

De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland

*Ashley Klapwijk
Rob Nijskens
Edwin Buitelaar*

Paper 2017 – 06
Augustus 2017



De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland

Dit paper is tot stand gekomen middels samenwerking met De Nederlandsche Bank (DNB) en het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL)

Ashley Klapwijk (DNB)

Rob Nijskens (DNB)

Edwin Buitelaar (ASRE / PBL)



ASRE research papers ISSN 1878-4607

*ASRE Research Center | Amsterdam School of Real Estate | Postbus 140 | 1000 AC Amsterdam |
T 020 – 668 1129 | F 020 – 668 0361 | research@asre.nl*

Inhoudsopgave

1	Samenvatting en bevindingen	2
1.1	De omvang van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt	3
1.2	Vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers	3
1.3	Structuur van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt: direct en indirecte beleggingen	4
1.4	Omvang van de vastgoedfinancieringsmarkt	6
1.5	Toekomstige monitoring	6
2	Inleiding: methodebeschrijving en gedetailleerde resultaten	7
3	Het belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen	9
3.1	Data en methodologie	9
3.2	Resultaten	9
4	Het belegd vermogen van Nederlandse verzekeraars in vastgoed	11
4.1	Data en methodologie	11
4.2	Resultaten	11
5	Het belegd vermogen van Nederlandse vastgoedfondsen	14
5.1	Data en methodologie	14
5.2	Resultaten	14
6	Het belegd vermogen van buitenlandse partijen in Nederlands vastgoed	16
6.1	Directe beleggingen in vastgoed	16
6.2	Indirect vastgoed	16
6.3	Buitenlandse beursgenoteerde vastgoedbedrijven	17
7	Het belegd vermogen van overige partijen en particuliere beleggers	18
8	Bancaire financiering van Nederlands vastgoed door Nederlandse banken	19
	Literatuur	20

1 Samenvatting en bevindingen

De vastgoedsector speelt een belangrijke rol in de Nederlandse economie en is nauw verbonden met de financiële sector. Informatie over de commerciële vastgoedmarkt is echter slechts beperkt en versnipperd aanwezig (DNB, 2015; ESRB, 2015; Füss & Ruf, 2015; Hilbers & Nijskens, 2016; Buitelaar et al., 2016). Het is van belang een overzicht te hebben van de omvang, de structuur en de financiering van vastgoedbeleggingen in Nederland. Hiermee wordt de transparantie van de vastgoedsector vergroot, en het faciliteert het monitoren van ontwikkelingen in de vastgoedsector vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit.

Allereerst is het van belang om te weten hoe groot de markt voor commercieel vastgoed is, om de relevantie van deze markt voor de economie en de financiële sector te bepalen. Daarnaast is er behoefte aan inzicht in de structuur van de vastgoedbeleggingsmarkt: wie belegt in Nederlands vastgoed, en doen ze dit direct of indirect? Beleggers kunnen grofweg in drie categorieën worden opgesplitst: Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen), Nederlandse particuliere beleggers en buitenlandse beleggers. Deze beleggers kunnen zowel direct (in “stenen”) als indirect, bijvoorbeeld via beleggingsfondsen, in vastgoed beleggen. Tot slot is het belangrijk te weten hoe de bancaire financiering van Nederlandse vastgoedbeleggingen zich ontwikkelt, voor de monitoring van bancaire blootstelling aan de risico's op commerciële vastgoedmarkten.

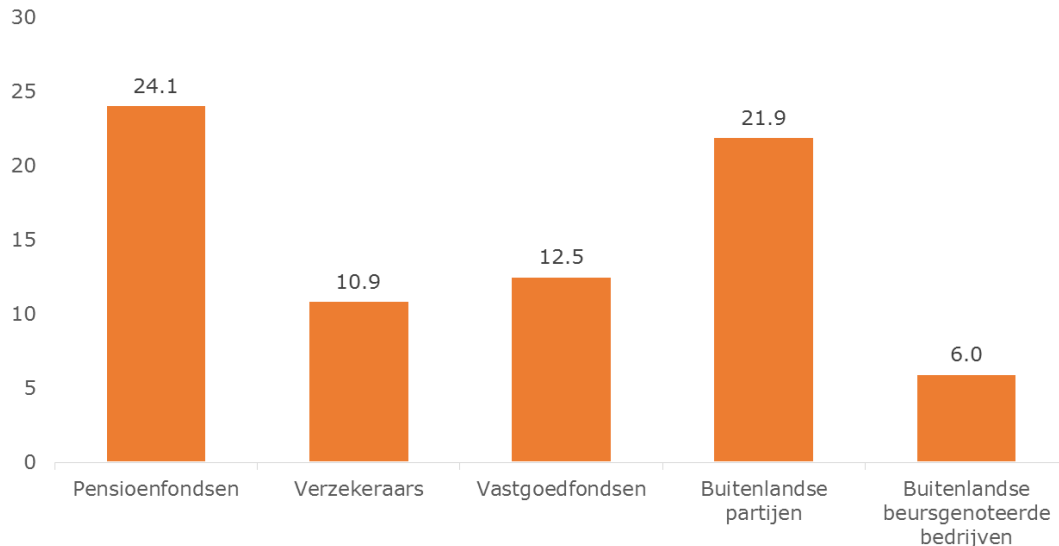
Dit onderzoek brengt de omvang van de professioneel beheerde beleggingen in Nederlands commercieel vastgoed in kaart, voornamelijk vanuit het perspectief van de Nederlandse financiële sector. Hiervoor is gebruikgemaakt van cijfers die beschikbaar zijn bij De Nederlandsche Bank (DNB). Waar nodig worden deze aangevuld met publiek beschikbare informatie.¹ Tot slot hebben we speciale aandacht besteed aan zogenaamde “dubbeltelling”. Zowel pensioenfondsen als verzekeraars beleggen indirect, via beleggingsfondsen, in vastgoed. Wanneer de vastgoedbeleggingen van beide typen partijen bij elkaar worden opgeteld kan ‘dubbeltelling’ ontstaan. Aangezien veel beleggingsfondsen ook rapporteren aan DNB, is het mogelijk deze dubbeltelling te corrigeren. Dit is gedaan door het aandeel van pensioenfondsen en verzekeraars van de totale beleggingen van vastgoedfondsen af te trekken. Na deze samenvatting volgt een gedetailleerde beschrijving van de methodologie en de resultaten (zie de sectie ‘Achtergrond: methodebeschrijving en gedetailleerde resultaten’). De aanpak is zodanig gekozen dat de analyse in de toekomst herhaald kan worden zodat monitoring mogelijk wordt. Hieronder volgen eerst de belangrijkste bevindingen.

¹ Daarnaast hebben we gesproken met verschillende organisaties met expertise in de vastgoedsector, wat nuttige inzichten heeft opgeleverd voor het onderzoek. We spraken met vertegenwoordigers van MSCI IPD (Bert Teuben), CBS (John Gebraad), IVBN (Frank van Blokland en Simon van der Gaast), Nationale Nederlanden (Marieke van Kamp), Vastgoedbelang (Co Koning) en CBRE (Jos Tromp en Nick van Wijk - nu Bouwfonds Investment Management). Ook zijn we dank verschuldigd aan collega's van DNB die hebben geholpen inzicht te verkrijgen in de vastgoedbeleggingen. Hans op 't Veld (PGGM / ASRE) en Peter van Gool (SPF / ASRE) worden bedankt voor hun commentaar op een conceptversie van deze paper. Uiteraard ligt de verantwoordelijkheid voor de inhoud volledig bij de auteurs.

1.1 De omvang van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Grafiek 1: Omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland in 2016K3

In miljarden euro.



Grafiek 1 laat zien dat de omvang van de professionele vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland zo'n €75 miljard is. Daarnaast laat deze zien hoe deze beleggingen zijn verdeeld over de verschillende partijen.²³ Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en vastgoedfondsen) zijn goed voor ruim €47 miljard euro aan vastgoedbeleggingen, 64% van het totaal. Pensioenfondsen hebben een aandeel van zo'n 32%, verzekeraars 15% en vastgoedfondsen ongeveer 17%. Zo'n 22 miljard aan Nederlands vastgoed (29%) is direct in handen van buitenlandse partijen. Daarnaast beleggen buitenlandse partijen €3 miljard op indirecte wijze, namelijk in Nederlandse vastgoedfondsen die in Nederlands vastgoed beleggen. Dit is meegenomen in de beleggingen van vastgoedfondsen in grafiek 1. Tot slot bezitten buitenlandse beursgenoteerde bedrijven zo'n 6 miljard euro aan Nederlands commercieel vastgoed. Recent onderzoek wijst er overigens op dat de vastgoedbeleggingen van buitenlandse partijen toenemen ten opzichte van die van Nederlandse partijen (PBL & Deloitte, 2016).

1.2 Vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers

Wanneer we het perspectief van de Nederlandse *vastgoedmarkt* verleggen naar Nederlandse institutionele *beleggers*, zien we dat hun totale Nederlandse vastgoedbeleggingen sinds 2013 redelijk stabiel zijn gebleven. Hoewel verzekeraars en vastgoedfondsen respectievelijk 10% en

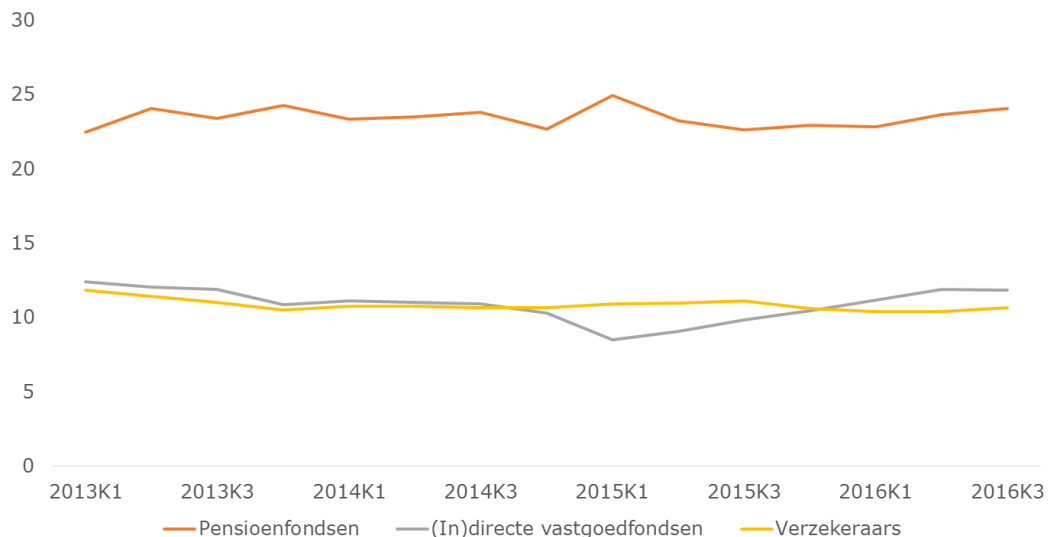
2 Onder professionele beleggers verstaan we institutionele beleggers (verzekeraars en pensioenfondsen), beleggingsfondsen, en buitenlandse bedrijven, beursgenoteerd en niet beursgenoteerd. Particuliere beleggers zijn buiten beschouwing gelaten, omdat cijfers over hun beleggingen niet consistent beschikbaar zijn. Een grove schatting op basis van beschikbare cijfers leidt tot zo'n 16,5 miljard aan beleggingen van deze partijen. Dit is zal zonder twijfel een onderschatting zijn. Zie voor meer details de methodebeschrijving.

3 MSCI IPD publiceert jaarlijks een schatting hiervan (o.a. gebaseerd op een selectie van beleggingen door institutionele beleggers (Teuben, 2011)), en komt voor 2016 op €125 miljard uit. Wij komen op een lager cijfer uit, omdat we ons alleen baseren op consistent beschikbare, "harde" toezichtinformatie over grote partijen binnen de financiële sector, en particuliere beleggers buiten beschouwing zijn gelaten.

15% minder zijn gaan beleggen in Nederlands vastgoed, zijn de Nederlandse vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen (de grootste categorie vastgoedbeleggers) zo'n 7% gegroeid; zie grafiek 2.

Grafiek 2: Beleggingen van Nederlandse institutionele partijen in Nederlands vastgoed

In miljarden euro



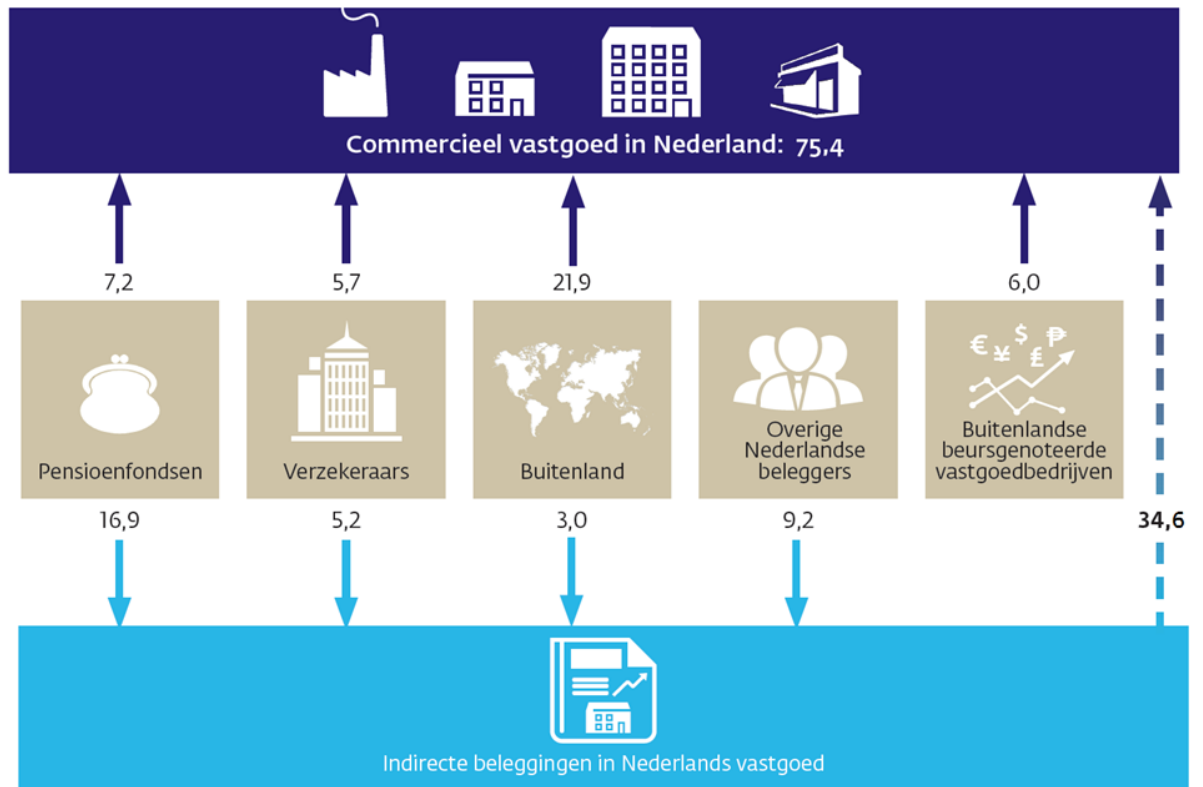
De totale vastgoedbeleggingen (zowel Nederlandse als buitenlandse) van pensioenfondsen zijn sinds 2013 met ruim 33% gegroeid: van 84 miljard naar 112 miljard eind 2016. Het aandeel van vastgoed in de totale beleggingen van pensioenfondsen is ook toegenomen: van 8,5% in 2013 naar 10% in 2016. Dit kan te maken hebben met een *search for yield*: het rendement op vastgoed is de afgelopen jaren namelijk gestaag gegroeid, terwijl de kapitaalmarktrente verder is gedaald. Daarnaast kan ook de waarde van de vastgoedbeleggingen zijn gestegen. De beleggingen van verzekeraars in vastgoed zijn sinds 2013 vrijwel gelijk gebleven. Zowel pensioenfondsen als verzekeraars hebben hun aandacht echter verlegd naar buitenlands vastgoed: het aandeel buitenland in de totale vastgoedbeleggingen is gestegen van 73% naar 78% voor pensioenfondsen, en van 19% naar 29% voor verzekeraars.

1.3 Structuur van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt: direct en indirecte beleggingen

Een groot deel van de vastgoedbeleggingen in Nederland, vooral door institutionele partijen, vindt via vastgoedfondsen plaats: deze zijn weergegeven als "Indirecte beleggingen in Nederlands vastgoed in figuur 1. Deze fondsen beleggen het vermogen dat hen wordt toevertrouwd in vastgoed. Zij doen dit op hun beurt ofwel direct, door vastgoed te kopen, ofwel indirect. De indirecte vastgoedfondsen ("funds of funds") beleggen zelf weer in andere fondsen (overigens vooral in het buitenland). Dit fondstype is het meest populair bij institutionele beleggers. Niet-institutionele beleggers, zoals Nederlandse bedrijven, overige financiële instellingen en huishoudens, maar ook buitenlandse partijen, beleggen vooral in directe vastgoedfondsen; in 2016 zo'n 12 miljard. Deze fondsen, die direct "in de stenen" beleggen, richten zicht vrijwel uitsluitend op Nederland.

Figuur 1: structuur van beleggingen in Nederlands commercieel vastgoed (2016)

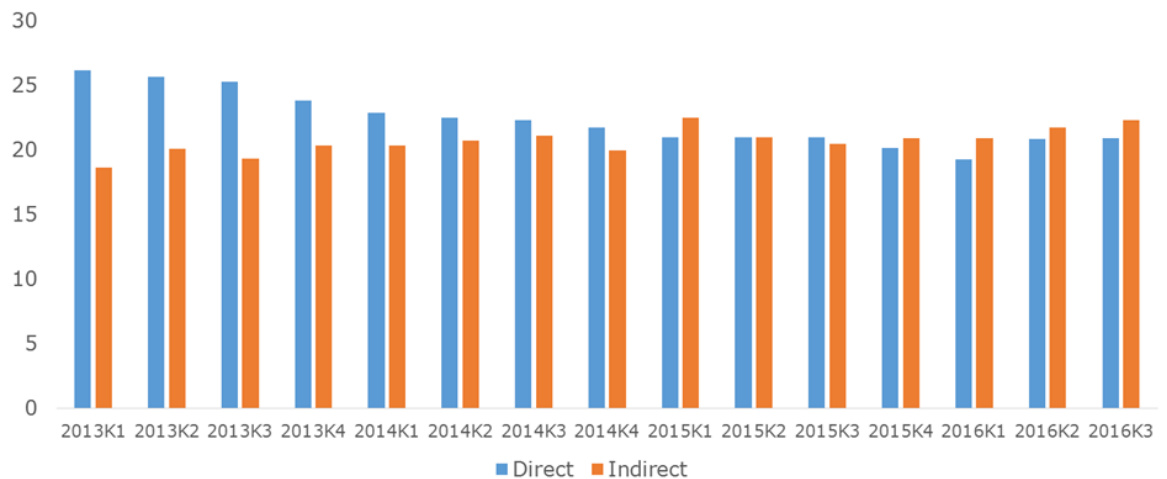
In miljarden euro



Het percentage indirecte vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele partijen is over de tijd toegenomen (grafiek 3). Vooral pensioenfondsen organiseren hun Nederlandse vastgoedbeleggingen voor het grootste deel via fondsen: van 60% in 2013 naar 70% in 2016. Bij verzekeraars is dit aandeel van 35% naar 45% gegaan. Buitenlandse vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars gaan vrijwel uitsluitend via fondsen; alleen in Nederland beleggen zij op directe wijze. Kennis van de markt is bij vastgoedbeleggen namelijk onontbeerlijk, en Nederlandse partijen kennen de Nederlandse markt natuurlijk het best.

Grafiek 3: ontwikkeling van directe en indirecte beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars in Nederlands vastgoed

In miljarden euro



1.4 Omvang van de vastgoedfinancieringsmarkt

Naast de eigendomsverdeling in de vastgoedsector hebben we ook de financiering van vastgoed onder de loep genomen, met een focus op de Nederlandse grootbanken (die het grootste deel van de vastgoedfinanciering in Nederland voor hun rekening nemen). In totaal hadden de drie Nederlandse grootbanken in 2016K2 voor zo'n 72 miljard euro aan commerciële vastgoedleningen uitstaan, waarvan 54 miljard in Nederland en 18 miljard in het buitenland. De Nederlandse vastgoedleningen zijn geconcentreerd in de Randstad en dan vooral in de vier grote steden: Amsterdam, Den Haag, Utrecht en Rotterdam. De totale vastgoedportefeuille van Nederlandse banken is de afgelopen jaren overigens sterk afgenomen, mede doordat zij zich deels hebben teruggetrokken uit de deze markt: in 2013 bedroeg het totaal aan vastgoedleningen bij Nederlandse banken nog bijna 90 miljard euro.

1.5 Toekomstige monitoring

Naast bovengenoemde kwantitatieve inzichten, over de omvang en de structuur van de vastgoedbeleggingsmarkt, heeft dit onderzoek ook een aantal kwalitatieve inzichten opgeleverd. Zo is naar voren gekomen dat er veel gedetailleerde informatie beschikbaar is van Nederlandse institutionele partijen, maar dat de informatie over particuliere en buitenlandse beleggers in Nederlands vastgoed schaars is. Nu buitenlandse partijen steeds belangrijker worden in Nederland, kan dit gebrek aan transparantie de adequate monitoring van de vastgoedmarkt belemmeren. Daarnaast verschuiven beleggingen van Nederlandse partijen, vooral pensioenfondsen, in toenemende mate naar het buitenland. Zij beleggen minder direct in vastgoed, en in toenemende mate via fondsen (die ze vaak speciaal voor dit doel oprichten). Deze beleggingen zijn moeilijker te monitoren, omdat er een extra laag tussen de eindbelegger en het vastgoed ontstaat. Tot slot zien we, zoals gezegd, een terugtrekkende beweging van Nederlandse banken. Niet-bancaire en buitenlandse partijen vullen dit gat. Dit zorgt in de basis voor meer diversiteit, maar de monitoring van deze ontwikkelingen is ook lastiger.

2 Inleiding: methodebeschrijving en gedetailleerde resultaten

Dit onderzoek is voornamelijk uitgevoerd met behulp van cijfers over vastgoedbeleggingen van financiële instellingen die rapporteren aan DNB. Dit zijn pensioenfondsen, verzekeraars, vastgoedfondsen (zowel beleggingsinstellingen als rapportageplichtigen onder AIFMD⁴) en banken. Ook bepalen we, aan de hand van jaarverslagen, hoeveel buitenlandse beursgenoteerde vastgoedbedrijven, die niet rapporteren aan DNB, investeren in de Nederlandse vastgoedmarkt. Hierbij richten we ons primair op de *eigenaren* van vastgoed (de activazijde van de balans), en niet op de *financiering* ervan (de passivazijde); de omvang van het eigendom bepaalt immers de omvang van de vastgoedmarkt. Financiering door Nederlandse banken wordt daarna kort behandeld, maar vormt niet de hoofdmoot van dit onderzoek. Naast de institutionele partijen wordt nog een indruk gegeven van de beleggingen van (de grotere) particuliere beleggers in vastgoed. Omdat hier echter geen complete en betrouwbare informatiebron over beschikbaar is, worden deze cijfers niet meegeteld in het totaal aan vastgoedbeleggingen.

Om te bepalen hoe groot het bedrag beleggingen in vastgoed is, is het van belang om “dubbeltelling” zoveel mogelijk te vermijden. Dubbeltelling ontstaat wanneer een institutionele belegger (pensioenfonds of verzekeraar) indirect belegt in Nederlands vastgoed, bijvoorbeeld via een vastgoedfonds (zie figuur 2). Wanneer zowel de institutionele belegger als het vastgoedfonds over hun beleggingen rapporteren aan DNB en deze cijfers bij elkaar worden opgeteld, zou er dubbeltelling ontstaan. Om dit te vermijden bepalen we het procentuele aandeel (aanhoudingspercentage) van de belegger in een fonds. Dit percentage vermenigvuldigen we met de totale beleggingen van dit fonds in Nederlands vastgoed, waardoor we de daadwerkelijke indirecte blootstelling van deze belegger op vastgoed nauwkeuriger kunnen bepalen. Als voorbeeld: fonds A belegt voor 4 miljoen in onroerend goed, waarvan 2 miljoen in Nederland en 2 miljoen in België. Een belegger participeert voor 1 miljoen in fonds A: het aanhoudingspercentage in fonds A is dus 25%. Een half miljoen van deze belegging wordt toebedeeld aan Nederland en een half miljoen aan België (telkens 25% van 2 miljoen). Overigens kunnen we alleen voor dubbeltelling corrigeren wanneer beide partijen in kwestie rapporteren aan DNB.⁵

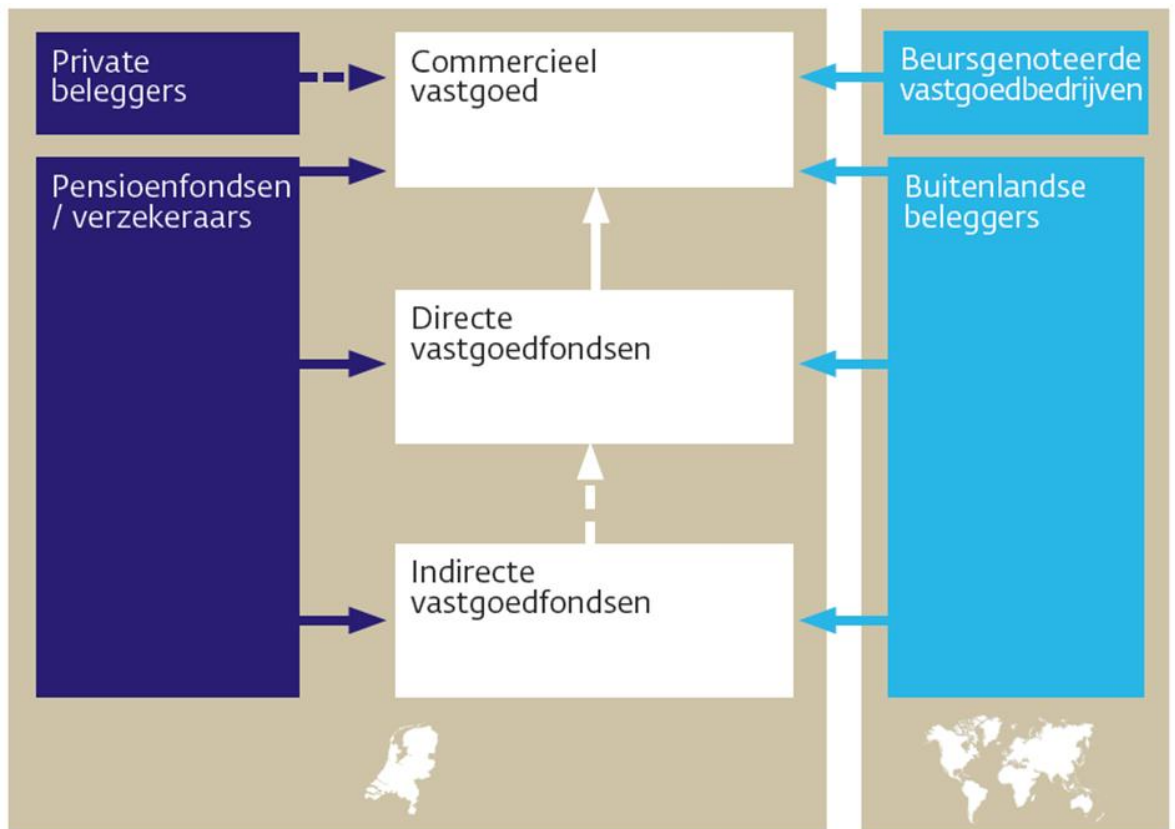
Tot slot maken we onderscheid tussen directe en indirecte vastgoedfondsen: directe vastgoedfondsen beleggen (voornamelijk) in het onroerend goed zelf, terwijl indirecte fondsen een participatie of aandeel hebben in een ander fonds. Ook hier kan dubbeltelling ontstaan, waarvoor we niet kunnen corrigeren omdat niet bekend is in welke vastgoedfondsen de indirecte fondsen participeren (zie de onderbroken pijl in de middelste kolom van figuur 2). Deze dubbeltelling is in dit onderzoek echter beperkt, aangezien veel indirecte vastgoedfondsen in het buitenland beleggen en onze focus ligt op de Nederlandse vastgoedmarkt. Verder nemen we aan dat de fondsen waarin indirecte vastgoedfondsen participeren volledig in vastgoed beleggen, het zijn immers *vastgoedfondsen*.⁶

4 AIFMD = Alternative Investment Fund Managers Directive, Europese regelgeving voor fondsbeheerders en alternatieve beleggingsfondsen.

5 Buitenlandse partijen en kleinere fondsen rapporteren niet altijd aan DNB, en kunnen dus niet meegenomen worden in de correctie.

6 De ECB definieert vastgoedfondsen (*real estate funds*) als volgt: “Real estate funds are investment funds primarily investing in real estate. The criteria for classifying investment funds into real estate funds are derived from the public prospectus, fund rules, instruments of incorporation, established statutes or by-laws, subscription documents or investment contracts, marketing documents, or any other statement with similar effect.”

Figuur 2: illustratie van de beleggingsstructuur



3 Het belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen

3.1 Data en methodologie

DNB beschikt over gegevens omtrent de omvang van het belegd vermogen van pensioenfondsen in direct vastgoed.⁷ De locatie van de vastgoedbeleggingen wordt alleen ingevuld door de grote pensioenfondsen, die zo'n 90% van de totale vastgoedinvesteringen van alle pensioenfondsen voor hun rekening nemen. Voor het bepalen van de verdeling Nederlandse en buitenlandse vastgoedbeleggingen nemen we aan dat de grote pensioenfondsen representatief zijn. Indirecte vastgoedbeleggingen⁸ worden door pensioenfondsen gerapporteerd via het *look through* principe: ze moeten zoveel mogelijk door een beleggingsfonds heen kijken om zo de beleggingsrisico's uit te splitsen. Als voorbeeld: een pensioenfonds investeert voor 2 miljoen in het Nederlandse beleggingsfonds X. Fonds X investeert vervolgens 1 miljoen in Nederland en 1 miljoen in Duitsland. Volgens het *look through* principe rapporteert het pensioenfonds een indirecte investering van 1 miljoen in Nederland en 1 miljoen in Duitsland. Wanneer een instelling niet volgens het *look through* principe zou rapporteren, rapporteert zij een investering van 2 miljoen in Nederland: 1 miljoen te veel.⁹

3.2 Resultaten

De totale beleggingen van pensioenfondsen in vastgoed zijn recent aanzienlijk meer in waarde gegroeid: van €84 miljard in 2013 naar €112 miljard in 2016, een stijging van 33% (grafiek 4). Ook het aandeel van vastgoed binnen de totale activa van pensioenfondsen is sinds 2013 (licht) toegenomen van 8,5% naar 10%.

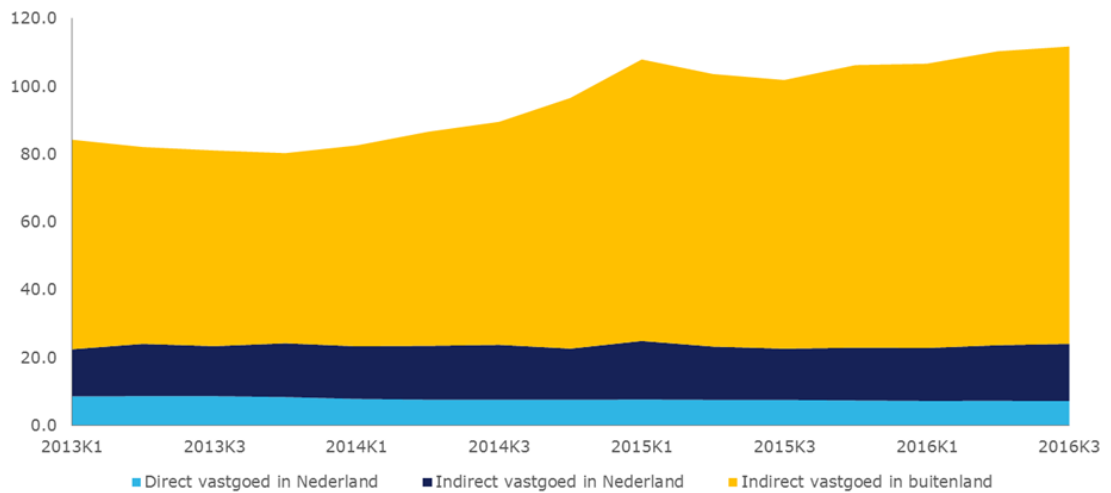
⁷ Ongeveer 300 pensioenfondsen staan onder toezicht van DNB. (zie <http://www.dnb.nl/statistiek/statistieken-dnb/financiële-instellingen/pensioenfondsen/register/index.jsp>).

⁸ Met indirect vastgoed wordt bedoeld participaties of deelnemingen in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en (in)directe vastgoedfondsen. Aandelen in beursgenoteerde vastgoedbedrijven worden niet gezien als beleggingen in vastgoedfondsen, waardoor nog enige dubbel telling zou kunnen bestaan met voornamelijk de buitenlandse beursfondsen in sectie 4. Pensioenfondsen hebben echter maar een klein aandeel (enkele procenten) in deze fondsen, dus deze dubbel telling is beperkt.

⁹ Het CBS publiceert informatie over de beleggingen in onroerend goed van Nederlandse institutionele partijen (<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=82827ned>), deels gebaseerd op cijfers van DNB. Uit gesprekken met het CBS blijkt echter dat zij niet het *look through* principe toepassen en niet corrigeren voor dubbel telling, waardoor deze informatie een overschatting van de totale beleggingen in Nederlands vastgoed geeft. Overigens laten de CBS-cijfers wel een vergelijkbare ontwikkeling van de beleggingen zien.

Grafiek 4: Totale vastgoedbeleggingen van pensioenfondsen

In miljarden euro



Grafiek 4 laat ook zien dat de structuur van deze vastgoedbeleggingen sinds 2013 is veranderd. Pensioenfondsen hebben hun directe vastgoedbeleggingen met 16% teruggebracht, en zijn juist meer in indirect vastgoed gaan beleggen. Hiertoe richten pensioenfondsen- en uitvoerders vaak hun eigen (indirecte) vastgoedfonds op, zoals APG (Strategic Real Estate Pool), PGGM (Listed Real Estate PF Fund) en de Blue Sky Group (Stichting Blue Sky Passive Public Real Estate Europe Fund). Deze vastgoedfondsen beleggen grotendeels in andere vastgoedfondsen, zowel beursgenoteerd als niet beursgenoteerd, en minder in direct vastgoed. Dit hangt samen met toenemende buitenlandse oriëntatie van pensioenbeleggingen in vastgoed: sinds 2013 is het aandeel buitenland in alle vastgoedbeleggingen gestegen van 73% naar 78%. Deze buitenlandse beleggingen gaan uitsluitend via fondsen, o.a. omdat deze manier van beleggen minder kennis van de lokale markt vergt dan direct beleggen in buitenlands vastgoed. In Nederland beleggen pensioenfondsen vooral “in de stenen”: ruim 80% van hun Nederlandse vastgoedbeleggingen zijn direct, en de rest gaat via vastgoedfondsen.

4 Het belegd vermogen van Nederlandse verzekeraars in vastgoed

4.1 Data en methodologie

Vanaf 1 januari 2016 rapporteren verzekeraars¹⁰ volgens de richtlijnen van Solvency II. Hierdoor is vrij gedetailleerde informatie beschikbaar over de directe vastgoedbeleggingen, waaronder de acquisitiewaarde, actuele waarde en de locatie van het onroerend goed. 95% van de verzekeraars rapporteert de locatie van hun directe beleggingen; we nemen aan dat deze set representatief is voor alle verzekeraars.

Het bepalen van de indirecte vastgoedbeleggingen is lastiger. Solvency II verplicht verzekeraars, namelijk niet om te rapporteren via het *look through* principe (dat pensioenfondsen wel moeten hanteren). Hierdoor weten we wel in welke vastgoedfondsen verzekeraars participeren, maar niet waar deze fondsen vervolgens in beleggen. Uit de rapportages van vastgoedfondsen aan DNB (zie ook sectie 3) valt echter wel te achterhalen hoe groot de participaties van verzekeraars zijn in Nederlandse vastgoedfondsen. Dit is gedaan volgens de methode uitgelegd op pagina 7. Deze methode is echter alleen van toepassing op fondsen die aan DNB rapporteren. Verzekeraars beleggen daarnaast ook in vastgoedfondsen die niet rapporteren aan DNB. Aan de hand van de Solvency II-rapportage zijn de namen van deze fondsen en het aandeel van verzekeraars hierin achterhaald.

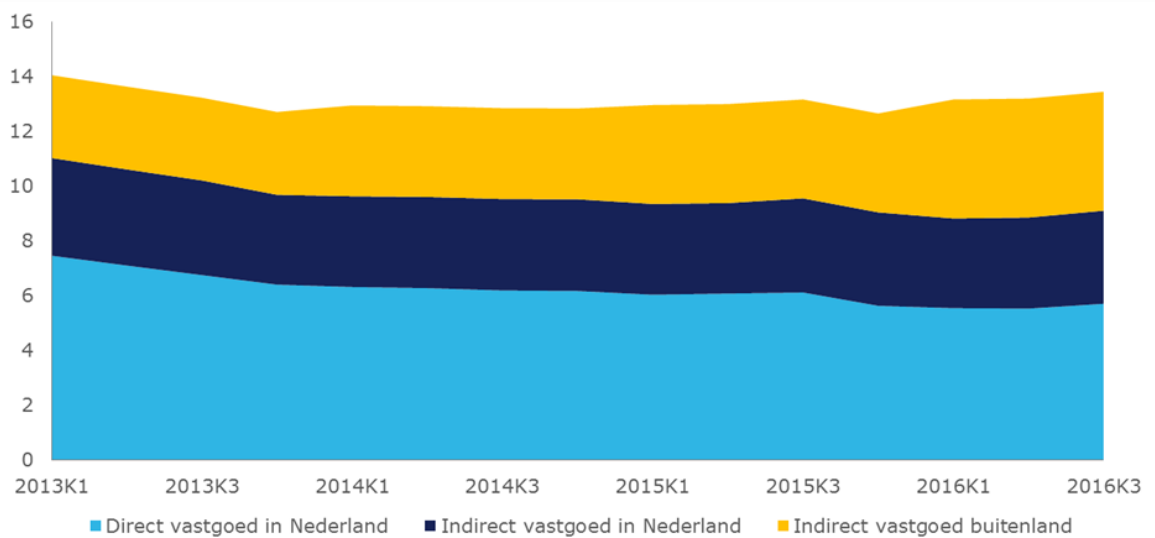
4.2 Resultaten

Grafiek 5 laat zien dat het totaalbedrag aan vastgoedbeleggingen van verzekeraars in vastgoed sinds 2013 vrijwel gelijk is gebleven. Verzekeraars zijn echter minder gaan beleggen in Nederlands direct vastgoed: van 7,5 miljard in 2013 naar 6 miljard in 2016. Dit komt overeen met de al langer gaande trend van institutionele beleggers om direct vastgoed af te stoten. Net zoals pensioenfondsen kiezen verzekeraars er ook in toenemende mate voor om te beleggen in indirect vastgoed: van 8,3 miljard in 2013K1 naar 9,2 miljard (+11%). Grote verzekeraars hebben hiertoe eigen vastgoedfondsen opgericht, zoals ASR (Dutch Core Residential Fund) en Achmea (Dutch Office Fund).

¹⁰ Nederlandse verzekeraars (ongeveer 180) staan onder toezicht van DNB (zie <http://www.dnb.nl/statistiek/statistieken-dnb/financiële-instellingen/verzekeraars/register/index.jsp>)

Grafiek 5: Totale vastgoedbeleggingen van verzekeraars

In miljarden euro.

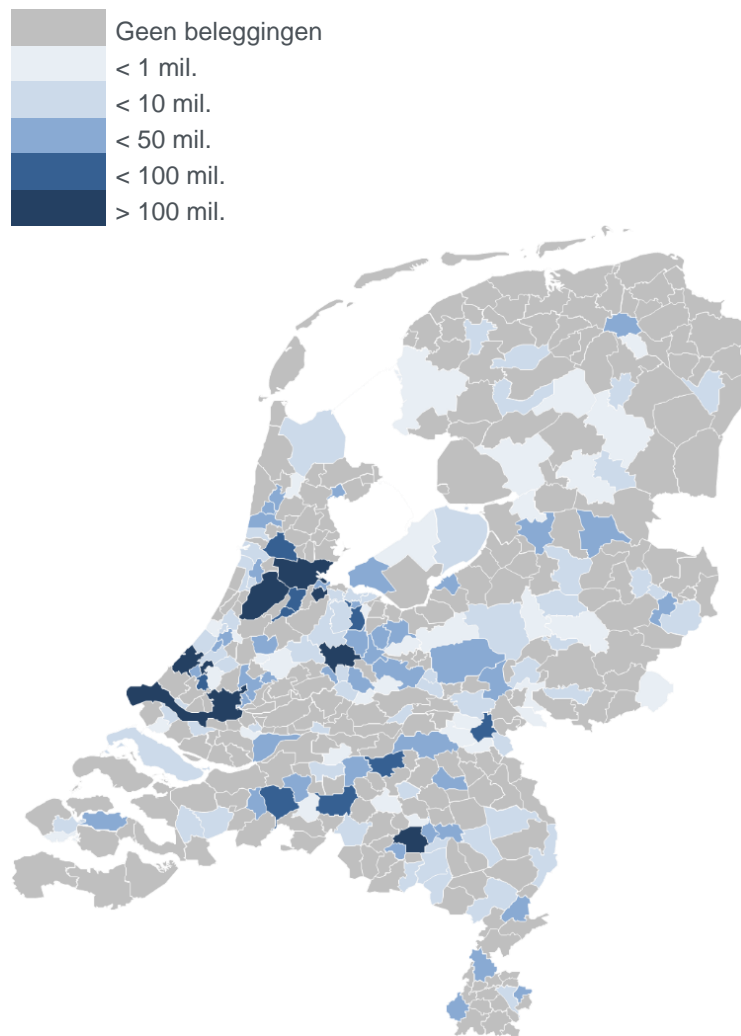


Verzekeraars beleggen, in tegenstelling tot pensioenfondsen, voornamelijk in Nederlands vastgoed, en dan grotendeels op directe wijze (grafiek 5). In het buitenland beleggen verzekeraars net als pensioenfondsen alleen indirect. Sinds 2013 zijn de buitenlandse beleggingen toegenomen: in 2013K1 was 19% van het totaalbedrag aan vastgoedbeleggingen belegd in buitenlands indirect vastgoed, maar intussen is dit opgelopen tot 29%. Door beperkingen in de cijfers kunnen we echter niet achterhalen of deze stijging wordt veroorzaakt door de aan- en verkoop van vastgoed of door waardemutaties van de bestaande beleggingen.

Binnen Nederland kunnen we door middel van Solvency II-cijfers ook een geografische uitsplitsing per gemeente maken. Figuur 3 laat zien dat het merendeel van de objecten zich in de Randstad bevindt, vooral in Amsterdam, Den Haag, Haarlemmermeer, Utrecht en Rotterdam (figuur 1). Buiten de Randstad beleggen verzekeraars ook veel in de provincie Noord-Brabant, Eindhoven in het bijzonder. 60% van de totale waarde is belegd in kantoren en winkels, en 40% in woningen.¹¹

¹¹ In Solvency II wordt voor vastgoed alleen een onderscheid gemaakt tussen de categorieën 'kantoren en winkels' en 'woningen'.

Figuur 3: Som van de totale marktwaarde van de directe vastgoedbeleggingen van verzekeraars, per gemeente (2016K3)



5 Het belegd vermogen van Nederlandse vastgoedfondsen

5.1 Data en methodologie

Nederlandse vastgoedfondsen rapporteren als beleggingsinstelling aan DNB.¹² Om zuiver te bepalen hoeveel deze vastgoedfondsen in Nederland beleggen strepen we het aandeel van pensioenfondsen en verzekeraars in deze vastgoedfondsen weg. Zo voorkomen we dubbel telling: de fondsbeleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars zijn immers al behandeld in secties 1 en 2. Pensioenfondsen hebben overigens het grootste aandeel in de totale Nederlandse beleggingen van Nederlandse vastgoedfondsen: bijna €20 miljard op een totaal van ruim €30 miljard.

Het resterende bedrag dat vastgoedfondsen beleggen in Nederland, zoals weergegeven in grafiek 1, is dus afkomstig van andere partijen dan verzekeraars en pensioenfondsen. Deze overige partijen omvatten andere beleggingsinstellingen (denk aan Robeco, Brand New Day en ThinkCapital), niet-financiële bedrijven (denk aan Shell, Heineken en Friesland Campina), overige financiële instellingen (denk aan Obvion, Flow Traders en Adyen) en buitenlandse beleggers (zie ook sectie 4).

5.2 Resultaten

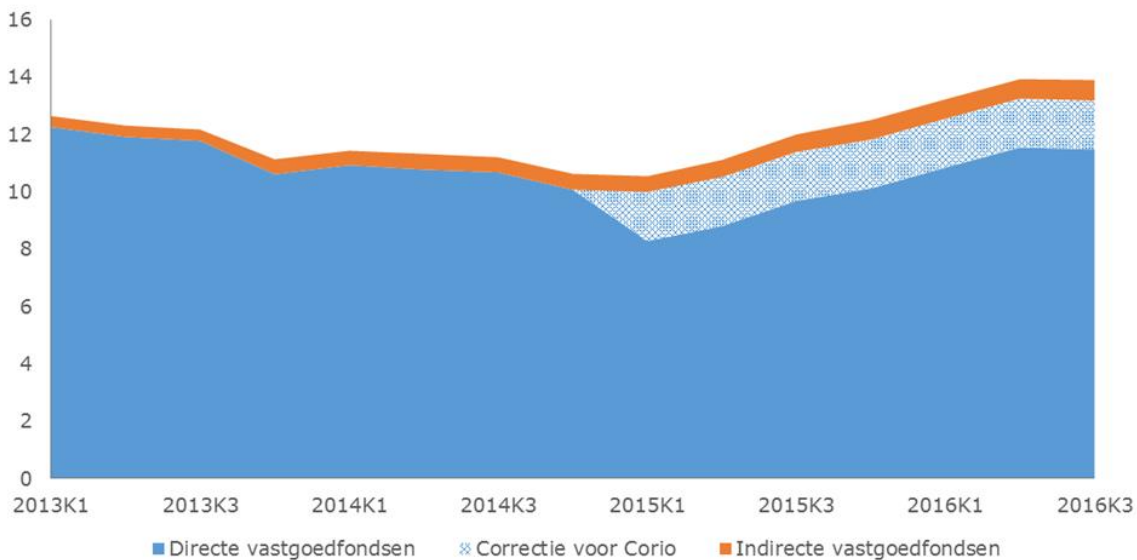
Grafiek 6 laat zien dat de beleggingen van overige partijen via vastgoedfondsen in Nederland vooral van directe aard zijn, in totaal ruim €11 miljard in 2016. Uit de cijfers blijkt dat de overige partijen vooral in grote Nederlandse beursgenoteerde fondsen beleggen: Nieuwe Steen Investments, Vastned en Wereldhave. Deze rapporteren ook aan DNB als direct vastgoedfonds. Beleggen in Nederlands vastgoed via indirecte vastgoedfondsen (*funds of funds*) is met een totaal van een half miljard veel minder populair.

Tussen 2014K4 en 2015K1 lijken de beleggingen van directe vastgoedfondsen fors te zijn gedaald. Deze daling is echter het gevolg door de overname van het beursgenoteerde Nederlandse Corio door het Franse Klépierre. Aangezien Klépierre niet rapporteert aan DNB, verdwijnt deze uit de statistieken. Het gearceerde vlak in grafiek 6 corrigeert hiervoor, en laat zien dat het totaalbedrag aan beleggingen van vastgoedfondsen in Nederlands vastgoed sinds 2013 niet noemenswaardig is veranderd.

¹² Dit onderzoek beperkt zicht tot de (in)directe vastgoedfondsen die onder toezicht staan van DNB; dit zijn er zo'n 60 in totaal, en deze verzameling bevat in elk geval de grootste Nederlandse partijen.

Grafiek 6: Overige vastgoedbeleggingen van vastgoedfondsen in Nederland (excl. participaties pensioenfondsen en verzekeraars)

In miljarden euro



6 Het belegd vermogen van buitenlandse partijen in Nederlands vastgoed

In totaal (direct en indirect) beleggen buitenlandse partijen voor ongeveer ruim €30 miljard in Nederlands vastgoed. Dit is onder te verdelen in directe aankopen, indirecte beleggingen via fondsen en beleggingen van buitenlandse bedrijven in Nederlands vastgoed.

6.1 Directe beleggingen in vastgoed

Het Kadaster registreert de aankopen van Nederlandse vastgoed door buitenlandse partijen. DNB beschikt over deze gegevens omdat deze nodig zijn voor het opstellen van de betalingsbalans. Deze gegevens zijn gebruikt om te bepalen wat het belegd vermogen is van buitenlandse beleggers in Nederlands *direct* vastgoed. De cijfers zijn echter niet compleet: een klein deel van de transacties bevat geen koopsom. Om een vollediger beeld te krijgen zijn deze koopsommen geschat op basis van m²-prijzen van transacties met dezelfde bestemming (agrarisch, bedrijfsmatig, wonen en overig), inclusief correctie voor uitbijters. Om alleen commercieel vastgoed mee te nemen, zijn transacties van agrarisch vastgoed en aankopen door natuurlijke personen buiten beschouwing gelaten.

Een kanttekening hierbij: het Kadaster identificeert een investering van een bedrijf als 'buitenlands' als de koper een adres in het buitenland en geen Nederlands KvK-nummer heeft. Het kan echter voorkomen dat een Nederlandse dochteronderneming van een buitenlands bedrijf, met een Nederlands KvK-nummer, vastgoed in Nederland koopt. Deze aankopen worden niet geregistreerd als buitenlands, en ze zijn dan ook niet zichtbaar in de gegevens van het Kadaster. De gepresenteerde cijfers moeten dus worden gezien als een schatting van buitenlands eigendom van Nederlands commercieel vastgoed.

Eind 2016 blijkt uit de Kadastercijfers dat voor ongeveer €22 miljard aan Nederlands commercieel vastgoed direct in bezit is van bovengenoemde buitenlandse partijen. Dit is iets minder dan de €24 miljard van Nederlandse pensioenfondsen, maar fors meer dan de €11 miljard van Nederlandse verzekeraars en de €15 miljard van Nederlandse vastgoedfondsen. De landen met het grootste aandeel in de Nederlandse vastgoedmarkt zijn Duitsland, België, Verenigde Staten, Frankrijk en Zwitserland.

6.2 Indirect vastgoed

Buitenlandse partijen beleggen niet alleen direct, maar ook indirect in Nederland. Hiertoe beleggen zij in Nederlandse vastgoedfondsen, voornamelijk in de fondsen die direct in Nederlands vastgoed beleggen (het aandeel van buitenlandse partijen in indirecte vastgoedfondsen is te verwaarlozen). Sinds 2013 is het aandeel van buitenlandse partijen in Nederlandse fondsen gemiddeld genomen 20%, oftewel €3 miljard in 2016. Dit is meegenomen in de overige beleggingen van Nederlandse vastgoedfondsen, zie sectie 3. Buitenlanders investeren hoofdzakelijk in de drie grote Nederlandse beursgenoteerde vastgoedfondsen: Nieuwe Steen Investments, Wereldhave en Vastned (en tot 2015 in Corio).

6.3 Buitenlandse beursgenoteerde vastgoedbedrijven

Een aantal buitenlandse beursgenoteerde bedrijven, waarvan bekend is dat zij ook in Nederlands vastgoed beleggen, rapporteert niet aan DNB. Daarom zijn publiek beschikbare jaarverslagen over 2016 gebruikt om te achterhalen hoeveel deze buitenlandse bedrijven beleggen in Nederlands vastgoed. Het totaal aan vastgoedbezittingen van deze partijen is ongeveer 6 miljard; zie tabel 1. Het gaat hier om bestaande gebouwen; projecten in ontwikkeling zijn niet meegenomen.

Tabel 1: Beleggingen van buitenlandse beursgenoteerde bedrijven in Nederland en buitenland in 2016¹³

In miljarden euro, marktwaarde¹⁴

Bedrijf	Nederland	Buitenland	Type Vastgoed
Aedifica	0,02	1,2	Zorg
Canadian Apartments Property	0,07	5,3	Woningen
Cofinimmo	0,25	2,85	Horeca & Zorg
Digital Realty	0,44	8,11	Datacenters
Klépierre	1,2	21,6	Winkels
Prologis	1,3	25,2	Logistiek
Segro	0,15	7,25	Logistiek
Unibail-Rodamco	1,6	38,9	Winkels
Warehouses de Pauw	0,97	1	Logistiek
<i>Totaal</i>	<i>6</i>	<i>111,37</i>	

¹³ Peildatum voor Aedifica is juni 2016 en voor Cofinimmo 2015.

¹⁴ Aangezien Prologis de marktwaarde niet rapporteert, is gebruik gemaakt van de boekwaarde.

7 Het belegd vermogen van overige partijen en particuliere beleggers

In het onderzoek is ook poging gedaan te achterhalen hoeveel Nederlandse particuliere beleggers investeren in Nederland. Aangezien kwalitatief goede en consistente informatie hier veelal ontbreekt, is besloten dit niet mee te nemen in het totaaloverzicht. Via jaarverslagen en publieke informatie zijn onderstaande bedragen verzameld; het totaalbedrag is ongeveer 16,5 miljard. Dit moet, wat ons betreft, worden gezien als een ondergrens van het totaal aan particuliere vastgoedbeleggingen.

Tabel 2: Investerings van overige partijen en private beleggers in Nederland

In miljarden euro.

Naam	Bedrag	Bron
Aegon-portefeuilles (Amvest)	1,3	Website
Amvest Living & Care Fund	0,13	Website
Newomij	0,581	Jaarverslag 2015
Deka Immobilien	1,65	Factsheet
PingProperties	0,8	Website
Kroonenberg Groep	2,11*	Jaarverslag 2015
Breevast	0,73	Jaarverslag 2015
Schiphol Real Estate	1,1	IVBN
Annexum	0,8	Website
Vastgoed Syndicering Nederland	0,92	Website
Metroprop	0,13	Jaarverslag 2015
Nedstede	0,042	Jaarverslag 2014
DHG	0,4*	Website
Vivat/Blackstone	0,5	Nieuws
Q-Park	1,85	CBS
Patrizia	1,24	Factsheet
Vinke Amsterdam B.V.	0,90	Jaarverslag 2015
Kadans	0,45*	Website
Orange Capital Partners	0,5	Nieuws
APF	0,23*	Website

*Gedeeltelijk in het buitenland

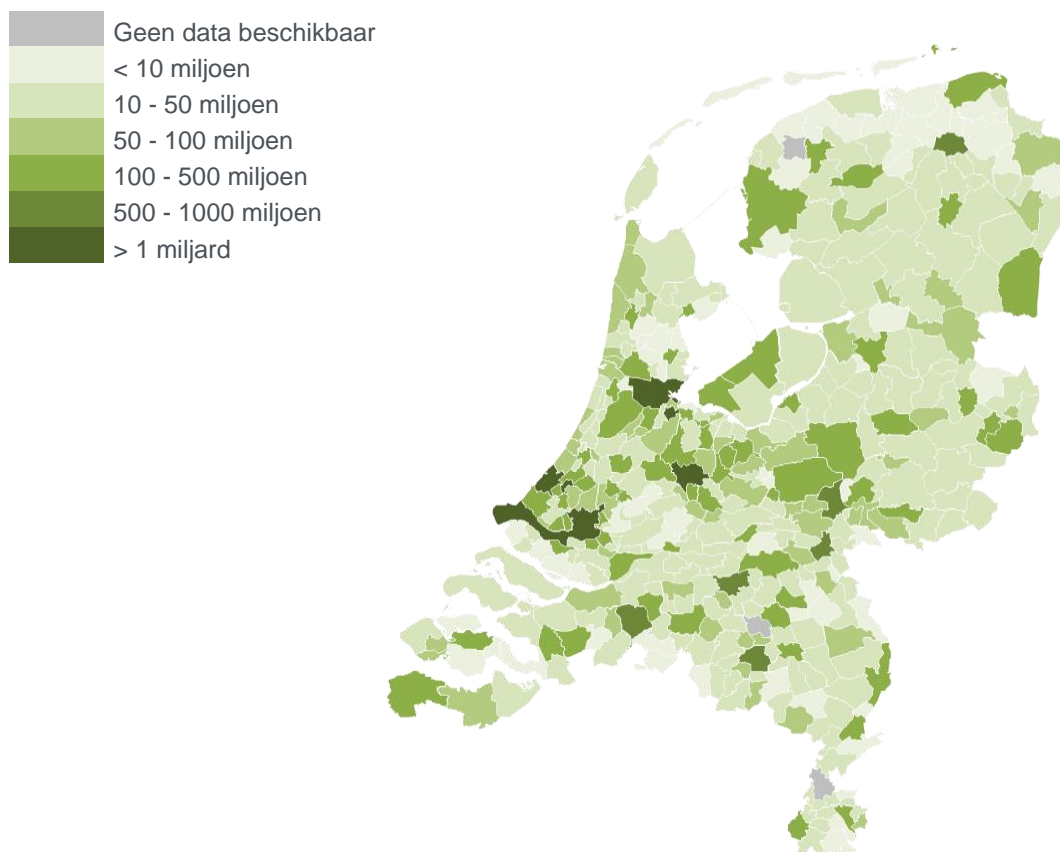
8 Bancaire financiering van Nederlands vastgoed door Nederlandse banken

Zoals eerder gesteld behandelen we bancaire financiering van Nederlands commercieel vastgoed niet uitgebreid in deze studie; we richten ons vooral op het eigendom van vastgoed. DNB heeft hierover wel gedetailleerde data, op leningniveau, voorhanden.

In totaal hebben de drie Nederlandse grootbanken (ABN Amro, ING en Rabobank) voor ruim 72 miljard aan commerciële vastgoedleningen uitstaan, waarvan 54 miljard voor Nederlands vastgoed en zo'n 18 miljard voor vastgoedbeleggingen in het buitenland.¹⁵ Sinds 2013 is de totale vastgoedportefeuille van banken gestaag in omvang gedaald, vooral in het buitenland.

Het totaal aan uitstaande leningen is geconcentreerd in de Randstad en dan voornamelijk in de vier grote steden (figuur 5). Over het algemeen is de LTV in de bancaire vastgoedportefeuilles in de provincies Drenthe, Friesland en Groningen hoger dan in de rest van Nederland; deze provincies vertegenwoordigen zo'n 4% van de totale portefeuille.

Figuur 5: totaal uitstaande leningen van banken per gemeente (2016K2)



¹⁵ De geografische uitsplitsing is gebaseerd op de locatie van het vastgoed, niet de tegenpartij. €17,4 mrd aan leningen heeft een buitenlandse tegenpartij, en €16,1 mrd hiervan wordt gebruikt voor buitenlands vastgoed. De resterende €2 mrd met buitenlands onderpand is dus verstrekt aan Nederlandse partijen.

Literatuur

Buitelaar, E., O. Levkovich & J. Rouwendal (2016). *Naar een prijsindex voor commercieel vastgoed. Een verkenning van de mogelijkheden*. Amsterdam: ASRE.

De Nederlandsche Bank (2015). 3. *Commercieel vastgoed: kantoren- en winkelmarkt*, Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar.

ESRB (2015). *Report on commercial real estate and financial stability in the EU*, December.

Füss, R. & D. Ruf (2015). *Learning externalities in opaque asset markets: evidence from international commercial real estate*. University of St. Gallen School of Finance Working Paper on Finance, No. 1520.

Hilbers, P.L.C. & R.G.M. Nijskens (2016). *Vastgoedfinanciering in Nederland na de crisis: het belang van transparantie*. In Berkhout, T.M. & S.E. Bartels (red.), *Vastgoedfinanciering: klaar voor de toekomst*. Congresbundel Stichting Fundatie Bachiene, pp 89-111.

MSCI IPD (2016). *Real estate market size 2015*, juni

Teuben (2011). *The real size of the Dutch real estate investment market*, juni.

De activiteiten van de Amsterdam School of Real Estate zijn mede mogelijk dankzij de financiële steun van de Stichting voor Wetenschappelijk Onderzoek en Onderwijs in de Vastgoedkunde (SWOOV)

Onze donateurs

I 3W New Development	I Dura Vermeer Groep NV	I NS Vastgoed BV
I ACM Vastgoed Groep BV	I DVP	I NVM
I Ahold Vastgoed BV	I FGH Bank NV	I PGGM
I Altera Vastgoed	I Funda NV	I Propertize
I AM BV	G&S Vastgoed	I Provast
I AMVEST	I Gemeente Rotterdam	I PwC
I a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	I Grond- en Ontwikkeling Gemeente Amsterdam	I Rabobank Nederland
I BOEKEL	I Haags Ontwikkelingsbedrijf	I Rechtstaete vastgoedadvocaten &belastingadviseurs
I BDP Europe BV	I Houthoff Buruma	I Schiphol Real Estate BV
I Bouwinvest	I ING Real Estate Finance	I SPF Beheer BV
I Brink Groep	I IVBN	I Strabo BV
CBRE Netherlands	JLL	I Syntrus Achmea Real Estate & Finance
I Colliers International	I Loyens & Loeff NV	I TBI Holding B.V.
I De Brauw Blackstone Westbroek	I MN	I Wereldhave NV
I DELA Vastgoed BV	I MVGM International Advisory	I Yardi Systems BV
I Deloitte		
DTZ Zadelhoff		

Neem voor vragen of opmerkingen contact met ons op of bezoek onze website.

*bezoekadres
Jollemanhof 5
1019 GW Amsterdam*

*postadres
Postbus 140
1000 AC Amsterdam*

*www.asre.nl
e info@asre.nl
t 020 668 11 29
f 020 668 03 61*