

AIFMD & VASTGOED

Impact van de AIFMD op vastgoedfondshebeheerders en op de transparantie van de vastgoedmarkt



AIFMD
New regulation.
New game.

Lieske van Pelt
Real Estate & Housing | TU Delft
16 Januari 2015

SAMENWERKING

- **Lieske van Pelt**

Graduate – Technische Universiteit Delft
MSc Real Estate & Housing
Real Estate Management Laboratory

- **Mentor MPC** – Lisette van Doorn

Fonds- & asset manager van 31 fondsen in Nederland
Offices, Retail & Logistics fondsen
Totaal 760.000 m² V.V.O

- **Mentoren TU Delft**

1^e mentor – Prof. dr. Hans de Jonge
2^e mentor – Prof. dr. Aart Hordijk MRICS
Gecommitteerde – Ir. Eveline Brandes



MPC Capital



INHOUD

- Inleiding hoofdvraag
- Methodologie
- Fund Industry
- Literatuuronderzoek
- Empirisch onderzoek
 - *Kosten impact op fund managers - findings*
 - *Transparantie benefits investeerders - findings*
- Limitations
- Conclusies – *antwoord op de hoofdvraag*
- Discussie – *additionele lessen*
- Aanbevelingen

INLEIDING HOOFDVRAAG

- **Probleem statement**

1. AIFMD impact op vastgoed fondsmanagers is onduidelijk
2. Aan het doel - een transparantere vastgoedmarkt – wordt getwijfeld

‘Transparantie voorwaarde stabiele vastgoedmarkt’

13-11-2013 | LAATST GEWIJZIGD: 13-11-2013

- **Hypotheses**

1. AIFMD heeft een significante impact op vastgoed fondsmanagers
2. AIFMD zal de transparantie van de vastgoed(beleggings-)markt verbeteren

EUROPESE REGELGEVING

‘Ook wij worstelen met invoering van AIFMD’

Toezichthouder AFM hoopt eerste AIFMD-vergunning in de komende weken te verlenen

**Bouwinvest bemachtigt als één van de
eersten AIFMD vergunning**

BINNENLAND

18-02-2014 (11:19)

**Jaarverslag 2012: AFM houdt verscherpt
toezicht op vastgoedsector**

BINNENLAND

09-04-2013 (11:39)

HOOFDVRAAG

- Hoofdvraag

“Wat is de impact van AIFMD op vastgoed fund managers en in hoeverre draagt dit bij aan de transparantie op de vastgoedbeleggingsmarkt?”

- Doel

Inzicht geven in de impact van AIFMD op vastgoed fondsmanagers

Bepalen of AIFMD bijdraagt aan de transparantie op de vastgoed(beleggings-)markt

METHODOLOGIE

Research proces met iteraties



METHODOLOGIE

KNOW - WHY & WHAT

Why is **AIFMD** implemented?

What is the **expected impact**?

What are the **expected transparency benefits**?

motive

Literatuur studie
Expert interviews

KNOW - WHAT

What is the **cost impact** of AIFMD for real estate fund managers?

direct and indirect costs

Survey
Nabellen

KNOW - WHAT

What are the **effects** on and for investors?

Does AIFMD deliver what is **expected**?

transparency

Interviews

CONTEXT – FUND INDUSTRY

Waar investeert een Nederlands pensioenfonds in?

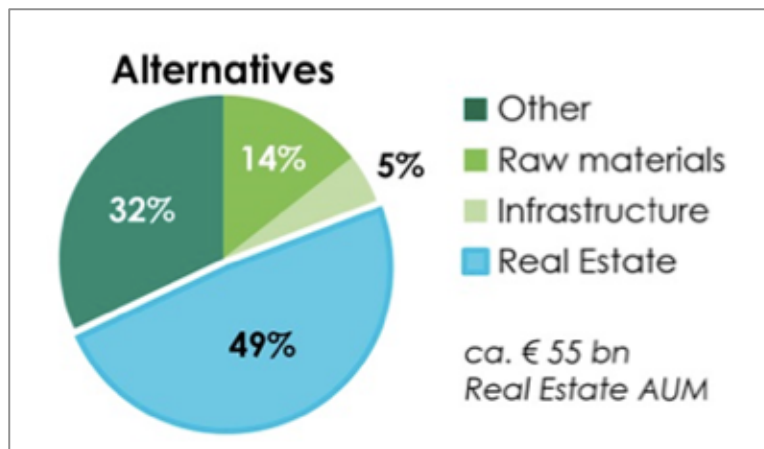
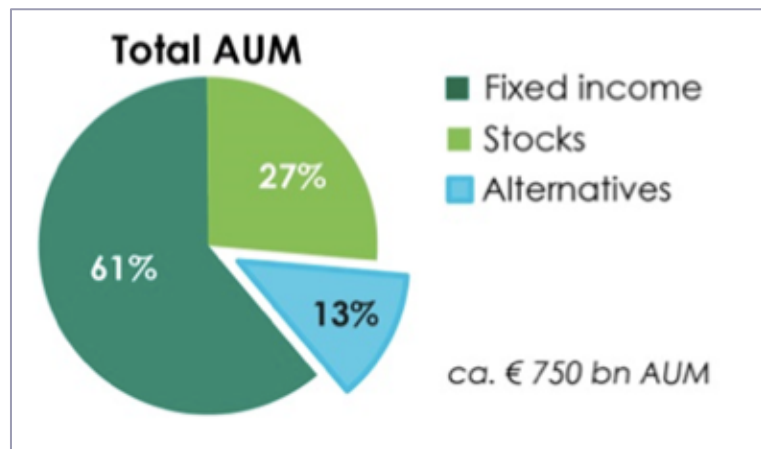


Figure x: Distribution of a common AuM of a Dutch pension fund (CBRE, 2013)

CONTEXT – FUND INDUSTRY

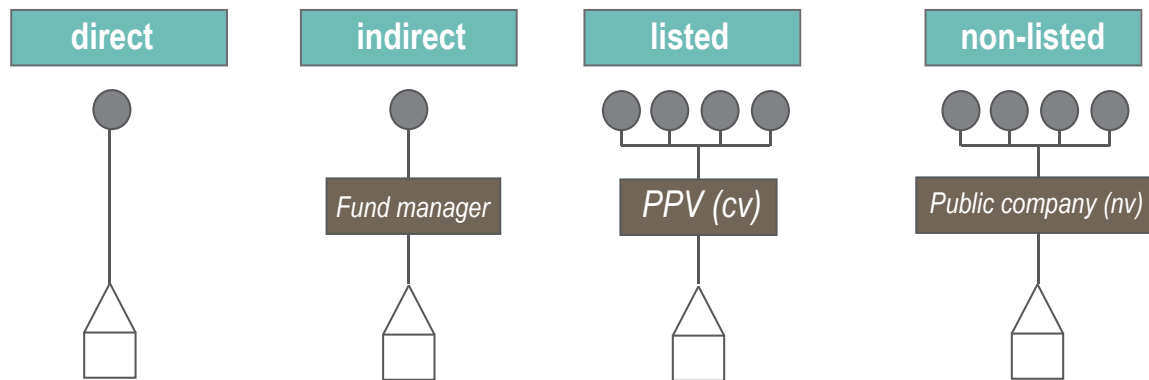


Figure x: Real estate investment vehicles, own figure based on (CBRE, 2013)

CONTEXT – FUND INDUSTRY

Investment strategy karakteristieken

<i>characteristics</i>	Core	Value-add	Opportunistic
<i>IRR ratio</i>	≤ 13 %	11,5% ≤ X ≤ 18,5 %	15,5 % ≤ X > 18,5 %
<i>LTV ratio</i>	≤ 60 %	30 % ≤ X ≤ 70 %	60 % < X > 70 %
<i>return</i>	stable income	income & capital growth	capital growth
<i>cashflow</i>	predictable	capital constraints	none
<i>risk</i>	low	medium - high	high
<i>holding period</i>	5 - 10 years	≤ 5 years	≤ 5 years
<i>asset status</i>	fully let, multi-tenant	refurbishment, active asset management	development or distressed

CONTEXT – FUND INDUSTRY

Mogelijk conflict of interest

<i>characteristics</i>	Investor	Fundmanager
<i>return</i>	maximum	max fee, but at expense of return
<i>holding period</i>	minimum (higher IRR)	maximum (higher fee)
<i>risk</i>	minimum	not undesired LTV ↑ AuM ↑ Fee ↑
<i>control</i>	maximum	minimum
<i>co-investment</i>	preferred (alignment)	rather not
<i>liquidity</i>	maximum	difficult, asks for transparency
<i>buy/sell assets</i>	conform strategy	fee's Assets under Management

FRAMEWORK – MOST IMPORTANT FINDINGS

Real estate investment market

One-size-fits-all approach

- All AIF's – no matter fund-type
- Neglecting different risk profiles
- Disadvantage for smaller firms
Economies of scale
- All EU Member States, different starting levels and conditions

Effects for/on investors

- According to literature, investors would benefit from transparency
- Significant impact on return
- Neglecting investor type (private or institutional)

Cost impact fund manager

Direct costs for fund manager

- Significant cost impact
Estimated business impact is on average 6-8 bp
- Impact on risk/return and management fees
- Allocation of costs is point of discussion – *not defined by regulator*

Indirect costs for fund manager

- Demanding reporting requirements
- Internal governance requirements
- Importance for efficient organisation- *Collaboration between depositary, accountant, valuer, fund manager*

FRAMEWORK – IDENTIFIED KNOWLEDGE GAPS

Real estate investment market

One-size-fits-all approach

- Disadvantage for real estate funds?
Timing

Effects for/on investors

- Is more information available?
- More benefits for non-professional investors?
- Changes of investor behaviour?
- Opinion about the transparency of the real estate investment market?

Cost impact fund manager

Direct costs for fund manager

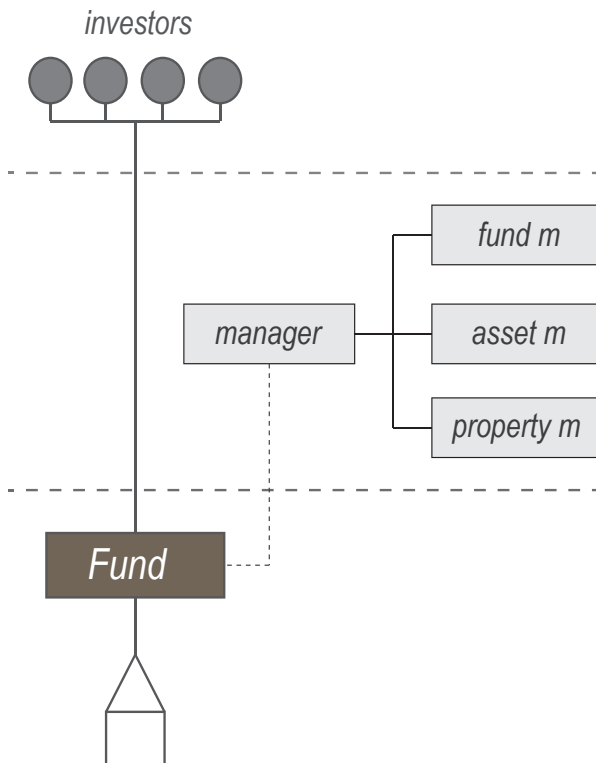
- What are the 'out of pocket' costs for real estate fund managers?
- How will these costs be allocated?
- What are the bilateral agreements?

Indirect costs for fund manager

- What internal changes have to be made to comply?
- Possible to quantify these changes?

EMPIRICAL PART

Structure



Companies



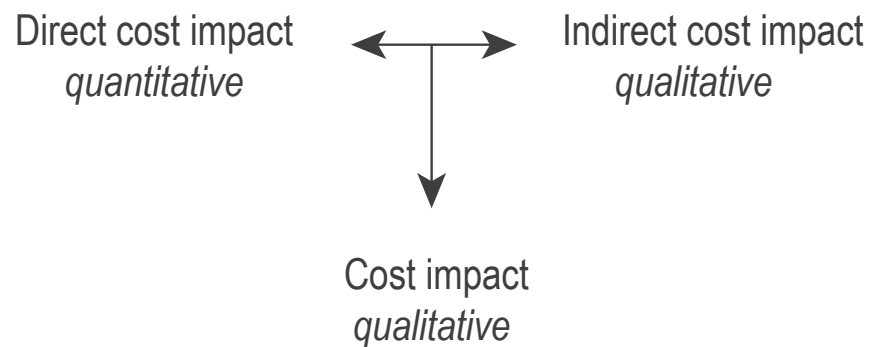
- CBRE Dutch Office Fund
- Bouwinvest Dutch Institutional Office Fund
- Altera Kantorenfonds
- Syntrus Achmea Dutch Office Fund

2. Wat zijn de effecten voor de beleggers en voor de markt?

1. Wat is de AIFMD impact voor FM's?

EMPIRICAL PART – *impact FM's*

“What is the AIFMD impact on real estate fund managers?”



EMPIRICAL PART – *direct cost impact*

Verskillende verdienmodellen van de fund managers

Profit	Loss	Profit	Loss
<i>rental income</i>	<i>maintenance costs salary pensions</i>	<i>rental income</i>	<i>management fee (performance fee) pensions</i>

EMPIRICAL PART – direct cost impact findings

	KOSTENPOSTEN	FUND (RETURN)	FUND MANAGER (MARGE)		KOSTENPOSTEN	FUND (RETURN)	FUND MANAGER (MARGE)		KOSTENPOSTEN	FUND (RETURN)	FUND MANAGER (MARGE)	
S E T	License application & authorization AFM	25700		S E T	License application & authorization AFM		16000	S E T	License application & authorization AFM	7000	1800	
	Consulting costs				Consulting costs					Consulting costs		
	<i>legal</i>				<i>legal</i>	50000				<i>legal</i>	50000	
	<i>accounting</i>	7800			<i>accounting</i>	0				<i>accounting</i>		820
	<i>administrative organization / business process</i>				<i>administrative organization / business process</i>	0				<i>administrative organization / business process</i>	5000	3850
	<i>other, e.g. project management etc.</i>	17500			<i>other, e.g. project management etc.</i>	0				<i>other, e.g. project management etc.</i>		118000
C O S T S	Selection and contracting depository	15000		C O S T S	Selection and contracting depository		5000	C O S T S	Selection and contracting depository	5000		
	Selection and contracting external valuer				Selection and contracting external valuer	0			Selection and contracting external valuer			
	Selecting and contracting accountant				Selecting and contracting accountant	0			Selecting and contracting accountant			
	Other (e.g. software, ..)				Other (e.g. software, ..)	0			Other (e.g. software, ..)			
A N N U A L C O S T S	Annual AFM registration costs	77000		A N N U A L C O S T S	Annual AFM registration costs	18000		A N N U A L C O S T S	Annual AFM registration costs	78000	pm	
	Depository	55000			Depository	40000			Depository	327000		
	External valuer				External valuer		116000		External valuer			
	Accountant	3000			Accountant		16000		Accountant			
	Other (e.g. software, ..)				Other (e.g. software, ..)	0			Other (e.g. software, ..)			

	AuM in EUR	TOTAL SET UP COSTS	TOTAL ANNUAL COSTS	TOTAL COSTS	impact on AuM	% over AuM	impact over AuM in bp.
OFFICE FUND A	€ 216.000.000,00	€ 7.900,00	€ 18.000,00	€ 25.900,00	0,000119907	0,011990741	1,2
OFFICE FUND B	€ 446.000.000,00	€ 8.875,00	€ 58.000,00	€ 66.875,00	0,000149944	0,014994395	1,5
OFFICE FUND C	€ 1.206.552.000,00	€ 191.000,00	€ 405.000,00	€ 596.000,00	0,00049397	0,049396959	4,9

EMPIRICAL PART – *indirect cost impact findings*

Minimale indirecte kosten impact bij grote, institutionele FM's

- Fundmanager A heeft 0,5-1,0 fte extra nodig op jaarbasis
- Fundmanager B heeft geen interne veranderingen ondergaan
- Fundmanager C heeft 1,3 fte extra nodig op jaarbasis

Deze fte's zijn door de vereiste risk manager en door de informatie die naar de depositary moet

Kleinere FM's hebben niet dezelfde middelen in huis

Significante indirecte kosten impact

EMPIRICAL PART — *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten

EMPIRICAL PART – *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten
- De hoge rapportage eisen hebben bij grote, institutionele FM's weinig impact

EMPIRICAL PART – *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten
- De hoge rapportage eisen hebben bij grote, institutionele FM's weinig impact
- De risk manager functie en de informatie naar de depositary veroorzaken extra fte's

EMPIRICAL PART – *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten
- De hoge rapportage eisen hebben bij grote, institutionele FM's weinig impact
- De risk manager functie en de informatie naar de depositary veroorzaken extra fte's
- De onafhankelijke, externe taxateur hadden ze alle drie al (geen AIFMD cost impact)
voor kleinere FM's lastiger

EMPIRICAL PART – *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten
- De hoge rapportage eisen hebben bij grote, institutionele FM's weinig impact
- De risk manager functie en de informatie naar de depositary veroorzaken extra fte's
- De onafhankelijke, externe taxateur hadden ze alle drie al (geen AIFMD cost impact)
voor kleinere FM's lastiger
- Verdeling van de kosten hangt vooral af van het verdienmodel van de FM
Verdeling van de kosten was een discussiepunt in de aandeelhoudersvergaderingen

EMPIRICAL PART – *totale impact op FM's*

- Meest significante kosten zijn: depositary en jaarlijkse AFM registratie kosten
- De hoge rapportage eisen hebben bij grote, institutionele FM's weinig impact
- De risk manager functie en de informatie naar de depositary veroorzaken extra fte's
- De onafhankelijke, externe taxateur hadden ze alle drie al (geen AIFMD cost impact)
voor kleinere FM's lastiger
- Verdeling van de kosten hangt vooral af van het verdienmodel van de FM
Verdeling van de kosten was een discussiepunt in de aandeelhoudersvergaderingen
- De totale impact voor institutionele FM's is kleiner dan vooraf gedacht
De totale impact voor kleine FM's is waarschijnlijk groter dan vooraf gedacht

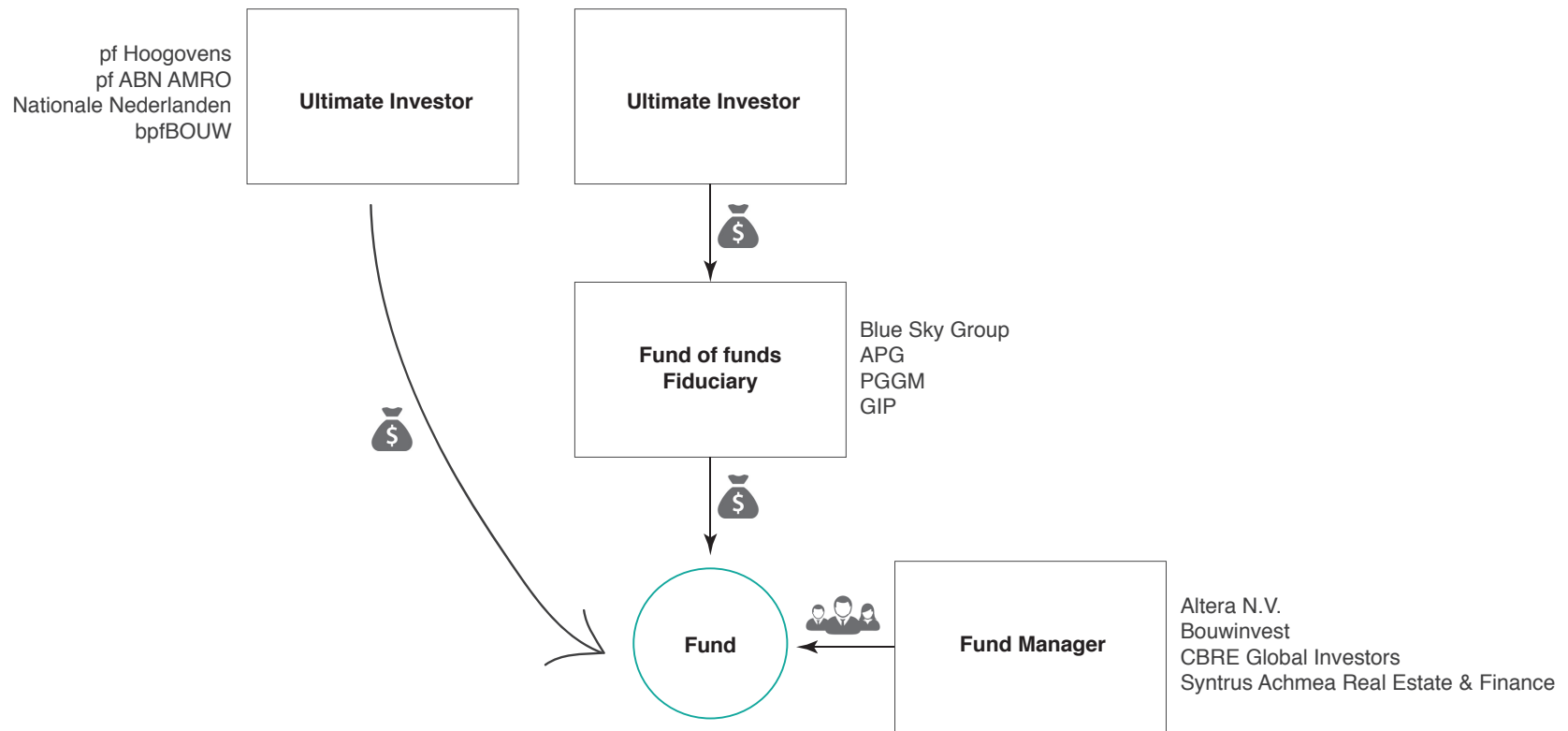
EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders*

Interview Guide

- *AlFMD kennis*
- *Transparantie*
- *Investeerders gedrag*
- *Ratio risk/return*
- *Timing / gepaste reactie*

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders*

Verskillende typen professionele investeerders



EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- AIFMD know-how verschilt tussen ultimate investor en fiduciary

EMPIRICAL PART — *transparantie investeerders findings*

- AIFMD know-how verschilt tussen ultimate investor en fiduciary
- Investeerders benadrukken dat vastgoed als investering een aparte klasse is

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- AIFMD know-how verschilt tussen ultimate investor en fiduciary
- Investeerders benadrukken dat vastgoed als investering een aparte klasse is
- Rapportages veranderen naar verwachting niet – in private sector zal dit wel zo zijn

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- AIFMD know-how verschilt tussen ultimate investor en fiduciary
- Investeerders benadrukken dat vastgoed als investering een aparte klasse is
- Rapportages veranderen naar verwachting niet – in private sector zal dit wel zo zijn
- Informatie over de waarderingen is wel voor verbetering vatbaar

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- AIFMD know-how verschilt tussen ultimate investor en fiduciary
- Investeerders benadrukken dat vastgoed als investering een aparte klasse is
- Rapportages veranderen naar verwachting niet – in private sector zal dit wel zo zijn
- Informatie over de waarderingen is wel voor verbetering vatbaar
- Checks en balances van de FM veranderen naar verwachting niet
*voor ultimate investor is de safety check van de depositary wel een vooruitgang
meer verbetering bij private partijen*

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen
- Aantrekkelijkheid van vastgoed als investering verandert voor institutionele beleggers nauwelijks

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen
- Aantrekkelijkheid van vastgoed als investering verandert voor institutionele beleggers nauwelijks
- Advocatenkantoren en depositarissen slaan hun slag uit AIFMD

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen
- Aantrekkelijkheid van vastgoed als investering verandert voor institutionele beleggers nauwelijks
- Advocatenkantoren en depositarissen slaan hun slag uit AIFMD
- Private investeerders kunnen met AIFMD beter overwogen beslissingen nemen

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen
- Aantrekkelijkheid van vastgoed als investering verandert voor institutionele beleggers nauwelijks
- Advocatenkantoren en depositarissen slaan hun slag uit AIFMD
- Private investeerders kunnen met AIFMD beter overwogen beslissingen nemen
- Beleggers denken dat de AIFMD rekening indirect altijd bij de belegger ligt

EMPIRICAL PART – *transparantie investeerders findings*

- Initiatieven als PTA en StiVaD worden aangemoedigd door beleggers
- AIFMD compliance van een FM is vereist voor potentiële beleggingen
- Aantrekkelijkheid van vastgoed als investering verandert voor institutionele beleggers nauwelijks
- Advocatenkantoren en depositarissen slaan hun slag uit AIFMD
- Private investeerders kunnen met AIFMD beter overwogen beslissingen nemen
- Beleggers denken dat de AIFMD rekening indirect altijd bij de belegger ligt
- Meeste beleggers vinden de kosten en de baten niet in balans

LIMITATIONS

- Gevoelige informatie
- Status quo AIFMD – weinig literatuur en data beschikbaar
Dit is een nulmeting gebaseerd op meningen over verwachtingen
Echte ervaringen moeten nog komen
- Methodologisch meet probleem bij kwantificeren van indirecte kosten
- Compliance officers' view op de (verwachte) kosten
- De waarde van kwalitatieve data
- Institutionele point of view investeerders
- TER-ratio's moeilijk te vergelijken



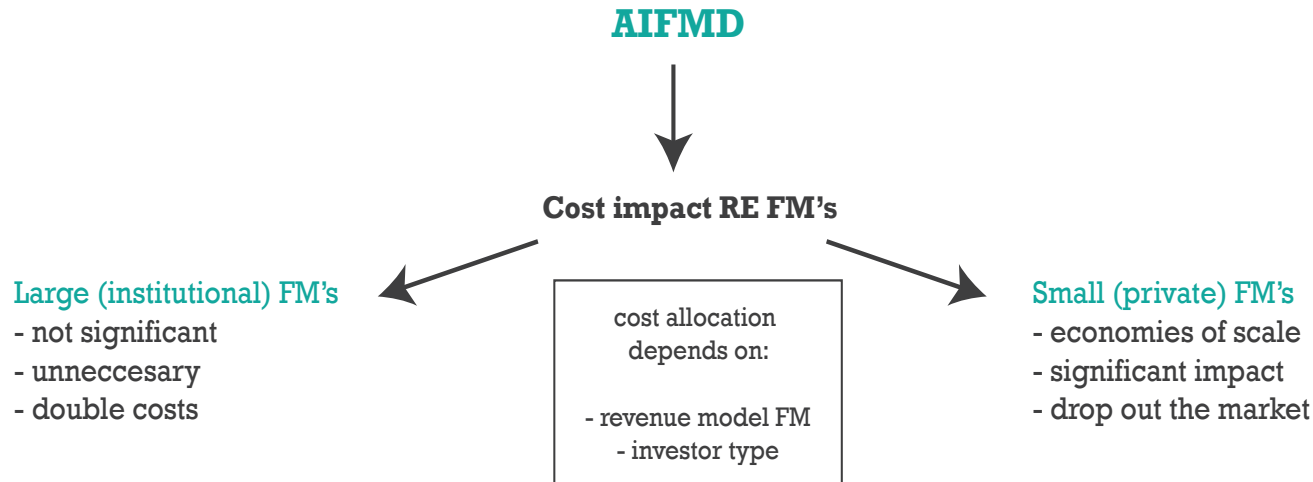
CONCLUSIES

“Wat is de impact van AIFMD op vastgoed fund managers en in hoeverre draagt dit bij aan de transparantie op de vastgoedbeleggingsmarkt?”

Hypotheses

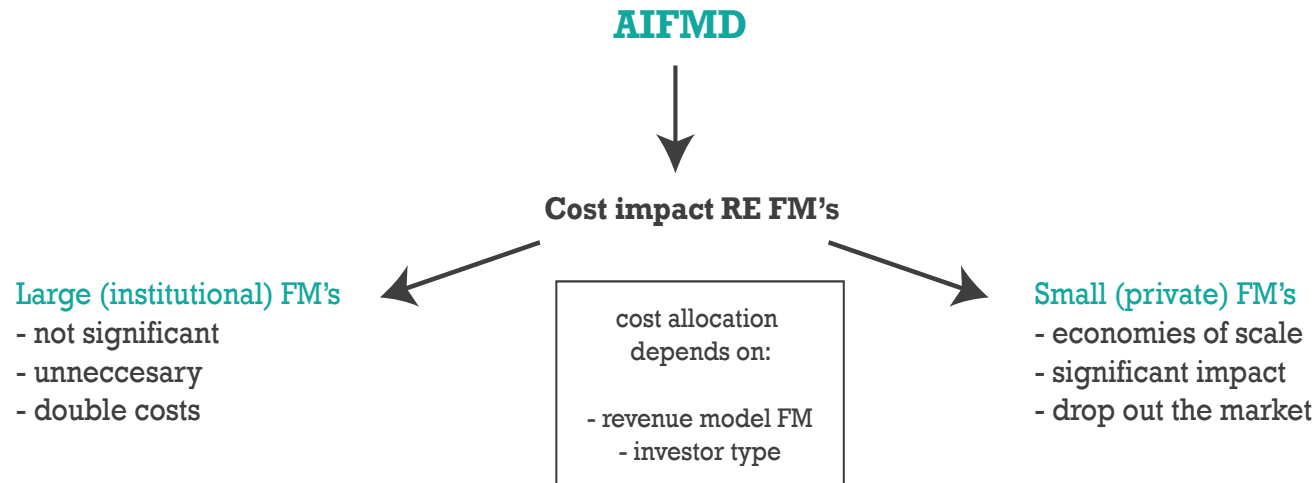
1. AIFMD heeft een significante impact op vastgoed fondsmanagers
2. AIFMD zal de transparantie van de vastgoed(beleggings-)markt verbeteren

CONCLUSIES – *impact fund manager*



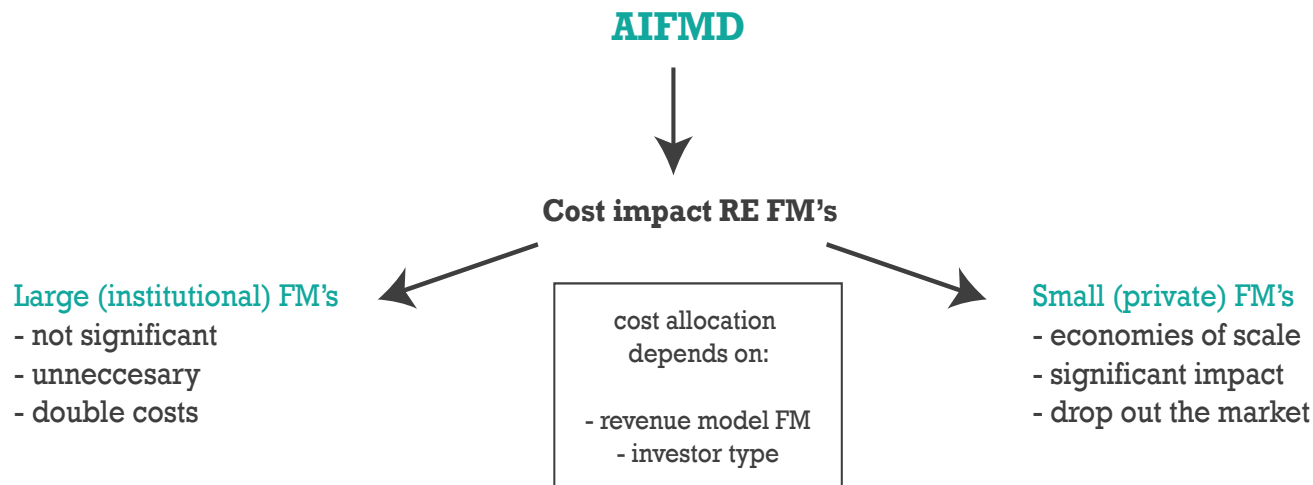
I. Voor grote, institutionele fund managers → geen significante impact (3 bp.)

CONCLUSIES – *impact fund manager*



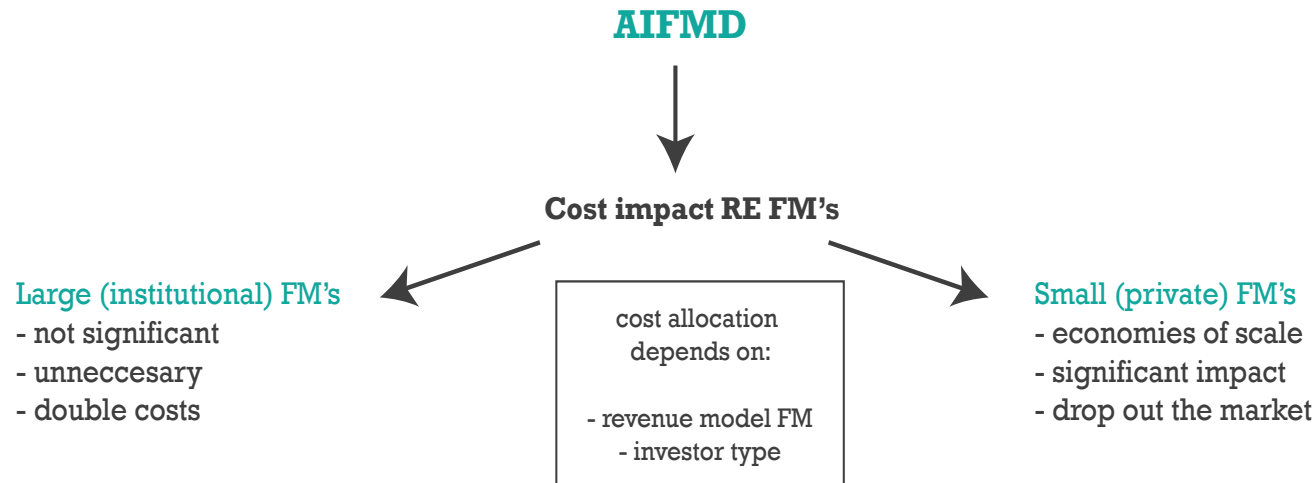
1. Voor grote, institutionele fund managers → geen significante impact (3 bp.)
2. Kleinere, private fund managers → ondervinden significante impact

CONCLUSIES – *impact fund manager*



1. Voor grote, institutionele fund managers → geen significante impact (3 bp.)
2. Kleinere, private fund managers → ondervinden significante impact
3. Mening over de verdeling van de kosten verschilt per type investeerder

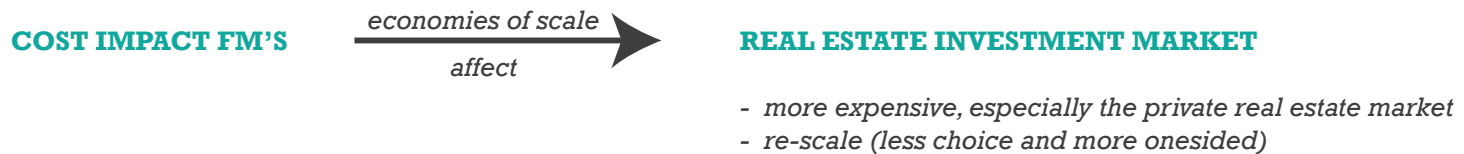
CONCLUSIES – *impact fund manager*



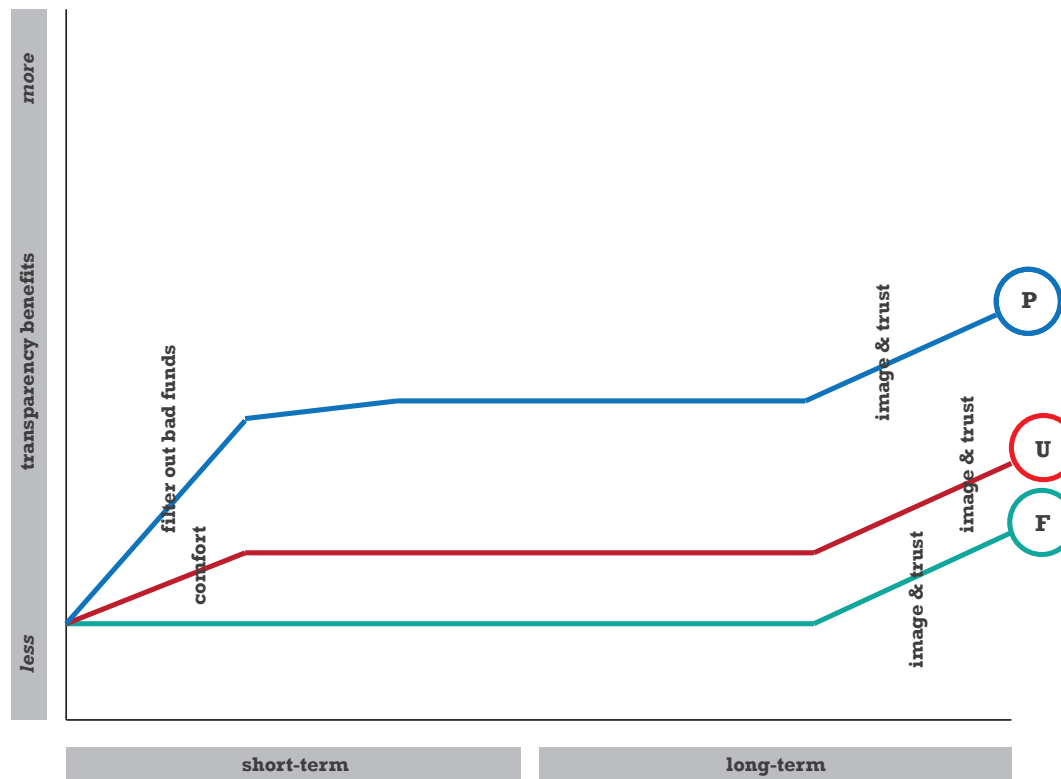
1. Voor grote, institutionele fund managers → geen significante impact (3 bp.)
2. Kleinere, private fund managers → ondervinden significante impact
3. Mening over de verdeling van de kosten verschilt per type investeerder
4. Verdeling van kosten hangt af van verdienmodel van de fund manager

CONCLUSIES – *impact fund manager*

5. Kosten impact bij fund managers veroorzaakt effecten op de vastgoedbeleggingsmarkt



CONCLUSIES - *transparantie*

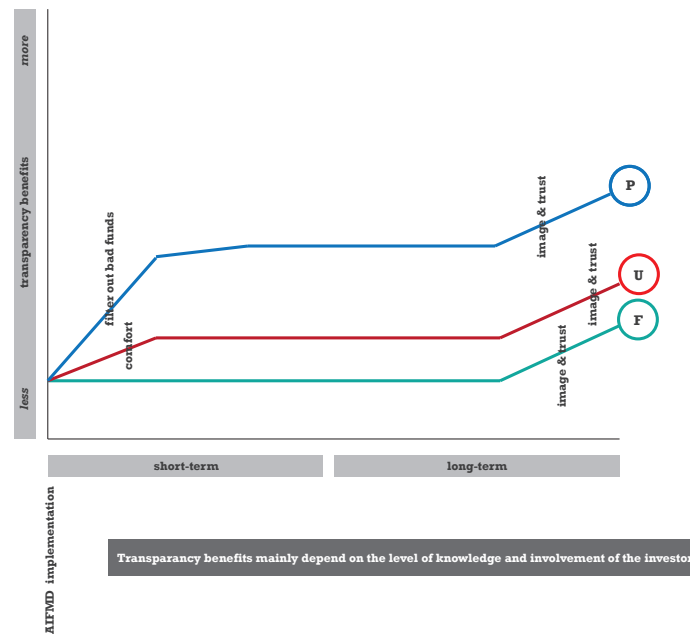


AIFMD implementation

Transparency benefits mainly depend on the level of knowledge and involvement of the investor

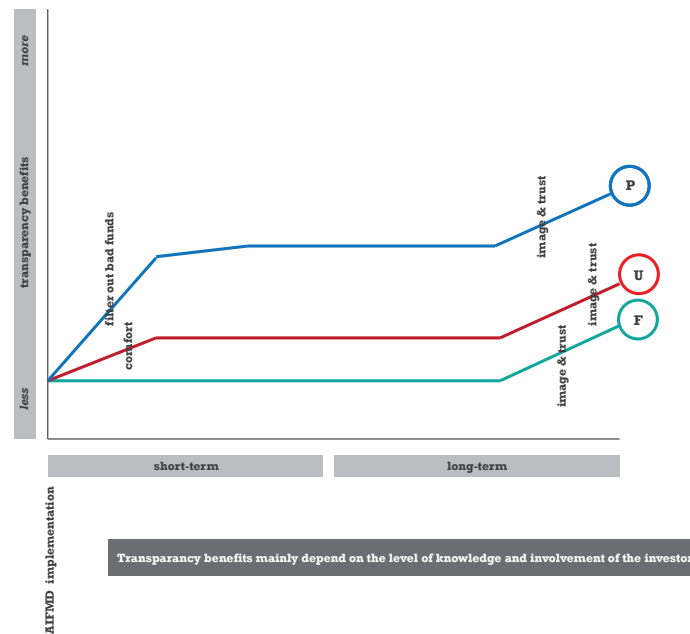
CONCLUSIES - *transparantie*

- I. Op korte termijn profiteren vooral de private investeerders van AIFMD



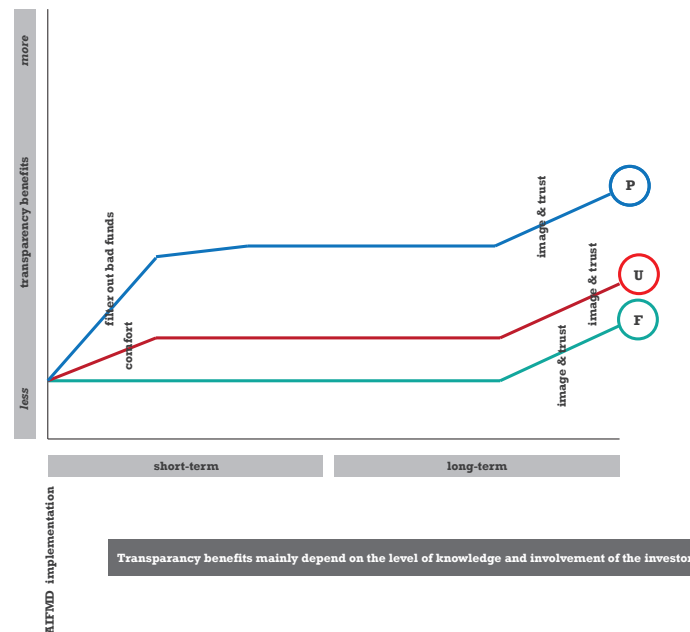
CONCLUSIES - *transparantie*

1. Op korte termijn profiteren vooral de private investeerders van AIFMD
2. Op lange termijn kan de hele vastgoedmarkt profiteren van meer transparantie



CONCLUSIES - *transparantie*

1. Op korte termijn profiteren vooral de private investeerders van AIFMD
2. Op lange termijn kan de hele vastgoedmarkt profiteren van meer transparantie
3. De mate van profiteren van transparantie door AIFMD hangt vooral af van het niveau van kennis, ervaring en betrokkenheid van de investeerder



DISCUSSIE – *additionele lessen*

- **Over-regulatie**
- **Transparantie**
private deel met een vraagteken
deel van het toezicht bij commerciële partij
illusie van kennis
initiatieven
- **Timing**
- **One-size-fits-all approach**
Nadeel vastgoed FM's
Economies of scale

DISCUSSIE – *verschalen beleggingsmarkt*

Private real estate wordt duurder
Real estate investment market → rescales

Drop-out kleinere partijen
Entry barrier start ups



DISCUSSIE – *concentratie van de risico's*

Consolidatie van de fund managing industrie

“Some say, the best in class (state of the art) remain. But you could also say, less choice for investors and a concentration of risk in a smaller number of players.”



DISCUSSIE – *kapitaal allocatie*

Kans dat kapitaal naar andere investment categorieën stroomt
Competitive disadvantage EU real estate fund industry



DISCUSSIE - *innovatie*

Innovatie komt in gevaar

Waar is de opportunistische investeerder?



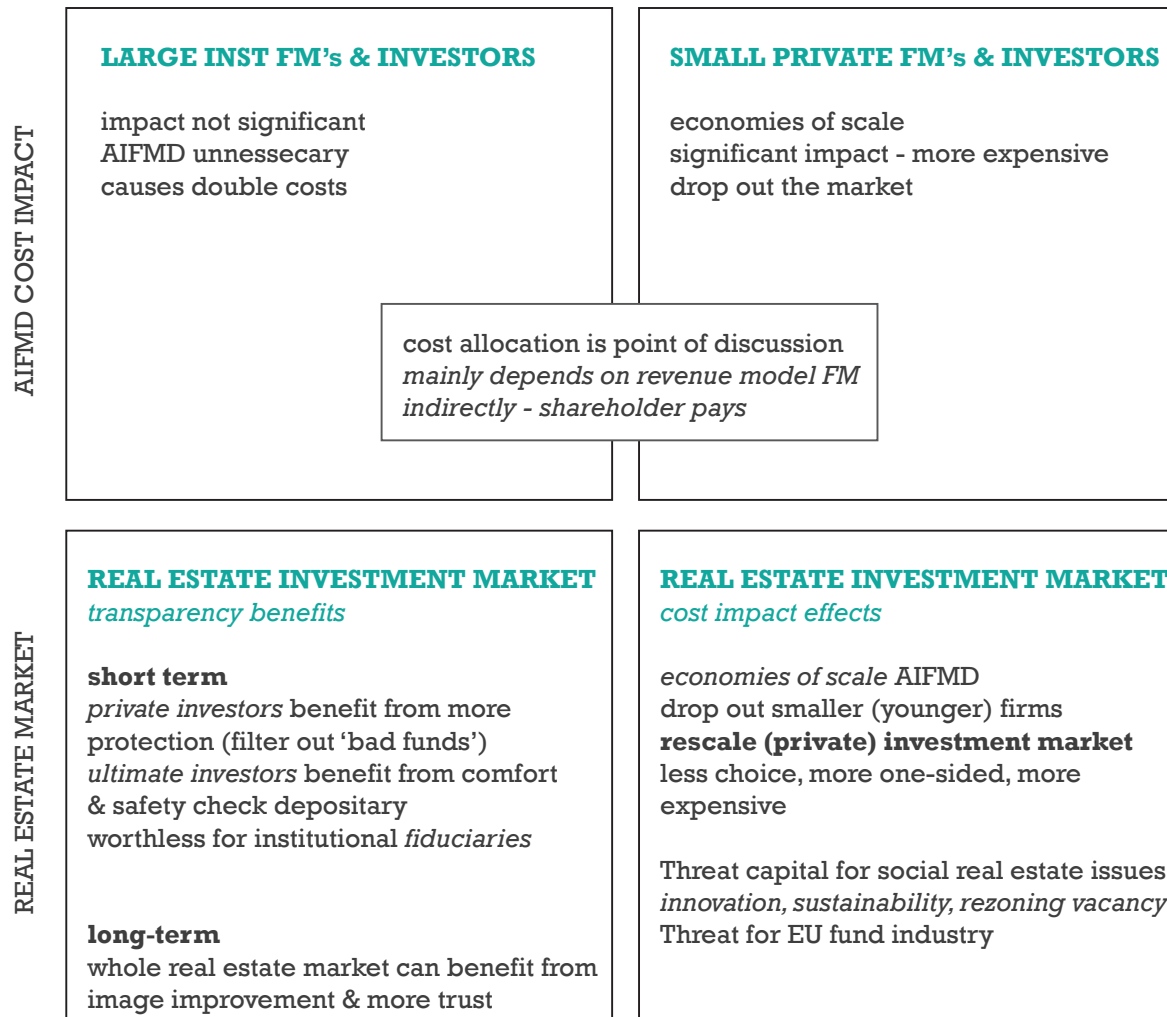
Social real estate issues (innovation, rezoning vacancy, sustainability)

DISCUSSIE

Dus, de nadelen van de one-size-fits-all-approach van AIFMD zijn:

- Institutionele partijen maken onnodige kosten (*en uiteindelijk betaalt de pensioenhouder*)
- Kleine (private) partijen ondervinden een grote impact (*unprofitable business*)
- Vastgoedbeleggingsmarkt verschaalt – minder spelers
- Concentratie van de risico's
- Entry barrier voor start-ups – bedreiging voor de markt dynamiek
- Kapitaal stroomt mogelijk naar andere beleggings-categorieën
- Innovatie wordt geremd, bedreiging voor maatschappelijke vastgoed vraagstukken
- Fondsen gaan naar niet-EU lidstaten, bedreiging voor EU fund industrie

RECAP – *conclusies & additionele lessen*



AANBEVELINGEN - verder onderzoek

- *Impact AIFMD - meer focus op private real estate market*
- *Verdeling van de kosten op een later moment. Is er een shift?*
- *Metten van de AIFMD transparency benefits op een later moment*
- *Wat gebeurt er in de volgende down-turn?*
- *Hoe kunnen de supervisors zelf beter functioneren?*
- *Welke instellingen moeten worden gereguleerd en waar is dit niet nodig?*
- *Hoe beïnvloed regelgeving de kapitaal allocatie?*
- *Hoe moeten we op lange termijn omgaan met het groeiende systeem risico op de financiële markten?*

AIFMD & VASTGOED

Impact van de AIFMD op vastgoedfondshebeheerders en op de transparantie van de vastgoedmarkt



AIFMD
New
regulation.
New game.

Lieske van Pelt
Real Estate & Housing | TU Delft
12 December 2014