

# Inbeeld

BOUWINVEST MAGAZINE

jaargang 3 | maart 2013

| 07

## 04 Vooruitkijken

Hoe duurzaamheid, internet en risico-aversie de vastgoedmarkt bepalen.

## 09 Meten is weten

Slimme monitor helpt Bouwinvest bij het nemen van beslissingen.

## 14 Nieuwe realiteit

Veilige havens bestaan niet, beleggers moeten de risico's spreiden.

## 20 Kansen in Japan

Na tien jaar recessie zijn er nog steeds goede kansen op de vastgoedmarkt.



‘Internationale beleggers zoeken veiligheid’

## Voorwoord



### Veilige internationale beleggingen

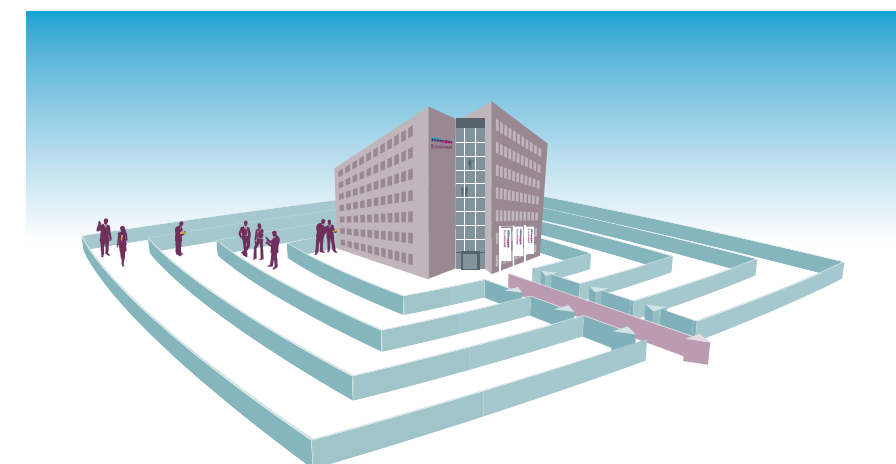
Deze Inbeeld staat in het teken van internationaal beleggen in vastgoed. Opvallend is dat beleggers wereldwijd op zoek zijn naar veilige beleggingen en een betere risicospreiding. Alternatieve beleggingscategorieën als vastgoed komen hierbij steeds nadrukkelijker in beeld. Beleggen in woningen is zo'n veilige haven. Met een netto rendement van 4% en een huurverhoging van 3% word je er niet rijk van, maar het is wel een belegging die aansluit op de doelstelling van pensioenfondsen. Het legt een degelijk fundament onder hun portefeuille.

In eigen land klinkt de roep om pensioenfondsen te laten beleggen in Nederlandse hypotheek. Het idee is niet nieuw. Vroeger kende men pandbrieven en dat fenomeen zou naar mijn mening terug moeten komen. Hypotheekbanken geven

hierbij obligaties uit met als onderpand de verstrekte hypotheek. De obligaties sluiten prima aan bij het langetermijnkarakter van de beleggingen van pensioenfondsen en zijn geseceerd en liquide.

Hoewel beleggers voorzichtiger zijn, moet voorkomen worden dat we te risico-avers worden en zo kansen en rendement mislopen. Door het maken van zorgvuldige keuzen is het ook mogelijk om in moeilijke markten, zoals Japan, kansen te creëren zoals Bouwinvest op de kantorenmarkt in Tokyo laat zien. Met behulp van de Global Market Monitor wordt zichtbaar waar kansen liggen, maar ook wat mogelijke alternatieven zijn en hoe de risico's verdeeld zijn.

Ik wens u weer veel leesplezier,  
*Dick van Hal, directievoorzitter*



## Colofon

### Uitgave

Bouwinvest  
La Guardiaweg 4  
Amsterdam  
Postbus 56045  
1040 AA Amsterdam  
T +31 (0)20 – 677 1600  
F +31 (0)20 – 677 1700  
info@bouwinvest.nl  
www.bouwinvest.nl

### Coördinatie en eindredactie

Afdeling Marketing & Communicatie  
Bouwinvest

### Redactioneel concept

Afdeling Marketing & Communicatie  
Bouwinvest  
viervier strategisch ontwerp

### Grafisch ontwerp

viervier strategisch ontwerp

### Tekst en redactie

Bouwinvest  
Monique Harmsen

### Fotografie

Twan de Veer

### Druk

Akxifo

## ‘Diversificatie en een langetermijnbeleggingshorizon brengen risico naar beneden’

### 4 • Vlucht naar kwaliteit

*Trends in vastgoed*

De deskundigen van Bouwinvest geven hun visie op de belangrijkste ontwikkelingen die de komende jaren de vastgoedmarkt zullen bepalen zoals de toenemende vlucht naar hoogwaardig vastgoed.

### 9 • Beslissen op basis van feiten

*Global Market Monitor biedt maatwerk*

Om gefundeerde investeringsbeslissingen te kunnen nemen, ontwikkelde Bouwinvest een monitor die alle kennis en ervaring samenbrengt in één model.

### 14 • Veilige havens niet altijd veilig

*Risicospreiding blijft essentieel*

Wylie Tollette van Franklin Templeton Investments waarschuwt beleggers voor een te groot vertrouwen in zogenaamde veilige havens en pleit voor meer

diversificatie naar vastgoed en andere beleggingscategorieën.

### 20 • Japan biedt stabiel rendement

*Zoeken naar specifieke proposities loont*

Ondanks de crisis is Japan nog steeds een ontzettend rijk land. Beleggen in Japan vereist echter wel een goede kennis van de markt. Op het platteland is de groei eruit, maar Tokyo groeit nog steeds.

### 27 • In control in vastgoed

*Risk, Compliance en Internal Audit*

Na de vastgoedfraude is er sprake van

een omslag in denken. Los van strengere regels en wetten realiseren organisaties zich dat dit soort gedrag niet meer kan. Er wordt nu serieus gekeken naar risk, compliance en internal audit.

- 1 Riskmanagement – proactief en faciliterend
- 2 Compliance – naleven wet- en regelgeving
- 3 Internal Control – risico's onderkennen

### En verder

*Column Annette Hirschel*

TRENDS IN VASTGOED

# Vlucht naar kwaliteit

De vastgoedsector heeft, als gevolg van de financiële crisis, een turbulente periode achter de rug en het eind lijkt nog niet in zicht. Ontwikkelingen volgen elkaar in snel tempo op. Naast macro-economische ontwikkelingen, is er een aantal onderliggende trends die de komende jaren bepalend zullen zijn voor de sector.

Stephen Tross, Friso Berghuis en Robert Koot, Bouwinvest

Belangrijke thema's waarmee de komende jaren rekening moet worden gehouden zijn: risico-aversie onder beleggers en een vlucht naar hoogwaardig vastgoed, eisen die beleggers en huurders stellen aan duurzaamheid van gebouwen, de sterke opkomst van internetwinkels en strengere wet- en regelgeving. Daarnaast is er sprake van een verschuiving van beleggingen binnen, en tussen regio's en marktsegmenten.

## Regio's

Groei zit vooral in Azië en Amerika terwijl Europa achterblijft. Hoewel Azië als gevolg van de wereldwijde crisis een korte dip meemaakte, werd de weg omhoog weer snel gevonden. In Amerika duurde de dip langer, maar ook hier lijkt het herstel langzaam in te treden terwijl het in Europa de vraag is of de bodem is bereikt. Binnen Europa is er sprake van een scherper wordende scheiding

tussen de economisch sterkere noordelijke landen en de zuidelijke probleemlanden. Onder beleggers is sprake van een sterke risico-aversie waarbij wordt gezocht naar veilige havens. De obligatiemarkt werd altijd beschouwd als zo'n veilige haven, maar obligaties zijn niet voldoende rendabel waardoor beleggers hun blik richten op andere beleggingscategorieën zoals vastgoed. Daarbij ligt de focus op kwaliteitsvastgoed, de categorie waarvoor nog financiering beschikbaar is. Secundair vastgoed daarentegen, is steeds moeilijker te verkopen en te verhuren. Deze ontwikkeling is al een aantal jaren aan de gang waardoor er sprake is van een toenemende tweedeling: hoogwaardig vastgoed dat overeind blijft en het B- en C-segment dat moeilijker te financieren is en wereldwijd hinder heeft van leegstand en dalende huurprijzen.

## DUURZAAMHEID

Er is een aantal initiatieven in de vastgoedsector die moeten leiden tot standaarden om de duurzaamheid van vastgoed, vastgoedfondsen en portfolio's te bepalen.

GRESB is een gezamenlijk initiatief van een aantal nationale en internationale pensioenfondsen en vastgoedbeleggers, waarbij vastgoedfondsen en fondsmanagers beoordeeld worden op basis van een groot en uniform aantal duurzaamheidsrichtlijnen en maatschappelijke investeringsrichtlijnen. Het streven is om best practices op het gebied van duurzaamheid te identificeren en te implementeren om zo de aandeelhouderswaarde te vergroten. Meer informatie op: [www.gresb.com](http://www.gresb.com).

BREEAM NL is ontwikkeld door de Dutch Green Building Council (DGBC) in samenwerking met partijen uit de Nederlandse vastgoedmarkt waaronder Bouwinvest. BREEAM stelt een standaard voor een duurzaam gebouw en geeft vervolgens aan welk prestatieniveau het onderzochte gebouw heeft. De bedoeling is gebouwen te analyseren en te verbeteren. Meer informatie op: [www.breeam.nl](http://www.breeam.nl).

Over het algemeen kan worden gesteld dat de wereld globaler is geworden, er komen steeds meer wereldwijde spelers in de markt en dat leidt tot mondiale kapitaalverschuivingen. Beleggers kijken hierbij vooral naar de gezondheid van de gebruikersmarkt. Binnen Europa leidt dat tot kapitaalstromen die er voor zorgen dat bijvoorbeeld de vastgoedmarkt in Londen sneller omhoog gaat dan in Nederland waar de markt over het algemeen vertraagd reageert en minder volatiel is. In andere delen van de wereld, zoals Australië, is er nog volop groei. De kantorenmarkt in Sydney en Melbourne heeft dan ook een totaal andere dynamiek: er is sprake van economische groei, beschikbaarheid van grondstoffen en bevolkingstoename door immigratie.

Het is juist in deze tijd belangrijk om te blijven nuanceren en goed te kijken naar de verschillende landen binnen een regio of naar sectoren binnen een land. Als wordt gesproken over Azië moet worden onderkend dat Japan niet te vergelijken is met China, zoals de kantorenmarkt niet te vergelijken is met de winkelmarkt.

## Sectoren

De vooruitzichten voor de verschillende sectoren zijn divers. Er bestaan grote verschillen die worden veroorzaakt door een groot aanbod bij een afnemende marktvraag in een bepaald segment. Op de kantorenmarkt zorgt de afnemende economische groei, en de daarbij behorende dalende vraag naar arbeidsplekken, er voor dat de markt het lastig blijft houden. Dat geldt zeker in landen waar veel nieuwbouw is geweest. In Nederland is dat duidelijk zichtbaar, in veel delen van het land is er te veel aanbod. Deze ontwikkeling zie je ook terug in de beleggingscijfers: in Nederland wordt veel minder belegd of gehandeld in het kantorensegment. Woningen nemen daarentegen een groot aandeel in de beleggingsportefeuille in. Er is onder investeerders duidelijk sprake van een verschuiving naar veilige beleggingen zoals huurwoningen; een segment in Nederland dat nog te maken heeft met krapte.



Workplace6, 18.000 m<sup>2</sup>  
kantorencomplex aan het  
water in Sydney's Pyrmont  
GPT Wholesale Office Fund

## Duurzaamheid

Een belangrijke trend die de afgelopen jaren is opgekomen, is de aandacht voor 'groene' gebouwen. De focus is niet alleen gericht op duurzame nieuwbouw, maar ook op het verduurzamen van bestaande panden. Huurders stellen hogere eisen aan de duurzaamheid van gebouwen en hoewel er geen exacte financiële effecten van groene investeringen bekend zijn, de data wordt nu opgebouwd, kunnen eigenaren het zich niet veroorloven om hier geen aandacht aan te schenken. Als een pand niet duurzaam is, bestaat het risico dat het huurcontract op den duur niet meer verlengd wordt of dat het pand onverhandelbaar wordt.

Tot nu toe was de aandacht bij het duurzaam bouwen gericht op de kostenkant, er werd vooral gekeken naar lagere energielasten. Op de huidige kantorenmarkt kan een A-energielabel ten opzichte van een G-label het verschil maken tussen 100% verhuurd of 100% leegstand. Partijen stellen eisen aan een label. Overheidspartijen doen dit nu al en veel grote ondernemingen nemen duurzaamheidsdoelstellingen op in het MVO-jaarverslag, dat verplicht ze hier ook naar te handelen. Het is moeilijk om een goede verhuur- of bezettingsgraad volledig aan het energielabel te koppelen, maar er is een aantal studies dat een positieve correlatie

laat zien. In de praktijk is merkbaar dat het thema belangrijk is en breed door de markt wordt gedragen.

## Internet

In de retailmarkt is er sprake van een verschuiving van fysieke winkels naar winkelen op het internet. De toenemende internetverkoop hebben effect op het winkelgedrag van consumenten. Voor retail vastgoed wordt de locatie steeds belangrijker, het belevingsgevoel is belangrijk om mensen naar winkelcentra te trekken. De aanloopstraten naar de grote winkelstraten hebben het al enige tijd moeilijk. In sommige steden is alleen in de primaire winkelstraten in het centrum nog voldoende vraag. Dit speelt niet alleen in Nederland maar ook internationaal. De snelle opkomst van webshops treft niet alleen het winkelvastgoed, het heeft tevens een significante impact op de logistiek en op logistiek vastgoed.

## Toename toezicht

De roep om strengere wet- en regelgeving en strenger toezicht op de financiële sector heeft ook zijn effect op de vastgoedsector. In de eerste plaats worden gesteld in Basel III, banken vooral bezig zijn hun kapitaalbuffers op te bouwen waardoor

er minder geld beschikbaar is voor leningen, ook aan de vastgoedsector.

De vastgoedsector heeft ook direct met de toezichthouder te maken als het gaat om het gebruik van vreemd vermogen in de financiering, leverage. In het verleden werd hiervan veelvuldig gebruik gemaakt, maar er worden nu grenzen gesteld waarbij vooral wordt gekeken naar de maximale hoeveelheid leverage die kan worden aangehouden. Het is complexe materie: veel aspecten hangen met leverage samen en al die aspecten moeten in combinatie worden gezien om het risico te bepalen. Een niveau van 20% leverage op projectontwikkelingsactiviteiten van hotels in India kan wel een veel hoger risico betekenen dan 40% leverage op een stabiele Nederlandse woningportefeuille in kernregio's die een stabiele inkomstenstroom genereren.

Hier ligt een uitdaging voor de toezichthouder, die algemene regels moet opstellen en geen uitzonderingen kan maken, om toch te komen tot regelgeving die aansluit bij de sector om zo tot een allesomvattend en werkend risk management framework te komen.

### Langetermijnhorizon

De eisen die financiële toezichthouders stellen aan de financiële reserves van pensioenfondsen hebben een duidelijk impact op de allocatie van de beleggingen. De toegenomen risico-aversie bij pensioenfondsen leidt tot een vermindering van liquide- en hoogrisicokapitaalbeleggingen.

### BASEL III

Op 12 september 2010 bereikten de toezichthouders en centrale banken een akkoord over nieuwe regels voor financiële instellingen, Basel III. De kern van Basel III is dat banken veel meer kapitaal en liquiditeit moeten aanhouden tegenover hun uitstaande beleggingen dan tot nu toe. De regels van Basel III worden vanaf 2013 geleidelijk ingevoerd. In 2019 moeten deze volledig van kracht zijn.

Opgepast moet worden dat we niet doorslaan en pensioenfondsen te weinig investeren in hoger renderende en meer illiquide investeringscategorieën met een licht hoger risicoprofiel. De beleggingshorizon moet in overeenstemming zijn met de verplichtingen van het fonds. Diversificatie naar landen, sectoren, beursgenoteerd versus private equity, beleggen in nieuw of bestaand vastgoed en een langetermijnbeleggingshorizon zijn belangrijke voorwaarden om het risico naar beneden te brengen. Het gebruik van vreemd vermogen moet daarop aansluiten qua spreiding en valuta. Beleggers met een langetermijnbeleggingshorizon kunnen over de cyclus heen beleggen en dat biedt kansen. De afgelopen vier jaar hebben vrijwel alle sectoren afwaarderingen gehad. Wellicht volgen in 2013 nog wat lichte afwaarderingen, maar bij een horizon van tien jaar of langer kan vastgoed weer een mooi totaalrendement bieden. Naast de directe component, huurinkomsten, is de verwachting dat er ook weer positieve waardeontwikkelingen gerealiseerd worden.

### Toekomst

Op dit moment is er sprake van deleveraging in de sector. Partijen proberen hun schuldenpositie terug te brengen door vastgoed af te stoten. Dit biedt kansen voor partijen in de markt die met eigen vermogen werken: zij kunnen nu tegen aantrekkelijke prijzen in projecten stappen. Als de leverage bubble is leeggelopen, blijven de sterke partijen over en voor hen liggen er mooie kansen. Er is op de Nederlandse markt veel aanbod waarbij veel mooie producten worden aangeboden. Partijen die dringend behoefte hebben aan liquiditeit verkopen nu ook het betere vastgoed voor aantrekkelijke prijzen. Het afgelopen jaar werd bijvoorbeeld door beursgenoteerde vastgoedondernemingen meer geld dan ooit opgehaald, alleen in Europa loopt dit op tot 20 miljard euro, om zich te herkapitaliseren en om te kunnen profiteren van deze kansen.

Stephen Tross is sinds 2010 lid van de directie en Directeur International Investments bij Bouwinvest. Friso Berghuis is sinds 2010 Strategisch Beleggingsanalist bij Bouwinvest, Robert Koot, Manager Research bij Bouwinvest sinds 2012.

GLOBAL MARKET MONITOR BIJDT MAATWERK

# Beslissen op basis van feiten

De wereldwijde financiële crisis heeft ook de internationale vastgoedmarkten onder druk gezet. Investeerders, die gewend waren te werken met een hoge leverage, worden als gevolg van de bankencrisis geconfronteerd met liquiditeitsproblemen die hen dwingen tot desinvesteringen. Dit biedt kansen voor partijen die investeren met veel eigen vermogen en een sterke balans.

Bouwinvest is een partij die goed is gepositioneerd en zich opmaakt om de kansen die zich voordoen in de markt optimaal te benutten. "De kracht van Bouwinvest is dat we eigen vermogen en kapitaal beschikbaar hebben waardoor we in de positie zijn om te kunnen kijken naar uitbreiding", stelt Stephen Tross, lid van de directie en Directeur International Investments bij Bouwinvest. "We zijn een wereldwijde speler en hebben een internationale blik waardoor we kunnen switchen tussen verschillende markten. Dat doen we ook in onze allocatie. We bewegen niet alleen snel tussen diverse markten maar ook tussen sectoren binnen die markten. We hebben voldoende schaalgrootte om een goede diversificatie aan te brengen in onze portefeuille. We beleggen direct in vastgoed, maar ook indirect middels beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed."

### Allocatie en maatwerk

Alles draait in de huidige tijd om de juiste allocatie van investeringen en maatwerk leveren voor de aandeelhouders. Bij het selecteren van aantrekkelijke markten en investeringsmogelijkheden maakt Bouwinvest onder andere gebruik van de 'Global Market Monitor'. Deze in eigen beheer ontwikkelde monitor brengt alle ervaring, kennis en data die er binnen de organisatie beschikbaar is en macro-economische- en marktkennis van deskundige marktpartijen op consistente wijze samen in één model. Het maakt het eenvoudiger om goed gefundeerde investeringsbeslissingen te nemen waarbij mogelijke alternatieven in de evaluatie worden meegenomen en gewogen.

De Global Market Monitor richt zich wereldwijd op landen die investable zijn, dat wil zeggen landen

waar het juiste vastgoed om in te beleggen beschikbaar is, en op markten die voldoen aan de interne richtlijnen en investment beliefs van het pensioenfonds van de bouw, bpfBOUW. Zo moeten markten voldoen aan eisen ten aanzien van transparantie en corruptie. Verder wordt gelet op de ESG (Environmental, Social en Governance) -voorwaarden. “We investeren niet in landen met een dictatuur. De ESG-voorwaarden en onze governance leggen een bodem onder de voorwaarden die verbonden zijn aan onze investeringen”, stelt Tross.

## ‘Alles draait in de huidige tijd om de juiste allocatie’

Lang niet alle landen zijn investable. In Nederland heeft Bouwinvest een grote woningportefeuille en wordt ook geïnvesteerd in winkels en kantoren. Het is, vanwege de beschikbaarheid, echter niet altijd mogelijk om in het buitenland een diversificatie tussen deze categorieën aan te brengen. Vooral woningbeleggingen zijn lastig te verkrijgen. In Zwitserland is het over het algemeen moeilijk om als buitenlander vastgoed te verwerven, maar het is wel een aantrekkelijke markt: Zwitserse woningen zijn zeer stabiel, hebben een laag risicoprofiel en, hiermee verbonden, ook een laag rendement. Voor buitenlandse pensioenfondsen kan dit een aantrekkelijk beleggingsproduct zijn.

In de snel groeiende markten is beleggen in woningen vooral gekoppeld aan de ontwikkeling van woningen, dat is een andere markt waarbij investeerders projectontwikkelingsrisico lopen. De Chinese markt biedt veel investeringsmogelijkheden maar die zitten bijna allemaal aan de ontwikkelkant en daar is kapitaal voor nodig. Het is een stuk lastiger om in China operationele objecten over te nemen, maar dat begint nu wel te komen.

### Rangorde

Met behulp van de monitor wordt gekeken naar profielen van specifieke landen en kan worden

ingezoomd op regio's of stedelijke regio's binnen landen en sectoren. “We hebben een extra verdieping in het model gemaakt. Zo kan het zijn dat een land iets lager scoort, door bijvoorbeeld een relatief lage bevolkings- en economische groei, maar dat een bepaalde sector toch interessant is”, stelt Robert Koot, Manager Research bij Bouwinvest.

De Global Market Monitor geeft een presentatie van markten op basis van de belangrijkste (beschikbare) indicatoren. Met behulp van macro-economische gegevens zoals economische groei, bevolkingsgroei, werkloosheid, inflatie en wereldwijde indexen op het gebied van transparantie en corruptie worden landen en steden gerangschikt. Hierbij dienen de historische reeksen ter onderbouwing van de stabiliteit van deze indicatoren. Afhankelijk van beleggingsprofielen en soort van investeringen wordt vervolgens een weging gegeven aan de verschillende indicatoren waardoor er een definitieve rangorde van landen of regio's ontstaat.

Op basis van dezelfde methodiek, maar dan aangevuld met marktspecifieke gegevens, zoals leegstandscijfers, huurprijsontwikkeling, ontwikkeling en niveau van aanvangsrendementen, worden ook sectoren zoals de kantorenmarkt, de winkelmarkt, de markt voor logistiek vastgoed en woningmarkt, gerangschikt per land of regio.

“Bouwinvest maakt voor de monitor gebruik van een soort basisscenario dat is gebaseerd op macro-economische gegevens en demografische cijfers die redelijk goed voorspelbaar zijn. Daarnaast kopen we ook economische data in van derden”, stelt Koot. “De ingekochte gegevens nemen we in zijn algemeenheid over, maar we kijken zelf ook kritisch. We kopen ook vastgoeddata in bij andere gespecialiseerde partijen en matchen dat aan ons eigen beeld. Dan volgt een rangschikking van aantrekkelijkheid van markten en sectoren die in het model zijn opgenomen.”

In de praktijk werkt het volgens Friso Berghuis, Strategisch Investment Analist bij Bouwinvest, als volgt: “Eerst selecteren wij de aantrekkelijke

markten en vervolgens kijken we hoe we gaan investeren. Wat is er beschikbaar in verschillende regio's aan managers, beursgenoteerd vastgoed, mogelijke joint ventures of clubdeals, rekening houdend met de randvoorwaarden van je aandeelhouder en investeerder. We leveren maatwerk aan aandeelhouders op het gebied van rendement en risico.”

De marktmonitor kijkt niet alleen terug maar ook vooruit. “We maken gebruik van een hele lange historie, we hebben gegevens van 10 tot 20 jaar terug. Die gebruiken we om karakteristieken als de stabiliteit van bepaalde markten in kaart te brengen. Dat is belangrijk voor ons omdat we vooral kijken naar core landen en core producten. Het hanteren van een core beleggingsprofiel betekent dat we ons richten op de meest veilige categorie vastgoed met weinig tot geen leverage. In het model zit echter ook een verwachting voor de komende vijf jaar. Die vooruitblik is nog belangrijker want we willen vooruitkijken voor een goede timing van (des)investeringen”, aldus Koot.

### Governance

Het relatieve ranking model is zo opgebouwd dat een ranking kan worden gemaakt naar verschillende inzichten door het gewicht van bepaalde indicatoren te laten variëren. Dit biedt de mogelijk-

heid om, los van de ranking, het uiteindelijke resultaat te verklaren. “Het is een vorm van verantwoording afleggen waarom je een bepaalde keuze hebt gemaakt, een soort validatie achteraf”, stelt Tross. “Het is een onderdeel van good governance om goed inzichtelijk te maken over welke kennis je beschikte en duidelijk te maken dat je die kennis ook gebruikt hebt bij het nemen van de investeringsbeslissing. Alles begint echter met de investment beliefs en daar kun je specifiek beleid op maken dat aansluit als een jas. Je ondervangt op deze manier de waan van dag.”

Koot ziet de Global Market Monitor vooral als een richtinggevend instrument. “Het is niet ter vervanging van gezond verstand, maar een methode om de discussie helder te voeren en niet op basis van de koppen in de krant. “

## INTERNATIONALE BELEGGINGEN

Bouwinvest investeert in vastgoedfondsen in Europa, de VS en Azië. De moeilijke economische omstandigheden in Europa hebben geleid tot een verhoging van de allocatie naar Azië en Amerika ten koste van Europa. In de toekomst zal 40% van de portefeuille worden belegd in Europa, 40% in de VS en 20% in Azië. Hoewel de verwachtingen over Azië positief zijn heeft de regio op dit moment nog een hoog risicoprofiel en hebben de markten zich nog niet bewezen. Bouwinvest is een core belegger die vooral belegt in gestabiliseerde markten die nu nog grotendeels te vinden zijn in Europa en Amerika.



dat is een feit



“Maatwerk leveren op het gebied van rendement en risico”

STELLING VISIE BOUWINVEST



# Veilige havens niet altijd veilig

RISICOSPREIDING  
BLIJFT ESSENTIEEL

*Wylie Tollette, Franklin Templeton Investments*

De financiële markten gingen de afgelopen vijf jaar een aantal malen hard onderuit. Dat resulteerde in snelle en dramatische waardedalingen van diverse beleggingscategorieën en ondermijnde het vertrouwen van beleggers in een goede spreiding in traditionele markten als vorm van risicomanagement. Op dit moment zien we dat beleggers zeer risico-avers of risicomijdend zijn. Velen zijn op zoek naar veilige havens. Deze risico-averse houding maakt echter de problemen, waar beleggers op de lange termijn voor komen te staan, eerder groter dan kleiner.

Door de financiële crisis worstelen zowel institutionele pensioenfondsen als particuliere beleggers, die hun gespaarde pensioengelden veilig willen stellen, met het probleem dat de kloof tussen de toekomstige verplichtingen en de toekomstige opbrengsten en bezittingen groter wordt. De financiële crisis heeft geleid tot een daling van de waarde van activa, maar leidde niet tot een daling van de toekomstige verplichtingen. Naar onze mening zullen zeer risico-averse investeringen, en als gevolg hiervan lage opbrengsten in de beleggingsmix, weinig bijdragen aan het kleiner maken van deze kloof.

## Ingebedde risico's

De veilige havens waarnaar iedere belegger op zoek is, zijn bovendien niet zo veilig als door beleggers wordt verondersteld. Er is een aantal risico's ingebed in de zogenaamde veilige beleggingen zoals de Amerikaanse dollar of Amerikaanse staatsobligaties. Om een voorbeeld te geven: de explosieve groei van de geldhoeveelheid in de VS na 2008 stelt de dollar bloot aan het risico van inflatie. We weten niet wanneer die inflatie zal optreden, maar we moeten er ons als belegger wel van bewust zijn.

Staatsobligaties met langere looptijden, in de ogen van beleggers een veilige haven, zijn bezig aan een sterk herstel bij een dalende rentevoet. De rente heeft de bodem zo langzamerhand bereikt en zal waarschijnlijk van hieruit weer stijgen. Als gevolg hiervan zullen beleggers met veel langlopende staatsschulden in hun portfolio voor lange tijd vastzitten aan lage rentes.

Bovendien is het de vraag hoe lang Amerika nog door kan gaan met lenen. Sinds 2001 heeft de VS het schuldenplafond 13 keer verhoogd wat resulteerde in een schuld van 16,39 biljoen dollar in het midden van 2012. Deze toenemende staatsschuld leidde in 2011 tot een afwaardering van de Standard and Poor's credit rating van de VS van AAA naar AA+. Nieuwe downgrades zullen de prijs van staatsobligaties en de waarde van deze 'veilige havens' verder reduceren.

De risico-aversie van beleggers blijkt niet alleen uit de vlucht naar veilige havens, hun risico-averse houding blijkt ook uit een vlucht naar een kortetermijnbeleggingshorizon. Op deze manier hoopt men zich te beschermen tegen de volatiliteit van de markt. Na de gebeurtenissen van 2008 en 2009 en het afgelopen najaar, waarin de Eurocrisis een negatief stempel drukte op de waarde van verschillende activa, is de beleggingshorizon van grote groepen beleggers korter geworden.

Risicomangers van institutionele beleggers zijn er echter niet om risico's te voorkomen, maar om er voor te zorgen dat door goed management de langetermijndoelstellingen worden bereikt. Beleggers moeten weloverwogen risico's nemen, deze goed blijven volgen en er voor zorgen dat ze voldoende worden gecompenseerd voor het nemen van risico's. Een langetermijnvisie biedt mogelijkheden voor time-horizon-arbitrage: door acties te baseren op de lange termijn kunnen beleggers hun voordeel doen met de reactie van anderen op kortetermijnmarktgebeurtenissen. Dit betekent wel dat je als belegger de kortetermijnvolatiliteit moet uitzitten, dit vereist discipline en geduld. Als risicomanager is het belangrijk dat je je bewust bent van de volatiliteit, maar je moet je er niet door laten intimideren. Een langetermijnbenadering kan kapitaliseren op het kortetermijnperspectief van anderen door het toevoegen van activa aan het portfolio die in de toekomst waardevol kunnen worden.

## Nieuwe realiteit

Beleggers zullen moeten wennen aan de nieuwe realiteit en hun tijdschema's moeten aanpassen om hun voordeel te kunnen doen met time-horizon-arbitrage. Kijk bijvoorbeeld naar Warren Buffet: zijn benadering van riskmanagement is dat hij investeert in activa die hij voor eeuwig zou willen vasthouden. Naar mijn mening is twintig jaar een redelijke beleggingstermijn voor aandelen, (dat geldt ook voor vastgoed en andere minder liquide beleggingen. Twintig jaar mag een lange tijd lijken, veel beleggers zullen niet veel cycli van twintig jaar in hun leven meemaken, maar pensioenfondsen en regeringen moeten meerdere generaties vooruit plannen. Beleggers moeten zich goed bewust zijn van de tijdslijnen van hun beleggingen en hoe die in te passen zijn in de totale beleggingsmix.

## Diversificatie naar andere categorieën

In aanvulling op een langetermijnverwachting is het ook belangrijk om te diversifiëren, zowel op strategisch als op tactisch niveau. Voor institutionele



## FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Franklin Templeton Investment, de officiële naam luidt Franklin Resources Inc., is een wereldwijde beleggingsmaatschappij. Het hoofdkantoor is gevestigd in San Mateo, Californië en de onderneming heeft 30 vestigingen wereldwijd van waaruit in meer dan 150 landen beleggingsoplossingen- en diensten worden aangeboden. Onder de vlag van Franklin Templeton Mutual Series, Franklin Templeton Fixed Income Group en lokale vermogensbeheerders worden wereldwijd beleggingsoplossingen geboden voor particuliere en institutionele beleggers, pensioenregelingen, trusts, partnerschappen en andere klanten.

De onderneming werd in 1947 in New York opgericht door Rupert Johnson die een succesvol makelaarskantoor voor particulieren leidde in Wall Street. Hij vernoemde de onderneming naar één van de Amerikaanse grondleggers, Benjamin Franklin, omdat hij volgens Johnson de gedachte van zuinigheid en geduld belichaamde als het op sparen en beleggen aankwam.





en particuliere beleggers is de combinatie van diversificatie en langetermijnbeleggingen een betere benadering om voor goede toekomstige resultaten te zorgen dan over-allocatie in 'veilige havens'.

Veel beleggers hebben, gebaseerd op de recente ontwikkelingen, het gevoel dat diversificatie niet werkt op het moment dat alle beleggingscategorieën tegelijkertijd in waarde dalen. Toch is diversificatie een erg belangrijke methode voor risicomanagement. Beleggers moeten goed kijken naar de bouwstenen van hun asset allocatie en gebruik maken van de juiste benchmarks die reflecteren wat in de toekomst succesvol zal zijn en die niet zijn gebaseerd op successen uit het verleden. Bijvoorbeeld, capitalisation-weighted indices reflecteren de marktbevingen van het verleden, equal weighted indices en alternatieve typen indices zijn betere indicatoren van toekomstige ontwikkelingen.

Een belangrijke factor in risicospreiding is de toevoeging van nieuwe activa aan het portfolio die minder gecorreleerd zijn met de beursgenoteerde markten zodat het portfolio kan worden gestabiliseerd zonder negatieve effecten op de resultaten op de lange termijn. Onder deze alternatieve beleggingsmogelijkheden vallen vastgoed, hedge funds en tactische allocatie strategieën. Dit zijn producten die anders reageren dan de aan de DAX, S&P 500 of FST 100 genoteerde aandelen. Ze zijn minder gecorreleerd aan de genoteerde markten maar hebben als bijkomstigheid dat ze soms illiquide zijn. Desondanks vormen deze producten een effectieve toevoeging aan het portfolio.

Over het algemeen is er sprake van een redelijke lage correlatie tussen vastgoed en andere categorieën. In die hoedanigheid biedt vastgoed diversificatievoordelen. Het nadeel van vastgoed is dat het moeilijk is de exacte correlatie met andere categorieën vast te stellen. De data van de marktwaarde van vastgoed zijn, in tegenstelling tot die van beursgenoteerde aandelen, minder frequent beschikbaar.

In Amerika is vastgoed, na een aantal moeilijk jaren, bezig aan een voorzichtig herstel. Tegelijkertijd zijn de obligaties op een keerpunt beland en zullen de aandelenmarkten volatiel blijven. Vastgoed kan een stabiliserende factor zijn in de totale portfoliomix. Risicospreiding binnen de categorie vastgoed is ook noodzakelijk. Dit houdt in: beleggen in verschillende soorten vastgoed, een goede geografische spreiding en zorgen voor verschillende cashflow karakteristieken binnen de categorie.

Het grootste risico dat beleggers op de langere termijn lopen, is dat ze te lang risico-avers of risicomijdend blijven waardoor ze ook potentiële kansen dreigen mis te lopen. Individuele beleggers, pensioenfondsen en institutionele beleggers bereiken zo hun gestelde doelen niet en zullen worden geconfronteerd met toenemende tekorten tussen verplichtingen en de beschikbare middelen. Dat is misschien wel het ultieme langetermijnbeleggingsrisico.

Deel dit artikel via [update.bouwinvest.nl/veilige-havens](http://update.bouwinvest.nl/veilige-havens)

## WYLIE TOLLETTE

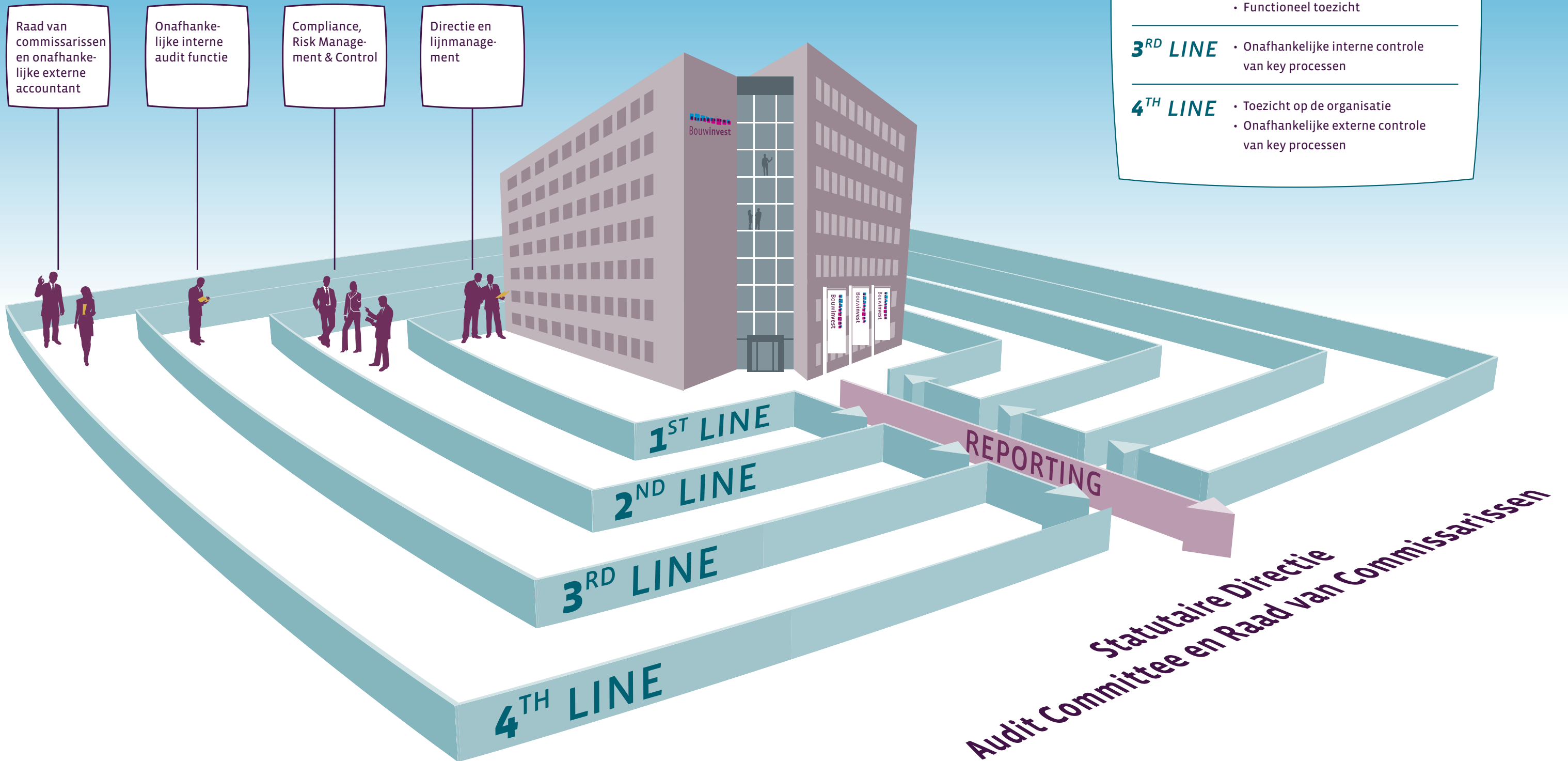
Wylie Tollette is Senior Vice President en Director of Performance Analysis en Investment Risk van Franklin Templeton Investments. Wylie leidt op dit moment een team van 70 analisten en riskmanagers die zijn verspreid over verschillende steden in de VS, Canada, Groot-Brittannië, India, Zuid Korea, Hongkong, Singapore, Brazilië en Polen.

Wylie is sinds 1995 werkzaam bij Franklin Templeton Investments waar hij begon als manager of Fund Accounting. Na diverse andere functies binnen Franklin Templeton Investments is hij sinds 2004 werkzaam in zijn huidige functie. Voor hij in dienst trad bij Franklin Templeton was Wylie werkzaam bij Klynveld, Peat, Marwick and Goerdeler (KPMG) en de American Savings Bank.

“  
Het grootste  
risico is risico-  
aversie van  
beleggers”

STELLING FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

# Bouwinvest Lines of defence





ZOEKEN NAAR SPECIFIEKE PROPOSITIES LOONT

# Japan biedt stabiel rendement

Japan wordt gezien als het voorland van wat Europa over tien jaar te wachten staat. Het land verkeert al tien jaar in een recessie, de staatsschuld bedraagt 200% van het Bruto Nationaal Product en Japan kampt met een sterk vergrijzende bevolking en als gevolg daarvan met een lage groeiverwachting.

Jeroen de Grunt, Senior Portfolio Manager Bouwinvest

## Rijkdom

Met deze feiten op een rijtje lijkt Japan nu niet direct een ideaal land om in te investeren maar Jeroen de Grunt, Senior Portfolio Manager Azië/Europa van Bouwinvest, is een andere mening toegedaan. Hij wijst er op dat Japan nog steeds een van de grootste economieën ter wereld is, na Amerika en China, en trekt de parallel met Europa. “In Europa zitten we in een periode van lage groei tot geen groei. Dat is iets waar Japan het afgelopen decennium mee te maken heeft gehad. Als je in Japan verblijft, heb je echter niet het gevoel in een arme omgeving te zitten. De rek van de groei is eruit maar de basis, de rijkdom, is er gewoon. Japan is ontzettend rijk, het conglomeraat Tokyo heeft een grotere economie dan Nederland en de economie van Osaka is in omvang gelijk aan die van Noorwegen.”

Bouwinvest is sinds 2007/2008 actief op de Japanse vastgoedmarkt via speciale beleggingsvehikels. De mondiale investeringen zijn opgedeeld in regio's en Japan maakt onderdeel uit van de regio Azië Pacific. Het is een regio van uitersten waar niet alleen de volwassen markten van Australië,

Nieuw-Zeeland, Hongkong, Singapore en Japan deel van uitmaken, maar ook de snelgroeiende markten waaronder China. De totale Azië Pacific portefeuille omvat 180 miljoen euro, 13 miljoen euro is geïnvesteerd in Japan en daar komen op korte termijn nog twee investeringen bij van gezamenlijk ongeveer 50 miljoen euro.

## Specifieke investeringen

In Japan is het volgens De Grunt zaak echt naar specifieke proposities te kijken. “Als je vanuit het macro-economische plaatje kijkt of vanuit de krantenkoppen, dan zul je zeggen: dat kan niet interessant zijn. Er is geen groei, de bevolking is aan het verouderen en de yen is duur waardoor export lastig is. Maar als je verder inzoomt, dan zie je dat er een groot verschil is tussen het platteland en Tokyo. Er vindt nog steeds een trek naar de stad plaats. De verwachting is dat Tokyo tot 2020 zal blijven groeien. De boodschap is: het is niet het grote plaatje, het gaat om de specifieke investering die maakt of iets aantrekkelijk is of niet.”

De inefficiëntie in de Japanse maatschappij biedt interessante kansen. De Grunt geeft het voorbeeld van de logistieke markt waar nog steeds wordt gewerkt met verouderde kleine loodsen waardoor er veel overslag moet plaatvinden. “Er is een groot verschil tussen de moderne distributiecentra van 5 tot 6 verdiepingen en de oude loodsen en daar zit voor bedrijven een business case. Je gaat als bedrijf iets meer huur betalen omdat je in zo'n moderne faciliteit zit, maar je kunt daardoor zoveel efficiënter werken dat je die huur terugverdient.” De al jarenlang extreem lage rente in Japan zorgt er bovendien voor dat het gebruik van een geringe hoeveel schuld bij investeringen leidt tot een groot hefboomeffect. Hiermee zijn aantrekkelijke rendementen te behalen. Aan het gebruik van leverage zijn echter grenzen gesteld. “Bouwinvest hanteert het principe dat wij in Nederland geen en internationaal beperkt gebruik maken van financiering (leverage). Internationaal mag de financiering gemiddeld niet meer dan 50% bedragen, daar zitten we met minder dan 40% een stuk onder.”

## Project Tokyo

Onlangs deed Bouwinvest, in samenwerking met andere institutionele beleggers, vooruitlopend op een herstel van de markt, een belangrijke fondsinvestering in kantoren in het centrum van Tokyo. De kantorenmarkt in Tokyo bevindt zich al geruime tijd in een dal waardoor ook het aanbod van nieuwe kantoren afneemt. “De consensus is dat de markt het diepste punt heeft bereikt en dat het van daaruit weer omhoog zal gaan. Wij anticiperen op die marktcyclus door nu in te stappen. We houden er rekening mee dat de huur eerst nog een stukje zal afnemen voordat deze vervolgens zal toenemen. Door op het juiste moment uit te stappen, op een hoger punt in de marktcyclus, maak je met kantoren die verhuurd zijn, en dus directe inkomsten genereren, een mooi rendement dat in combinatie met leverage kan oplopen tot (meer dan) 10%.”

De Grunt benadrukt dat het bij deze investering niet gaat om grote trofee-achtige kantoren zoals aan de Zuidas in Amsterdam, maar om kleinere kantoren die kwalitatief goed zijn. “Tokyo heeft veel middelgrote- en kleine bedrijven en die zitten niet te wachten op een groot kantoor, zij hebben liever een verdieping in een klein kantoor. Deze kantoren zijn allemaal gebouwd volgens de laatste aardbevingsrichtlijnen en hebben tijdens de aardbeving van begin 2011 praktisch geen schade opgelopen. Bedrijven die in kantoren van mindere kwaliteit zaten zijn zo bang geworden dat ze naar dit soort type kantoren verhuizen. Het geeft ons het comfort dat dergelijke calamiteiten maar een beperkte impact hebben op onze belegging.” De kantorenmarkt in het centrum van Tokyo ziet er anders uit dan in de meeste andere grote wereldsteden. Dat is volgens De Grunt een erfenis van de Tweede Wereldoorlog waarin alle grote Japanse steden, ook Tokyo, zijn platgebombardeerd. “Bij de wederopbouw van Tokyo is gebruik gemaakt van het oorspronkelijke stratenplan met als gevolg dat alle percelen heel krap en nauw zijn. Om grote kantoren te ontwikkelen moet je als projectontwikkelaar heel veel kralen rijgen om een groot stuk bouwgrond te krijgen. Dat is vreselijk lastig en duur en vooral een kwestie van lange adem.”

Het resultaat is dat er veel potloodachtige kantoren zijn van 4, 5 of 6 verdiepingen met een zeer beperkt vloeroppervlak. “Dat is het type kantoor waar we ons op richten. Het zijn kantoren van goede kwaliteit met degelijke huurders. Ze genereren een stabiele cashflow: tweederde van het rendement van 10% is direct rendement en voor een derde van het rendement wordt geanticipeerd op een verbetering van de markt. Hiermee kun je een additionele plus realiseren. Het is niet sexy, maar in veel gevallen is het zo dat een prachtig mooi gebouw niet per definitie een goede belegging hoeft te zijn. Cruciaal is dat je begrijpt hoe de markt zich ontwikkelt, dat je accepteert dat de huurprijzen eerst nog zullen dalen en daar niet onrustig van wordt.”

## Cultuur

Wie zaken doet in Japan krijgt te maken met de Japanse cultuur en daar moeten we als westerlingen mee weten om te gaan. De taal vormt een barrière, hoewel jongere generaties Japanners wel Engels spreken, en de culturele verschillen zijn levensgroot. “De Japanse maatschappij is erg intern gericht, concludeert de Grunt. “Ik heb een vergadering gehad met 15 mannen aan de andere

‘Niet het grote plaatje maar specifieke investering maakt of iets aantrekkelijk is of niet’

kant van de tafel. Ik zat tegenover de CEO en die sprak geen Engels, hij las alleen een statement voor in het Japans en dat werd vertaald door zijn assistent. Je communiceert dus via de assistent. De taal is echt een barrière, je gaat liever niet met partijen in zee die geen Engels spreken. Toch ben ik er van overtuigd dat succesvol zakendoen zonder een Japanse partij er bij te betrekken onmogelijk is. Onze logistieke investeringen doen we samen met een internationale manager die zelf in Japan een onderneming heeft overgenomen. Het bedrijf heeft een internationaal label, maar op de CEO en COO na is het gewoon een Japans bedrijf.”

## TOKYO OFFICE

Bouwinvest belegt sinds kort in een Tokyo Office vastgoedfonds. De investeringsstrategie richt zich op het verwerven van kantoren in het centrum van Tokyo: Chuo, Minato, Chiyoda, Shibuya en Shinjuku. Onlangs werden twee objecten aan het portfolio van het fonds toegevoegd:

- 1 Meguro Place Tower in Meguro Ward met een investeringsomvang van circa EUR 40 miljoen – vloeroppervlak 3.500 m<sup>2</sup> verdeeld over 14 verdiepingen, volledig verhuurd;
- 2 Glass City Shibuya in Shibuya Ward met een investeringsomvang van circa EUR 110 miljoen – vloeroppervlak 8.600 m<sup>2</sup> verdeeld over 11 verdiepingen, volledig verhuurd;

Beiden objecten voldoen aan de laatste aardbevingsrichtlijnen en zijn recent gebouwd (tot 15 jaar oud). De kantoren kenmerken zich door stabiele huurinkomsten.

### Portefeuille

Hoewel Bouwinvest mondiaal in huizen belegt, gebeurt dit maar zeer beperkt in Japan. Hier speelt het probleem van de schaalgrootte. “Het is moeilijk om een volume te creëren waarbij het voor ons interessant wordt om te investeren en om risico’s te spreiden. De grond in Tokyo is extreem duur, een reguliere midmarkt huurwoning bestaat uit 30-35 vierkante meter, dat is een studiootje met een piepklein badkamertje. Het rendement op dergelijke investeringen is best goed, je zit hier ook rond de 10% met stabiele directe inkomsten. Je moet echter volume hebben. Als we investeren praten we over bedragen van minimaal 25 miljoen euro. Als je dat moet gaan doen met 10-20 woningen per keer, zijn kosten van de opbouw van de portefeuille te hoog om nog attractief te zijn. De oplossing is instappen in omvangrijke bestaande portefeuilles maar die komen maar zelden op de markt.”

‘Succesvol zakendoen zonder een Japanse partij er bij te betrekken is onmogelijk’

Wel wordt gekeken naar een toekomstige investeringsstrategie die zich richt op ouderenhuisvesting in het sterk vergrijzende Japan. De focus ligt hierbij op de combinatie van wonen en zorg. “Als bewoner heb je een kamertje met een bed en een stoel, een badkamer op de gang die bestaat uit toilet, wastafel en douche en een gemeenschappelijke ruimte. Dit zijn heel gewilde woonconcepten in Japan omdat ouderen niet langer bij hun kinderen kunnen blijven wonen omdat die allebei werken.” De uitwerking van deze strategie moet nog plaatsvinden, maar de onderliggende demografische gegevens zijn onomkeerbaar.

Een ander deel van de oplossing van het vergrijzingsvraagstuk ligt in efficiënter werken. “Japan is een land dat nog extreem kan winnen door efficiënter te werken, daarmee kunnen ze de

problemen van de vergrijzing voor een deel oplossen maar niet helemaal. Dat zal betekenen dat ze in de toekomst moeten gaan toestaan dat er mensen van buiten naar Japan komen. Op dit moment heeft Japan hier nog totaal geen ervaring mee. De op gang komende migratie zal een nieuwe dynamiek met zich meebrengen; de economie groeit en deze nieuwe mensen hebben werkplekken en woningen nodig.”

Voor toekomstige investeringen kijkt Bouwinvest vooral naar de kantorenmarkt in Tokyo, moderne logistieke bedrijfshallen in met name Tokyo en Osaka en op de wat langere termijn naar ouderenhuisvesting en de woningmarkt in Tokyo.

### Actief beheer

In principe zijn de investeringen in Japan gericht op de langere termijn. De Grunt denkt wel dat het een markt is waar beheerders actief op moeten blijven zitten gezien de macro-economische en demografische ontwikkelingen die er spelen. Er moet volgens hem een continue afweging worden gemaakt of Japan nog een voldoende attractieve markt is. “Zeker de investeringen in de kantorenmarkt in Tokyo zijn gebonden aan marktcycli, dat betekent automatisch dat er ook een exitstrategie is. Daar ligt als professioneel investeerder onze verantwoordelijkheid om te monitoren en op een gegeven moment de belegging te verschuiven. Gezien de volwassenheid van de markt zal Japan een aandeel in de Aziatische portefeuille blijven houden.

Japan is voor ons interessant omdat het een van de weinige markten in Azië is waar het mogelijk is om direct rendement te genereren en waar je niet alleen maar aan het anticiperen bent op toekomstige verkopen. In veel groeimarkten draait het vooral om projectontwikkeling en dat heeft hele andere karakteristieken. Japan is ook in trek bij pensioenfondsen omdat het een stabiele cashflow biedt, en dat wordt gewaardeerd.”

Om grote kantoren te ontwikkelen moet je als projectontwikkelaar heel veel kralen rijen om een groot stuk bouwgrond te krijgen. Dat is vreselijk lastig en duur en vooral een kwestie van lange adem.” Het resultaat is dat er veel potloodachtige kantoren zijn van 4, 5 of 6 verdiepingen met een zeer beperkt vloeroppervlak. “Dat is het type kantoor waar we ons op richten. Het zijn kantoren van goede kwaliteit met degelijke huurders.





## Niet eens een kopje koffie

**'Eitje', zei mijn vriend Klaas nog voordat hij in de auto stapte, op weg naar Duitsland en een nieuwe klant. Bang voor misverstanden bij de onderhandelingen was hij niet. 'Als de naamvallen er niet waren.'**

Annette Birschel, Journaliste, schrijfster

"Vergeet de naamvallen", riep ik nog. "Poets liever je schoenen". Hij keek me aan als of ik geopperd had dat Arjen Robben de euro-crisis moest gaan oplossen. Natuurlijk had Klaas gelijk. Zaken doen zou niet moeilijk zijn voor de burens. Duitsland en Nederland lijken op elkaar. Toch zijn er van die gemene kleine cultuurverschillen die de grens tot een haast onoverbrugbare kloof kunnen maken en de vooroordelen bevestigen: de Duitser is stijf en formeel, de Nederlander losjes en oppervlakkig.

### Schoenen

Eigenlijk is dat al aan de schoenen te zien. De Duitser houdt van stevig schoeisel, orthopedisch verantwoord. Schoenen waarmee hij stevige stappen kan zetten en die hem het gevoel van veiligheid geven waar hij zo naar verlangt. En wat draagt de Nederlander? Gympies. Makkelijke schoenen, waarop je zo heerlijk door de wereld kunt huppelen.

Duitsers en Nederlanders staan letterlijk anders in het leven. De een zet veiligheid über alles, de ander het gemak.

Dat alles had ik Klaas willen uitleggen. Dat titels, stropdassen en het formele Sie alleen maar signalen zijn voor: Alles ist in Ordnung.

Maar helaas. Toen Klaas het kantoor van zijn Duitse zakenpartner binnenkwam, ging het al mis. "Sorry, dat ik te laat ben", zei hij opgewekt, "Ik moest de kinderen naar de crèche brengen." De Duitser, Dr. Meyer-Wiedenhöfer, deinsde terug na deze ongevraagde inkijk in het persoonlijk leven van Klaas. Privé en werk hoor je als Duitsers strikt te scheiden. Lichtelijk zenuwachtig bladerde hij in zijn dikke dossier vol risicoanalyses. Klaas voelde zich ongemakkelijk. Geen persoonlijk woord, maar meteen zur Sache. Hij had niet eens een kopje koffie gekregen.

Als Duitsers de betekenis van een kopje koffie voor het Nederlandse bedrijfsleven zouden kennen, zou de Duits-Nederlandse handel zeker met 30 procent toenemen. Zo'n kopje koffie maakt alles meteen een stuk gezelliger. Dr. Meyer-Wiedenhöfer was echter niet van gezelligheid gediend. Hij bleef Klaas argwanend aankijken. "Mag deze meneer, die blijkbaar alleen een voornaam heeft, überhaupt beslissen?"

Uiteindelijk kwam het nog goed tussen die twee. Toen weken later in Nederland het contract getekend was, kwamen de bitterballen op tafel. Dr. Meyer-Wiedenhöfer maakte zijn stropdas los en gaf Klaas de hand, opgelucht: "Übrigens mein Name ist Horst."

# risisk

## 3x

Risk, compliance en internal audit

De ontwikkelingen in de financiële wereld van de afgelopen jaren, hebben geleid tot een toenemende roep om strengere wet- en regelgeving. De bankensector werd als eerste strenger gereguleerd door het Basel akkoord. Daar bleef het niet bij, ook andere sectoren kregen te maken met boekhoud- en fraudeschandalen wat leidde tot financiële regelgeving zoals Sarbanes Oxley en de Code- Tabaksblat in Nederland. Er wordt steeds meer belang gehecht aan interne risico-beheersing, compliance, transparantie en het afleggen van verantwoording aan stakeholders.

# In control in vastgoed

In de vastgoedsector is, na de grote vastgoedfraude, sprake van een omslag in denken. Los van de strengere regelgeving en stakeholders die de sector dwingen tot maatregelen, realiseren organisaties zich dat dit soort gedrag gewoon niet meer kan. Mede door de regelgeving en de behoefte aan verdere professionalisering, wordt serieus gekeken naar riskmanagement, compliance en internal audit.

## Europese richtlijn

Een van de belangrijkste ontwikkelingen waarmee Bouwinvest te maken krijgt, is de veranderende wet- en regelgeving die een belangrijk effect zal hebben op riskmanagement, compliance en internal audit. Tot nu toe is Bouwinvest, op basis van de vigerende wet- en regelgeving, vrijgesteld van de vergunningplicht. In 2013 komt er hier echter verandering in met de nieuwe Europese richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen, de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD). Volgens deze richtlijn, die voor juli 2013 moet worden omgezet in Nederlandse wetgeving, is Bouwinvest verplicht een vergunning aan te vragen bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De AIFMD richtlijn stelt diverse eisen aan de organisatie, maar zal ook zeer belangrijk worden voor de functies riskmanagement, compliance en internal audit.

Vooruitlopend op de richtlijn is Bouwinvest al sinds 2011 bezig met de voorbereidingen op de implementatie van de AIFMD. Het grootste deel van de invoering van de nieuwe regelgeving staat

al op de rails. In de richtlijn is een aantal vereisten opgenomen waaraan vastgoedvermogensbeheerders moeten voldoen zoals het aanstellen van een onafhankelijke bewaarder die een soort tussenfunctie inneemt tussen Bouwinvest als beheerder, de investeerder en de toezichthouder. Deze bewaarder houdt zich volgens de Richtlijn bezig met de verificatie van eigendom, controles bij de Kamer van Koophandel en het Kadaster en het monitoren van significante kasstromen. De bewaarder is een nieuwe extra vorm van toezicht, zijn taken en bevoegdheden zijn echter nog niet geheel uitgekristalliseerd. Daarnaast zijn er nog tal van andere eisen waaraan Bouwinvest zal moeten voldoen.

Het toezicht van de AFM voegt een nieuwe extra dimensie toe aan het vastgoedvermogensbeheer, maar verwacht wordt dat dit geen grote problemen zal opleveren. Ook ten aanzien van de andere eisen uit de richtlijn is Bouwinvest goed voorbereid.

## Professionalisering riskmanagement

Door de veranderende eisen op het gebied van financiële wet- en regelgeving zet Bouwinvest,

dat sinds 2008 een riskmanagementfunctie heeft, in op verdere professionalisering van het riskmanagement. Daarbij is gekozen voor het wereldwijd bekende COSO-framework als model voor riskmanagement. Dit model richt zich niet alleen op interne controle, maar op het gehele interne beheersingssysteem. Het staat bekend als 'COSO II of Enterprise Risk Management Framework (ERMF)'.

Vanuit dit framework heeft Bouwinvest ook zijn eigen Verantwoording en Monitoring Framework opgesteld met de zogenoemde 'Four Lines of defence'. Hierbij hebben het management, de ondersteunende risk-, compliance- en controlefuncties, internal audit en de raad van commissarissen ieder hun eigen monitoring rol in de risicobeheersing van de organisatie. In het risicomanagement van Bouwinvest wordt vanuit de organisatie gekeken naar de doelstellingen, de processen en de risico's die hieraan verbonden zijn. Na het identificeren van de doelstellingen en de risico's, wordt gekeken welke mitigerende maatregelen kunnen worden genomen om deze risico's te beheersen. Dan worden er jaarplannen gemaakt waarbij wordt gecontroleerd of deze plannen in lijn zijn met elkaar en wat de risico's van deze plannen zijn. De doelstellingen van de jaarplannen worden, onder andere, in kwartaalrisicorapportages vertaald om de risico's te monitoren.

## Investment Committee

Het Investment Committee is een belangrijk adviesorgaan voor de directie in het kader van risicobeheersing. De Senior Risk Manager en de Senior Compliance Officer zijn beide vertegenwoordigd in dit orgaan en zij toetsen het investeringsproces, de besluitvorming en de investeringsvoorstellen. Vooraf wordt het investeringsvoorstel getoetst aan de eisen die vanuit het beleggingsplan zijn gesteld. Hierbij wordt gekeken of de investeringen passen binnen de gebudgetteerde bedragen van de verschillende locaties en of de risicoclassificering past in de diversificatie van de

portefeuille en of het gaat om core, add value of opportunistic beleggingen. Na het advies van het IC gaat het voorstel voor definitieve besluitvorming door naar de directie en, als het om een investering boven een bepaald bedrag gaat, wordt het voorstel voorgelegd aan de Raad van Commissarissen.

Het werken met leverage is een bekende en hoge risicofactor in de vastgoedsector. Het gebruik van vreemd vermogen is een risico- en volatiliteitverhogende factor in de beleggingsindustrie. Op dit moment bedraagt de gewogen leverage over de totale vastgoedportefeuille van bpfBOUW 12%, ten opzichte van het maximaal toegestane percentage van 15%. Het Nederlandse deel van de vastgoedportefeuille heeft geen leverage. De internationale vastgoedbeleggingen mogen een gewogen gemiddelde toegestane leverage hebben van ten hoogste 50%.

## 'Toezicht van AFM voegt extra dimensie toe aan vastgoedvermogensbeheer'

### Internal audit

Naast compliance en risk verstrekt ook de internal audit functie van Bouwinvest de directie extra zekerheid door een objectief en onafhankelijk oordeel te verschaffen over de kwaliteit en effectiviteit van het functioneren van de governance, de risicobeheersing en de interne risicobeheersing/ en controlesystemen. Hoewel er een stevig ERMF staat, is het zaak om de komende jaren dit te blijven onderhouden en te herijken op basis van nieuwe ontwikkelingen. Mede door onderlinge samenwerking op het gebied van risk, compliance, control en de business, is het mogelijk om een blijvende beheerste organisatie te houden die tegemoet komt aan het belang van alle stakeholders.

Kijk op blz. 18 hoe Bouwinvest de 'lines of defence' heeft georganiseerd.



**Marijke van Kamp, Senior Compliance Officer Bouwinvest REIM** Marijke van Kamp is sinds 2009 werkzaam als Compliance Officer bij Bouwinvest

REIM. Van Kamp is de afgelopen jaren vooral betrokken geweest bij de implementatie van nieuwe wet- en regelgeving in het kader van de

Europese Richtlijn voor alternatieve investeringsfondsen, AIFMD. Voor Bouwinvest werkte zij bij State Street Bank en Atos Consulting.

**1** Toen Marijke van Kamp ruim 3,5 jaar geleden bij Bouwinvest werd aangesteld als Compliance Officer moest de compliancefunctie nog worden opgezet. Inmiddels begrijpt de organisatie steeds beter waarom functies als compliance, risk en internal audit nodig zijn. Compliance is een specifiek vak waarbij wordt gekeken of de wet- en regelgeving is geïmplementeerd en door de organisatie wordt nageleefd. Het faciliteert de organisatie om het werk goed te kunnen doen.

Terwijl in het begin iedereen het maar lastig vond om verantwoording af te leggen, wordt het volgens Van Kamp nu steeds meer als een vanzelfsprekendheid gezien dat compliance, bij eigenlijk met alles wat te maken heeft met een investering, moet worden ingeschakeld. “Men is zich bewust van de regels die we hebben afgesproken. Nu wordt bij een investeringsvoorstel automatisch gevraagd: hebben jullie compliance ingeschakeld en is er een zakenpartnertoets gedaan?”

#### Problemen vooraf signaleren

Iedere investering wordt vooraf getoetst door het Investment Committee waarin risk en compliance een belangrijke rol hebben en een mogelijk probleem vooraf kunnen signaleren. “Partijen hebben dan nog even tijd om de puntjes op de i te zetten. Het uiteindelijk stuk, op basis waarvan de besluiten worden genomen, moet tenslotte voldoen aan wet- en regelgeving.”

#### Nieuwe toezichthouder

Vanaf 2008 is er bij Bouwinvest veel gebeurd op het gebied van compliance en de wet- en regelgeving waaraan moet worden voldaan. “Tot nu toe hebben we als vastgoed vermogensbeheerder van het pensioenfonds bpfBOUW alleen te maken met De Nederlandsche Bank als toezichthouder. Vanaf 22 juli 2013 komt hier verandering in. De nieuwe

Europese richtlijn voor alternatieve beleggingsfondsen, de AIFMD (Alternative Investment Funds Managers Directive) wordt dan geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en is dan op Bouwinvest van toepassing. Dan krijgen we ook te maken met de AFM (Autoriteit Financiële Markten) die onze toezichthouder wordt.”

Vooruitlopend op de AIFMD richtlijn is Bouwinvest al sinds 2011 bezig met de implementatie van deze wet- en regelgeving. Als projectleider AIFMD is Van Kamp verantwoordelijk voor de implementatie van de richtlijn binnen de organisatie. Compliance zorgt voor de implementatie en aanvraag van de vergunning bij de AFM. Belangrijk is volgens haar dat de organisatie niet alleen de regels kent, maar ook kan toepassen.

‘Niet alleen de regels kennen maar ook kunnen toepassen’

#### Stakeholders

Niet alleen de nieuwe wetgeving zorgt voor een andere dynamiek in de organisatie, ook de gekozen strategie waarbij wordt ingezet op toetreders van buiten tot de fondsen, heeft geleid tot andere stakeholders. “Nu willen we juist toetreders in onze fondsen en is dat onze core business geworden. De focus is inmiddels volledig gericht op fondsmanagement en internationale investeringen. Dat leidt tot een heel ander speelveld op het gebied van toezicht, zowel intern als extern, en heel andere vorm van rapportage. Het brengt een andere dimensie en een ander type organisatie.”





**Peter van Egmond, Internal Auditor Bouwinvest** Peter van Egmond is vanaf 2004 werkzaam bij Bouwinvest. Na het afronden van zijn accountants-

opleiding bij Ernst & Young, begon hij bij Bouwinvest als manager Financiële Administratie. Vervolgens werd hij Manager Reporting en nu is hij Internal

Auditor en houdt hij zich bezig met het controleren van de organisatie zodat deze in control is.

**2** “De rol van internal audit is primair naar de organisatie kijken om vast te stellen of alle risico’s onderkend worden en de hieraan gekoppelde beheersmaatregelen juist worden uitgevoerd zodat de organisatie kan zeggen: we zijn in control. Om dit te bereiken is risicosignalering en controlebewustzijn in de organisatie nodig. We moeten ons afvragen: hebben we alle risico’s die we zien ook goed onder controle?”

#### Draagvlak creëren

Daarbij is het volgens Peter van Egmond, Internal Auditor bij Bouwinvest, belangrijk dat je signaleert, controleert en adviseert hoe de organisatie verder te verbeteren. “Als controller heb je zicht op alle dwarsverbanden binnen een organisatie, je ziet alle risico’s die bij elkaar komen. Je moet er voor zorgen dat je draagvlak in de organisatie creëert zodat mensen naar je toekomen.”

De grootste risico’s in de organisatie hangen samen met de acquisitie, dispositie en waardering van de beleggingen in vastgoed. Deze risico’s worden binnen Bouwinvest integraal opgepakt. “Alle acquisities worden vooraf getoetst door het Investment Committee dat ook kijkt of de investering past in het profiel van het beleggingsplan dat we met de klant hebben afgesproken.”

#### Monitoren

Ook bij disposities zijn meerdere personen en afdelingen betrokken. “Naast de business hebben verschillende stafafdelingen hun eigen rol in de risicobeheersing. Bij een dispositie wordt gekeken hoe de waardeontwikkeling van het object de laatste kwartalen is geweest. Op het moment dat hier een hickup in optreedt, gaan meerdere personen kijken wat er aan de hand is. We monitoren iedere verkoop een jaar lang om zeker te weten dat het geen ABC levering is.

#### Taxatieproces

Een andere hoge risico-activiteit is de waardering van vastgoed. Zolang de onderliggende beheersmaatregelen goed worden uitgevoerd, is het een aanvaardbaar risico volgens Van Egmond die benadrukt dat hij het taxatieproces continu volgt. “We hebben ons eigen taxatie management systeem waarbij wij op kwartaalbasis onze objecten allemaal extern laten taxeren. Vier keer per jaar krijgen de taxateurs data vanuit ons systeem, we vullen een aantal parameters voor ze in, en vervolgens mogen ze hun eigen evidence toevoegen. Daar rolt dan een waarde uit die wordt besproken met onze asset- en portefeuillemanagers en dat is dan de nieuwe waarde voor dat kwartaal. Twee dagen later wordt begonnen aan de waardering voor het nieuwe kwartaal. Het is

‘Hebben we alle risico’s die we zien ook goed onder controle?’

eigenlijk een volcontinu proces geworden waarbij de taxateurs eens in de drie jaar rouleren.” Risico’s horen bij ondernemen, maar procedures en protocollen, vastgelegd in beheersmaatregelen, zorgen er voor dat de risico’s adequaat worden beheerst en het restrisico acceptabel is. Van Egmond is er van overtuigd dat de organisatie, door het instellen van het Investment Committee, de bestaande protocollen en alle beheersmaatregelen die in het kader van het ISAE 3402 project zijn opgesteld, heel goed de risico’s kent. “Als iedereen zijn beheersmaatregelen nu juist uitvoert, is het een beheerst risico.”



**Marianne Zonneveld, Senior Risk Manager Bouwinvest** Marianne Zonneveld is sinds juli 2012 als Senior Riskmanager verantwoordelijk voor het

riskmanagement van Bouwinvest. Zij kan bogen op ruime ervaring op het gebied van risico en compliance die zij opdeed bij verschillende financiële

instellingen waaronder Aegon en Zwitserleven. Hier was zij actief in diverse uitvoerende-, management- en beleidsrollen.

**3** Risk, compliance, audit en control zijn niet op zichzelf staande afdelingen. Een nauwe samenwerking met elkaar en met de business is noodzakelijk. De wereld om ons heen verandert en het is voor risicomanagement relevant om deze veranderingen tijdig te vertalen naar processen, de beoordeling van risico's en beheersmaatregelen.

#### Integraal riskmanagement

Marianne Zonneveld is sinds juli 2012 verantwoordelijk voor het risicomanagement van Bouwinvest. Bij haar komst trof Zonneveld een organisatie aan die haar zaken op het gebied van risicomanagement al goed op papier had en op hoofdlijnen al had geïmplementeerd, maar waar nog wel sprake was van enige verzuiling. Zij ziet het als haar taak om risicomanagement, compliance, audit en de business bij elkaar te brengen om zo de volgende slag naar een volwassen integraal risk management te kunnen maken.

#### Integriteitstoetsen

Volgens Zonneveld hoort het management uit de business integrale verantwoordelijkheid te krijgen voor het managen van risico's. "Het ideaalbeeld is dat risicomanagement volledig geïntegreerd is in de organisatie. Ik probeer vooral proactief en faciliterend te zijn ten aanzien van risicomanagement en bewustzijn in de business te kweken. Dat is vooral een kwestie van veel praten, toelichten en duidelijk maken dat het de business ook wat kan opleveren. Als er in de krant berichten staan over de maatregelen van het nieuwe kabinet moet je je afvragen: wat betekent dat voor de business? Ik probeer de discussie hierover op gang te brengen." De grootste uitdaging bij het uitvoeren van goed risicomanagement is volgens Zonneveld de factor mens. "Er is hier een belangrijke rol weggelegd voor HRM. Het begint met een goed aannamebeleid met integriteitstoetsen en we hanteren een

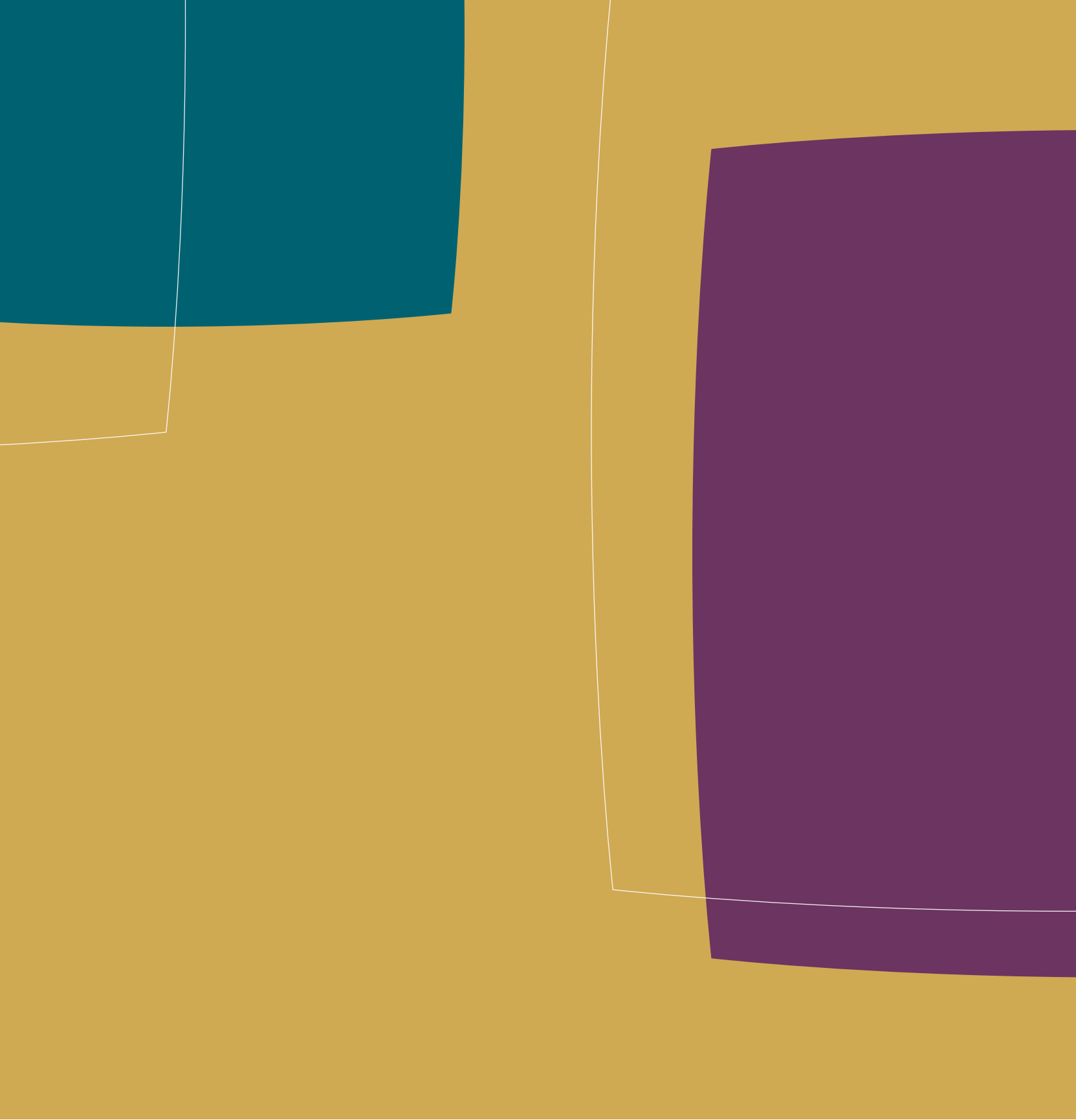
voor iedereen van toepassing zijnde gedragscode. Wij hebben risicocultuurprofielen waarmee we mensen beoordelen op basis van hun drijfveren. Aan de hand van deze profielen kijken we of en hoe mensen kunnen bijdragen aan de doelstelling van een afdeling."

Als risicomanager zit Zonneveld in het Investment Committee waarin verschillende disciplines bij elkaar komen om potentiële investeringen te bespreken en te toetsen aan de investment beliefs van Bouwinvest. "Het Investment Committee bevat professionele en gedreven medewerkers, zij hebben goede discussies en er worden kritische noten gekraakt. Het is inmiddels cultuur geworden in de organisatie dat mensen elkaar kritische vragen stellen en zoeken naar relaties en verbanden."

**'Het ideaalbeeld is dat risicomanagement volledig geïntegreerd is in de organisatie'**

#### Balanceeract

Niet alleen intern wordt de discussie scherper gevoerd ook andere stakeholders stellen steeds meer vragen. Het is dus vanuit het oogpunt van risicomanagement belangrijk om de belangen van alle stakeholders te bewaken. "Het is een balanceeract. Je moet je goed bewust zijn van het belang van de stakeholder en wat hij vraagt en daarop je controls en communicatie inrichten. Sinds mijn komst is er een intensieve samenwerking tussen de afdelingen Risk, Compliance, Corporate Control en Audit om er voor te zorgen dat iedereen in de organisatie met één mond spreekt naar buiten."



**Bouwinvest**

[WWW.BOUWINVEST.NL](http://WWW.BOUWINVEST.NL)

