAR);
Om inzicht te krijgen in de verhouding van de jaarhuur ten opzichte van de totale investering is een vergelijking gemaakt van de verschillende BAR-en per vastgoedsector

tussen de verschillende landen. Een hoge BAR betekent een relatief hoge huur ten opzichte van de investering, wat een hoger rendement impliceert. Hoe hoger echter de BAR-eisen zijn bij beleggers, des te hoger denken zij dat de risico's zullen zijn. Tegenover risico dient namelijk een hoger rendement te staan. In deze analyse is de hoogste BAR per categorie beoordeeld met de beste score, vervolgens zijn deze score gemiddeld. [CWH&B, 2005]

- Toekomst perspectief vastgoeddrivers;

De belangrijkste vastgoeddrivers, die zorgen voor vraag naar vastgoed, zijn met name de groei van de economie (groei van BBP) en de groei van de bevolking. Het toekomstperspectief van deze vastgoeddrivers is meegenomen als één van de indicatoren van de analyse. De verwachte groei van de economie van 2005 tot en met 2007 en de verwachte bevolkingsgroei van 2005 tot 2010 is meegenomen. [Bron: website Eurostat, 2005]

De totaalscore van de vastgoedanalyse is te zien in tabel 6.2 (zie bijlage 6.1 voor gehele analyse), hieruit blijkt dat Slowakije het beste scoort gevolgd door Tsjechië. Hierna volgen respectievelijk Hongarije, Litouwen, Estland en Letland.

	Tsjechië	Slowakije	Hongarije	Litouwen	Estland	Letland
	1 = zeer slecht <> 6 = zeer goed					
Grootte vastgoedmarkt	6,0	4,0	5,0	2,5	2,0	1,5
Activiteiten op vastgoedmarkt	5	4	6	2	1	3
Markt structuur	3	6	4	2	5	1
Belastingen	4	4	1	6	3	3
BAR	3	3	3	5,67	4,67	6
Forecast vastgoed drivers	3,5	4,5	2,5	3	4	3,5
Totaal	24,5	25,5	21,5	21,2	19,7	18,0
Rang	2	1	3	4	5	6

Tabel 6.2: Score vastgoedanalyse van geselecteerde landen

6.5 RESUMÉ

Er is gekozen voor een analyse van de Oost-Europese landen om zo in te spelen op de huidige ontwikkelingen in de vastgoedmarkt en de groeiende vraag naar vastgoedinvesteringen in deze landen. Deze landen bieden vele kansen, door onder andere lagere prijspeilen en de kracht van de Europese Unie na de toetreding. Er zijn echter ook risico's verbonden aan deze vastgoedinvesteringen. Met deze analyse worden deze kansen en bedreigingen in kaart gebracht voor een selectie van landen, om zo uiteindelijk iets te kunnen zeggen over de haalbaarheid van grondbeleggingen in de meest potentievolle Oost-Europese landen.

De analyse van Oost-Europa omvat de volgende landen: Tsjechië, Hongarije, Polen, Slowakije, Slovenië, Estland, Letland, Litouwen, Bulgarije en Roemenië. Om tot een selectie te komen van de meest interessante landen voor een vastgoedbelegging, zijn er twee verschillende soorten analyses uitgevoerd. Ten eerste is er een analyse uitgevoerd op basis van macro-economische indicatoren. Er is onder andere gekeken naar; groei van het BBP, BBP per inwoner, werkgelegenheid, buitenlandse investeringen, corruptie en het rendement van aandelen. Uit deze analyse eindigde de volgende landen in de top 5:

1. Estland
2. Letland
3. Tsjechië
4. Slowakije
5. Litouwen & Hongarije

Vervolgens is voor de bovenstaande zes landen een analyse uitgevoerd op basis van vastgoedindicatoren. Hierbij is onder andere gekeken naar de grootte van de vastgoedmarkt, de activiteiten en structuur van de markt, het belastingregime, hoogte van de BAR-en van verschillende vastgoedmarkten, en een voorspelling van de belangrijkste vastgoeddrivers. Uit deze analyse scoorden de volgende 2 landen het hoogste:

1. Slowakije
2. Tsjechië

Deze twee landen bieden, op basis van de analyse, de meeste potentie voor een succesvolle vastgoedinvestering. In het volgende hoofdstuk worden deze twee landen verder geanalyseerd.

7. GRONDBELEGGINGEN IN OOST-EUROPESE

KERNGEBIEDEN

7.1 INLEIDING

Vanuit de analyses in hoofdstuk 6 zijn een tweetal landen, Slowakije en Tsjechië, het beste naar voren gekomen op zowel macro – economische feiten als op kenmerken van de vastgoedmarkt. Deze twee landen komen in dit hoofdstuk verder aanbod betreft de mogelijkheid van grondbeleggingen in deze landen. Allereerst wordt in paragraaf 7.2 een algemene visie gegeven op de grondmarkt in de Oost – Europese landen. Vervolgens wordt in de paragrafen 7.3 en 7.4 de grondmarkten van respectievelijk Slowakije en Tsjechië nader bekeken. In paragraaf 7.5 wordt de haalbaarheid van grondbeleggingen in deze landen getoetst aan de hand van karakteristieken van de grondmarkt die naar voren zijn gekomen eerder in dit onderzoek. In paragraaf 7.6 wordt dit hoofdstuk afgesloten met een resumé.

7.2 DE OOST – EUROPESE GRONDMARKT

7.2.1 GESCHIEDENIS

Belangrijke gebeurtenissen in de twintigste eeuw zoals onder andere de Eerste en Tweede Wereldoorlog en de opkomst en ondergang van het communisme, hebben een grote invloed gehad op de grondmarkt in de Oost – Europese landen met name op het gebied van grondeigendom en grondregistratie.

De Eerste Wereldoorlog bracht grote hervormingen met zich mee in de grondmarkt. De strijd voor vrijheid in Polen ging door in de strijd van Poolse boeren voor particulier grondbezit. Gevolg was dat de boeren één of meerdere kleine stukken gronden in bezit kregen (zie figuur 7.1). In 1918 werd Tsjecho – Slowakije gesticht, hiermee werden grote landhervormingen doorgevoerd. De grotere percelen agrarische grond en eigendommen werden onteigend en werden verdeeld onder gemeenten, particulieren en organisaties. In Hongarije werd getracht het systeem van grote landgoederen te veranderen door percelen toe te wijzen aan de armen. De percelen waren erg klein (0,5 – 1 hectare) en hiermee economisch onrendabel.



Figuur 7.1: Voorbeeld kadastrale situatie Polen 2003, versnipperd grondbezit

[Bron: Luchtfoto Eurosense]

De Tweede Wereldoorlog bracht eveneens grote veranderingen mee. Door de enorme transmigratie van mensen door de oorlog werden de huidige kadastrale gegevens vrijwel onbruikbaar en stonden vol met fouten. Bij het gebied dat door Tsjecho – Slowakije werd ingenomen van Duitsland in 1945 (Sudetenland) werden de Duitsers en Oostenrijkers verdreven en opnieuw bezet door de Tsjecho – Slowaakse burgers. Deze overdracht van een gigantische

hoeveelheid onroerend goed werd gedaan met behulp van vereenvoudigde procedures. Veelal werd de grond alleen op basis van huisnummer ingegeven en werd niet ingemeten, slechts grofweg grafische weergegeven.

Toen in 1948 de communistische partijen aan de macht kwamen, werd een collectivisering doorgevoerd waarbij alle opmetingen en bewijsstukken van individuele percelen werden vernietigd. Dit heeft tot gevolg dat de identificatie van de meerderheid van de percelen alleen gebaseerd is op de grove grafische weergave waarbij de grenzen niet ingemeten waren. Ook werden de nieuwe grondeigendommen niet meer vastgelegd. Gedurende het communistische bewind in de Oost – Europese landen werd nagenoeg alle grond onteigend en ondergebracht in staatsboerderijen of gecollectiviseerd in coöperaties.

Na de val van dit communistische bewind in 1989 stond de privatisering van het staatseigendom voorop en resulteerde in een instelling van de vrije markteconomie. Hiermee kwam ook de groeiende vraag naar de juiste registratie van eigendommen en de bijbehorende grenzen. Dit proces werd verder bemoeilijkt door het feit dat verwacht werd dat veel mensen terug zouden keren naar hun 'originele' plaats, hiermee zou er wederom een grote transmigratie opgang komen wat de registratie bemoeilijkt.

7.2.2 RECONSTRUCTIE GRONDEIGENDOMSRECHTEN

Na de val van het communistische regime in Centraal – Europa hebben de verschillende landen de reconstructie van eigendomsrechten op basis van hun historische kadastrale gegevens aangepakt. In feite staat de reconstructie van de eigendomsrechten gelijk met het herstel van de kadastrale gegevens.

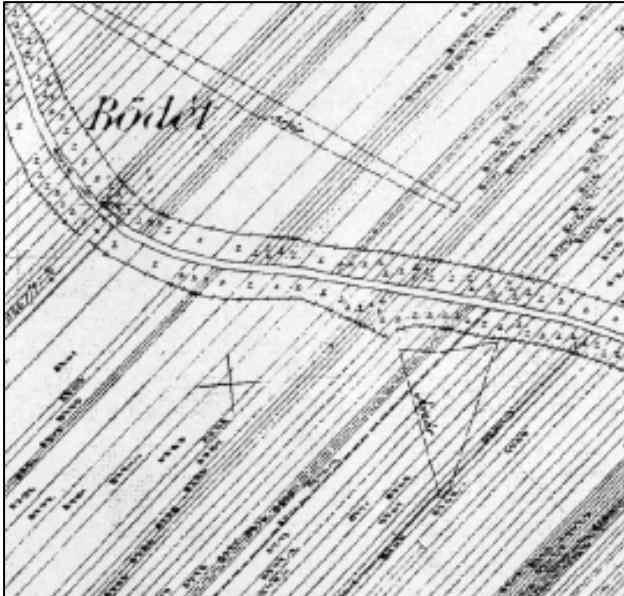
Bij het privatiseringsproces moet er onderscheid gemaakt worden tussen de twee vormen van collectivisering, namelijk staatsboerderijen en coöperaties. Bij de staatsboerderijen werden de gronden en gebouwen volledig onteigend en samengevoegd in de staatsboerderijen. In een coöperatie werd de eigenaar niet onteigend, maar werd het eigendom deel van een groter grondgebruikcomplex. Alle perceelsgrenzen op zowel de kaarten als in het terrein verdwenen.

Om het grondbezit terug te geven werden verschillende instanties in het leven geroepen. Zo werd de Agricultural Property Agency (APA) in 1990 in Polen in het leven geroepen om het bezit van 80% van alle industriële complexen en 15% van de agrarische grond (totaal 46.200 km²) terug te geven aan de particulieren. In de Oost – Europese landen hadden deze 'Land funds' tussen de 10% en 15% van het totale landoppervlakte in handen [Bogaerts, 2002]. De meeste eigenaren waarbij destijds ten gevolge van de schending van wettelijke bepalingen, de grond zonder wettelijke basis of door politieke vervolging was onteigend, konden deze terugvorderen. Echter bleven aanzienlijke stukken grond onder de hoede van de Land funds. Restitutie van de gronden aan de eigenaren is erg moeilijk, veelal zijn de oorspronkelijke percelen verdwenen onder wegen en gebouwen of kunnen eigenaren niet gevonden worden. Naast restitutie werd ook gebruik gemaakt van compensatie, de oude eigenaren werden gecompenseerd met stukken grond elders. Andere vorm van privatisering is het verkopen of leasen van grond aan particulieren. Het verkopen van zoveel grond tegelijk heeft echter een vernietigend effect op de vastgoedmarkt.

Al met al hebben deze maatregelen en veranderingen geleid tot een grondmarkt die verre van optimaal is. Door de vele eigenaren en kleine percelen is het erg moeilijk om de concurrentie aan te gaan met de huidige lidstaten. Voorbeeld van een perceel in Hongarije dat 170 m² groot is, kent 120 verschillende eigenaren. Het bezit kan dan niet veel meer zijn dan grond ter grootte van een A4-velletje, dit is een veelvoorkomend verschijnsel (zie figuur 7.2).

Veel van de grondbezitters zijn al lang geen agrariër meer en wonen in de stad. De grond wordt gezien als een soort pensioenvoorziening in slechtere tijden. Hiernaast heeft het veelal een emotionele waarde bij de mensen. Door bovengenoemde reden zullen de eigenaren niet snel geneigd zijn om de grond te verkopen. Aangezien er niets gedaan wordt met de grond, is verwaarlozing van grond dan ook aan de orde van de dag in de Oost – Europese landen.

De teruggave van de gronden aan de oorspronkelijke eigenaren is circa 15 jaar na het vallen van het 'ijzeren gordijn' in de meeste landen grotendeels voltooid. Het grotendeel van de restitutie-claims hebben inmiddels de deadline gepasseerd. Er ligt echter nog een grote taak om het versnipperde grondbezit onder de miljoenen grondbezitters per land te herkavelen en zo de werking van de grondmarkt te verbeteren.



Figuur 7.2: Oude kadastrale toestand in Slowakije; perceeltjes hebben gemiddeld 100 mede-eigenaren
[Bron: Bogaerts, 2002]

Uit de analyses in het vorige hoofdstuk, kwamen Slowakije en Tsjechië als landen met de meeste potentie op het gebied van economie en vastgoed. In de volgende paragrafen worden de grondmarkten van deze landen nader toegelicht.

7.3 ANALYSE GRONDMARKT SLOWAKIJE

7.3.1 ALGEMEEN

De restitutie van de gronden bracht in Slowakije een behoorlijke chaos met zich mee op de grondmarkt. Het restitutieproces is nagenoeg geheel afgerond. Vanaf september 2005 zijn de gronden die nog niet terug gegeven waren aan de oorspronkelijke eigenaren en waarvoor zich nog niemand heeft gemeld, in beheer komen van de nationale grondfondsen (Slovak Land Fund) en vervolgens binnen 1 jaar in het eigendom komen van de betreffende gemeente. Vanaf dat moment zijn slechts zeer beperkte mogelijkheden om de restitutieclaims nog in te dienen [Bron: website Slowaaks kadaster, 2006].

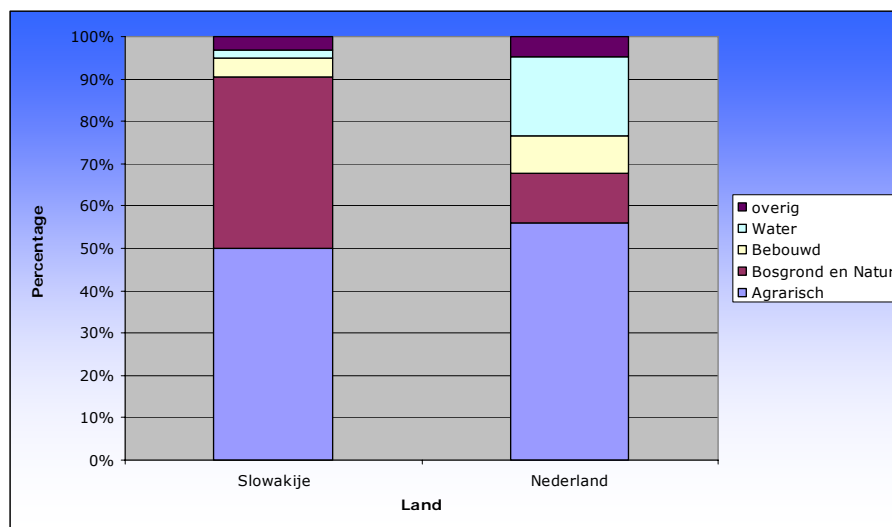
Het gehele restitutieproces van circa 15 jaar heeft uiteindelijk geresulteerd in het feit dat Slowakije nu één van de landen is met het meest versnipperd grondeigendom van agrarische gronden. Dit brengt tot op heden grote problemen met zich mee voor de agrarische sector. In Slowakije zijn er ongeveer 9,6 miljoen grondeigenaren, een gemiddeld gebied van 1 acre (0,46 hectare) heeft gemiddeld tussen de 12 en 15 verschillende eigenaren [Bandlerová & Marišová, 2003]. Deze enorme verdeeldheid brengt problemen met zich mee voor de gehele grondmarkt, ondermeer de aan- en verkopen van gronden zijn erg moeilijk.

Het nationale grondfonds beheert op dit moment ongeveer 115.993 ha staatsgrond en 515.233 ha grond van onbekende eigenaren (niet gedocumenteerde grond). Dit komt neer dat het Slowaaks grondfonds ongeveer 25% van het totale agrarische grondoppervlak in bezit heeft. Het totale oppervlak van Slowakije bestaat voor 49,9% uit agrarische grond, 40,7% is bosgrond, 1,9% neemt water in beslag en slechts 4,4% is bebouwde grond [Bandlerová & Marišová, 2003] (zie figuur 7.3 voor een schematische vergelijking met het grondgebruik in Nederland).

Vergeleken met andere EU landen, waar de grondtransacties wel (statistisch) gemonitord worden, is de grondmarkt in Slowakije extreem ondoorzichtig. De afwezigheid van actuele informatie over de ontwikkelingen op de grondmarkt is te wijten aan het niet bestaan van een (statistische) markt analyse. De ontwikkelingen van de grondmarkt in Slowakije zijn grotendeels afhankelijk van de ontwikkelingen en voorspoed van de agrarische sector.

De belangrijkste redenen voor een niet-ontwikkelde grondmarkt in Slowakije [“Celkcenter”, 2004]:

- Lage winstgevendheid van de agrarische productie leidt tot een gebrek aan interesse voor het kopen of pachten van de grond;
- Schulden van lokale bedrijven en gebrek aan financiering;
- Onvolledige restitutie van grond;
- Ontbreken van begrip voor een grondmarkt met agrarische grond van de staat;
- Lage pacht prijzen;
- Hoge graad van fragmentatie in de percelen.



Figuur 7.3: Schematische weergave van het grondgebruik in Slowakije en Nederland

[Bron: bewerkt CBS, 2005; Bandlerová & Marisová, 2003]

Grondprijzen

Omdat er door het communistische regime nagenoeg geen grondmarkt was in Slowakije heeft de Slowaakse overheid in begin jaren negentig officiële grondprijzen vastgesteld op basis van de (agrarische)kwaliteit van de grond, deze zouden gebruikt worden totdat de grondmarkt beter ontwikkeld was. Deze vaste prijzen fluctueren van 0,5 SKK – 120 SKK per m² (= €0,013 – €3,22) [Bandlerová & Marišová, 2003]. De daadwerkelijke agrarische grondprijzen in de markt in Slowakije variëren, afhankelijk van de regio, van 13.100 SKK (€ 350,-¹⁸) tot 134.300 SKK (€ 3.600,-) per hectare [Blaas & Buday, 2004]. Ter vergelijking één hectare agrarische grond in Nederland kost circa € 31.000 (prijsspeil 2005). De waarde van de grond in Slowakije is zo laag omdat de waarde geheel afhankelijk is van opbrengsten uit de agrarische sector en de opbrengsten lager zijn per hectare dan in Nederland, met name door de mindere mate van effectiviteit door veroudering van middelen.

Er zijn slechts een zeer beperkt aantal bronnen die een indicatie kunnen geven van de waarde van grond zijnde niet-agrarisch. In een nationaal grondonderzoek van Slowakije tussen 2001 en 2003 [Blaas & Buday, 2004] zijn verschillende grondtransacties geanalyseerd, verspreid over 6 verschillende districten in geheel Slowakije. In dit onderzoek naar grondprijzen is een onderscheid gemaakt tussen de grootte van de percelen. Hieruit bleek dat de prijzen die betaald werden voor gronden kleiner dan 1 hectare veel hoger liggen dan voor de grotere percelen. Reden hiervoor is dat de kleinere percelen gebruikt werden voor niet-agrarische doeleinden

¹⁸ 1 Euro = 37,25 SKK (Slowaakse Kroon), datum 22-02-2006

(potentieel voor ontwikkeling). Om een indruk te krijgen van de waarde van niet-agrarische grond in Slowakije zijn de waarde overgenomen van de kleinere grondtransacties. Tevens zijn enkele persberichten over (bouw)grondtransacties geanalyseerd.

De prijs die voor de niet-agrarische grond werd betaald, verschilt zeer sterk per regio. Met name in de westelijke regio's (nabij Bratislava) laten een hogere grondprijs zien. In onderstaande tabel staan de prijzen voor deze grond van de 6 verschillende regio's (zie bijlage 7.1 voor een geografische kaart van Slowakije en de regio's).

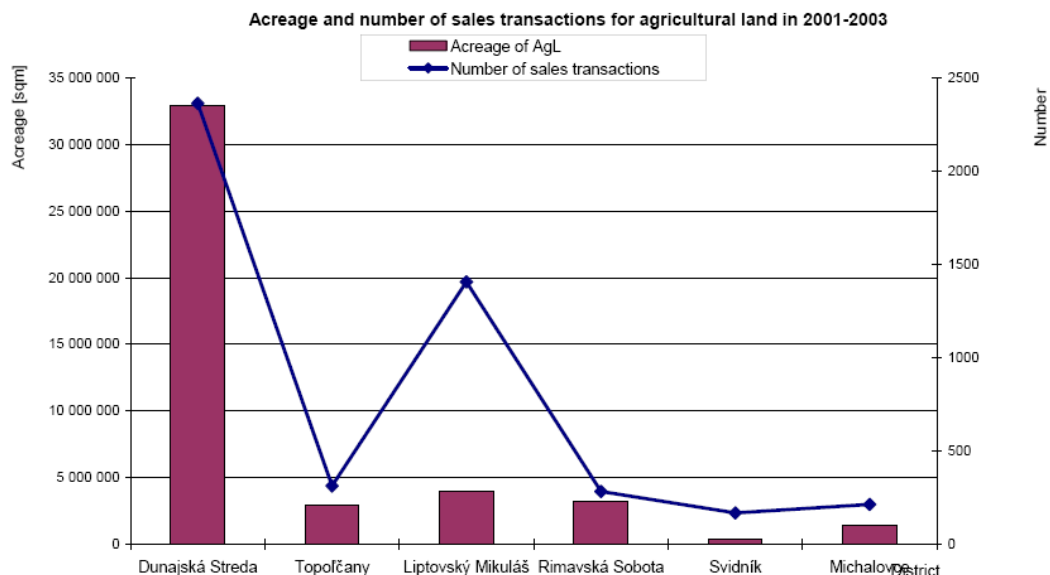
Regio	Gemiddelde prijs voor agrarische grond per m ²	Maximale prijs voor niet-agrarische grond per m ²
1 Dunajská Streda	€0,40	€ 13,75
2 Topol'čany	€0,09	€ 3,41
3 Liptovský Mikuláš	€0,22	€ 1,34
4 Rimavská Sobota	€0,09	€ 0,41
5 Svidník	€0,12	€ 0,81
6 Michalovce	€0,13	€ 0,55

Tabel 7.1: Overzicht van niet-agrarische grondprijzen per regio

[Bron: Blaas & Buday, 2004]

De prijzen in bovenstaande tabel zijn van kale grond zonder bouwbestemming. De prijzen van daadwerkelijke bouwgrond zijn niet bekend. In een rapport ["Celkcenter", 2004] wordt wel gesproken van gronden op goede locaties, die als bouwlocatie bestempeld zijn, de prijs kan oplopen tot enkele duizenden Slowaakse Kronen (€ 50,- tot € 100,- per m²).

Doordat de grondmarkt niet ver ontwikkeld is, is er ook weinig activiteit op deze markt. In figuur 7.4 is het aantal transacties en het aantal verkochte m² grond weergegeven. Ook is duidelijk te zien dat in de meest Westerse regio, Dunajská Streda, meer gehandeld wordt in grond.



Figuur 7.4: Aantal grondtransacties en verhandeld oppervlakte per regio

[Bron: Blaas & Buday, 2004]

Toekomstige ontwikkelingen op de Slowaakse grondmarkt

Een beslissende rol van de verdere ontwikkelingen op de grondmarkt zal met name liggen in de economische effectiviteit in de agrarische sector. Tevens is er een impuls gegeven aan de grondmarkt door de toetreding tot de EU en de opheffing na 7 jaar (transitietermijn) van het verbod dat het onmogelijk maakte voor buitenlanders om agrarische grond te kopen. Deze factoren zorgen voor de verwachting dat de grondprijzen de komende jaren behoorlijk zullen stijgen. Een andere factor is dat de prijzen in de komende jaren zich zullen aanpassen aan de

niveau's van de omringende landen. Ook de subsidie stroom vanuit Brussel zal de positie van de Slowaakse boer verbeteren en leiden tot meer aankopen van grond.

Door al deze factoren wordt verwacht dat de grondmarkt in Slowakije zich snel zal ontwikkelen.

7.3.2 CONCLUSIE

Grondbeleggingen in Slowakije worden gekenmerkt door verschillende bedreigingen. De grondmarkt is op dit moment nog zeer ondoorzichtig. Gecombineerd met het feit dat het grondeigendom over miljoenen mensen verdeeld is en beperkingen vanuit de overheid betreft buitenlands grondbezit, wordt het erg lastig om actief te zijn op de Slowaakse grondmarkt. Ook het restitutieproces maakt het opereren op de grondmarkt moeilijk.

Hier tegenover staan grote kansen, namelijk de stijging van de grondprijzen en minder beperkingen vanuit de overheid door de toetreding tot de EU. De lage grondprijzen bieden dan nu de kans om goedkoop in te stappen. Tevens is de regio rond de hoofdstad Bratislava verder ontwikkeld en in kaart gebracht dan de andere regio's.

Gelet op de prijzen en de ontwikkeling van de grondmarkt en het proces van restitutie van gronden is het westelijk deel (Bratislava e.o.) van Slowakije het meest aantrekkelijk om een investering in grond te doen. Mits de situatie zich aan dient op de lokale markt om grote stukken strategisch grond aan te kopen. Tevens dient men een betrouwbare lokale expert / adviseur in handen te nemen om zich te laten adviseren over de lokale ontwikkelingen.

7.4 ANALYSE GRONDMARKT TSJECHIË

7.4.1 ALGEMEEN

Ook de grondmarkt van de Tsjechische Republiek stond vanaf begin jaren negentig in het teken van privatisering en restitutie van grond aan de oorspronkelijke eigenaren. Alhoewel de termijn verstreken is om deze restitutieclaims in te leveren kan het in bepaalde gevallen nog steeds voorkomen dat een vroegere eigenaar het stuk grond opeist. Het wordt dan ook geadviseerd om een schadeloosstelling betreft deze restitutieclaims op te nemen in het koopcontract. Over het algemeen kan gezegd worden dat het restitutieproces in Tsjechië een positieve impact heeft gehad op de grondmarkt en totale vastgoedmarkt, omdat het gezorgd heeft dat het 'balletje is gaan rollen'. De omvangrijke transacties van vastgoed, die gepaard gingen met het restitutieproces, heeft ook bepaalde risico's mee genomen voor investeerders.

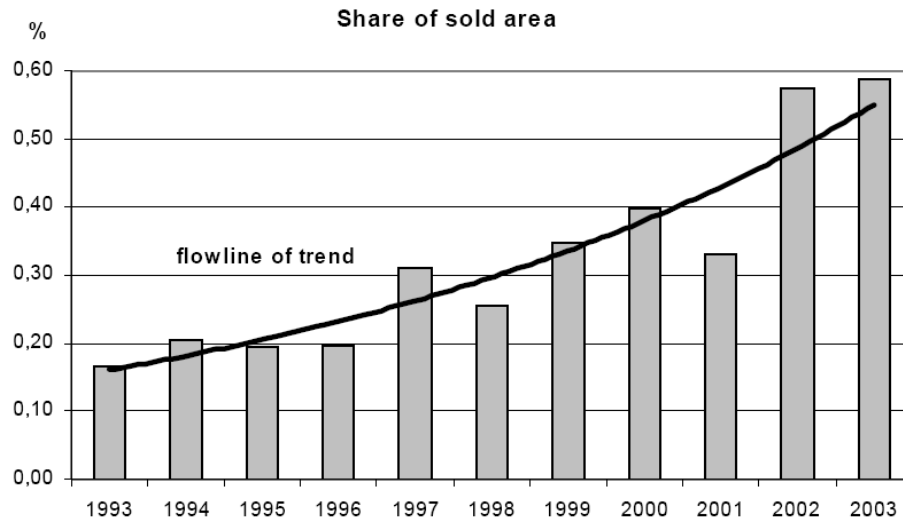
Op dit moment heeft het Tsjechisch Land Fund, waarin alle staatsgrond verzameld is na de communistische periode, nog ongeveer 600.000 hectare in bezit en dient nog verkocht te gaan worden. In 2003 is staatsgrond ter grootte van 60.000 hectare verkocht.

Doordat de agrarische sector niet winstgevend is in Tsjechië zijn de agrariërs niet geneigd en in staat om hun eigen grond te kopen en te beheren. Ongeveer 95% van het totale agrarische grondareaal wordt gepacht van meer dan 3 miljoen grondeigenaren. Deze pachtprijzen zijn afhankelijk van de productiepotentie van de grond, echter zijn deze erg laag. De pachtprijs bedraagt dan ook slechts 1,5% van de officiële waarde van de grond per jaar. Hierdoor vormt grond nauwelijks een bron van inkomsten en is er weinig interesse voor wat er met de grond gebeurt, dit blijkt niet bevorderlijk voor de grondbiliteit [AGRI Holland, 2005]. Dit is dan ook terug te vinden in de lage grondbiliteit (zie figuur 7.5). Slechts 0,2% - 0,4% van de geanalyseerde gronden in een nationaal Tsjechisch rapport [Vrbová, 2004] zijn per jaar verkocht. Vanaf 2002 is een duidelijke verbetering te zien. Verwacht wordt dat deze nog verder zal stijgen, door de verdere verkoop van staatsgronden.

Door de toetreding tot de EU, moeten de landen ook aan enkele eisen voldoen. De Europese wetgeving bepaalt dat er in Europa sprake dient te zijn van vrij verkeer van personen, goederen en kapitaal. In dit kader moet het ook mogelijk zijn voor Nederlanders om vrij onroerend goed aan te kopen in Tsjechië. Tsjechië heeft echter na de toetreding op 1 mei 2004, net als

Slowakije, gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een overgangstermijn in te stellen. Hierdoor kunnen tot uiterlijk 2011 bepaalde beperkingen blijven bestaan, al zijn de voorwaarden die gelden voor inwoners van EU-lidstaten al wel significant versoepeld met ingang van 1 mei 2004. Op dit moment gelden er nog restricties betreft het aankopen van landbouwgrond en bosgrond.

Over het algemeen kan men stellen dat de grondmarkt in Tsjechië nog niet goed ontwikkeld is, maar de komende jaren waarschijnlijk een inhaalslag zal maken.



Figuur 7.5: Percentage van verkochte grond uit Tsjechisch nationaal onderzoek

[Bron: Vrbová, 2004]

Grondprijzen

Net als in Slowakije heeft de regering in begin jaren negentig, door het ontbreken van een grondmarkt en prijs, officiële grondprijzen gehanteerd welke afhankelijk zijn van de agrarische mogelijkheden van de grond. Het nationale gemiddelde voor agrarische grond komt neer op 5,24 CZK/m² (= € 0,18/m² ¹⁹). Om inzicht te krijgen in de verschillende grondprijzen in de verschillende regio's is het nationaal Tsjechisch onderzoek van de RIAE²⁰ [Vrbová, 2004] als onderlegger gebruikt. In dit rapport is eveneens als in Slowakije een onderscheid gemaakt in de grootte van de verkochte percelen. De kleinere percelen (tot 1 hectare) is aangenomen dat deze niet voor agrarische doeleinden gebruikt werden, wel als mogelijke ontwikkelingsgrond.

In tabel 7.2 staat een overzicht van de grondprijzen. Deze zijn ingedeeld in type land, te weten: 'normale' gebieden, berggebieden, gebieden met een speciale 'handicap' (bijvoorbeeld aan de bergvoet) en overige gebieden. Deze indeling geeft met name de mate van agrarische mogelijkheden weer.

Gebied	Agrarische grond per m ²	Niet-agrarische grond per m ²
Normale gebieden	€ 0,21	€ 5,30
Berggebieden	€ 0,07	€ 1,06
Speciale 'handicap'	€ 0,11	€ 2,12
Overige gebieden	€ 0,10	€ 2,65

Tabel 7.2: Overzicht grondprijzen Tsjechië per soort gebied.

[Bron: Vrbová, RIAE, 2004]

Er zijn geen bronnen beschikbaar die de grondprijzen geografisch indelen. Echter op de landkaart van Tsjechië (zie bijlage 7.1) is te zien dat met name in het Noorden van Tsjechië berggebieden liggen en in de regio Praag en Brno de 'normale' gebieden.

¹⁹ 1 CZK = € 0,0353 ; datum 02 - 03 - 2006

²⁰ Research Institute of Agricultural Economics

Evenals de Slowaakse grondprijzen zijn de Tsjechische grondprijzen extreem laag. Dit vindt wederom zijn oorsprong in het feit dat de waarde van de grond direct afhankelijk is van de (agrarische) productieopbrengsten op die grond.

De waarde van grond met een potentie tot ontwikkeling kan enigszins afgeleid worden van de prijzen voor grond in tabel 7.2 kleiner dan 1 hectare. De waarde van bouwgrond is zeer moeilijk te achterhalen en varieert ook zeer per stad/ regio. Via verschillende aanbiedingen van makelaars kan er toch enigszins een beeld gevormd worden van de waarde van bouwgrond. Een schatting van deze waarde loopt uiteen van 800 CZK – 3.000 CZK (€28 - €100).

Toekomstige ontwikkelingen op de grondmarkt

Na de overgangperiode van 7 jaar, zullen ook buitenlanders in staat zijn om agrarische grond te kopen in Tsjechië. In zeer beperkte mate is dit nu mogelijk. Naar verwachting zal elk jaar meer agrarische grond verkocht worden. Tot in 2011 wanneer iedereen agrarische grond kan kopen. Het feit dat er meer vraag en handel komt in grond, zal de werking van de grondmarkt ten goede komen.

Net als in Slowakije komt er met ingang van 2005 een subsidiestroom binnen voor de agrarische sector, ook dit feit zal zorgen voor een grotere vraag naar landbouwgrond.

7.4.2 CONCLUSIE

Ook de Tsjechische grondmarkt staat in het teken van privatisering van de grondmarkt. De termijn voor het inleveren van restitutieclaims is verstreken. Er zijn nog bepaalde voorwaarde om alsnog over te gaan tot restitutie. De nationale grondbank heeft tot op heden nog circa 600.000 ha in bezit en dient verkocht te worden. Door slechte financiële omstandigheden op de agrarische markt pacht 95% van de boeren het land van meer dan 3 miljoen eigenaren. Verwacht wordt dat ook in Tsjechië de grond in waarde zal stijgen door de economische groei en de toetreding tot de EU, met name na de transitietermijn in 2011. De grondprijzen in Tsjechië zijn net als in Slowakije gebaseerd op de productie in de agrarische sector en zijn hierdoor zeer laag. Variërend van €0,07/m² in berggebieden tot €0,21 in 'normale' gebieden. De waarde van niet-agrarische grond varieert van €1,06/m² in berggebieden tot €5,30/m² in normale gebieden. Deze prijzen zijn niet geografisch verdeeld. De waarde van bouwgrond wordt geschat op waarden tussen de €28,- en €100,- per m². Evenals de grondmarkt in Slowakije wordt verwacht dat de komende jaren de grondprijzen zullen stijgen en de grondmarkt zich verder zal ontwikkelen.

7.5 MOGELIJKHEID GRONDBELEGGINGEN IN SLOWAKIJE EN TSJECHIË

7.5.1 CRITICAL SUCCESS FACTORS

Op basis van de Critical Success Factors (CSF) en Key Performance Indicators (KPI) die opgesteld zijn na de case-study van grondbeleggingen in Nederland (zie hoofdstuk 5) kan enigszins een indicatie gegeven worden van de mogelijkheden die Slowakije en Tsjechië bieden als het gaat om grondbeleggingen. Hieronder zullen de CSF en KPI van grondbeleggingen weerspiegeld worden aan de Slowaakse en Tsjechische omstandigheden.

CSF	Slowaakse en Tsjechische situatie
Toekomst gerichtheid	De situatie in Slowakije en Tsjechië loopt op dit moment nog achter vergeleken met andere EU-landen. Hierdoor zullen vele kerngebieden en steden zich gaan aanpassen naar de huidige West – Europese maatstaven. Door te kijken naar reeds ontwikkelde landen en vervolgens deze ruimtelijke visie te projecteren naar Slowaakse en Tsjechische steden of gebieden kan men een beeld vormen wat er de komende jaren mogelijk is in die regio's. Hiermee kan men ook de strategische grondposities bepalen.
Dominante marktpositie	Het creëren van een dominante positie in deze landen is enerzijds aantrekkelijk en haalbaar gezien de lage investeringsdrempel.

	Anderzijds is dit zeer moeilijk gezien de beperkingen vanuit de overheid (ten opzichte van buitenlandse investeerders) en de enorme fragmentatie in de percelen. Hierdoor wordt het zeer lastig om in een bepaald gebied eigenaar te worden van een groot stuk grond. Het aanbieden van compensatie grond voor boeren wordt hierdoor eveneens bemoeilijkt.
Financiering van de grond	De financiering van de grond heeft in principe weinig te maken met de haalbaarheid van grondbeleggingen in een ander land. Het kan echter noodzakelijk zijn om een dergelijke financieringsconstructie aan te nemen, zodat als buitenlander nu al agrarische grond gekocht kan worden voor beëindiging van de transitietermijn in 2011.
Kennis van de vastgoedmarkt	Steeds meer grote investeerders begeven zich in de vastgoedmarkt van deze landen. Hiermee komt ook steeds meer data en ervaringen ter beschikking. Er is echter niet zo veel informatie beschikbaar over de vastgoedmarkt als in de West – Europese landen, genoeg echter om uitspraken te kunnen doen over de vraag en aanbod van vastgoed in een regio. Het ontbreekt met name aan statistische gegevens. De wetgeving is anders dan in Nederland en de praktijk is complexer op gebied van onteigening en restitutie door de slecht ontwikkelde grondmarkt. Echter door toetreding tot de EU, zal op lange termijn de wetgeving ook gelijk getrokken worden op essentiële gebieden.
Kenmerken grondmarkt	<p>Zoals eerder omschreven is de grondmarkt zeer ondoorzichtig. Er zijn weinig gegevens beschikbaar en de grondmarkt moet zich nog op vele fronten vormen na het communistische tijdperk. De grondprijzen zijn extreem laag en verschillen enorm per regio. De rendementspotentie voor grondbeleggingen, het verschil tussen de agrarische grondprijs en de prijs voor bouwgrond, is door de zeer lage agrarische prijs behoorlijk hoog als aangenomen wordt dat bouwgrond waarde kan aannemen van €50 a €60 per m². Al is dit zéér locatiegebonden. Hier tegenover staan echter wel specifieke risico's.</p> <p>Op dit moment kunnen buitenlandse investeerders nog geen agrarische grond of bosgrond kopen, dit uit angst dat westerse boeren anders de Slowaakse en Tsjechische boeren te veel concurrentie zouden bieden. Dit zal ook veranderen door toetreding tot de EU, na de transitietermijn in 2011.</p> <p>Daarnaast is de grondmobiliteit erg laag (mede door de ondoorzichtigheid) en zijn er zeer veel verschillende grondeigenaren, waardoor het moeilijk wordt om zich op deze markt te begeven.</p>
Uitgebreid netwerk	Voor een Nederlandse (of andere West – Europese) investeerder is het, eveneens door het grote aantal grondeigenaren, onmogelijk om met deze grondeigenaren een netwerk op te bouwen. De West – Europese beleggers zal in grote mate afhankelijk zijn van een netwerk van lokale experts in specifieke regio's.

Tabel 7.3: Overzicht CSF ten opzichte van de Slowaakse en Tsjechische situatie.

Wat naast de hierboven CSF's erg belangrijk is betreft de haalbaarheid van grondbeleggingen, is het proces van bestemmingswijziging hoe de waarde van grond zich in dit proces ontwikkelt. Het is onduidelijk hoe dit proces in Slowakije er exact uit ziet. In Tsjechië verschilt dit proces op verschillende fronten met de Nederlandse situatie. De bestemmingswijziging wordt ingediend door de investeerder / ontwikkelaar / eigenaar van de grond bij de zogenoemde 'Construction offices', wat veelal neerkomt op de bouwafdeling van gemeenten. De initiatiefnemer dient verschillende stukken aan te leveren, met name meningen, verklaringen, beslissingen etc. van autoriteiten die verantwoordelijk zijn voor het publieke belang. De partijen die invloed hebben op het proces zijn, buiten de initiatiefnemer en de gemeente, ook de eigenaren van aangrenzende percelen en mensen wiens rechten op de grond direct beïnvloed kunnen worden

door de herbestemming. Hierdoor kan het aantal partijen dat inspraak heeft op de procedure erg groot zijn. De bestemmingswijziging is in Tsjechië over het algemeen geldig voor een periode van 2 jaar. Door dit gehele proces kan het proces van bestemmingswijziging ongeveer één jaar duren.

Aparte categorie binnen de grondbeleggingen is de derde basisstrategie 'het beleggen in bouwgrond', het prijsniveau van bouwgrond in Slowakije en Tsjechië is relatief laag. Op basis van de Bruto Aanvangs Rendementen (BAR) en de hoogte van de huren kan de hoogte van de investering bepaald worden voor een type vastgoed. Deze waarde van het vastgoed is eveneens lager dan de West – Europese landen. In bijlage 7.2 is te zien dat de bouwkosten substantieel lager zijn (tot 50%) dan de Nederlandse waarde [EC Harris, 2004]. Dit betekent dat de residuele grondwaarde erg hoog kan zijn. Wellicht dat beleggen in bouwgrond (derde basisstrategie) binnen de grondbeleggingen betere prestaties laat zien dan in de Nederlandse situatie.

7.5.2 RISICO – RENDEMENT PROFIEL GRONDBELEGGINGEN OOST-EUROPA

Uit de case-study in hoofdstuk 5 bleek dat Nederlandse grondprijzen verlopen van circa €10,-/m² voor agrarische grond naar €50,-/m² voor 'warme' landbouwgrond tot €260,-/m² voor bouwgrond (prijspeil 1989 – 2002). Dit alles gebeurde over een gemiddelde looptijd van circa 11 jaar. Deze combinatie zorgde voor de rendements- en risico karakteristieken van grondbeleggingen in Nederland.

Het is erg moeilijk om voorspellingen te doen betreft het rendement – risico profiel van grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië, daarvoor is het afhankelijk van te veel factoren die niet direct onderzocht kunnen worden. Op basis van de gevonden grondprijzen en omstandigheden zal getracht worden een indicatie te geven van het rendement – risico profiel van grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië.

In Slowakije kunnen wel de prijzen die horen bij de verschillende fases in het herbestemmingproces afgeleid worden. Bijvoorbeeld in het district Dunajská Streda is bekend dat de waarde van agrarische grond hier €0,40/m² is, de waarde voor niet-agrarische grond (warme landbouwgrond) €13,75/m² en de waarde van bouwgrond ongeveer €50,-/m². De waarde van de agrarische grond dient wel verhoogd te worden met een surplus bij acquisitie, in de Nederlandse situatie is dit ongeveer een factor 3 (van €3,- naar €10,-). Dit zou dan neer komen op €1,20/m² voor agrarische grond in Slowakije. Het verschil tussen agrarische grond en niet-agrarische grond is erg groot. Zodra er sprake van een andere (potentiële) bestemming is, is er geen sprake meer van een (lage) agrarische grondslag voor de waardebepaling van de grond.

In Tsjechië is de gemiddelde prijs voor agrarische grond in "normale gebieden" €0,21/m². Gecorrigeerd door de acquisitieprijs komt dit neer op circa €0,70/m². De waarde voor niet-agrarische grond in deze gebieden, gezien als 'warme landbouwgrond', komt neer op €5,20/m². Deze waarde ligt lager dan in Slowakije, oorzaak kan gevonden worden dat er geen geografisch onderscheid is gemaakt bij de Tsjechische prijzen. De prijzen voor bouwgrond variëren sterk, er kan een gemiddelde aangenomen worden van €50,-/m².

De looptijd van de grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië kan niet cijfermatig aangetoond worden. De looptijd van het herbestemmingproces in Tsjechië duurt circa één jaar. Dit is over het algemeen korter dan de Nederlandse situatie, waar dit proces 5 tot 10 jaar kan duren. Het herbestemmingproces in Slowakije en Tsjechië zal vele malen korter zijn, waardoor het gecreëerde rendement op grond verspreid moet worden over minder jaren, wat een hoger jaarlijks rendement zal geven.

De vermelde grondprijzen gecombineerd met de looptijd van de belegging geeft een indicatie van het rendement van grondbeleggingen, wat in deze situatie uitkomt op een hoge rendementspotentie. De risico's daarentegen zijn zeer moeilijk kwantificeerbaar, omdat statistische gegevens ontbreken. Uitgaande van de geschetste situatie in Slowakije en Tsjechië kan men stellen dat het risico vele malen hoger ligt dan in Nederland. Met name het feit dat de

grondmarkten erg slecht ontwikkeld zijn en de eigendomssituatie onduidelijk is behelst dit een behoorlijk risico voor de belegging.

7.6 RESUMÉ

De Oost – Europese grondmarkt kenmerkt zich door de grote hervormingen die deze landen hebben doorgemaakt na de val van het communistische regime. Door deze politieke veranderingen werd er een begin gemaakt met het teruggeven van de door het communistische regime onteigende grond aan de oorspronkelijke eigenaren; de restitutie. Deze restitutie bracht een ommekeer in de werking van de grondmarkt in de landen. Doordat veel gegevens over de eigenschappen van het perceel en van de eigenaar verloren zijn gegaan was de restitutie een moeizaam en langdurig proces. Het restitutieproces leidde tot een versnippering van het grondbezit in de landen en een zeer slecht ontwikkelde grondmarkt waar nauwelijks informatie over te vinden is.

De Slowaakse grondmarkt kenmerkt zich door een extreme versnippering van het agrarisch grondbezit. Het wordt verdeeld over miljoenen verschillende eigenaren. Deze verdeeldheid brengt veel problemen met zich mee in de verdere ontwikkeling van de grondmarkt. Vergeleken met anderen EU-landen is de grondmarkt van Slowakije extreem ondoorzichtig. De ontwikkelingen zijn grotendeels afhankelijk van de agrarische sector. De grondprijzen in Slowakije zijn erg laag en variëren enorm per regio. Doordat de grondmarkt niet ver ontwikkeld is, is er ook een zeer lage grondmobiliteit. In het westen van Slowakije worden de meeste grondtransacties gedaan. Door de toetreding tot de EU wordt verwacht dat het prijspeil van agrarische grond snel zal stijgen naar de waarde in West – Europese landen, met name na de beëindiging van de transitietermijn in 2011, waardoor er geen wettelijke belemmeringen meer zijn voor buitenlandse investeerders. Gelet op de vorderingen van het proces van restitutie, grondmobiliteit en prijsniveau is het meest westelijke deel (Bratislava e.o.) het meest ontwikkelde deel van de grondmarkt van Slowakije.

Ook de Tsjechische grondmarkt staat in het teken van de privatisering. Hoewel de termijn voor het inleveren van restitutieclaims is verstreken, zijn er nog bepaalde voorwaarden om alsnog over te gaan tot restitutie. Door slechte financiële omstandigheden op de agrarische markt pacht 95% van de boeren van meer dan 3 miljoen landeigenaren. Verwacht wordt dat ook in Tsjechië de grond in waarde zal stijgen door de economische groei en de toetreding tot de EU, met name na de transitietermijn in 2011. De grondprijzen in Tsjechië zijn net als in Slowakije gebaseerd op de productie in de agrarische sector en zijn hiermee zeer laag. Evenals de grondmarkt in Slowakije wordt verwacht dat de komende jaren de grondprijzen zullen stijgen en de grondmarkt zich verder zal ontwikkelen.

Op basis van de Critical Success Factors (CSF) en de gevonden grondprijzen voor verschillende typen grond in Slowakije en Tsjechië kan grof een beeld gecreëerd worden betreft de mogelijkheid van grondbeleggingen in deze landen. Met name de CSF's; het creëren van een dominante positie op grondmarkt, kenmerken van de grondmarkt en het ontwikkelen van een uitgebreid netwerk lijken in de praktijk erg moeilijk haalbaar.

De grondprijzen zijn in de beide landen erg laag en met name de waarde voor bouwgrond is moeilijk vast te stellen. Evenals het verloop van waardestijging gedurende het herbestemmingproces. Het verschil tussen de verschillende stadia van grond is relatief groot. Dit betekent dat er een behoorlijk rendement gecreëerd zou kunnen worden. Bouwgrond is relatief goedkoop en de bouwkosten zijn in verhouding vele malen lager dan de waarde van het vastgoed in de West – Europese landen. Dit zou kunnen betekenen dat de residuele grondwaarde erg hoog kan zijn in vergelijking met de aankoopwaarde van de bouwgrond. Tevens wordt geschat dat de gemiddelde looptijd van grondbeleggingen korter zal zijn dan in Nederland.

Tegenover de mogelijkheid van het creëren van hoge rendementen staan de mogelijke risico's. Naast de normale risico's die gepaard gaan met grondbeleggingen zijn er in Slowakije en

Tsjechië enkele specifieke risico's aanwezig. Met name de slecht ontwikkelde grondmarkt, ondoorzichtigheid in eigendomsrecht en wettelijke beperkingen vormen de belangrijkste risico's.

Grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn op dit moment gezien de rendementspotentie erg aantrekkelijk. Hier staat een hoger risico tegenover. De haalbaarheid van grondbeleggingsstrategie 1 "beleggen in landbouwgrond" lijkt tot 2011 niet haalbaar gezien de wettelijke beperkingen. Grondbeleggingsstrategie 2 "beleggen in warme grond" is haalbaar mits er een substantiële hoeveelheid grond in een bepaalde regio geacquireerd kan worden. De economische groei zal een positief effect hebben op de uitbreiding van de steden. Grondbeleggingsstrategie 3 is waarschijnlijk op dit moment het meest haalbaar, gezien het potentiële verschil tussen de waarde van bouwgrond en de residuele waarde. Tevens worden bij deze strategie de problemen van eigendomsrecht en wettelijke beperking omzeild.

OPTIMALE MATCH



8. GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

8.1 INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt de link gelegd tussen de drie hoofdonderdelen van het onderzoek, namelijk tussen de kenmerken van de institutionele omgeving, grondbeleggingen en de mogelijkheden in Oost – Europa. Door deze terugkoppeling wordt de rol die grondbeleggingen, al dan niet in de Oost – Europese kerngebieden, kunnen vervullen in de vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers bepaald. In paragraaf 8.2 worden eerst de belangrijkste randvoorwaarde besproken. Vervolgens komt de rol van grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille aan bod. Hierna wordt in paragraaf 8.3 verder ingegaan op de rol van Tsjechische en Slowaakse grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille. In paragraaf 8.4 wordt afgesloten met een resumé.

8.2 GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE VASTGOEDPORTEFEUILLE

8.2.1 INTERPRETATIE VAN DE BEREKENINGEN

De berekening die gemaakt is om de weging van de verschillende vastgoedsectoren te bepalen in de totale vastgoedportefeuille berust op een aantal voorwaarden en is niet te vergelijken met een professionele ALM-studie en is hiermee dan ook niet optimaal (zie bijlage 8.1 voor een toelichting op de randvoorwaarden en aannames). De berekening houdt niet met alles rekening, op deze manier kan echter wel een beeld gevormd worden van de mogelijke rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille. De derde grondbeleggingsstrategie is niet meegenomen in deze berekeningen, omdat er niet genoeg statistisch draagvlak voor is (zie hoofdstuk 5).

De kerncijfers van grondbeleggingen die gebruikt zijn in de berekeningen zijn gebaseerd op de resultaten van de uitgevoerde casestudie van grondbeleggingen rondom Schiphol (hoofdstuk 5). Dit betekent dat de cijfers van grondbeleggingen betrekking hebben op slechts één specifieke regio in Nederland. Grondbeleggingen in andere regio's zouden andere cijfers kunnen laten zien.

Er is gekozen voor een analyse van de institutionele vastgoedportefeuille in de periode tussen 1989 en 2002, omdat deze periode dan gelijk staat aan de geanalyseerde periode van grondbeleggingen. De situatie op de institutionele vastgoedbeleggingsmarkt verandert per jaar en zo zal de huidige situatie anders zijn dan in de periode 1989 – 2002. Door de geanalyseerde periodes van de institutionele portefeuille en grondbeleggingen gelijk te trekken wordt een zo realistisch mogelijk beeld geschetst van de mogelijkheden die grondbeleggingen zouden kunnen spelen in de vastgoedportefeuille.

Bij de interpretatie van uitkomsten van de berekeningen in deze paragraaf dienen de genoemde randvoorwaarde in acht te worden genomen.

8.2.2 THEORETISCH KADER

Beleggingen vervullen verschillende rollen in de totale beleggingsportefeuille van institutionele beleggers, namelijk die van 'diversifier', 'matcher' en 'return-driver' (zie paragraaf 3.2). De traditionele vastgoedbeleggingen worden met name gezien als 'diversifier'. Grondbeleggingen vallen onder deze vastgoedinvesteringen. De rol van grondbeleggingen binnen de vastgoedportefeuille kan ingevuld worden als zowel 'return-driver' als 'diversifier'. Grondbeleggingen kunnen gezien worden als 'return-driver' doordat het gemiddeld rendement, afhankelijk van de gekozen basisstrategie, erg hoog kan zijn vergeleken met de traditionele vastgoedbeleggingen (zie hoofdstuk 5). De rol van 'diversifier' kan toegeschreven worden aan grondbeleggingen, eveneens afhankelijk van de gekozen basisstrategie, doordat de prijsbewegingen hoofdzakelijk door andere factoren worden bepaald, er is sprake van een negatieve correlatie.

De karakteristieken van de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers worden afgestemd op de langlopende verplichtingen (uitkering pensioenen, verzekeringen etc.). Gezien de kenmerken van de verplichtingen is de vraag naar beleggingen die overeenkomen met de lange termijn groot. In dit perspectief zouden grondbeleggingen, gezien de looptijd, een rol kunnen spelen in de beleggingsportefeuille. De verplichtingen dienen veelal geïndexeerd te worden met de inflatie om de koopkracht voor de gerechtigde te behouden. De beleggingen dienen dan ook zo veel mogelijk de inflatie te volgen. In het algemeen wordt ervan uitgegaan dat vastgoed, mede door huurindexatie, een goede hedge zou zijn tegen de inflatie. Uit de eerdere casestudie blijkt dat grondbeleggingen een betere hedge tegen de inflatie zouden kunnen vormen dan andere asset-classes.

Belangrijke trend bij beleggingen van institutionele beleggers is de uitbreiding van 'alternatieve beleggingen', hieronder vallen ook vastgoedbeleggingen. De uitbreiding vindt vooral haar oorsprong doordat de rendementen weinig verband houden met de meer traditionele beleggingen. Kijkend naar de beperkte correlatie die grondbeleggingen laten zien met aandelen en obligaties, zouden grondbeleggingen een invulling kunnen geven aan de categorie 'alternatieve beleggingen'.

Er zijn ook zaken die een negatieve impact hebben op de rol van grondbeleggingen. In 2007 wordt het nieuw Financiële Toetsings Kader (nFTK) van kracht voor institutionele beleggers (zie hoofdstuk 3.5.1). Met ingang van dit nFTK dienen de beleggingen tegen marktwaarde gewaardeerd te worden. Dit heeft een negatieve uitwerking op de rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille, omdat de waarde van grondbeleggingen tussentijds moeilijk vast te stellen is. Tevens dient het eigen vermogen verbeterd te worden binnen de herstelperiode van 1 jaar. Dit zal de focus in de eerste jaren wellicht verplaatsen naar een beleggingsresultaat op korte termijn, ook dit heeft een negatieve uitwerking op de rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille die een lange looptijd hebben.

8.2.3 OPTIMALISATIE VAN DE VASTGOEDPORTEFEUILLE

De samenstelling van de gemiddelde institutionele portefeuille bestaat uit de sectoren kantoren, winkels, bedrijfsruimten en woningen met een bepaalde weging van deze sectoren in de totale portefeuille (zie paragraaf 3.3.2). Het rendement en risico van deze gemiddelde portefeuille is het product van het rendement en risico van die sector met de weging hiervan (zie tabel 8.1). Uit de gemiddelde rendementen die deze sectoren in de periode 1989-2002 presteerden, komt het gemiddelde rendement van de institutionele portefeuille op 10,24% tegenover een gemiddeld risico van 4,09. Dit resulteert in een sharp-ratio van 1,68.

	Rendement	Risico	Weging	Rendement in portefeuille	Risico in portefeuille
Kantoren	8,90 %	5,50	25,3 %	2,25 %	1,39
Winkels	10,44 %	2,16	25,7%	2,68 %	0,56
Bedrijfsruimten	12,13 %	2,72	2,70%	0,33 %	0,07
Woningen	11,61 %	4,83	42,9%	4,98 %	2,07
			Totaal	10,24 %	4,09

Tabel 8.1: Rendement en risico insitutionele portefeuille 1989 – 2002

[Bron: (ROZ/IPD,2004) & (Hordijk, Kroon & Theebe, 2004)]

De optimalisatie van een beleggingsportefeuille inclusief grondbeleggingen kan op verschillende manieren berekend worden op basis van verschillende uitgangspunten. Om een divers beeld te creëren van de rol van grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille zijn een drietal verschillende analyses uitgevoerd, alle op basis van de maximalisatie van verschillende uitgangspunten, te weten:

1. Sharp-ratio;

De maximalisatie van de sharp-ratio van de totale vastgoedbeleggingsportefeuille betekent een allocatie van de verschillende vastgoedsectoren op basis van de optimale verhouding tussen rendement en risico gecorrigeerd met de risicovrije voet.

2. Rendement;

Afhankelijk van de verschillende rendementsdoelstellingen die institutionele beleggers kunnen hebben, is voor variërende rendementseisen de rol van grondbeleggingen bepaald.

3. Risico;

Om de rol van grondbeleggingen weer te geven in het rendement – risico profiel van de vastgoedportefeuille in de periode 1989 – 2002, is het optimale rendement berekend voor een vastgoedportefeuille waar grondbeleggingen in vertegenwoordigd zijn tegenover een gelijkblijvend risico.

Ad.1 Sharp-ratio optimalisatie

Zoals eerder vermeld is het beter om de optimalisatie van de vastgoedbeleggingsportefeuille te bepalen aan de hand van een maximalisatie van de sharp-ratio. Om te beoordelen welke rol grondbeleggingen kunnen spelen in de totale institutionele vastgoedportefeuille is er op basis van een maximalisatie van deze sharpratio de allocatie van de vastgoedsectoren bepaald. In tabel 8.2 is de samenstelling van de 'optimale' portefeuille te zien. Het aandeel grondbeleggingen komt neer op 12% van de totale portefeuille. Het totale rendement van de vastgoedportefeuille komt dan neer op een gemiddelde van 11,08%. Tegenover dit hoger rendement staat een lager risico, een standaarddeviatie van 3,59. Dit resulteert in een sharp-ratio van 2,15 voor een vastgoedportefeuille mét grondbeleggingen.

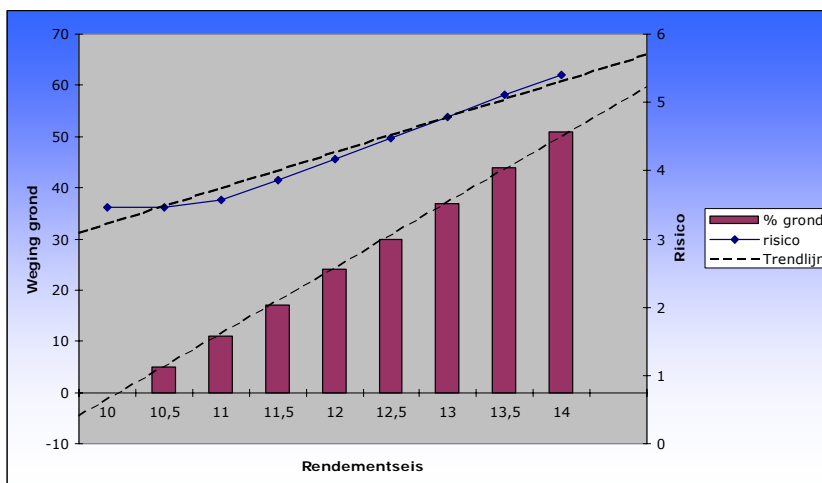
	Rendement	Risico	Weging	Rendement in portefeuille	Risico in portefeuille
Kantoren	8,90 %	5,50	15 %	1,34	0,83
Winkels	10,44 %	2,16	45%	4,70	0,97
Bedrijfsruimten	12,13 %	2,72	10%	1,21	0,27
Woningen	11,61 %	4,83	15%	1,74	0,72
<i>Grondbeleggingen</i>					
Strategie 1	18,06 %	6,92	12%	2,09	0,80
Strategie 2	15,57 %	6,58	0%	/	/
			Totaal	11,08 %	3,59

Tabel 8.2: 'Optimale' vastgoedportefeuille op basis van sharp-ratio maximalisatie inclusief grondbeleggingen

[Bron: Bewerkt ROZ/IPD, 2005]

Ad. 2 Rendementsoptimalisatie

Om de rol van grondbeleggingen voor verschillende vastgoedportefeuilles in kaart te brengen is een berekening gemaakt, waarbij het rendement vastgesteld is op een gegeven waarde. Op deze manier kan men zien wat de weging van grondbeleggingen zou kunnen zijn bij verschillende rendementseisen van de vastgoedportefeuille. Tevens is het risico van de vastgoedportefeuille weergegeven bij de verschillende rendementseisen en weging van grondbeleggingen (zie figuur 8.1). Aan de trendlijnen is duidelijk te zien dat het aandeel grondbeleggingen in percentage meer stijgt dan het risico van de portefeuille.



Figuur 8.1: Percentage grond in vastgoedportefeuille en risico van die portefeuille

Ad 3. Gelijkblijvend risico profiel

Indien de weging van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille berekend wordt aan de hand optimalisatie van het rendement bij een risicoprofiel van de totale vastgoedportefeuille die gold in de periode 1989 – 2002 zonder allocatie van grondbeleggingen, komt het totaal rendement van de portefeuille neer op 11,87%. Dit wordt bereikt met een allocatie van grondbeleggingen van 22% in de portefeuille. Met een gelijkblijvend risico van 4,09 kan het rendement stijgen met 15,91% indien grondbeleggingen toegevoegd worden aan de vastgoedportefeuille.

8.3 MOGELIJKHEDEN SLOWAakse EN TSJECHISCHE GRONDBELEGGINGEN IN DE INSTITUTIONELE VASTGOEDPORTEFEUILLE

De voornaamste reden dat institutionele beleggers kiezen voor beleggingen in het buitenland kan gevonden worden in het diversificatievoordeel. Het is, wegens het ontbreken van voldoende gegevens, niet mogelijk om een berekening te maken met cijfers en zo de rol van Oost – Europese grondbeleggingen aan te geven op basis van rendement en risico in de vastgoedportefeuille. Er kan slechts beschreven worden wat de kansen en bedreigingen zijn van Oost – Europese grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille.

Belangrijkste kansen die Slowaakse en Tsjechische grondbeleggingen bieden in de totale vastgoedportefeuille van institutionele beleggers:

- Diversifier:
In de Oost – Europese landen zijn er andere beïnvloedende factoren die de prijs van grond bepalen dan de factoren die de prijs van vastgoed bepalen. Hierdoor kan er een behoorlijk diversificatievoordeel verkregen worden door in deze markten te beleggen.
- Return-driver:
Gezien de verwachte economische groei in Slowakije en Tsjechië, het huidige prijsniveau van de verschillende typen grond en de verwachte ontwikkelingen op de grondmarkt zouden grondbeleggingen in deze landen een hoog rendement op kunnen leveren welke de rol van 'return-driver' zou kunnen vervullen in de totale vastgoedportefeuille.

Hier tegenover staan natuurlijk ook verschillende bedreigingen, de belangrijkste zijn:

- Risico verhoging van totale vastgoedportefeuille:
Door toevoeging van deze grondbeleggingen wordt het gemiddelde risico van de totale portefeuille behoorlijk verhoogd. Deze verhoging van risico komt door enerzijds het toevoegen van een nieuwe asset-class grondbeleggingen en anderzijds door beleggingen in het buitenland.
- Waardebepaling (nog) moeilijker in verband met ondoorzichtigheid van de markt:
De waardebepaling is zoals eerder vermeld bij grondbeleggingen erg moeilijk. Deze waardebepaling is in het geval van Oost – Europese grondbeleggingen nog moeilijker in verband met de ondoorzichtigheid van de grondmarkten in Slowakije en Tsjechië. Ten aanzien van de nieuwe eisen voor beleggingen in het nFTK medio 2007, zal het voor institutionele beleggers voorlopig erg moeilijk worden om hierin te beleggen.

Op dit moment is de buitenlandse vastgoedportefeuille bij institutionele beleggers voor circa 60% gevuld met indirecte vastgoedbeleggingen (zie hoofdstuk 3.4). De reden hiervoor is dat men zich indekt tegen een bepaald risico, maar toch de voordelen ervan heeft in de portefeuille. Men laat de regionale expertise over aan lokale partijen. Gezien de vereiste expertise van de lokale grondmarkt en lokaal netwerk is het voor institutionele beleggers aantrekkelijker om via indirecte beleggingen te participeren in Slowaakse en Tsjechische grondposities. Op dit moment is er echter nog geen (commerciële) groundbank die grondbeleggingen aanbiedt als indirecte vastgoedbelegging. Zolang deze zich nog niet aandienen zal de vraag naar grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië waarschijnlijk laag blijven.

8.4 RESUMÉ

De rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers kan wegens het hoog gemiddeld rendement en de negatieve correlatie met traditionele vastgoedbeleggingen respectievelijk gezien worden als 'return-driver' en 'diversifier'. Gezien de wens van

institutionele beleggers om de looptijd van de beleggingen en de correlatie met de inflatie af te stemmen op de lange termijn verplichtingen, kunnen grondbeleggingen een belangrijke rol vervullen in de vastgoedportefeuille.

Beperking van de vraag naar grondbeleggingen kan gevonden worden in het nFTK dat medio 2007 van kracht zal worden, met name de waardering van de belegging vormt hierbij een probleem. Hiertegenover staat de toenemende vraag naar 'alternatieve beleggingen' van institutionele beleggers, waar grondbeleggingen een invulling aan kunnen geven.

De gemiddelde institutionele vastgoedportefeuille in de periode 1989 – 2002 realiseerde een totaal rendement van 10,24% tegenover een risico van 4,09, wat resulteerde in een sharp-ratio van 1,68. Voor drie verschillende uitgangspunten is de allocatie van grond bepaald in de totale vastgoedportefeuille. De berekeningen zijn gebaseerd op randvoorwaarden en de uitkomsten dienen dan ook slechts ter indicatie. Geanalyseerd zijn de onderstaande situaties:

1. Uitgaande van maximalisatie van de sharp-ratio:
In een vastgoedportefeuille waarin grondbeleggingen vertegenwoordigd zijn, is de maximale sharp-ratio 2,15. Dit betekent een allocatie van **12%** van de totale vastgoedportefeuille naar grondbeleggingen.
2. Op basis van de rendementseis van de belegger:
Afhankelijk van de rendementseis van de vastgoedportefeuille verschilt de allocatie van grondbeleggingen in de portefeuille. De allocatie van grondbelegging varieert van 0% bij een rendementseis kleiner of gelijk aan 10% tot circa 50% bij een rendementseis van 14% of meer. Er dient natuurlijk praktisch te worden overwogen of een dergelijk groot aandeel grondbeleggingen haalbaar en wenselijk is in verband met diversificatie.
3. Gelijk blijvend risico:
Uitgaande van een gelijkblijvend risico (4,09), is onderzocht wat het rendement doet in geval dat grondbeleggingen vertegenwoordigd zijn in de vastgoedportefeuille. Het aandeel grondbeleggingen zou dan **22%** van het totaal belegd vermogen zijn. Het rendement komt dan neer op 11,87%, tegenover een gelijk risico.

In verband met het ontbreken van data is het niet mogelijk om een cijfermatige onderbouwing te geven van Slowaakse en Tsjechische grondbeleggingen. Het is om deze reden dan ook moeilijk om de rol van Oost – Europese grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille te bepalen, alleen de belangrijkste kansen en bedreigingen kunnen omschreven worden.

Door de spreiding van de beleggingen over andere markten en de kenmerken van deze markten kunnen grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië de rol van 'diversifier' vervullen. Tevens, gezien de prijsniveau's en de ontwikkelingen op de grondmarkten van Slowakije en Tsjechië, is er een rol weggelegd als 'return-driver'. Hiertegenover staat verhoging van het risico door zowel een nieuwe asset-class als een buitenlandse belegging. Ook de waardebeoordeling van grond is erg moeilijk, gezien de ondoorzichtigheid van de markt in Oost – Europa. Dit kan een belangrijke beperking zijn in verband met het nieuwe nFTK.

De trend van indirecte vastgoedbeleggingen in het buitenland is (nog) niet toepasbaar voor grondbeleggingen, omdat er nog geen mogelijkheden in de markt zijn om hierin indirect te beleggen.

CONCLUSIES



9. CONCLUSIES, ADVIES EN AANBEVELINGEN

Na de analyse van de kenmerken en mogelijkheden die grondbeleggingen kunnen bieden in de institutionele vastgoedportefeuille, worden in dit hoofdstuk de resultaten samengevoegd en zal tevens antwoord worden gegeven op de probleemstelling van dit onderzoek. Daarmee wordt antwoord gegeven op de volgende vraag:

Wat kunnen grondbeleggingen, die met name toegespitst zijn op Oost-Europese kerngebieden, betekenen in de optimalisatie van een vastgoedportefeuille van Nederlandse institutionele beleggers?

9.1 CONCLUSIES

De conclusies zijn, net als de structuur van het rapport, opgedeeld in vier onderdelen, namelijk vastgoed in de institutionele omgeving, kenmerken van grondbeleggingen, analyse Oost – Europese landen en de optimale match tussen de mogelijkheden van grondbeleggingen en de samenstelling van de institutionele vastgoedportefeuille. De conclusies per onderdeel geven antwoord op de in paragraaf 1.3.1 opgestelde deelvragen en zal leiden tot antwoord van de bovenstaande hoofdvraag.

Vastgoed in de institutionele omgeving

- *Vastgoedbeleggingen vervullen op dit moment met name de rol als 'diversifier':*
Naast de rollen als 'diversifier' zijn tevens de rollen 'return-driver' en 'matcher' te onderscheiden in een beleggingsportefeuille. De rol als 'diversifier' is met name terug te leiden op de lage correlatie van vastgoedbeleggingen met aandelen en obligaties en de hogere correlatie met de inflatie. Vastgoedbeleggingen worden nog steeds gezien als 'alternatieve beleggingen', de datareeksen zijn nog betrekkelijk jong en er zijn verschillende specifieke risico's aanwezig, waardoor het tot op heden moeilijk is vastgoed mee te nemen in de ALM-studies.
- *Invulling van de vastgoedbeleggingen:*
Vastgoedbeleggingen vervullen circa 10% van het belegde vermogen van institutionele beleggers (€95 mrd.) en worden, in verband met diversificatie, verdeeld in de sectoren; kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimten. In de periode van 1977 tot 2004 is er een rendement behaald van 9,3% en 8,4% voor respectievelijk direct en indirect vastgoed. De allocatie van indirecte vastgoedbeleggingen is de afgelopen jaren sterk gegroeid, en vertegenwoordigt op dit moment circa 40% van de vastgoedportefeuille. Buitenlandse vastgoedinvesteringen zijn erg in trek voor hogere rendementen en verdere diversificatie, met name via indirecte vastgoedbeleggingen.
- *Belangrijke trends en ontwikkelingen:*
Het nieuwe Financiële Toetsingskader dat medio 2007 van kracht wordt, heeft invloed op de financiële positie van institutionele beleggers en ook op de allocatie van vastgoed in de beleggingsportefeuille. Er is daarnaast een duidelijke trend waarneembaar van de groeiende vraag naar diverse indirecte vastgoedbeleggingen, verwacht wordt dat dit deel in 2006 verder zal toenemen. Tevens wordt verwacht dat de categorie 'alternatieve beleggingen' verder uitgebreid zal worden, dat betekent dat er gezocht wordt naar nieuwe vastgoedbeleggingsalternatieven en vastgoedmarkten.

Kenmerken van grondbeleggingen

- Definitie grondbeleggingen:
"Het investeren in niet-ontwikkelde gronden, met geen of relatief weinig opstallen, die in principe gehouden worden voor de (middel)lange termijn en primair gezien worden als een belegging, met opbrengsten uit waardevermeerdering en vastgoedontwikkelingsactiviteiten in de ruime zin van het woord."

- *Categorisering van grondbeleggingen:*

Er zijn 3 verschillende basisstrategieën onder te verdelen in grondbeleggingen met elk hun beleggingskarakteristieken (looptijd, risico, rendement & correlatie), te weten:

 1. Beleggen in landbouwgrond;
 2. Beleggen in 'warme' (land)bouwgrond;
 3. Beleggen in bouwgrond;
- *Algemene kenmerken grondbeleggingen:*

De 'downside-risk' bij grondbeleggingen, met name bij basisstrategie 1, is zeer beperkt. De prijs van landbouwgrond is zeer waardevast en laat een gemiddelde stijging van circa 5% per jaar zien. Een ander belangrijk kenmerk is de lange looptijd, variërend van 5 tot 20 jaar. Grondbeleggingen kenmerken zich door het feit dat zij gedurende deze lange looptijd geen significante periodieke cashflow genereren. Dit betekent een behoorlijke claim op het geïnvesteerde kapitaal en zal om deze reden slechts financieel haalbaar zijn voor kapitaalkrachtige beleggers.
- *Praktische haalbaarheid:*

Naast de theoretische analyse hangt de haalbaarheid van grondbeleggingen tevens af van verschillende praktische aspecten. De belangrijkste zijn:

 - Grondmobiliteit;
 - Rol en visie van maatschappij en politiek;
 - Vaststellen van de waarde van grond;
 - Visie ruimtelijk beleid;
- *Kerngetallen Nederlandse grondbeleggingen 1989 – 2002:*

Aan de hand van een casestudie van grondbeleggingen rondom luchthaven Schiphol zijn voor de drie basisstrategieën de rendementen, risico's en correlaties met andere assets berekend. De eerste basisstrategie, beleggen in landbouwgrond, laat een gemiddeld jaarlijks rendement zien van 18,05% tegenover een risico van 6,92. De tweede basisstrategie, beleggen in 'warme' landbouwgrond, laat een gemiddeld jaarlijks rendement zien van 15,57% tegenover een risico van 6,52. De derde basisstrategie, beleggen in bouwgrond, laat een jaarlijks rendement zien van 5,98% tegenover een risico van 1,45. De cijfers van de laatste strategie zijn niet representatief in verband met de beperkte geanalyseerde transacties.

Het risico – rendement profiel van grondbeleggingen, gemeten in de sharp-ratio, komen voor de drie basisstrategieën respectievelijk neer op 2,12 , 1,86 en 1,81. Dit zijn hoge sharp-ratio's in vergelijking met direct vastgoed (1,56) en beursgenoteerd indirect vastgoed (0,06). Dit betekent dat op basis van rendement en risico grondbeleggingen een duidelijke outperformance laten zien ten opzichte van andere beleggingscategorieën.

De correlatie van de drie basisstrategieën van grondbeleggingen met traditionele vastgoedbeleggingen zijn negatief. De correlatie met aandelen en obligaties is eveneens lager dan traditionele vastgoedbeleggingen laten zien. Kijkend naar de correlatie met de inflatie, lijkt met name basisstrategie 3 en 2, met een correlatie van respectievelijk +0,367 en -0,011, een belangrijke inflatiehedge te zijn. Hier zijn de cijfers van basisstrategie niet representatief, maar geven wel een indicatie. Dit betekent dat grondbeleggingen een duidelijke rol als diversifier kan vervullen in de vastgoedportefeuille. Tevens kunnen grondbeleggingen, gezien de correlatie met de inflatie, een hedge tegen de inflatie zijn.
- *Critical Success Factors:*

De belangrijkste factoren die grondbeleggingen tot een succes maken zijn: toekomstgerichtheid, realiseren van een dominante marktpositie, financiering van de grond, kennis, creëren van uitgebreid netwerk en op de hoogte zijn van de kenmerken en ontwikkelingen van de grondmarkt.

Analyse Oost – Europa

- *Selectie landen en gebieden in Oost – Europa:*
Aan de hand van een analyse, op basis van macro-economische indicatoren en vervolgens een analyse op basis van vastgoedindicatoren, is een selectie gemaakt uit 10 Oost – Europese landen. Uit deze analyses komen de landen Slowakije en Tsjechië het beste naar voren als zijnde landen die het meeste potentie bieden voor vastgoedinvesteringen.
- *Mogelijkheid grondbeleggingen in geselecteerde landen/gebieden:*
Grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn op dit moment gezien de rendementspotentie erg aantrekkelijk, hier tegenover staat echter een hoger en op sommige gebieden nog onduidelijk risico. De grote economische groei en gunstige verwachting zal een positief effect hebben op de uitbreiding van de steden. De haalbaarheid van grondbeleggingsstrategie 1 “beleggen in landbouwgrond” lijkt tot 2011 niet haalbaar gezien de wettelijke beperkingen die tot dan gelden voor het aanschaffen van agrarische grond. Grondbeleggingsstrategie 2 “beleggen in warme grond” is haalbaar mits er een substantiële hoeveelheid grond (dominante positie) in een bepaalde regio geacquireerd kan worden. Grondbeleggingsstrategie 3 is waarschijnlijk op dit moment het meest haalbaar, gezien het potentiële verschil tussen de waarde van bouwgrond en de residuele waarde. Tevens wordt bij deze strategie de problemen van eigendomsrecht en wettelijke beperking omzeild.

Optimale match

- *Rol van grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille:*
Grondbeleggingen kunnen de rol van ‘return-driver’ en ‘diversifier’ vervullen binnen de institutionele vastgoedportefeuille. De gemiddelde vastgoedportefeuille in de periode van 1989-2002 van institutionele beleggers realiseerde een rendement van 10,24% met een risico van 4,09. Bij de bepaling van de optimale vastgoedportefeuille inclusief grondbeleggingen, op basis van een maximalisatie van de sharp-ratio, komt de allocatie van grondbeleggingen neer op 12%. Het gemiddeld rendement wordt dan 11,08% met een risico van 3,59. Afhankelijk van de rendementseis die institutionele beleggers stellen aan hun vastgoedportefeuille varieert de allocatie van grondbeleggingen, praktische aspecten daar gelaten, van 0% bij een rendementseis kleiner dan 10% tot circa 50% bij een rendementseis hoger dan 14%. Uitgaande van een gelijkblijvend risico van de portefeuille (4,09) realiseert de vastgoedportefeuille een rendement van 11,87% indien grondbeleggingen vertegenwoordigd zijn met 22%. Dit betekent een rendementsgroei van ruim 15%.
- *Rol van Slowaakse / Tsjechische grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille:*
Het is met de analyses in dit rapport niet mogelijk om cijfermatig te bepalen wat de rol van Oost – Europese grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille kan zijn. Op basis van de omschrijving van de Slowaakse en Tsjechische grondmarkten kan geconcludeerd worden dat grondbeleggingen in deze landen, gezien de buitenlandse vastgoed- en grondmarkt, de rol van ‘diversifier’ kunnen vervullen. Lettend op de prijsniveau’s van grond en hiermee de rendementspotentie zouden de Slowaakse en Tsjechische grondbeleggingen ook de rol van ‘return-driver’ kunnen vervullen.

9.2 ADVIES RICHTING INSTITUTIONELE BELEGGER

Op basis van kerncijfers als rendement, risico en correlatie is een zeer duidelijke en significante rol weggelegd voor grondbeleggingen in de institutionele vastgoedportefeuille. Echter gezien het risicomijdende karakter van institutionele beleggers wordt veel waarde gehecht aan een gedegen en uitgebreide achterliggende basis van de kerncijfers. Voor grondbeleggingen zijn nog geen meerjarige rendementreeksen beschikbaar, wat een extra risico impliceert.

In het kader van het nFTK dat medio 2007 van kracht wordt, zal het monitoren en de waardering van de beleggingen tegen de marktwaarde nog belangrijker worden. Grondbeleggingen zijn op dit moment gedurende de looptijd moeilijk te waarderen tegen de

marktwaarde en hiermee zijn tevens de prestaties slecht te monitoren. Dit is met name het geval met grondbeleggingen in Oost – Europa. Met het oog op het nFTK zal de mogelijkheid voor grondbeleggingen hiermee voorlopig beperkt zijn.

De mogelijkheid om via indirecte vastgoedbeleggingen te participeren in grondbeleggingen zijn er (nog) niet. Hiermee wordt de mogelijkheid voor grondbeleggingen, met name in de geselecteerde Oost – Europese landen, beperkt gezien de vereiste lokale expertise.

Concluderend kan gezegd worden dat Nederlandse grondbeleggingen voor institutionele beleggers zeer interessant kunnen zijn op het gebied van rendement, risico en correlatiecijfers. Zij het voorlopig in beperkte mate en met name ter invulling van de post 'alternatieve beleggingen' binnen de vastgoedportefeuille. De haalbaarheid van grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn gezien het risico voorlopig niet wensbaar, hooguit voor een klein deel als invulling van risicovolle belegging. Voordat de categorie grondbeleggingen in het algemeen uitgroeit tot een serieus en substantieel onderdeel van de vastgoedportefeuille dient er een grotere onderliggende basis te zijn van de kenmerken van grondbeleggingen door meer onderzoek en ervaringen.

9.3 AANBEVELINGEN

Om grondbeleggingen te laten uitgroeien tot een volwaardige vastgoedbeleggingscategorie dient er een uitgebreid onderzoek te komen naar de prestaties van grondbeleggingen in andere regio's en gebieden in Nederland. Op deze manier kan er een meerjarige rendementreeks opgezet worden waarin het effect van locatiegebondenheid deels geneutraliseerd wordt door het middelen van de uitkomsten uit de verschillende casestudies. Door het creëren van een degelijke rendementreeks kunnen grondbeleggingen als volwaardig worden meegenomen in de ALM-studies van institutionele beleggers.

Meer onderzoek naar de kenmerken van de verschillende basisstrategieën, met name basisstrategie 3 (beleggen in bouwgrond), is zeer gewenst. In dit onderzoek zijn de kerncijfers gebaseerd op een casestudie van 41 grondtransacties. Om een betere statistische basis te krijgen betreft grondbeleggingen is een onderzoek, met meerdere grondtransacties verdeeld over alle basisstrategieën en een uitgebreidere statistische analyse, van toegevoegde waarde.

Om beter in te spelen op de eisen van het nFTK in 2007 dient er gezocht te worden naar een taxatie- of waarderingsmethode die het beter mogelijk maakt om grondbeleggingen tegen de marktwaarde te waarderen. Onderzoek naar een dergelijke methode is zeer wenselijke en zullen grondbeleggingen toegankelijker maken voor institutionele beleggers.

Om de drempel betreft het beleggen in grond enigszins te verlagen en het risico te dempen zijn indirecte vastgoedbeleggingen die het vermogen beleggen in grondposities met name de eerste jaren een optimale uitkomst. Verder onderzoek naar de mogelijkheden om indirecte grondbeleggingen vorm te geven zijn dan ook gewenst.

De mogelijkheid van grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië kunnen zeer interessant zijn gezien de komende veranderingen in zowel economie en grondmarkt. Om tijdig in te stappen in de ontwikkelingen van deze grondmarkten, zou op de korte termijn verder onderzoek hiernaar gedaan moeten worden. Nadruk zal moeten liggen op de verzameling van en verwerking van data om te komen tot cijfermatig bewijs.

De berekende allocatie van grondbeleggingen is gebaseerd op slechts een beperkt aantal parameters. Een meer gedetailleerde berekening over de rol die grondbeleggingen kunnen vervullen in de vastgoedportefeuille, zou bepaald kunnen worden door een nauwkeurigere berekening en toetsing bij verschillende institutionele beleggers.

LITERATUURLIJST

Literatuurbronnen met verwijzing in tekst

- [AGRI Holland, 2005] AGRI Holland: *Tsjechische landbouwsector geremd door grondeigendomsverhouding*, augustus 2005, www.agriholland.nl
- [Backus e.a., 2005] G.Backus, W.Bruil, M.van Bavel, J.Luijt & C. van der Hamsvoort: *Rechten voor kwaliteit, kwaliteit voor rechten*, in: PropertyNLresearchquarterly, oktober 2005, 4, 3, p.48-53
- [Bandlerová & Masišová, 2003] A.Bandlerová & E.Masišová: *Importance of ownership and lease of agricultural land in Slovakia in the pre-accession period*, in: *Agricultural Economic*, 2003, 49, 5, p. 213-216
- [Blaas & Buday, 2004] G.Blaas & S.Buday: *Slovak landmarket between 2001-2003 survey results*, FAO & Slovak University of Agriculture, 2004
- [Blommaert, 2000] Prof. dr. A.M.M.Blommaert & prof.dr.J.M.J.Blommaert: *Bedrijfseconomische analyses*, 2000, 4^e druk, Stanfert Kroese, Groningen
- [Bogaerts, 2002] Prof. dr. ir. M.J.M.Bogaerts: *De relatie tussen mens en grond*, afscheidsrede van hoogleraar Technische Universiteit Delft, faculteit Civiele Techniek, 6 februari 2002
- [‘Celkcenter’, 2004] Celkcenter (gebaseerd op documenten van uitwisselingsprogramma geleverd door L.Hudecova & T.Csóková): *Slovakia*, 2004, Budapest.
- [Chipshol, 2006] M.Poot, directeur Chipshol Holding BV, gesproken verschillende data in periode oktober 2005-april 2006.
- [CIA, 2005] CIA: The World Factbook, www.cia.gov/cia/publications, 10-2-2006
- [Collier, 2005] Colliers International: *Central & East Europe; Mid-year real estate review*, 2005; www.colliers.com
- [CWH&B, 2005] Cushman & Wakefield Haley & Baker: *Emerging Europe update 2005*, 2005 www.cushmanwakefield.com
- [DBR, 2005] M.Neuhaus: *Foreign Direct Investment, the growth engine in Central and Eastern Europe*, 2005, Deutsche Bank Research
- [DLG, 2005] Dienst Landelijk Gebied: *Ontwikkelingen op de agrarische grondmarkt*, juni 2005, Utrecht
- [DNB, 2005] De Nederlandsche Bank; www.dnb.nl , oktober 2005
- [DTZ research UK, 2005] A.Sander: *Overseas acquisitions in European Commercial Real Estate*, 2005, DTZ Research
- [EC Harris, 2004] P.Moore: *International Building Costs 2004*, 2005, EC Harris
- [Fagoed, 2004] Fagoed, *Jaarverslag 2004*, Arnhem, februari 2005
- [Geltner, Hanson & Loeb, 1998] D.Geltner, J.Hanson & D.Loeb: *Land Investment in the institutional portfolio: evidence from an historical return index*, in: *Real Estate Finance*, 1997, 13, 4, pag. 84-92
- [Gool, Jager en Weisz, 2001] P. Van Gool, R.M. Weisz en P. Jager: *Onroerend goed als belegging*, 2001, Wolters- Noordhoff, Groningen/ Houten
- [GPR, 2006] Global Property Research; www.gpr.nl , november 2005
- [Greefhorst, 2005] A.Greefhorst: *Beleggen in Oost-Europees vastgoed*, 04-02-2005; www.iex.nl

- [Halifax, 2003] Halifax Group: Residential land prices significantly outstrip house price growth, 2003, West Yorkshire (England); www.HBOSplc.com
- [Hordijk, Kroon & Theebe, 2004] A.C.Hordijk, H.M.de Kroon & M.A.J.Theebe: *Long-run return series for the European Continent: 25 Years of Dutch commercial Real Estate*, in: The Journal of Real Estate Portfolio Management, 2004, 10, 3, pag. 217-230
- [Jansen, 2005] M.D.Jansen: *Rol van onroerend goed binnen de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds*, SerVic_Magazine 12.3, 2005
- [Keeris, 2001] W.G. Keeris: *Vastgoedbeheer lexicon*, 2^e druk, 2001, Wolters-Noordhoff, Groningen/Houten
- [Keeris, 2003] W.G. Keeris: *Dictaat Portefeuillemanagement*, Technische Universiteit Eindhoven, 2001, Eindhoven
- [MacGrate & Peterson, 1999] J.R.Macgrate & D.L.Peterson: *Landinvestment in the 21th century*, in: Real Estate Issues, summer 1999, 24, 2, p.15-24
- [Ministerie VROM, 2005] Ministerie Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu: *Grondexploitatiewet*: www.vrom.nl
- [Needham, 2004] B.Needham: *Wat weten wij van grondmarkten in Nederland?*, in: PropertyNLresearchquarterly, maart 2004, 3, 1, p. 35-40
- [Needham, Segeren & Groen, 2005] B.Needham, A.Segeren & J.Groen: *De markt doorgrond*, 2005, NAI uitgevers, Rotterdam
- [Nota Grondbeleid, 2001] Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieu: *Op grond van een nieuw beleid*, Nota Grondbeleid, 2001
- [Pramerica, 2003] Pramerica Real Estate Investors: *A Bird's Eye View of Global Real Estate Markets*, 2003, www.prei.com
- [PropertyNL a, 2004] Redactie PropertyNL: *Beleggen in Grond*, in: PropertyNL Courant, mei 2004
- [PWC, 2005] PricewaterhouseCoopers: *Taxes and legal guides Central and East Europe*, 2005. www.pwc.com
- [Segeren & Breedijk, 2005] A.Segeren & M.Breedijk: *Overheid van marktmeester naar marktspeeler*, in: PropertyNLresearchquarterly, oktober 2005, 4, 3, p.30-37
- [Segeren, Groen & Luijt, 2005] A.Segeren, J.Groen & J.Luijt: *De markt voor landbouwgrond*, 2005, S&RO
- [Ten Kate, 1999] E.Wendel: *Grond helpt Fortis risico's te spreiden*, interview met J.M. ten Kate, in: Het Financieele Dagblad, 15-10-1999
- [Transparency International, 2005] Transparency International: *Corruption index 2005*, 2005, University of Passau.
- [Troostwijk & TU/e, 2005] B.Petit: *Het vastgoedbeleggingsbeleid van Nederlandse professionele particuliere beleggers 2006*, 2006, i.o.v.Troostwijk O.G. & ING Real Estate)
- [Troostwijk, 2005] Troostwijk makelaars & Universiteit van Amsterdam: *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de grote Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen*, 2005
- [Van Gool & Muller, 2005] P.van Gool & F.L.P.Muller: *Vastgoed en ALM*, ASRE Research Publications, 2005, Universiteit van Amsterdam
- [Vastgoedmarkt, 2005] J.Gebraad: *Aandeel indirect vastgoed neemt toe*, in: Vastgoedmarkt, oktober 2005, p. 45-46
- [Vlasveld, 2005] M. Vlasveld, *Investeren in Aziatisch vastgoed*, afstudeerscriptie Technische Universiteit Eindhoven, faculteit Bouwkunde, REM&D, september 2005
- [Vrbová, 2004] E. Vrbová: *Landmarket development in the Czech Republic*, FAO & Slovak University of Agriculture, 2004

-
- [Watson Wyatt, 2004] R. van Gaalen: *De Rekenrente, hoe wordt die bepaald*, in: Pensioenwet actueel, september 2004, nr.3; www.watsonwyatt.nl
- [Wong, 1989] H.Wong: *Institutional investment in land development*, in: The Journal of Real Estate Development, summer 1988, 4, 1, p. 12-18

Literatuurbronnen zonder verwijzing in tekst

- C.Boendemaker, J.H.M. van Bussel & R.C.D. Berndsen: *Haalbaarheid van een publiek-private grondbank*, 2002, NIBconsult B.V.
- J.L. Gebraad, *Institutionele beleggers verwachten meer te beleggen in vastgoed*, 2005, Centraal Bureau van de Statistiek, Voorburg/Heerlen. www.cbs.nl
- J.Damen, A.van den Brink & G. Van Duinhoven: *Landbouw in de nieuwe EU-landen*, in: Landwerk, 2002, 6.
- ARCO Real estate: *Baltic Real Estate market overview 2005*, 2005; www.arcorealestate.com
- A.Juss, I.Goba & B.Miküta: *Review of Real Estate in the Baltic States*, 2004
- Jones Lang LaSalle: *Praque City Profile*, September 2005: www.joneslanglasalle.nl
- S. Watermann: *European Office forecasts*, 2005, Property Market Analysis (PMA)
- H.Funken: *Vastgoedbelang groeit in lichte mate*, in: Vastgoedmarkt, oktober 2005, p. 47-51
- P. van Gool & L.Muller: *Institutionele beleggers moeten meer samenwerken*, in: Vastgoedmarkt, september 2005, p.36,37
- IVBN: *De vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland 2004*, 2004, Jaarlijkse uitgave van IVBN (vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland)

Kranten artikelen:

- D.van Dijk: *Valkuilen bij verhuur onbebouwde grond*, in: Financieel Dagblad, 15-08-2005
- D.van Dijk: *Gemeentelijk grondbeleid beperkt rechten ontwikkelaar*, in: Het Financiële dagblad, 21-02-2005
- Redactie FD: *Rechter schiet gat in actieve grondpolitiek*, in: Het Financiële Dagblad, 28-07-1999
- B.van Kalles: *Grondspectulant laat zich niet snel bang maken*, in: Het Financiële Dagblad, 03-02-2005
- Redactie FD: *Bouwrecht grondbezitter op de tocht*, in: Het Financieel Dagblad, 02-02-2005

Gesprekken

- <Jansen – Hewitt, 2005> Drs. M.D. Jansen, Hewitt associates BV, *gesproken op 9 november 2005, Tilburg*
- <Hessels – HVA, 2005> Drs. Frans Hessels, Hessels Vastgoed Advies, *gesproken op 24 november 2005, Geldrop*
- <Michielsen, gemeente Breda, 2005> ing. F.G.A.M. Michielsen, Gemeente Breda - Grondbedrijf, economische zaken en projectmanagement -, *gesproken op 4 december 2005*
- <Needham, RU, 2005> Prof. drs. B.Needham, Hoogleraar sectie geografie, planologie en milieu aan de Radboud Universiteit Nijmegen (RU), *gesproken op 7 december 2005*
- <Klomp – ING RE, 2006> ir. G.Klomp, ING Real Estate Investment Management Central Europe, *telefonisch contact op verschillende momenten in periode augustus 2005 – maart 2006*

Websites

- IVBN www.ivbn.nl
- ROZ/IPD www.rozindex.nl
- GPR www.gpr.nl
- EPRA www.epra.com
- CBS Statline www.statline.cbs.nl
- Kavelbank www.kavelbank.com
- Grondgedachte www.grondgedachte.nl
- Eurostat www.epp.eurostat.cec.eu.int
- Worldbank www.worldbank.com
- Czech Invest www.czechinvest.cz
- EVD www.evd.nl
- Central European Real Estate Associations Network www.cerean.com
- Slowaaks Kadaster www.geoportal.sk

BIJLAGEN

INHOUD BIJLAGEN

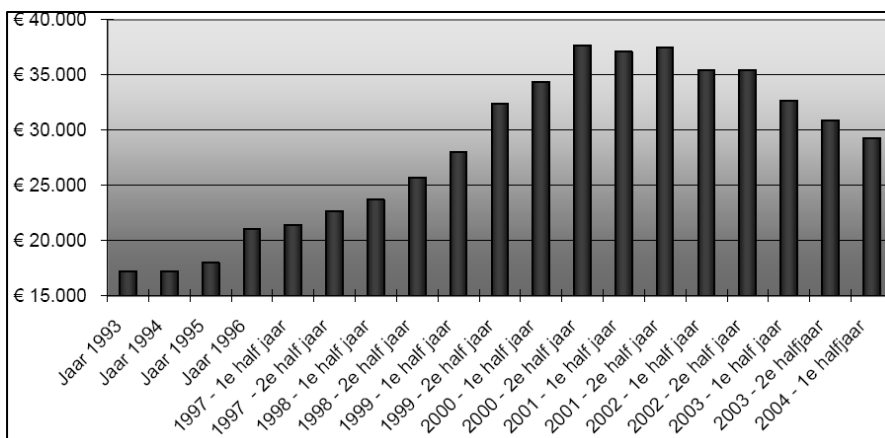
BIJLAGEN HOOFSTUK 4	117
4.1 PRIJSONTWIKKELING LANDBOUWGROND	117
4.2 GRONDMOBILITEIT	118
4.3 RESIDUELE GRONDWAARDE METHODE	120
4.4 WETTEN EN REGELS	121
BIJLAGEN HOOFDSTUK 5	123
5.1 TOELICHTING TABEL CASESTUDIE SCHIPHOL	123
5.2 TOELICHTING RENDEMENTEN	127
5.3 TOELICHTING CORRELATIES GRONDBELEGGINGEN	128
BIJLAGEN HOOFDSTUK 6	129
6.1 VASTGOEDANALYSE OOST – EUROPA	129
BIJLAGEN HOOFSTUK 7	130
7.1 ALGEMENE INFORMATIE SLOWAKIJE EN TSJECHIË	131
7.2 VERGELIJKING BOUWKOSTEN	132
BIJLAGEN HOOFDSTUK 8	133
8.1 TOELICHTING BIJ BEREKENING OPTIMALE PORTEFEUILLE	133

BIJLAGEN HOOFSTUK 4

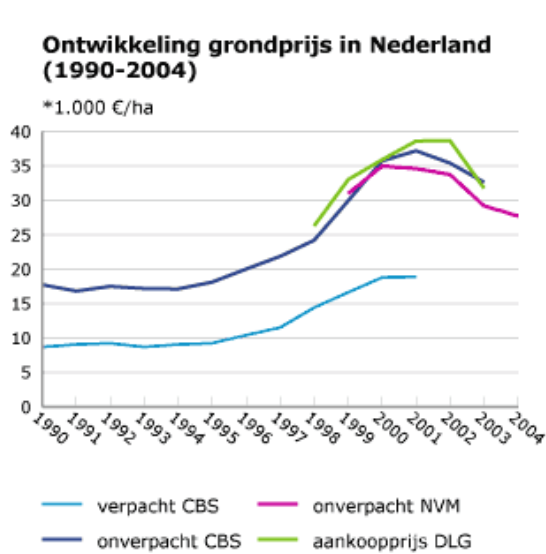
4.1 PRIJSONTWIKKELING LANDBOUWGROND

De markt voor landbouwgrond is zeer complex en daardoor onoverzichtelijk. Redenen hiervoor zijn onder andere een steeds groter wordend aantal actoren en belanghebbenden, ook van buiten de agrarische sector, die actief zijn op deze grondmarkt, zoals bijvoorbeeld ontwikkelaars en particulieren. Ten tweede kenmerkt de landbouwgrondmarkt zich door een woud aan regels, subsidies en fiscaliteiten. Ten derde is de overheid een complicerende partij op de agrarische grondmarkt, omdat ze daar verschillende rollen heeft. Niet alleen beslist de overheid over ruimtelijke plannen, ze stelt ook regels op die de werking van de markt beïnvloeden en bovendien is ze zelf actief als koper en verkoper van grond (zie paragraaf 4.6 van het hoofdverslag). Een vierde complicerende factor is de prijs van landbouwgrond: die wordt niet langer bepaald door de agrarische opbrengstwaarde, maar vooral door mogelijke (toekomstige) bestemmingen (optie-waarde), zoals woningbouw, bedrijventerreinen, natuur en infrastructuur. De verwachtingswaarde van de grond is immers hoger in gebieden waar veel vraag is naar grond voor stedelijke uitbreiding. Daarnaast worden door zogenaamde inktvlekwerking ook in andere agrarische gebieden de grondprijzen opgedreven. De aanleg van woon- en werklocaties in het westen en zuiden van het land kan leiden tot grondprijsstijgingen in Zeeland, Flevoland en Groningen. Boeren uit het westen kunnen namelijk relatief veel geld bieden voor een hectare grond elders. Dit komt ten eerste doordat hun grond relatief meer geld heeft opgeleverd; ten tweede doordat boeren bij herinvesteringen de agrarische waarde van hun grond niet hoeven af te rekenen met de belastingdienst; en ten derde doordat ze in het geval van bepaalde vormen van overheidsingrijpen gebruik kunnen maken van de herinvesteringsreserve: ze hoeven dan ook geen belasting te betalen over het deel van de prijs dat boven de agrarische waarde van de grond ligt, en kunnen die belasting 'geruisloos' doorschuiven en pas betalen bij bedrijfsbeëindiging. Als laatste complicerende factor noemen we het beleid. Ruimtelijk beleid is van invloed op de markt voor landbouwgrond. Andersom beïnvloeden de arrangementen op de markt voor landbouwgrond niet alleen het ruimtelijk beleid, ze leiden bovendien tot ongewenste situaties op andere beleids-terreinen: (Bron: Needham, Segeren en Groen: *De markt doorgrond*, 2005, Rotterdam)

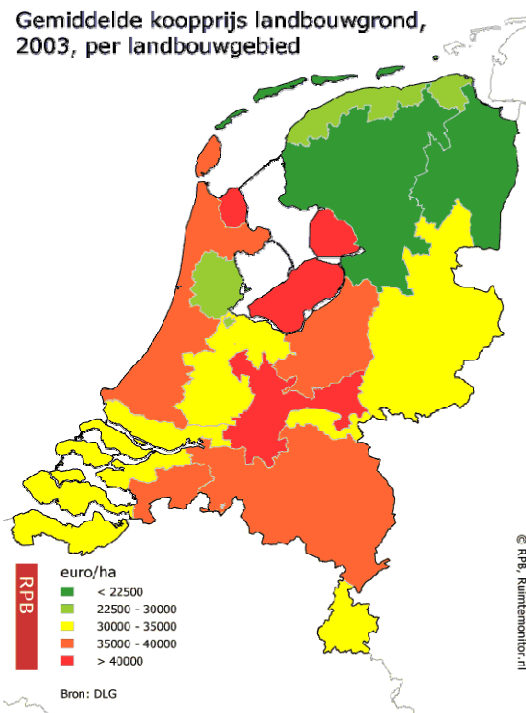
- Voor nieuwkomers in de landbouwsector wordt het steeds moeilijker om hun bedrijfsvoering rendabel te maken. Slechts met medewerking van familie en de belastingdienst is het mogelijk een bedrijf over te nemen, maar zelfs dan is het problematisch.
- Investerings in natuur (ehs) en veiligheidsprojecten tegen overstromingen (Ruimte voor de Rivier) gaan gepaard met dermate hoge kosten dat ze ter discussie komen te staan. Daarnaast is het beslissingstraject erg lang, wat invloed heeft op de markt en op de bedrijfsvoering; potentiële kopers worden afgeschrikt omdat onduidelijk is of hun investeringen nog zullen renderen.
- Natuur en recreatie rondom de steden komen moeilijker van de grond. De verwachtingswaarde van de grond is dermate hoog dat eigenaren liever speculeren op verkoop voor bouw, omdat die veel meer oplevert dan verkoop voor natuur recreatie.



Figuur 4.1: Gemiddelde grondprijzontwikkeling in Nederland ;prijs per hectare



Figuur 4.2: Ontwikkeling grondprijs
[Bron: DLG, 2005]



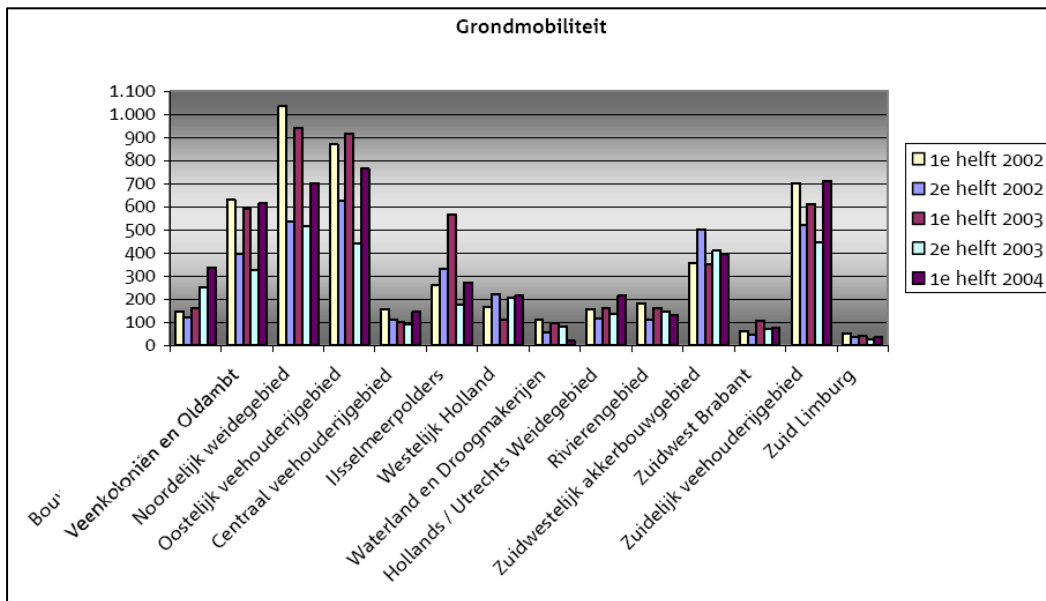
Figuur 4.3: Prijzen agrarische grond geografisch verdeeld
[Bron: DLG, 2005]

4.2 GRONDMOBILITEIT

Naast de hoogte van de prijzen geeft ook de (grond)mobiliteit een beeld van de grondmarkt. De mobiliteit wordt bepaald door het aantal hectares dat in een bepaald gebied in een bepaalde periode wordt verhandeld. [Bron: Dienst Landelijk Gebied, juni 2005, Utrecht]

Landbouwgebiedgroep	1e helft 2003	2e helft 2003	1e helft 2004	2e helft 2004
Groep 1 Bouwhoek en Hogeland	162	250	336	104
Groep 2 Veenkoloniën en Oldambt	591	328	615	419
Groep 3 Noordelijk weidegebied	941	518	701	806
Groep 4 Oostelijk veehouderijgebied	917	442	765	415
Groep 5 Centraal veehouderijgebied	99	92	144	127
Groep 6 IJsselmeerpolders	566	178	271	298
Groep 7 Westelijk Holland	109	204	216	343
Groep 8 Waterland en Droogmakerijen	95	81	20	51
Groep 9 Hollands / Utrechts Weidegebied	162	138	216	99
Groep 10 Rivierengebied	161	145	132	155
Groep 11 Zuidwestelijk akkerbouwgebied	349	411	398	546
Groep 12 Zuidwest Brabant	107	71	76	124
Groep 13 Zuidelijk veehouderijgebied	612	446	713	799
Groep 14 Zuid Limburg	40	29	36	53
Nederland totaal	4911	3333	4639	4340

Figuur 4.4: Grondmobiliteit in hectare per regio

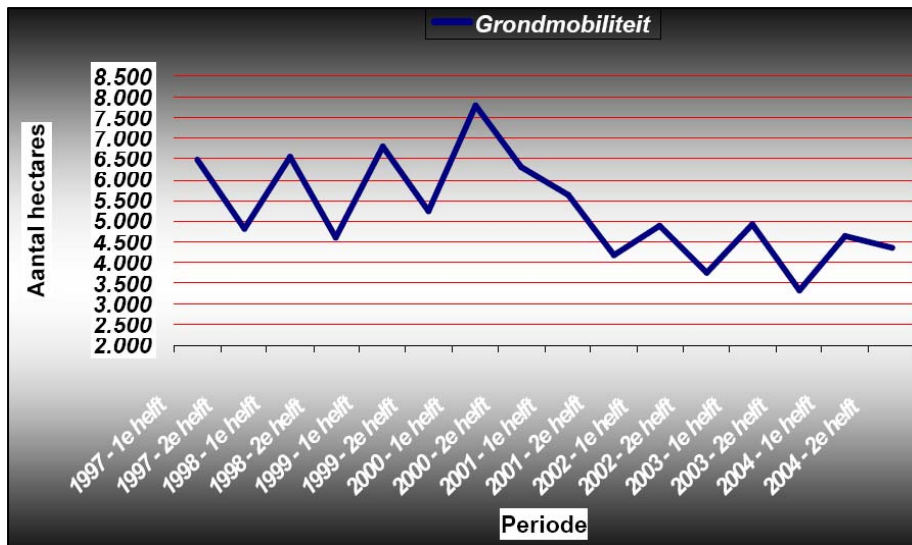


Figuur 4.5: Staaf diagram grondmobiliteit naar regio.

Uit bovenstaand overzicht (in hectares), met bijbehorend staafdiagram, blijkt dat de grondmobiliteit voor geheel Nederland zich in de eerste helft van de afgelopen jaren steeds op een hoger niveau bevindt dan in de tweede helft van ieder jaar. Ook eind negentiger jaren van de vorige eeuw was dit het geval. Als we het jaar 2001 er qua mobiliteitscijfers bij betrekken (eerste helft 5641 ha en tweede helft 4195 ha), zien we dat de mobiliteit ieder jaar daalt. In geen enkel gebied bedraagt de mobiliteit nog meer dan 1000 hectare in een halfjaar tijd, terwijl dit voor 2003 regelmatig voorkwam. Wel dient rekening gehouden te worden met het feit dat bij een afname van het aantal transacties in een bepaalde periode, statistisch gezien ook de betrouwbaarheid afneemt. Kijkende naar de diverse gebieden dan vallen een aantal zaken op. In gebied 1 (Bouwhoeke en Hogeland) is de mobiliteit in het tweede halfjaar van 2003 veel hoger dan in de voorgaande periodes. Dit kan verklaard worden doordat de prijs in dit gebied minder sterk gedaald is dan in de aangrenzende gebieden 2 (Veenkoloniën en Oldambt) en 3 (Noordelijk weidegebied). In groep 4 (Oostelijk veehouderijgebied) is de mobiliteit in het tweede halfjaar van 2003 opvallend laag ten opzichte van voorgaande periodes. In groep 6 (IJsselmeerpolders) is de mobiliteit in de eerste helft van 2003 ineens een stuk hoger dan in de overige periodes. In groep 12 (Zuidwest Brabant) is de mobiliteit over geheel 2003 hoger dan over geheel 2002 en is daarmee weer op het niveau gekomen van 2001.

In onderstaande grafiek is de historie van de grondmobiliteit per halfjaar weergegeven vanaf 1997 tot en met 2004. Goed zichtbaar is dat in de eerste helft van een kalenderjaar méér grond wordt verhandeld dan in het tweede half jaar. Tevens is zichtbaar dat de grondmobiliteit zich tot 2000 op hetzelfde niveau handhaafde (tussen 5000 en 7000 hectare per halfjaar). In de eerste helft van 2000 steeg de grondmobiliteit tot bijna 8000 hectare, waarna een sterke daling intrad. Vanaf dat moment was de mobiliteit in een half jaar ruim 4000 hectare met een dieptepunt in de tweede helft van 2003. In 2004 lag de mobiliteit weer iets hoger en wel op bijna 4500 hectare per halfjaar. Concluderend kan gezegd worden dat nu de mobiliteit stabiliseert, het lijkt dat de grondmarkt zich aan het herstellen is.

[Bron: DLG: *Ontwikkelingen op de agrarische grondmarkt*, 2005, Utrecht]



Figuur 4.6: Historie grondmobiliteit

4.3 RESIDUELE GRONDWAARDE METHODE

Bij het vaststellen van de grondprijs in de contracteringsfase van de ontwikkelingsovereenkomst, wordt veelal de residuele waardeberekening toegepast en niet een vooraf vastgestelde grondquote. De residuele grondwaarde is het verschil tussen de naar verwachting te realiseren vrij-op-naam woningprijs en de naar verwachting te maken bruto bouwsom. Inherent aan de residuele waardemethode is dat de financiële consequenties van het verhogen van de woonkwaliteit – binnen de marges van de grondexploitatie – bij de gemeente liggen en tot uitdrukking komen in de grondprijs, voorzover de hogere uitvoeringskosten afwijken van de hogere v.o.n.-prijs. Uitgangspunt bij de raming van v.o.n.-prijs en bouwsom is een complete woning met een kwalitatief hoogwaardig casco en een aan de v.o.n.-prijs gerelateerd normaal niveau van het inbouw pakket, waaronder keuken en badkamer. De hoogte van de bouwsom vloeit voort uit de afspraken over woningtypen en kwaliteit. Bij de bouwsom gaat het om de zogenaamde bruto bouwkosten inclusief BTW, de kosten van materialen, urenvergoedingen, rente op aangekochte grond, etc., en voorts om de overdrachtskosten en de kosten voor de architect, alsmede de ontwikkelingskosten (winst en risico). Het is de verantwoordelijkheid van de gemeente erop toe te zien dat bij het afsluiten van de ontwikkelingsovereenkomst wordt uitgegaan van een complete woning.

De methodiek van de residuele waardeberekening doet recht aan de werkelijke economische grondwaarde gebaseerd op de gewenste differentiatie en kwaliteit. Dit volgens het principe dat de grondprijs van de bouwgrond wordt bepaald door de waarde van woningen en niet omgekeerd, dat de hoogte van de grondprijs de woningprijs bepaalt.

[Bron: (H. Priemus: *Grondprijzen aan banden?*, in: B&G, 2002, Delft) & (Aedes: Toelichting bij het Convenant over het gemeentelijk grond(prijs)beleid bij gronduitgifte, 2003)]

Rekenvoorbeeld:

Schatting van de v.o.n.-prijs bij het aangaan van de ontwikkelingsovereenkomst: 400.000. Schatting van de bruto-bouwsom: 300.000. Geschat residu: 100.000 of 25% van de geraamde v.o.n.-prijs.

-Stel nu een meevallende v.o.n.-prijs, nacalculatorisch: 500.000. En stel de afspraak in de beginovereenkomst dat het percentage van 25% ook betrekking heeft op de toegevoegde verkoopwaarde, i.c. 100.000, dan wordt de totale grondprijs: 125.000, ofwel 25.000 extra. Voor de goede orde: het kan zijn dat de ontwikkelaar in diezelfde periode met een bouwkostenstijging wordt geconfronteerd die de raming te boven gaat, in deze methodiek ligt het risico daarvan bij hem.

-Stel anderzijds een tegenvallende v.o.n.-prijs: 350.000. Het percentage van 25% levert dan als grondprijs op: 87.500, een reductie van 12.500. In de overeenkomst kan zijn afgesproken dat dit tekort door de gemeente wordt gedragen, dan wel door de marktpartij, dan wel volgens een bepaalde sleutel tussen gemeente en marktpartij wordt verdeeld.

-Stel tenslotte dat de ontwikkelaar in verband met marktontwikkelingen een structurele toevoeging in de vorm van een garage overweegt. Voor dat geval voorziet de ontwikkelingsovereenkomst in aanpassing van de afspraken: correctie van de v.o.n.-prijs, verandering van het percentage of anderszins.

4.4 WETTEN EN REGELS

Ontheingingswet [Bron: ministerie van VROM]

Voor grote nieuwbouwprojecten of de aanleg van wegen en kanalen heeft de overheid grond nodig. Die grond is vaak in handen van particulieren of bedrijven. Soms kan de overheid de grond gewoon kopen, soms lukt dat niet. Als de eigenaar van de grond en de gemeente het niet eens worden, kan de gemeente een ontheingingsprocedure inzetten. Ontheinging is alleen mogelijk in het algemeen belang, onder bepaalde voorwaarden en in overeenstemming met nationaal en internationaal recht. Mogelijk geldt ook de Wet voorkeursrecht gemeenten (WVG). Die geeft eigenaren de plicht om in bepaalde gevallen bij verkoop de grond eerst aan de gemeente aan te bieden. Als grond wordt ontheingend, wordt alles wat daar vast op staat eigendom van de overheid. Ontheinging kan alleen plaatsvinden wanneer het algemeen belang daarmee aantoonbaar gediend is. Uitzondering is bijvoorbeeld als de eigenaar van de grond aannemelijk kan maken dat hij een nieuwe, door de overheid gewenste bestemming zelf wil en kan realiseren. Als zijn plannen echter te veel afwijken van hetgeen de overheid wil, kan die de rechter toch vragen om te ontheigenen.

Wet voorkeursrecht Gemeenten [Bron: ministerie van VROM]

Het voorkeursrecht is een grondbeleidinstrument voor de verwerving van gronden en opstallen door de overheid. Een gemeente kan het voorkeursrecht vestigen op gronden waarvan de toekomstige bestemming afwijkt van het huidige grondgebruik. Het voorkeursrecht houdt in dat een particuliere eigenaar die gronden wil verkopen, verplicht is die eerst aan de gemeente te koop aan te bieden. Wanneer de gemeente geen interesse heeft is de particuliere eigenaar vrij de grond te verkopen aan wie hij maar wil. Heeft de gemeente wel interesse dan moet een ingewikkelde aanbiedingsprocedure doorlopen worden. Die kan resulteren in aankoop door de gemeente, maar kan ook leiden tot afketsen van de verkoop, indien de particuliere eigenaar of de gemeente de procedure stopt.

Grondexploitatiewet [Bron: Ministerie van VROM]

Zoals gezegd ligt op het moment van schrijven dit wetsvoorstel ter goedkeuring bij de Tweede Kamer. Indien goedgekeurd zal deze wet ingaan medio 2006. Op dit moment is er in Nederland een gemengd stelsel voor grondexploitatie. Daarin staan vrijwillige overeenkomsten tussen gemeenten en projectontwikkelaars en andere particuliere eigenaren voorop. De basis daarvoor is te vinden in artikel 42 van de Wet op de Ruimtelijke Ordening. Als publiekrechtelijke stok achter de deur kan de gemeente kosten van openbare voorzieningen verhalen via de baatbelasting. Om het totale kostenverhaal te berekenen, worden eerst alle kosten van grondexploitatie die aan de criteria voldoen bij elkaar opgeteld. Daarna worden de totale grondopbrengsten berekend. Vervolgens worden de totale kosten en opbrengsten vergeleken. Als de totale opbrengsten hoger zijn dan de totale kosten, worden de totale kosten verhaald, maar geen hoger bedrag dan die kosten. De winst die een plan oplevert valt toe aan de betreffende eigenaren. De gemeente mag die winst niet afromen. Als de totale kosten hoger zijn dan de opbrengsten, mag ten hoogste het totaalbedrag van de opbrengsten worden verhaald. Dat vormt een belangrijke rem op het kostenverhaal. Eigenaren kunnen daardoor niet geconfronteerd worden met een plan dat financieel-economisch niet uitvoerbaar is.

BIJLAGEN HOOFDSTUK 5

5.1 TOELICHTING TABEL CASESTUDIE SCHIPHOL

Om inzicht te krijgen in de rendementen en risico's die gepaard gaan met grondbeleggingen is een casestudie van grondbeleggingen rondom luchthaven Schiphol uitgevoerd. In de periode 1985 – 1995 zijn door gebiedontwikkelaar Chipshol Holding grote gebieden grond aangekocht in deze regio, met als doel belegging en latere ontwikkeling van de gronden.

De casestudie bestond uit het analyseren van alle grondtransacties in die periode. De casestudie omvat 41 verschillende grondtransacties. Veelal zijn de grondtransacties opgesplitst in meerdere kleinere transacties. Al deze grondtransacties zijn opgesplitst in:

<ul style="list-style-type: none"> • jaar van aankoop; • aantal m² • prijs per m² • totale investering 	Basisstrategie 1	↓
<ul style="list-style-type: none"> • jaar planologische vorderingen • aantal m² • waarde per m² • Kosten van de grond • waarde grond 	Basisstrategie 2	↓
<ul style="list-style-type: none"> • jaar bouwbestemming • aantal m² • waarde per m² • Kosten van de grond • waarde grond • jaar ontwikkeling • aantal m² • waarde per m² • kosten • eindwaarde grond (residueel) 	Basisstrategie 3	↓

Zie bijgevoegde A3 op volgende pagina's voor gehele tabel.

Het rendement van de drie verschillende basisstrategieën is bepaald tussen het moment van aankoop en de bijbehorende waarde ten opzichte van de eindwaarde. De eindwaarde hoeft niet per se bij ontwikkeling te zijn. Het grotendeel van de gronden wordt al eerder verkocht. Bij de berekening van het rendement is het cumulatieve rendement uitgerekend, wat gecorrigeerd is met de inflatie. Per grondtransactie komt er dan een rendement uit, afhankelijk van het verkoopmoment, voor de verschillende basisstrategieën. Deze rendementen gelden dan voor de gehele looptijd van de belegging, bijvoorbeeld 1990 (aankoop) tot 1996 (verkoop). Vervolgens zijn de rendementen uiteengezet per jaar. Per jaar zijn alle rendementen weer opgeteld zodat men komt tot een gemiddeld rendement per jaar komt van alle grondtransacties.

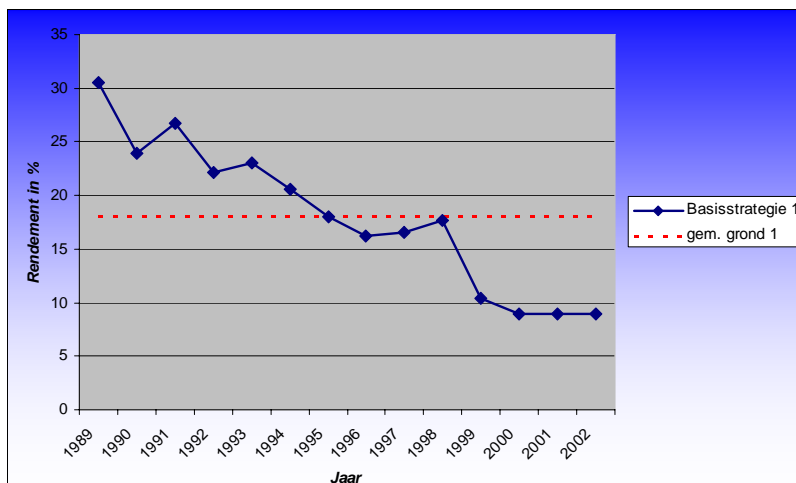
Om een realistisch beeld te krijgen van grondbeleggingen is gekozen om alléén die grondtransacties mee te nemen die in de periode 1985 – 2005 zijn gekocht én verkocht. Op basis van dit criterium is de geanalyseerde periode 1989 – 2002. Dit zijn de rode regels in de tabel.

tr.nr	Basisstrategie 1					Bruto rendem.	Basisstrategie 2					Rendement / jr	Basisstrategie 3						Ontwikkeling										
	jr. aankoop	aantal m ²	prijs / m ²	Investering	Rendement / jr		jr. planologische vordering						jr. verkoop!						aantal m ²	Opbr. per m ²	Opbr. Tot.	Kosten grond	Kosten alg.	waarde grond					
						Jr plan-vorderingen	aantal m ²	Waarde / m ²	Kosten	waarde grond	Rendement / jr	jr. bouwbest.	aantal m ²	waarde / m ²	Kosten	Kosten Alg.	waarde grond	Rendement / jr.											
1	1993	800 €	108,90 €	87.120	-4,42%	-24,11%	2003	800 €	75,00 €	80 €	60.000	2,67%	2005	800 €	82,65 €	- €	96 €	66.119											
2	1990	2.240 €	108,90 €	243.936	-3,98%	-24,11%	2003	2.240 €	75,00 €	291 €	168.000	2,67%	2005	2.240 €	82,65 €	- €	336 €	185.132											
3	1988	250.522 €	9,05 €	2.267.224	9,51%	583,66%	2003	155.000 €	80,00 €	23.250 €	12.376.750	9,45%	2005	155.000 €	100,00 €	- €	26.350 €	15.500.000											
4	1990	7.360 €	96,20 €	708.032	-3,19%	-14,09%	2003	7.360 €	75,00 €	957 €	552.000	2,67%	2005	7.360 €	82,65 €	- €	1.104 €	608.291											
5	1991	800 €	226,89 €	181.512	-9,01%	-63,57%	2003	800 €	75,00 €	96 €	60.000	2,67%	2005	800 €	82,65 €	- €	112 €	66.119											
6	1987	65.000 €	15,88 €	1.032.200													€ -		55.000										
a	1987	36.000 €	15,88 €	571.680	71,73%	850,63%	1988	36.000 €	80,00 €	360 €	2.879.640	20,86%	1991	36.000 €	151,00 €	- €	1.440 €	5.434.560											
b	1987	10.300 €	15,88 €	163.564	59,54%	1055,08%	1988	10.300 €	80,00 €	103 €	823.897	20,35%	1990	7.000 €	250,00 €	- €	210 €	1.749.790	1,62%	7.000 €	294,95 €	2.064.650 €	175.000 €	350 €	1.889.300				
c	1987	8.300 €	15,88 €	131.804	21,17%	2386,72%	1988	8.300 €	80,00 €	83 €	663.917	9,61%	1990	5.000 €	250,00 €	- €	150 €	1.249.850	5,98%	5.000 €	680,67 €	3.403.350 €	125.000 €	750 €	3.277.600				
d	1987	10.300 €	15,88 €	163.564	21,86%	2608,30%	1988	10.300 €	80,00 €	103 €	823.897	10,28%	1990	7.000 €	250,00 €	- €	210 €	1.749.790	5,67%	7.000 €	657,98 €	4.605.860 €	175.000 €	1.050 €	4.429.810				
7	1987	146.600 €	13,61 €	1.995.226																									
a	1987	8.645 €	13,61 €	117.658	5,71%	101,40%	1996	8.645 €	27,50 €	778 €	236.959																		
b	1987	137.955 €	13,61 €	1.877.568	6,35%	351,90%	2003	85.000 €	75,00 €	13.600 €	6.361.400	12,95%	2005	85.000 €	100,00 €	- €	15.300 €	8.484.700											
8	1992	52.360 €	9,38 €	491.137																									
a	1992	20.000 €	9,38 €	187.600	0,21%	37,21%	2003	20.000 €	12,00 €	2.200 €	237.800	1,75%	2005	20.000 €	13,00 €	- €	2.600 €	257.400											
b	1992	32.360 €	9,38 €	303.537	-19,93%	-63,22%	1997	32.360 €	3,50 €	1.618 €	111.642																		
9	1988	274.567 €	13,61 €	3.736.857																									
a	1988	137.284 €	13,61 €	1.868.428	68,53%	4411,44%	1989	125.000 €	100,00 €	1.250 €	12.498.750	34,43%	1990	100.000 €	275,00 €	- €	2.000 €	27.498.000	22,36%	100.000 €	868,00 €	86.800.000 €	2.500.000 €	7.000 €	84.293.000				
b	1988	137.284 €	13,61 €	1.868.428	31,65%	1852,98%	1989	125.000 €	100,00 €	1.250 €	12.498.750	10,16%	1990	100.000 €	275,00 €	- €	2.000 €	27.498.000	1,32%	100.000 €	390,00 €	39.000.000 €	2.500.000 €	10.000 €	36.490.000				
10	1989	300.000 €	15,88 €	4.764.000																									
a	1989	140.000 €	15,88 €	2.223.200	8,08%	394,71%	2001	140.000 €	25,00 €	16.800 €	3.483.200	30,37%	2005	140.000 €	78,72 €	- €	22.400 €	10.998.400											
b	1989	160.000 €	15,88 €	2.540.800	1,06%	69,02%	2001	160.000 €	18,00 €	19.200 €	2.860.800	8,25%	2005	160.000 €	27,00 €	- €	25.600 €	4.294.400											
11	1988	175.500 €	13,61 €	2.388.555																									
a	1988	11.250 €	13,61 €	153.113	-16,21%	-78,69%	1998	11.250 €	3,00 €	1.125 €	32.625																		
b	1988	164.250 €	13,61 €	2.235.443	6,15%	302,87%	1995	164.250 €	27,50 €	11.498 €	4.505.378	4,81%	2005	164.250 €	55,00 €	- €	27.923 €	9.005.828											
12	1988	385.777 €	9,98 €	3.850.054																									
a	1988	27.000 €	9,98 €	269.460	61,46%	172,55%	1990	27.000 €	27,22 €	540 €	734.400																		
b	1988	4.500 €	9,98 €	44.910	26,33%	901,10%	1995	4.500 €	50,00 €	315 €	224.685	38,34%	1997	4.500 €	100,00 €	- €	405 €	449.595											
c	1988	6.247 €	9,98 €	62.345	77,58%	987,01%	1990	5.247 €	50,00 €	105 €	262.245	57,22%	1991	5.247 €	115,00 €	- €	157 €	603.248	9,87%	5.247 €	154,20 €	809.084 €	131.175 €	210 €	677.699				
d	1988	28.500 €	9,98 €	284.430	29,05%	129,76%	1991	24.035 €	27,22 €	721 €	653.512																		
e	1988	319.530 €	9,98 €	3.188.909	19,20%	2790,20%	1992	300.000 €	75,00 €	12.000 €	22.488.000	9,01%	2002	230.000 €	350,00 €	- €	32.200 €	80.467.800	2,33%	200.000 €	486,00 €	97.200.000 €	5.000.000 €	34.000 €	92.166.000				
13	1988	84.700 €	3,18 €	269.346	8,24%	460,69%	2003	84.700 €	13,00 €	12.705 €	1.088.395	15,20%	2005	84.700 €	18,00 €	- €	14.399 €	1.510.201											
14	1992	395.000 €	6,80 €	2.686.000																									
a	1992	3.000 €	6,80 €	20.400	43,21%	4432,84%	1995	3.000 €	75,00 €	90 €	224.910	19,69%	2002	3.000 €	308,33 €	- €	300 €	924.700											
b	1992	192.000 €	6,80 €	1.305.600	71,85%	442,54%	1995	192.000 €	38,35 €	279.760 €	7.083.440																		
c	1992	200.000 €	6,80 €	1.360.000	74,04%	463,53%	1995	200.000 €	38,35 €	6.000 €	7.664.000																		

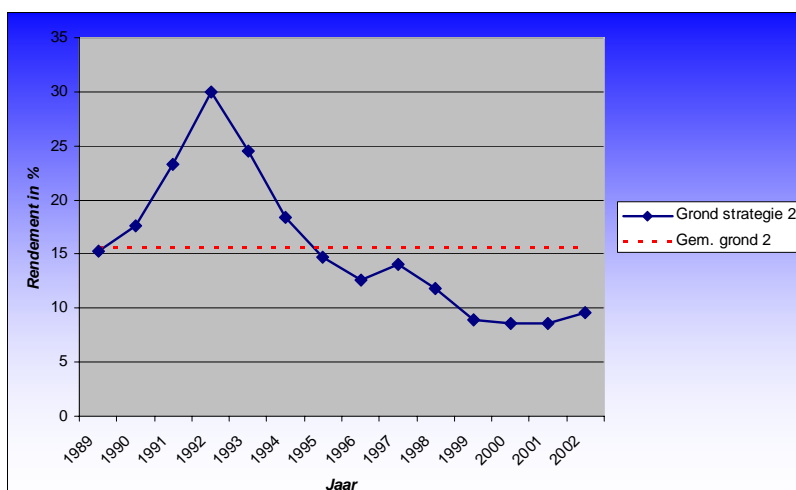
tr.nr	Basisstrategie 1						Basisstrategie 2						Basisstrategie 3						Ontwikkeling						
	jr. aankoop	aantal m ²	prijs / m ²	Investering	Rendement / jr	Bruto rendem.	<i>Jr. planologische vordering</i>		waarde grond		Rendement / jr	<i>Jr. verkoop!</i>		waarde grond		Rendement / jr.	aantal m ²	Opbr. per m ²	Opbr. Tot.	Kosten grond	Kosten alg.	waarde grond			
15	1992	188.710	€ 3,16	€ 596.324																					
a	1992	188.710	€ 3,16	€ 596.324	5,67%	173,49%	2001	183.865	€ 8,00	€ 16.548	€ 1.454.372	0,64%	2005	183.865	€ 9,00	€ -	€ 23.902	€ 1.630.883	€ -	€ -	€ -				
16	1991	58.870	€ 15,41	€ 907.187	0,99%	56,70%	2001	58.870	€ 20,00	€ 5.887	€ 1.171.513	2,65%	2005	58.870	€ 24,29	€ -	€ 8.242	€ 1.421.538	€ -	€ -	€ -				
17	1989	418.500	€ 3,30	€ 1.381.050																					
a	1989	418.500	€ 3,30	€ 1.381.050	4,51%	153,33%	2003	418.500	€ 8,50	€ 58.590	€ 3.498.660														
18	1990	382.540	€ 4,24	€ 1.621.970																					
a	1990	382.540	€ 4,24	€ 1.621.970	2,49%	101,91%	2003	370.040	€ 7,50	€ 48.105	€ 2.727.195	7,17%	2005	370.040	€ 9,00	€ -	€ 55.506	€ 3.274.854	€ -	€ -					
19	1991	300.000	€ 15,88	€ 4.764.000																					
a	1991	13.000	€ 15,88	€ 206.440	-2,66%	-6,42%	2001	13.000	€ 10,00	€ 1.300	€ 128.700	8,25%	2005	13.000	€ 15,00	€ -	€ 1.820	€ 193.180	€ -	€ -					
b	1991	287.000	€ 15,88	€ 4.557.560	-2,47%	-3,73%	2003	287.000	€ 14,00	€ 34.440	€ 3.983.560	2,64%	2005	287.000	€ 15,43	€ -	€ 40.180	€ 4.387.564	€ -	€ -					
20	1990	91.894	€	€ 1.223.593																					
a	1990	91.894	€ 13,32	€ 1.223.593	0,44%	49,08%	2003	91.894	€ 12,50	€ 11.946	€ 1.136.729	23,89%	2005	91.894	€ 20,00	€ -	€ 13.784	€ 1.824.096	€ -	€ -					
21	1990	27.204	€ 29,64	€ 806.327																					
a	1990	27.204	€ 29,64	€ 806.327	-3,88%	-22,91%	2003	27.204	€ 18,00	€ 3.537	€ 486.135	10,59%	2005	27.204	€ 23,00	€ -	€ 4.081	€ 621.611	€ -	€ -					
22	1989	565.732	€ 4,05	€ 2.291.215																					
a	1989	565.732	€ 4,05	€ 2.291.215	6,00%	262,71%	1998	560.000	€ 10,00	€ 50.400	€ 5.549.600	3,61%	2005	560.000	€ 15,00	€ -	€ 89.600	€ 8.310.400	€ -	€ -					
23	1991	128.090	€ 3,18	€ 407.326																					
a	1991	128.090	€ 3,18	€ 407.326	9,19%	367,30%	1998	128.090	€ 10,00	€ 8.966	€ 1.271.934	3,60%	2005	128.090	€ 15,00	€ -	€ 17.933	€ 1.903.417	€ -	€ -					
24	1990	560.000	€ 4,54	€ 2.542.400																					
a	1990	560.000	€ 4,54	€ 2.542.400	14,16%	448,24%	1995	560.000	€ 15,00	€ 28.000	€ 8.372.000	6,47%	2001	560.000	€ 25,00	€ -	€ 61.600	€ 13.938.400	€ -	€ -					
25	1991	65.000	€ 11,87	€ 771.550																					
a	1991	65.000	€ 11,87	€ 771.550	-0,04%	35,72%	1995	65.000	€ 10,00	€ 2.600	€ 647.400	2,62%	2005	65.000	€ 16,25	€ -	€ 9.100	€ 1.047.173	€ -	€ -					
26	1989	184.080	€ 8,39	€ 1.544.431																					
a	1989	184.080	€ 8,39	€ 1.544.431	1,21%	73,06%	2003	184.080	€ 10,00	€ 25.771	€ 1.815.029	18,68%	2005	180.110	€ 15,00	€ -	€ 28.818	€ 2.672.832	€ -	€ -					
27	1991	480.000	€ 11,34	€ 5.443.200																					
a	1991	351.146	€ 11,34	€ 3.981.996	-0,29%	31,04%	2001	351.146	€ 10,00	€ 35.115	€ 3.476.345	8,25%	2005	351.146	€ 15,00	€ -	€ 49.160	€ 5.218.030	€ -	€ -					
b	1991	128.854	€ 11,34	€ 1.461.204	-0,50%	27,27%	2001	128.854	€ 12,00	€ 12.885	€ 1.864.806	-2,27%	2005	128.854	€ 14,57	€ -	€ 18.040	€ 1.859.652	€ -	€ -					
28	1990	22.000	€ 17,53	€ 385.660																					
a	1990	11.000	€ 17,53	€ 192.830	144,14%	1455,60%	1991	11.000	€ 100,00	€ 110	€ 1.099.890	61,51%	1992	11.000	€ 275,00	€ -	€ 220	€ 3.024.780	-3,01%	11.000	€ 313,64	€ 3.450.000	€ 450.000	€ 330	€ 2.999.670
b	1990	11.000	€ 17,53	€ 192.830	94,23%	1455,55%	1991	11.000	€ 100,00	€ 110	€ 1.099.890	36,64%	1992	11.000	€ 275,00	€ -	€ 220	€ 3.024.780	-2,61%	11.000	€ 313,64	€ 3.450.000	€ 450.000	€ 440	€ 2.999.560
29	1999		€	€ -																					
a	1999	180.200	€ 11,34	€ 2.043.468	3,28%	38,68%	2001	180.200	€ 13,00	€ 3.604	€ 2.338.996	2,61%	2005	180.200	€ 15,79	€ -	€ 10.812	€ 2.833.932	€ -	€ -					
30	1995		€	€ -																					
a	1995	160.380	€ 2,75	€ 441.045	128,27%	1171,64%	1996	160.380	€ 20,00	€ 1.604	€ 3.205.996	29,35%	1998	160.380	€ 35,00	€ -	€ 4.811	€ 5.608.489	€ -	€ -					
31	1993		€	€ -																					
a	1993	50.500	€ 2,95	€ 148.975	72,22%	1593,22%	1995	50.500	€ 30,00	€ 1.010,00	€ 1.513.990	15,94%	1998	50.500	€ 50,00	€ -	€ 2.525	€ 2.522.475	€ -	€ -					
32	1992	1.041.354																							
a	1992	1.041.354	€ 3,00	€ 3.124.062	38,47%	1040,33%	1995	1.041.354	€ 20,00	€ 31.240,62	€ 20.795.839	11,89%	1999	1.041.354	€ 35,00	€ 750.000,00	€ 72.895	€ 35.624.495	€ -	€ -					
33	1992		€	€ -																					
a	1992	429.484	€ 2,95	€ 1.266.978	18,98%	764,00%	1995	429.282	€ 15,00	€ 12.878,46	€ 6.426.352	4,53%	2003	429.282	€ 25,61	€ -	€ 47.221	€ 10.946.691	€ -	€ -					
34																									
a	1993	297.540	€ 5,19	€ 1.542.852	91,16%	282,04%	1995	297.540	€ 19,83	€ 5.950,80	€ 5.894.267														
35																									
a	1992	560.000	€ 3,00	€ 1.680.000,00	17,53%	654,67%	1995	560.000	€ 15,00	€ 16.800,00	€ 8.383.200	2,99%	2003	560.000	€ 22,75	€ -	€ 61.600	€ 12.678.400	€ -	€ -					
36																									
a	1988	800.000	€ 17,24	€ 13.792.000,00	14,87%	1440,13%	1998	700.000	€ 100,00	€ 70.000,00	€ 69.930.000	14,62%	2003	600.000	€ 275,00	€ -	€ 90.000	€ 164.910.000	11,00%	500.000	€ 450,00	€ 225.000.000	€ 12.500.000	€ 85.000	€ 212.415.000
37																									
a	1992	180.000	€ 13,61	€ 2.449.800,00	18,58%	909,85%	1998	120.000	€ 100,00	€ 7.200,00	€ 11.992.800	10,34%	2004	90.000	€ 275,00	€ -	€ 10.800	€ 24.739.200							

5.2 TOELICHTING RENDEMENTEN

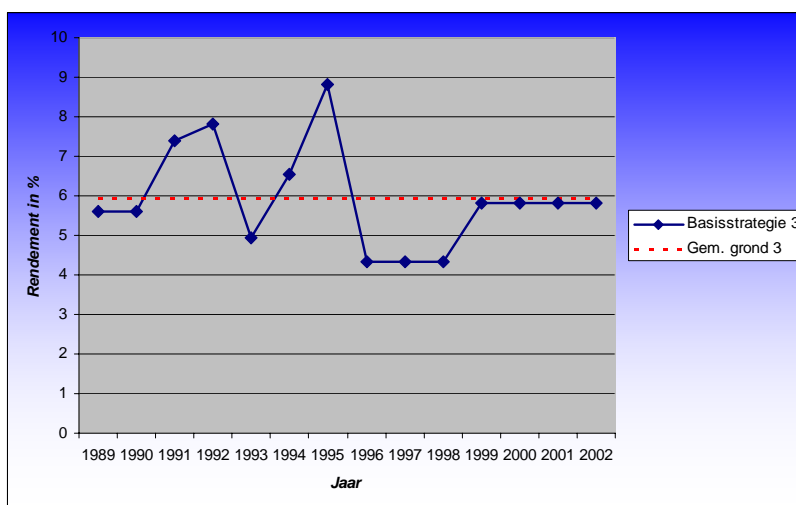
In onderstaande figuren zijn de rendementen per jaar van de verschillende basisstrategieën afgebeeld. Er is sprake van een duidelijke neerwaartse trend. Dit is te verklaren door het feit dat het gerealiseerde rendement in de loop van de tijd, verspreidt dient te worden over meerdere jaren.



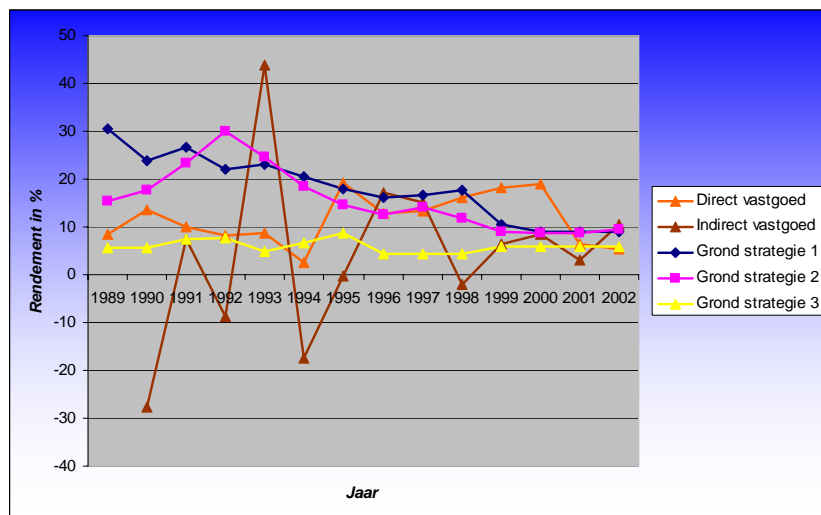
Figuur 5.1: Verloop jaarlijks rendement grondbeleggingen basisstrategie 1



Figuur 5.2: Verloop jaarlijks rendement grondbeleggingen basisstrategie 2



Figuur 5.3: Verloop jaarlijks rendement grondbeleggingen basisstrategie 3



Figuur 5.4: Verloop rendementen grondbeleggingen vergeleken met rendementen direct en indirect vastgoed
 [Bron: Bewerkt, GPR NL, ROZ/IPD, 2005]

5.3 TOELICHTING CORRELATIES GRONDBELEGGINGEN

		Correlations								
		ind	dir	obl	aand	GB1	GB2	GB3	infla	
Kendall's tau_b	ind	Correlation Coefficient	1,000	,000	,128	,359	-,248	-,090	-,440	-,144
		Sig. (2-tailed)	.	1,000	,542	,088	,243	,669	,056	,500
		N	13	13	13	13	13	13	12	13
	dir	Correlation Coefficient	,000	1,000	,143	,231	-,067	-,265	-,082	-,268
		Sig. (2-tailed)	1,000	.	,477	,250	,741	,188	,724	,187
		N	13	14	14	14	14	14	12	14
	obl	Correlation Coefficient	,128	,143	1,000	,077	,045	,155	,147	-,067
		Sig. (2-tailed)	,542	,477	.	,702	,826	,443	,525	,741
		N	13	14	14	14	14	14	12	14
	aand	Correlation Coefficient	,359	,231	,077	1,000	,179	,155	-,245	-,402*
	Sig. (2-tailed)	,088	,250	,702	.	,378	,443	,289	,048	
	N	13	14	14	14	14	14	12	14	
GB1	Correlation Coefficient	-,248	-,067	,045	,179	1,000	,674**	,184	-,193	
	Sig. (2-tailed)	,243	,741	,826	,378	.	,001	,433	,347	
	N	13	14	14	14	14	14	12	14	
GB2	Correlation Coefficient	-,090	-,265	,155	,155	,674**	1,000	,214	-,011	
	Sig. (2-tailed)	,669	,188	,443	,443	,001	.	,357	,956	
	N	13	14	14	14	14	14	12	14	
GB3	Correlation Coefficient	-,440	-,082	,147	-,245	,184	,214	1,000	,367	
	Sig. (2-tailed)	,056	,724	,525	,289	,433	,357	.	,118	
	N	12	12	12	12	12	12	12	12	
infla	Correlation Coefficient	-,144	-,268	-,067	-,402*	-,193	-,011	,367	1,000	
	Sig. (2-tailed)	,500	,187	,741	,048	,347	,956	,118	.	
	N	13	14	14	14	14	14	12	14	

Om de samenhang van grondbeleggingen met zowel traditionele vastgoedbeleggingen als aandelen en obligaties te bepalen zijn de correlatiecoëfficiënten uitgerekend. Aangezien dat de 'steekproef' van de verzamelde data kleiner is dan 30 stuks, is er sprake van een non-parametrische test. De gebruikte test (Kendall's tau bèta) is niet zo krachtig, maar dient slechts ter indicatie. De correlatiecoëfficiënten zijn gebaseerd op de rendementcijfers in de periode 1989 – 2002.

BIJLAGEN HOOFDSTUK 6

6.1 VASTGOEDANALYSE OOST – EUROPA

Naast de analyse op basis van macro-economische indicatoren is er een analyse uitgevoerd gebaseerd op vastgoedindicatoren. Deze is hieronder in tabel 6.1 te zien. De analyse bestaat uit 6 verschillende onderdelen, waarvoor punten zijn toegekend. Het land met de beste score op een onderdeel krijgt 6 punten en de slechtste 1 punt. De landen met de meeste punten presteren over het algemeen op alle verschillende fronten het beste. Deze landen zijn Slowakije en Tsjechië.

	Tsjechië	Slowakije	Hongarije	Litouwen	Estland	Letland
	1 = zeer slecht <> 6 = zeer goed					
Grootte vastgoedmarkt						
Totaal (€ mrd)	37,25	14,46	35,61	7,37	2,84	3,81
score	6	4	5	3	1	2
Per inwoner (€)	3651,95	2678,21	3526,02	2047,97	2087,89	1642,10
Score	6	4	5	2	3	1
<i>gemiddelde score</i>	6,0	4,0	5,0	2,5	2,0	1,5
Property activity						
Rapport Cushman & Wakefield H&B	2	3	1	5	6	4
Score	5	4	6	2	1	3
Market structure						
Rapport Cushman & Wakefield H&B	4	1	3	5	2	6
score	3	6	4	2	5	1
Belastingen						
Huur & Dispositie	+	++	-	++	-	-
Overdrachtsbelasting	0	NA	-	+	+	+
Score	4	4	1	6	3	3
BAR						
kantoren	7,75	7,00	7,25	10,00	9,00	10,10
Score	3	1	2	5	4	6
winkels	7,00	8,50	7,50	10,00	9,00	10,00
Score	2	4	3	6	5	6
Industrieel	9,00	9,00	9,00	13,00	12,00	13,00
score	4	4	4	6	5	6
<i>gemiddelde score</i>	3,00	3,00	3,00	5,67	4,67	6,00
Verwachtingen vastgoed drivers						
BBP groei (gem. 2005-2007)	4,5	5,63	3,83	6,33	7,67	7,96
Score	2	3	1	4	5	6
Bevolkingsgroei in % (2005 - 2010)	-0,74	-0,54	-1,13	-2,45	-2,37	-2,84
score	5	6	4	2	3	1
<i>gemiddelde score</i>	3,5	4,5	2,5	3	4	3,5
TOTAAL	24,50	25,50	21,50	21,17	19,67	18,00
RANK	2	1	3	4	5	6

Tabel 6.1: Analyse vastgoedindicatoren

BIJLAGEN HOOFSTUK 7

7.1 ALGEMENE INFORMATIE SLOWAKIJE EN TSJECHIË

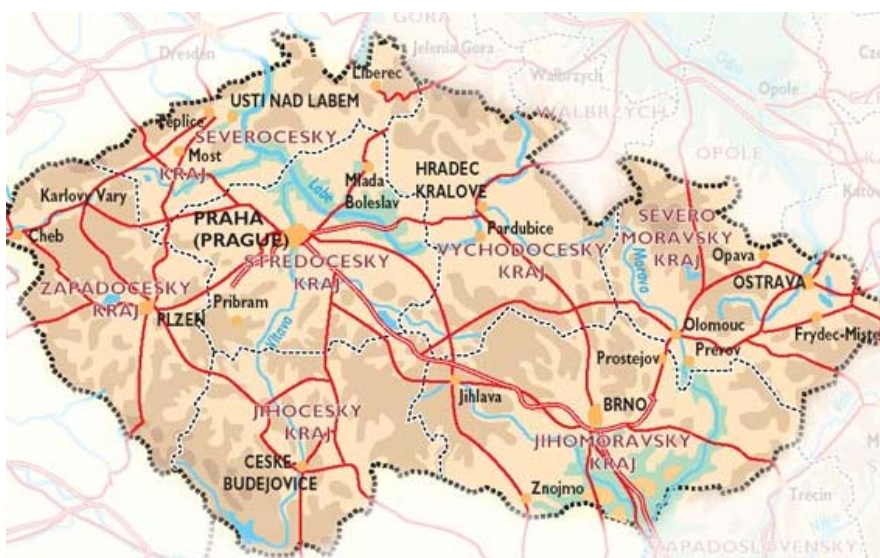


Figuur 7.1: de 8 verschillende regio's van slowakije

In de analyse van de Slowaakse grondprijzen is een onderscheidt gemaakt in 6 verschillende districten. Deze districten zijn weer een onderdeel van de in figuur 7.1 afgebeelde regio's. In tabel 7.1 is te zien in welke regio de geanalyseerde districten liggen.

District	Regio	Opmerkingen
Dunajská Streda	Trnava	Gelegen in het zuidelijk deel van de regio
Topolčany	Nitra	Noordelijk deel van de regio
Liptovský Mikuláš	Žilina	Noord - Oosten van de regio
Rimavská Sobota	Banská Bystrica	Zuid - Oosten van de regio
Svidník	Prešov	Noordelijk deel van de regio
Michalovce	Košice	Oostelijk deel van de regio

Tabel 7.1: Regio's van de geanalyseerde districten



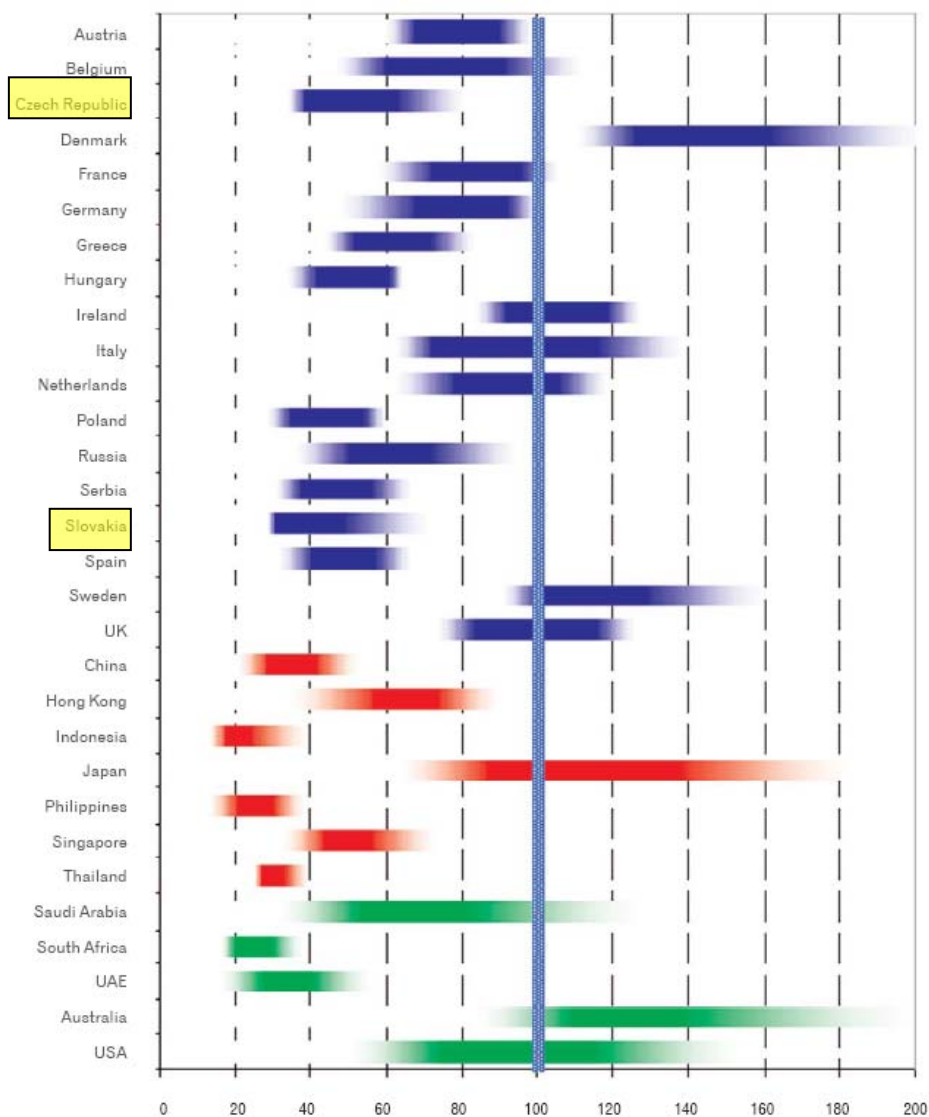
Figuur 7.2: Kaart Tsjechië

In de analyse van de Tsjechische grondprijzen was geen geografische data voorhanden. Slechts een onderverdeling van soorten gebieden. Op de kaart is te zien dat met name de gebieden

rond de grote steden Praag en Brno 'normale gebieden' zijn, dat wil zeggen geen belemmeringen voor het agrarisch grondgebruik zoals berggebieden etc.

7.2 VERGELIJKING BOUWKOSTEN

Om een indruk te krijgen van de residuele grondwaarde in Slowakije en Tsjechië, zijn naast de waarde van het vastgoed ook de bouwkosten van belang. In figuur 7.3 is duidelijk te zien dat de bouwkosten in zowel Slowakije als Tsjechië beduidend lager liggen als in Nederland. De vastgoedinvesteringen zijn eveneens lager (op basis van de BAR-en en de huurniveau's). De bouwkosten zijn echter in verhouding lager dan de vastgoedinvestering. Dit houdt in dat de residuele grondwaarde hoger kan zijn.



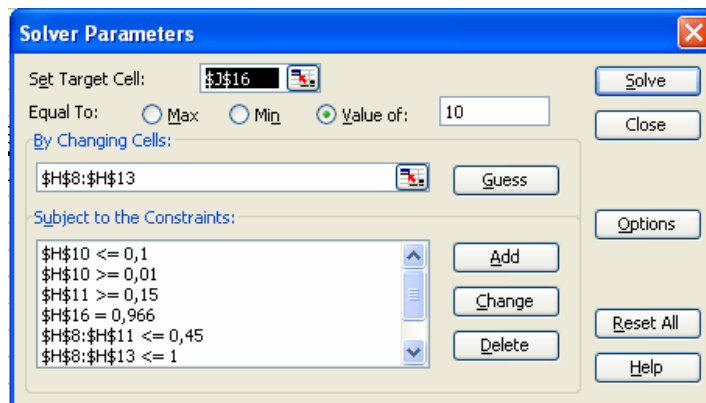
Figuur 7.3: Vergelijking bouwkosten van verschillende landen

[Bron: EC Harris, 2005]

BIJLAGEN HOOFDSTUK 8

8.1 TOELICHTING BIJ BEREKENING OPTIMALE PORTEFEUILLE

De berekening van de optimale vastgoedportefeuille is uitgevoerd met behulp van een uitgebreide formule in Excel. Deze functie heet 'Solver' en is een apart te installeren applicatie. Deze functie is in staat om een bepaalde cel te optimaliseren aan de hand van verschillende opgegeven 'constrains' (randvoorwaarden), zie figuur 8.1.



Figuur 8.1: Functie 'Solver' in Excel

In een tabel zijn eerst de traditionele vastgoedbeleggingen (kantoren, winkels, bedrijfsruimten en woningen) met de bijbehorende risico's, rendementen en sharp-ratio's uiteengezet. De weging in de huidige institutionele portefeuille is bekend en door de risico's en rendementen van de afzonderlijke vastgoedcategorieën te vermenigvuldigen met deze weging krijgt men het aandeel van risico en rendement dat een vastgoedcategorie levert in de totale vastgoedportefeuille (zie tabel 8.2). Door de totalen van rendement en risico nu op te tellen komt men tot het rendement en risico van de totale portefeuille. Deze cellen zijn te optimaliseren aan de hand van de functie 'solver' in excel. Om de berekening zo realistisch mogelijk te maken is er gebruik gemaakt van verschillende randvoorwaarde bij deze berekening (zie tabel 8.1).

Randvoorwaarde	Toelichting
Aandeel bedrijfsgebouwen $\leq 0,10$	Dit in verband met de kleine huidige waarde in de totale portefeuille (3%) en de beperkte mogelijkheden in de markt.
Aandeel bedrijfsgebouwen $\geq 0,01$	Om te zorgen dat de vastgoedcategorie bedrijfsgebouwen wel vertegenwoordigd wordt in de totale portefeuille. Dit gezien de diversificatie.
Aandeel woningen, kantoren en winkels $\geq 0,15$	Om het diversificatievoordeel van de totale portefeuille te behouden, dient elke categorie met minimaal 15% vertegenwoordigd te zijn.
Aandeel woningen, kantoren en winkels $\leq 0,45$	Om te voorkomen dat de categorieën met een goede sharp-ratio een te groot aandeel vormen in de totale portefeuille kunnen de categorieën niet groter worden dan 45%.
Totaal wegingen = 0,97	Rekening houdend met de huidige verdeling. Er is voor ongeveer 3% sprake van de post 'overig'. Deze wordt hiermee behouden.
Aandeel grondbeleggingen ≥ 0	Om er voor te zorgen dat grondbeleggingen meegenomen worden in de optimalisatie.

Tabel 8.1: Overzicht van de gebruikte randvoorwaarden in de berekening.

Na invulling van deze randvoorwaarden kan de berekening uitgevoerd worden. Op de eerste plaats is de berekening uitgevoerd aan de hand van de maximalisatie van de sharp-ratio van de gehele portefeuille. Hiermee wordt dan de meest optimale verhouding gevonden van risico en rendement in de totale vastgoedportefeuille, aan de hand van verschillende wegingen van de verschillende categorieën.

Vastgoedsegment	Individuele kenmerken			Weging	Totaal portefeuille		
	Rendement	Risico	Sharpratio		Rendement	Risico	Sharp-ratio
Kantoren	8,90	5,50	1,01	0,15	1,34	0,83	0,15
Winkels	10,44	2,16	3,28	0,45	4,70	0,97	1,48
Bedrijfsgebouwen	12,13	2,72	3,22	0,10	1,21	0,27	0,32
woningen	11,61	4,83	1,71	0,15	1,74	0,72	0,26
Basisstrategie 1	18,06	6,92	2,12	0,12	2,09	0,80	0,25
Basisstrategie 2	15,57	6,58	1,86	0,00	0,00	0,00	0,00
Basisstrategie 3	5,98	1,45	1,81	0,00		0,00	0,00
gemiddelde	10,77	4,78	2,30	0,97	11,08	3,59	2,15
				Weging grondbeleggingen	0,12		
				Weging traditionele vastgoedbel.	0,85		

Tabel 8.2: Optimalisatie Sharp-ratio

Om een verschillend beeld te krijgen van de rol van grondbeleggingen in de vastgoedportefeuille zijn er ook nog 2 andere berekeningen gemaakt. De eerste is op basis van verschillende rendementseisen van de belegger. In de functie 'Solver' is voor 9 verschillende rendementseisen de wegingen van de verschillende categorieën bepaald. Hierbij werd de cel 'rendement' vastgesteld op een waarde tussen de 10% en 14%. Hieruit kwamen verschillende waarde voor de categorie grondbeleggingen naar voren.

Ten tweede is een berekening gemaakt om de weging van de verschillende categorieën in beeld te brengen tegenover een gelijkblijvend risicoprofiel van de portefeuille zonder dat grondbeleggingen waren meegenomen. Hierbij is de cel 'risico' vastgesteld op een waarde van 4,09. Vanuit dit uitgangspunt zijn opnieuw de optimale wegingen bepaald.

Interpretatie van de cijfers

De berekeningen zijn niet te vergelijken met een professionele ALM-studie van institutionele beleggers. Er is rekening gehouden met 'slechts' een beperkt aantal randvoorwaarden en puur gebaseerd op cijfers van rendement en risico. Zo is te zien in tabel 8.2 dat bijvoorbeeld de basisstrategie 2 niet mee is genomen, omdat dit niet mogelijk was. Praktische kwesties zoals de haalbaarheid van een bepaald percentage van een vastgoedcategorie zijn niet meegenomen. Eveneens de extra risico-opslagen en eisen met betrekking tot diversificatie die door institutionele beleggers gehanteerd worden zijn niet meegenomen. Met deze berekening wordt slechts getracht om een vergelijking te maken met de kenmerken van de traditionele vastgoedbeleggingen met grondbeleggingen.