

Grondbeleggingen aanwinst voor de vastgoedportefeuille

De kosten van grond kunnen bij een vastgoedtransactie oplopen tot wel 30 à 40% van de totale prijs. Door de groeiende vraag wordt de weg geopend voor andere manieren om grond te gebruiken en te financieren, bijvoorbeeld als beleggingsobject. Leonie van de Ven en Bram Verhoeven van de TU Eindhoven breken een lans voor grond als vast onderdeel van de vastgoedportefeuille.

door Leonie van de Ven en Bram Verhoeven

Grondbeleggingen zijn niet nieuw: *landbanking* komt onder andere voor in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Het gaat om het vroegtijdig aankopen van niet-ontwikkelde gronden met geen of relatief weinig opstallen. Het doel is waardevermeerdering te creëren, dankzij de toenemende vraag naar ruimte.

Vraag is wat de rol van grondbeleggingen kan zijn in bestaande vastgoedportefeuilles. Belangrijk daarbij is het moment van aankoop en het bijbehorende risicoprofiel. Er zijn hierin drie basisstrategieën te onderscheiden: 1. investeren in landbouwgrond, 2. investeren in grond met een gevorderd planologisch perspectief (zogenoemde 'warme' landbouwgrond) en 3. investeren in bouwgrond.

Het voornaamste verschil met traditionele vastgoedbeleggingen is dat bij grondbeleggingen het rendement hoofdzakelijk bestaat uit waardevermeerdering (indirect) en er geen sprake is van een significante periodieke cashflow (direct rendement). Het rendement van grondbeleggingen ontstaat dus pas op het moment van verkoop. Gezien de lange looptijd van grondbeleggingen betekent dit een behoorlijke claim op het geïnvesteerde kapitaal. Het rendement van beleggen in bouwgrond is overigens anders opgebouwd: aangezien de indirecte waardevermeerdering hier al is gerealiseerd, wordt het rendement gecreëerd door het verschil in acquisitiewaarde en marktwaarde van de grond ten tijde van de verkoop.

Voor- en nadelen grondbeleggingen

In principe kenmerken grondbeleggingen zich door een beperkt neerwaarts risico. Er is geen kans op beschadiging of vernietiging van het kapitaal. Bovendien laat de historische grondprijsontwikkeling van landbouwgrond

IN 'T KORT

- ▶ Neerwaarts risico grondbeleggingen is beperkt
- ▶ Evenals correlatie met andere beleggingen
- ▶ Nadeel: onvoldoende data beschikbaar

over twaalf jaar een gemiddelde stijging zien van 5% per jaar. Bij beleggen in 'warme' landbouwgrond en bouwgrond is wél sprake van een neerwaarts risico. De waarde van de grond is hier puur gebaseerd op speculatie en hoeft om deze reden geen structurele basis te hebben.

Nadeel van grondbeleggingen is dat nog geen meerjarige rendementreeksen beschikbaar zijn, wat een risico betekent voor institutionele beleggers. Bovendien is het monitoren van de prestaties lastig. De tussentijdse waarde van grond is erg moeilijk te bepalen en niet evenredig in de tijd verdeeld. Het nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK) dat medio 2007 van kracht wordt en waarin meer aandacht is voor marktwaardering van de beleggingen, zorgt voor extra moeilijkheden.

De prestaties van grondbeleggingen zijn afhankelijk van verschillende factoren. Zo kunnen politieke en maatschappelijke standpunten hun weerslag hebben op de ontwikkeling van de grondmarkt of een specifieke regio. Daarnaast is de ontwikkeling op lange termijn van demografie en natuur erg belangrijk.

Casestudie Schiphol

Een casestudie van grondbeleggingen rondom luchthaven Schiphol verschaft meer inzicht in de belangrijkste beleggingskarakteristieken van grondbeleggingen. Bovendien kunnen zij vergeleken worden met andere beleggingscategorieën. In totaal zijn 41 grondtransacties

geanalyseerd in de periode 1989 tot 2002. Zo zijn onder andere rendement, risico, sharp-ratio en correlatiecoëfficiënt bepaald, onderverdeeld in de drie strategieën van grondbeleggingen (figuur 1 en 2).

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

De gemiddelde institutionele vastgoedportefeuille zonder grondbeleggingen realiseerde in de periode 1989 tot 2002 een totaalrendement van ruim 10% bij een risico van circa 4% (gemeten in de standaarddeviatie). Daarmee kwam de sharp-ratio op 1,68.

Door berekeningen onder bepaalde randvoorwaarden kan de rol van grondbeleggingen worden bepaald: in een vastgoedportefeuille mét grondbeleggingen is de maximale sharp-ratio 2,15. Dit betekent een allocatie van 12% van de totale vastgoedportefeuille naar grondbeleggingen. Het gemiddelde rendement zou hiermee hoger worden bij een lager risico. Conclusie: gezien het hoge gemiddelde rendement en de negatieve correlatie met traditionele vastgoedbeleggingen kunnen grondbeleggingen in Nederland zeer interessant zijn voor institutionele beleggers als *return-driver* en diversificator.

Dataverzameling nodig

Voordat de categorie grondbeleggingen uitgroeit tot een serieus en substantieel onderdeel van de vastgoedportefeuille moet er meer onderzoek worden gedaan, vooral door dataverzameling in verschillende regio's. Om de drempel naar grondbeleggingen enigszins te verlagen

en het risico te dempen, kunnen indirecte grondbeleggingen de komende jaren soelaas bieden. ■

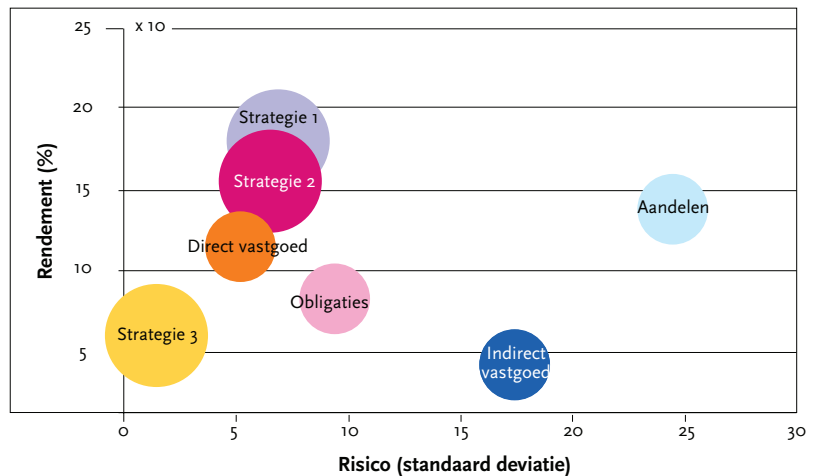
Leonie van de Ven is universitair docent aan de TU Eindhoven, Bram Verhoeven is onlangs afgestudeerd op grondbeleggingen en werkt nu bij Prologis in Amsterdam.

figuur 1 Rendement en risico van grondbeleggingen rondom Schiphol, 1989 tot 2002

	Gemiddeld jaarlijks cumulatief rendement	Gemiddeld risico (standaarddeviatie)
1 Beleggen in landbouwgrond	18,05%	6,92
2 Beleggen in 'warme' landbouwgrond	15,56%	6,58
3 Beleggen in bouwgrond	5,98%	1,45

De cijfers zijn gebaseerd op één casestudie en dienen slechts ter indicatie. De extreem lage standaarddeviatie van basisstrategie drie hangt samen met de beperkte beschikbare transacties. Hierdoor komt het risico automatisch lager uit en is daarom niet representatief.

figuur 2 Vergelijking rendement/risicoverhouding beleggingscategorieën



De vraag van vastgoedbeleggers naar opkomende markten groeit. Na analyse van tien Oost-Europese landen blijken op basis van macro-economische factoren en vastgoedindicatoren twee landen de meeste potentie te bieden voor investeringen in grond: Slowakije en Tsjechië. Hun grondmarkten zijn beïnvloed vooral door de hervormingen na de val van het communistische regime vanaf 1989. Het restitutieproces leidde tot een versnippering van het grondbezit en een zeer slecht ontwikkelde grondmarkt. De Slowaakse grondmarkt is verdeeld over miljoenen verschillende eigenaren. Vergeleken met andere EU-landen is

Kansen in opkomende markten

de grondmarkt van Slowakije extreem ondoorzichtig. Ook de Tsjechische grondmarkt staat in het teken van de privatisering. Door slechte financiële omstandigheden op de agrarische markt pacht 95% van de boeren van meer dan drie miljoen landeigenaren. De grondprijzen in Tsjechië zijn net als in Slowakije gebaseerd op de productie in de agrarische sector en zijn daardoor zeer laag. Door de toetreding tot de EU wordt verwacht dat het prijspeil van agrarische grond in deze landen snel zal stijgen naar de waarde in West-Europese landen

en dat de grondmarkt zich verder zal ontwikkelen. Grondbeleggingen in Slowakije en Tsjechië zijn op dit moment gezien de rendementspotentie erg aantrekkelijk. Hier staat een hoger en onbekend risico tegenover. Ook de waardebeoordeling van grond is moeilijker, door de ondoorzichtigheid van de markt. Meest haalbaar is op dit moment waarschijnlijk beleggen in bouwgrond, gezien het potentiële verschil tussen de waarde van bouwgrond en de mogelijke marktwaarde. Bovendien worden bij deze strategie onder meer de problemen van eigendomsrecht en wettelijke beperking omzeild.