

# PropertyNL **researchquarterly**



**juli 2004** jaargang 3 nr. 2

onafhankelijk onderzoek

voor de vastgoedprofessional

een uitgave van PropertyNL en VOGON

## **in dit nummer**

Thema vastgoedbeleggingen:

- Discounts vastgoedfondsen verklaard
- Taxaties TOZ/IPD krijgen uniforme basis
- Actief beheer leidt werkelijk tot outperformance
- Rendement en risico op objectniveau

Uiterlijk locatie belangrijker voor huurprijs dan ligging

Grondprijzen, bodemvervuiling en corporaties:  
drieluik over de woningmarkt

De invloed van de winkelcentrummanager

<b>Van de Vogon</b>	Samenzwering of belangenbehartiging? door Ed Nozeman	3
<b>Forum</b>	Stelling: Bereikbaarheid is belangrijker dan gebiedskwaliteit Reacties op de stelling Er moet een bouwstop komen voor nieuwe winkels in binnensteden	4 5
<b>Onderzoek</b>	<b>Commercieel vastgoed: waardebepalng</b> De onderliggende factoren voor de locatie door Bart Vink en Michiel Verlaak	6
	<b>Winkelvastgoed: beheer en rendement</b> Vastgoedmanager beïnvloedt prestaties winkelvastgoed door Ingrid Janssen	12
	<b>Woningmarkt: waardebepalng bij risico's</b> Wonen in risicovolle situaties door Bas van de Griendt	19
	<b>Woningmarkt: corporaties</b> Prestaties corporaties blijven achter bij rijksdoelen door Vincent Gruis	27
	<b>Woningmarkt: grondprijzen</b> Lagere grondprijs vereist verruiming aanbod koopwoningen door Geurt Keers, Philippe Sprengers en Ton Seijkens	34
	<b>Thema: vastgoedbeleggingen</b>	40
	• Actief beheer leidt aantoonbaar tot outperformance door Roel Ploegmakers	41
	• Rendement en risico op objectniveau door Martijn Scholten	47
	• Uniforme basis voor taxaties ROZ/IPD Vastgoedindex door Wouter van de Ridder	53
	• Explaining the nature of discounts by Shaun A. Bond and James D. Shilling	58
<b>Kritisch bekeken</b>	Strategisch huisvestingsmanagement van universiteiten door Roland Theeuwen en Peter van Woerkum	65
<b>Signalering</b>	Voor u geselecteerd	68
	Agenda	70
<b>Van de redactie</b>	Richtlijnen voor auteurs & adressen	71

## COLOFON

PropertyNL Research Quarterly is een  
gezamenlijke kwartaaluitgave van  
PropertyNL bv en de Vereniging van  
Onroerend Goed Onderzoekers  
Nederland (VOGON)

Redactieadres  
PropertyNL Research Quarterly  
Postbus 75485  
1070 AL Amsterdam  
tel. 020-575 3317  
fax 020-575 3318  
e-mail vogon@propertynl.com

Hoofdredactie  
Wabe van Enk, drs Paul Wessels

Redactie  
drs Kees van Elst MRE, Herbert Fens,  
drs Peter ter Hark, drs Gert-Jan Kapiteyn  
RBA, drs Han Olden, dr Cees-Jan Pen,  
Monique Roso (eindredactie)

Vormgeving  
Thomas van der Schoor  
Vincent Westerbeek van Eerten

Druk  
Hoonte Bosch & Keuning

PropertyNLresearchquarterly wordt  
toegestuurd aan de abonnees van  
PropertyNL.com en de leden van de  
VOGON.

ISSN 1570-7814

## Samenzwering of belangenbehartiging?

door Ed F. Nozeman

De Nederlandse vastgoedsector bevindt zich momenteel in onrustig vaarwater. Oplopende leegstand bij kantoren en winkels, stagnerende verkoop van woningen, een dunnere opdrachtenportefeuille, groeiende financiële risico's, regelgevingsdiarree en hoge eisen aan goed bestuur: het zijn barre tijden voor menig onderneming.

Er zijn samenzweringsadepten die menen dat veel onheil voor individu en collectief wordt veroorzaakt door maffiosi. Een handvol invloedrijke lieden draait aan de knoppen wanneer het hen uitkomt. Waren het vroeger de 200 van Mertens, met de bouwfraude nog vers in het geheugen kun je ze geen ongelijk geven. Toegegeven, de bouwheren deden het niet erg handig: wel in het geniep maar er toch een administratie van bijhouden. Neen, dan zijn er beroeps- en bedrijfsgroepen die het heel wat verstandiger in elkaar steken. Zij weten de overheid voor hun karretje te spannen of ons verslaafd te maken aan een niet aflatende reeks onmisbare producten dan wel diensten.

Te beginnen met de consultants. Lange tijd genoten zij een gegarandeerde boterham via onder meer het verplichte DPO en de nog steeds vereiste MER-rapportage. Na de afschaffing van eerstgenoemde voelen velen pas de tucht van de markt in alle hevigheid. Maar het MER-gebeuren zorgt nog steeds voor gegarandeerd werk..

De accountants hebben - ondanks niet geringe schandalen - nog altijd een prima belegde boterham dankzij de verplichte goedkeurende handtekening onder elke jaarrekening, IFRS en de Sarbanes-Oxleywet. Zij baden in weelde dankzij een overheid die dat wettelijk verplicht stelt voor alle grote ondernemingen.

Advocaten en notarissen mogen ook niet mopperen dankzij de toenemende juridificering van de samenleving. We kennen weliswaar nog geen Amerikaanse toestanden, maar een vastgoedtransactie zonder notaris is ondenkbaar. Zekerheid dan wel het eigen gelijk moet worden bevochten via deskundigen - die overigens geen garantie op een goede afloop kunnen geven.

Dan de architecten. Met de bescherming van hun titel van overheidswege wordt deze groep ten onrechte aan een predikaat geholpen waar anderen het zonder moeten stellen. Andere disciplines zijn voor de vastgoedsector toch minstens zo waardevol (constructeurs, makelaars, planeconomen), maar zij zullen de waardering op andere wijze moeten verdienen. De ict-branche verslaat echter al deze groepen met verve. Naast de zegeningen van de automatisering is er toch over heel wat ondernemingen onheil uitgestort met de millenniumbug, de steeds slimmere virussen, de niet-compatibele systemen, de geldverslindende integratietrajecten en zogenaamde programmaverbeteringen. Zelden heeft een sector zich zo verrijkt dankzij het onbewijsbare motief dat men anders de boot zou missen.

Zeg nu zelf: af en toe moet je de samenzweringsadepten gelijk geven. Een aantal groepen heeft het prima voor mekaar. Deels met hulp van de overheid behartigen zij hun particuliere belang uitstekend. De zo bejubelde marktwerking is echter geen garantie voor kwaliteit en gezien de machtsverschillen binnen de vastgoedmarkt zou diezelfde overheid best wat sturender mogen optreden.

*Prof. dr Ed Nozeman is bijzonder hoogleraar vastgoed aan de Rijksuniversiteit Groningen, directieadviseur bij ING Real Estate en voorzitter van de VOGON.*

## FORUM

Forum is een rubriek in PropertyNLresearchquarterly waarin lezers hun mening kunnen geven over actuele ontwikkelingen op de vastgoedmarkt. In ieder nummer is daarom een stelling opgenomen die de discussie op gang moet brengen. In de daaropvolgende editie presenteert de redactie (een selectie uit) de standpunten. In de volgende editie van PropertyNLresearchquarterly staat het thema vastgoed & mobiliteit centraal. Vooruitlopend hierop zou de redactie graag uw mening horen over de volgende stelling:

## Bereikbaarheid is belangrijker voor de aantrekkingskracht van bedrijfslocaties dan gebiedskwaliteit

De ontwikkeling van bedrijfslocaties staat de laatste jaren in het teken van gebiedskwaliteit. Duurzame inrichting afgestemd op de wensen van ondernemers en parkmanagement om de kwaliteit op langere termijn in stand te houden zijn hierbij sleutelbegrippen. Dat roept de vraag op: wat willen ondernemers eigenlijk zelf?

De lijstjes van vestigingsplaatsfactoren spreken voor zich. Autobereikbaarheid prijkt altijd bovenaan, steevast gevolgd door parkeergelegenheid. Ruim eenderde van de bedrijven ervaart, zo blijkt uit enquêtes van onder meer VNO-NCW, de bereikbaarheid van hun vestigingen voor werknemers, toeleveranciers of klanten als problematisch. Driekwart heeft te lijden onder bereikbaarheidsproblemen. Het ministerie van Verkeer en Waterstaat verwacht in 2020 nog eens drie maal zoveel fileleed als in 1995. Het CPB raamt voor dezelfde periode een landelijke groei van de personenautomobiliteit van 30%.

Dat zou ertoe kunnen leiden dat bereikbaarheid in de komende decennia alleen nog maar belangrijker wordt. Ondanks alle inspanningen om bedrijfslocaties een kwaliteitsimpuls te geven, zal maar één aspect echt tellen.

Wat vindt u? Bent u het eens met deze stelling? Welke plekken in de stad zijn dan het meest geschikt voor nieuwe bedrijfslocaties? Of vindt u dat bereikbaarheid als vestigingsfactor wordt overschat en dat bedrijfslocaties langs snelwegen juist mobiliteit oproepen? Kan menging van functies in stedelijke gebieden het mobiliteitsprobleem oplossen? Of ziet u meer in multimodale knooppunten aan de stadsrand?

**U kunt uw reactie sturen naar [vogon@propertynl.com](mailto:vogon@propertynl.com). De stelling wordt ook per e-mail toegestuurd aan de Vogon-leden. De redactie hoopt Vogon-leden zo te stimuleren zich in de discussie te mengen.**

## Vastgoedwereld onterecht huiverig voor consequenties onderzoek

Het aantal reacties op de stelling in ons forum is doorgaans zo tussen de 10 en 20 en levert meestal een keur aan meningen en feiten op. De stelling “er moet per direct een stop komen op nieuwbouw van winkels in Nederlandse binnensteden” in het vorige nummer ging blijkbaar nét een stap te ver voor ons lezerspubliek.

door Peter ter Hark

Welgeteld één reactie kwam binnen op de redactie - zelfs na wat duw- en trekwerk bij een aantal VOGON-leden bleef het akelig stil. Eigenlijk niet verbazingwekkend, want zowel door het te ontkennen als beamen, kom je al snel in de verdachte hoek terecht. Ontwikkelaars van binnenstedelijke projecten worden per direct brodeloos als deze stelling door gemeenten voor zoete koek wordt aangenomen. Het toch al moeizame traject van binnenstedelijke herontwikkeling met competities, volksreferenda, dure verwervingen en hoge bouwkosten is vrijwel niet meer te overzien als ook nog eens het mogelijke effect op omliggende winkelstraten (financieel) gecompenseerd moet worden. En wat moet je doen als omliggende kernen gaan klagen over nadelige effecten?

Niets doen is echter geen alternatief voor de binnensteden. De binnenstad moet zich voortdurend vernieuwen om attractief te blijven voor bezoekers. Bestaand aanbod wordt sleets en de wensen en het gedrag van consumenten verandert ook in de loop der tijd. Er zijn in een statische situatie geen impulsen meer om naar die binnenstad toe te gaan, waardoor de concurrentiekracht van de grote stadsdeelcentra en perifere winkelgebieden alleen maar toeneemt.

Zo bezien is de reactie van Jeroen Verwaaijen van Strabo een logische: *‘Een bouwstop zorgt uitsluitend voor een verder achteruitgang van de positie van de binnenstad en uitholling van haar functie. Het is al vaker bewezen dat een uitbreiding niet direct tot meer bezoek leidt, maar wel dat nietsdoen leidt tot een verslechtering van de marktpositie. Leegstand op B-lokaties moeten we maar voor lief nemen en creatief omgaan met een nieuwe invulling.’*

Het creatief omgaan met locaties die onder druk komen te staan door nieuwe ontwikkelingen is een verantwoordelijkheid die met name bij de gemeentelijke overheid ligt. Door gericht onderzoek naar de effecten van een bepaalde (her)ontwikkeling in de binnenstad, is goed te voorspellen waar zich negatieve effecten voor kunnen gaan doen. Daar zal, parallel aan de 'grote' ontwikkeling, een plan moeten worden gemaakt om verloedering en achteruitgang te voorkomen. Dit kan betekenen dat zwakke winkelmeters uit de markt worden gehaald en bijvoorbeeld omgezet in bedrijfsruimte of woningen. Het (financieel) koppelen van deze twee ontwikkelingen lijkt op voorhand geen goed idee, omdat dan waarschijnlijk beide niet meer van de grond komen.

De boodschap uit het onderzoek van Esther Fleers is echter heel duidelijk: de nieuwe winkelprojecten in de binnensteden leiden niet automatisch tot positieversterking van de betreffende stad en er is duidelijk een negatief effect waar te nemen in de oude centrumdelen. Zowel de gemeentelijke overheid als de vastgoedontwikkelaar zullen daarom (nog) zorgvuldiger om moeten gaan met de planvorming.

## De onderliggende factoren voor de locatiewaarde

De vastgoedbranche is het al lang en breed eens over het waardebepalende belang van de locatie. Maar welke factoren liggen daaronder? Vaak worden ligging, bereikbaarheid en parkeergelegenheid aangedragen als belangrijke waardeverklarende locatietekenen - maar gekwantificeerd wordt dit nooit. Dit onderzoek toont aan dat de locatiewaarde wel degelijk cijfermatig kan worden bepaald. Zo blijken de huurprijzen voor kantorenlocaties binnen de Randstad voor 40% te kunnen worden verklaard vanuit de locatiewaarde en buiten de Randstad zelfs voor 80%. Voor bedrijventerreinen is dit respectievelijk 63% en 42%. Bovendien blijkt dat representativiteit en het voorzieningenniveau hoger scoren in de bepaling van de huurprijs dan bereikbaarheid en parkeergelegenheid.

door Bart Vink en Michiel Verlaak

De locatie wordt doorgaans aangedragen als de belangrijkste waardebepalende factor van bedrijfsmatig onroerend goed, maar waar die locatiewaarde vervolgens uit bestaat, blijft veelal onderbelicht. Stijnenbosch et al. (2003) wijzen hierop wanneer zij spreken over "het gebrek aan inzicht in de werking van de markt van commercieel onroerend goed" en "Er is weinig fundamenteel onderzoek beschikbaar en de verkoopverhalen voeren de boventoon".

Sinds de introductie van de prijstheorie eind 18de eeuw is de locatie betrokken in de waardeleer van locatiegebonden goederen (Van Gool et al., 2001, p. 188). De mate waarin en de wijze waarop de locatie wordt gewaardeerd, is echter verre van eenduidig te noemen. De waarde van de locatie, ofwel 'locatiewaarde' (deels tot uitdrukking komend in de grondprijs), wordt vaak geschat op basis van de ervaring en algemene kennis van de markt van de taxateur. Deze subjectieve benadering is voor DTZ Zadelhoff aanleiding geweest op zoek te gaan naar een meer objectieve benadering.

### Zoeken naar objectieve methode voor locatiewaardering

Bij de zoektocht naar een objectieve methode voor het bepalen van de locatiewaarde, is het van belang het element locatie te karakteriseren. De vastgoedmarkt en daarmee ook de markt voor werklocaties, kan worden getypeerd als een marktvorm<sup>1</sup> van heterogeen oligopolie en oligosonie; er zijn weinig aanbieders en weinig vragers, terwijl het product heterogeen<sup>2</sup> is. (Venema & Gerritse, 2002).

De methode die bij uitstek geschikt is om de waarde van heterogene goederen op objectieve wijze te bepalen, is hedonistische modellering. De basisgedachte achter deze prijsanalysemethode veronderstelt dat de waarde van een goed wordt gevormd door de specifieke kenmerken van het goed. Hierover later meer.

<sup>1</sup> Onder marktvorm wordt verstaan (DvD, p. 1659): het samenstel van alle krachten die de prijs bepalen; een abstracte plaats waar de prijzen en ruilvolumina gedetermineerd worden.

<sup>2</sup> Dat werklocaties te typeren zijn als heterogene goederen laat zich verklaren doordat er sprake is van differentiatie in het aanbod zowel naar type werklocatie als naar prijsniveau. De differentiatie in het aanbod van werklocaties wordt gevormd door enerzijds het assortiment aan gebouwtypen welke aangeboden wordt en anderzijds door de verschillende locatietypen, zoals bijvoorbeeld stationslocaties, centrumlocaties, randstedelijke locaties of snelweglocaties. Er is dus sprake van differentiatie op pandniveau en op locatieniveau.

Bij de vaststelling van de locatiewaarde is de gerealiseerde huurprijs van het aanwezige onroerend goed als vertrekpunt genomen. Men kan immers stellen dat er tussen de huurder en verhuurder van het onroerend goed indirect overeenstemming is bereikt over de waarde. Omdat het hier een heteroog goed betreft, mag eveneens worden gesteld dat de eigenschappen van het goed (in meer of mindere mate) voldoen aan de kwaliteitsverwachtingen van de huurder.

Om uiteindelijk te komen tot een objectievere methode voor bepaling van de locatiewaarde, is gezocht naar een antwoord op de volgende vraag: in hoeverre is het verschil in huurprijsniveau van werklocaties te verklaren vanuit de specifieke kwaliteitskenmerken van de locatie ('locatiewaarde') en waaruit bestaat die specifieke 'locatiewaarde'?

### **Hedonistische modellering**

Hedonistische modellen, zoals ontwikkeld door Rosen (1974) in navolging van de ideeën van Lancaster (1966), kunnen worden gebruikt voor het schatten van de impliciete prijs van afzonderlijke kenmerken dan wel bestandsdelen waaruit het (samengestelde) goed bestaat (Leishman, 2000, p. 136). Factoren die van invloed zijn op de prijs van een (heteroog) product of goed kunnen worden geïdentificeerd, uitgaande van het principe dat de prijs van het product wordt gevormd door zowel intrinsieke kenmerken als externe factoren. Het schatten van hedonistische prijzen (dat zijn de impliciete prijzen van de kenmerken en factoren) maakt het mogelijk om de mate van invloed van die kenmerken en factoren op de prijs van het goed te ontrafelen en te vergelijken.

In de economische wetenschap is de grondgedachte van de hedonistische benadering dat een consumptiegoed is op te vatten als een "bundeling van kenmerken waarvoor een impliciete waardering bestaat" (Janssen, 1992, p. 42). Deze basisgedachte maakt het mogelijk om transactiepreizen van een goed ook op die manier op te vatten, zoals onder meer wordt bevestigd door Rosen (1974, p. 35): "When goods can be treated as tied packages of characteristics, observed market prices are also comparable on those terms." De aanduiding 'hedonistisch' slaat op de Griekse oorsprong van het woord en betekent dat de veelvuldige gebruiksmogelijkheden en voordelen (effecten) voor de consument op basis van meerdere variabelen wordt ingeschat, elk voor hun aandeel<sup>3</sup>. Gillingham, een van de pioniers op het gebied van hedonistische prijsanalyses, omschreef de hedonistische methode als volgt (Gillingham, 1975, p.154): "The objective of the hedonic quality measurement technique is to establish a relationship between observed market prices for goods and the implicit prices of the characteristics which the good embody." Gillingham's omschrijving van de hedonistische methodiek treft de kern van de methodiek: het achterhalen van de relatie tussen waargenomen marktprijzen voor goederen en de impliciete prijs van de kenmerken waaruit het goed bestaat.

### **Hedonistische prijsanalyse**

De hedonistische analysebenadering kan aldus worden omschreven als een meervoudige regressieanalyse van de prijsvorming van heterogene goederen. De te verklaren variabele wordt met een dergelijke analyse in verband gebracht met diverse kenmerken die in het analysemodel zijn opgenomen. Met andere woorden, de samenhang wordt geschat tussen enerzijds een aantal variabelen (de zogenaamde verklarende, onafhankelijke variabelen of regressoren) en anderzijds één afhankelijke variabele of regressant. Deze afhankelijke

<sup>3</sup> Hedonisme: "Er wordt welbewust een bepaalde vorm van genot gekozen met behulp van een berekening of beschouwing van de ter beschikking staande middelen" (Staatsencyclopedie, 1965).



## COMMERCIEEL VASTGOED - WAARDEBEPALING

variabele wordt verondersteld in meerdere of mindere mate afhankelijk te zijn van de verklarende variabelen. Op deze wijze wordt vastgesteld welke bijdrage een afzonderlijk kenmerk levert aan de waarde van de te verklaren variabele (Conijn et al., 1998, p. 39). Het doel van een hedonistische prijsanalyse is het achterhalen van de wijze waarop de prijs van een goed tot stand komt, dan wel het valueren (doorrekenen) van (externe) effecten van verandering in samenstelling van een goed of aanpassing van de omgeving (de context) van een goed. Door soortgelijke goederen met elkaar te vergelijken en de waarde van de verschillen tussen die goederen te schatten, worden zogenaamde shadow prices (c.q. deelwaarden) verkregen voor alle factoren die de prijs bepalen. De shadow prices bestaan dan uit de impliciete c.q. hedonistische waarden van de afzonderlijke kenmerken van de goederen. De impliciete waarden (prijs van de afzonderlijke kenmerken) van de goederen kunnen wel met elkaar worden vergeleken doordat de subjectieve totaalwaarde is opgedeeld in objectieve deelwaarden (Laakso (1997); Orford (1999)).

### De kwaliteit van werklocaties geïnventariseerd

Om de mate van prestatiekwaliteit van de locatiekenmerken te bepalen, is gebruik gemaakt van de zogenaamde Real Estate Norm. Dit begin jaren negentig door onder andere DTZ Zadelhoff ontwikkelde communicatie-instrument kwalificeert de functionele prestatiekwaliteit van de werklocatie door het toekennen van een objectieve kwaliteitsscore aan de kenmerken van de werklocatie. De kwaliteit van de locatiekenmerken wordt daarbij gekarakteriseerd met behulp van een kwaliteitsscore oplopend van 1 (minimaal) tot 5 (maximaal). Op deze wijze kan zowel per afzonderlijk kenmerk als op locatieniveau de kwaliteit worden vastgesteld. Deze objectieve kwaliteitsscores zijn gebruikt in dit onderzoek.<sup>4</sup>

De in dit onderzoek geanalyseerde 281 werklocaties zijn beoordeeld aan de hand van een aantal locatiekenmerken, onderverdeeld in imago, bereikbaarheid, parkeren en voorzieningen. Vervolgens zijn ook deze aspecten weer onderverdeeld in deelaspecten (zie figuur 1).

**Figuur 1: Real Estate Norm Formulier kantoorlocaties**

1	Imago	1.1	stedelijke omgeving	
		1.2	aantrekkingskracht	
		1.3	omgevingskwaliteit	
		1.4	zichtbaarheid	
2	Bereikbaarheid	2.1	auto	2.1.1 nabijheid snelweg
				2.1.2 filegevoeligheid
	2.2	openbaar vervoer	2.2.1 bovenlokaal	
			2.2.2 lokaal	
3	Parkeren	3.1	parkeren op eigen terrein	
		3.2	openbaar parkeren	
4	Voorzieningen	4.1	winkels en dagelijkse voorzieningen	
		4.2	restaurants voor (zaken)lunch/diner	

<sup>4</sup> In de praktijk worden de objectieve kwaliteitsscores 'gewogen' aan de hand van het specifiek gebruikersprofiel uitgedrukt in gewichtenset. De gewichtenset is een cijfermatige weergave van de wensen en eisen van een specifieke gebruiker t.a.v. de kwaliteit van locatiekenmerken.

## COMMERCIEEL VASTGOED - WAARDEBEPALING

Door vervolgens de prestatiekwaliteit van de locatienmerken te koppelen aan het gemiddelde gerealiseerde huurprijsniveau per locatie, wordt een prijs-kwaliteitsbeeld van de werklocatie(kenmerken) verkregen. De hedonistische regressie-analyses die hiertoe zijn uitgevoerd, kunnen worden opgedeeld in twee stappen:

1. allereerst het ontrafelen van de mate waarin het verschil in huurprijsniveaus van werklocaties kan worden verklaard vanuit de specifieke kwaliteitskenmerken van de locatie. In dit verband wordt in dit onderzoek ook wel gesproken van het achterhalen van de 'locatiewaarde'.
2. daarnaast in het achterhalen van de locatienmerken waaruit die specifieke locatiewaarde bestaat. Met andere woorden, het ontrafelen van de geleverde prestatiekwaliteit van locatienmerken welke de meerwaarde (een huurprijsverhogend of -verlagend effect) van de locatie vormen.

### Resultaten van de analyse

In tabel 1 zijn de belangrijkste resultaten van de regressieanalyses overzichtelijk weergegeven.

**Tabel 1: Mate waarin locatiewaarde de huurprijs bepaalt**

	<b>Locatiewaarde (verklaringspercentage huurprijs vanuit locatiewaarde)</b>	<b>Bandbreedte locatiewaarde-effect (in % van het basishuurprijsniveau)</b>
Kantorenlocaties		
Nederland	38	0 - 87
Randstad	40	-46 - 71
niet-Randstad	80	-21 - 29
Stationslocaties	62	-63 - 125
Stads(rand)locaties	67	-29 - 124
Bedrijventerreinen		
Nederland	75	-7 - 118
Randstad	63	0 - 92
niet-Randstad	42	-7 - 50

Bron: DTZ Zadelhoff, 2004

Uit de kolom 'locatiewaarde' valt af te lezen in hoeverre de huurprijsverschillen verklaard kunnen worden vanuit het verschil in locatiewaarde. Buiten de Randstad speelt de mate van locatiewaarde een beduidend grotere rol met betrekking tot een gerealiseerd huurprijsniveau dan voor kantorenlocaties in de Randstad. Voor bedrijventerreinen geldt echter het omgekeerde.

Wanneer gespecificeerd wordt naar locatietype (stationslocaties en stads(rand)locaties), dan blijkt dat de locatiewaarde (kwaliteit) weer verschillend wordt gewaardeerd. De locatiewaarde bestaat niet; deze is locatiespecifiek en gebruikergebonden.

In de kolom 'bandbreedte locatiewaarde-effect' zijn de maximale waardevermeerderende dan wel verminderende effecten zoals gegenereerd door de mate van kwaliteit van de locatienmerken weergegeven. Duidelijk is te zien dat deze nogal uiteenlopen.

## COMMERCIEEL VASTGOED - WAARDEBEPALING

### Veranderende invloedrijke locatietekenen

In tabel 2 en 3 is een top vijf gegeven van de belangrijkste typen locatietekenen die de meerwaarde van de locatie vormen.

**Tabel 2: Top 5 locatietekenen kantorenlocaties**

Top 5 locatietekenen uit onderliggend onderzoek	Top 5 locatietekenen uit voorgaand onderzoek
1. ligging	1. ligging
2. voorzieningenniveau	2. (multimodale) bereikbaarheid
3. representativiteit	3. parkeergelegenheid
4. parkeergelegenheid	4. representativiteit
5. autobereikbaarheid	5. voorzieningenniveau

Bron: DTZ Zadelhoff, 2004

**Tabel 3: Top 5 locatietekenen bedrijventerreinen**

Top 5 locatietekenen uit onderliggend onderzoek	Top 5 locatietekenen uit voorgaand onderzoek
1. representativiteit	1. bereikbaarheid
2. zichtbaarheid	2. representativiteit / omgevingskwaliteit
3. ligging / voorzieningenniveau	3. parkeergelegenheid
4. autobereikbaarheid	4. ligging / voorzieningenniveau
5. ov-bereikbaarheid	5. zichtbaarheid

Bron: DTZ Zadelhoff, 2004

Wanneer deze vergeleken worden met de doorgaans aangedragen top vijf locatietekenen, dan is te zien dat dezelfde kenmerken naar voren komen. Opvallend is echter dat de hiërarchie sterk verschilt. Zo komt uit dit onderzoek naar voren dat bereikbaarheid veel minder ten grondslag ligt aan de verklaring van het verschil in huurprijsniveau. Het voorzieningenniveau en de mate van representativiteit blijken echter van groter belang te zijn dan doorgaans verondersteld.

### Meer waarde

Objectieve kennis, verkregen met behulp van analyses van het aanwezige aanbod in relatie tot de gerealiseerde huurprijsniveaus, biedt een betere grondslag voor het inzichtelijk maken van de werking van de markt, dan enquêteresultaten die inzicht bieden in de (mogelijke) vraag.

Daarnaast is aan de jarenlange ervaring met kwalitatieve onderzoeken naar vestigingsplaatscriteria een dimensie toegevoegd. De relatieve waarde van de verschillende vestigingsplaatscriteria in de huurprijs van het bedrijfsmatig onroerend goed, is middels kwantitatief onderzoek bepaald.

Het verkregen inzicht in de interactie tussen de kwaliteit en de prijs (tevredenheid) van werklocaties, biedt mogelijkheden voor een slagvaardiger ruimtelijk beleid. De gepresenteerde resultaten bieden inzicht in het feitelijke gedrag van de gebruiker en bieden daarmee inzicht in de markt. Een ruimtelijk beleid dat anticipeert op het marktgedrag kan enerzijds inspelen op wenselijke marktontwikkelingen en is anderzijds beter in staat gepaste alternatieven te bieden voor niet-wenselijke marktontwikkelingen. Met andere woorden: de klant is koning, maar de overheid regeert.

**Over de auteurs:** Drs Bart Vink heeft zijn scriptie 'De locatiewaarde bepaal..t/d' geschreven tijdens zijn afstudeerstage bij de afdeling Research van bedrijfsmakelaar DTZ Zadelhoff. Bart heeft zijn opleiding Planologie aan de faculteit Ruimtelijke Wetenschappen aan de Universiteit Utrecht inmiddels met succes voltooid. Thans is hij als trainee werkzaam bij de researchafdeling van DTZ Zadelhoff. Drs Michiel Verlaak is werkzaam op de afdeling Research van DTZ Zadelhoff en heeft Bart begeleid tijdens zijn afstudeerstage

### Literatuur

- Conijn et al. (1998), Prijsvorming Nieuwbouw en Bestaande Koopwoningen. Delft: University Press. OTBouwen (35), Onderzoeksinstituut OTB.
- Gillingham, R. (1975), Place to place rent comparisons. In: *Annals of Economic and Social Measurement* (1975), 4/1, pp.153-173.
- Janssen, J. (1992), De prijsvorming van bestaande koopwoningen. Een analytisch onderzoek naar determinanten van prijzen en transacties van bestaande koopwoningen in vier Nederlandse gemeenten. Proefschrift, Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Laakso, S. (1997), Urban Housing Prices and the Demand for Housing Characteristics. The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA) A 27, Helsinki.
- Lancaster, K.J. (1966), A new Approach to Consumer Theory. *Journal of Political Economy*, 74, 1966, pp. 132-157.
- Leishman, C.M. (2000), House building and product differentiation: An hedonic price approach. In: *Journal of Housing and the Built Environment* nr. 16, 2001, pp. 131-152.
- Orford, S. (1999), Valuing the build environment-GIS and house price analysis. Ashgate, UK.
- Rosen, S. (1974), Hedonic prices and implicit markets: product differentiation in pure competition. In: *Journal of Political Economy*, 82, pp. 34-55.
- Stijnenbosch et al. (2003), Leren van woningmarktonderzoek. In: *PropertyNLresearchquarterly*, jaargang 2, nr. 4, December 2003, pp. 55-56.
- Van Gool, P., Jager, P. & R.M. Weisz (2001), Onroerend goed als belegging. Groningen/Houten, Wolters-Noordhoff.
- Venema, P. & B. Gerritse (2002), Elke kwaliteit van kantoorhuisvesting heeft zijn prijs. In: *Zadelhoff Zakelijk*, jaargang 20, Mei 2003, pp. 16-17.
- Yang, Z. (2000), An application of the hedonic price model with uncertain attribute. The case of the People's Republic of China. In: *Property Management*, Vol. 19 No 1, 2001, pp. 50-63.

## Vastgoedmanager beïnvloedt prestaties winkelvastgoed

In hoeverre kan de vastgoedmanager invloed uitoefenen op de prestaties van winkelvastgoed? Voor een antwoord op deze vraag zijn door de vastgoedmanager beheersbare objectspecifieke factoren, zoals branche, pandgrootte, locatie en puibreedte, als uitgangspunt genomen. Directe invloed blijkt mogelijk op beheersing van de exploitatielasten, de invulling van het winkelobject bij (weder)verhuur en de standkwaliteit.

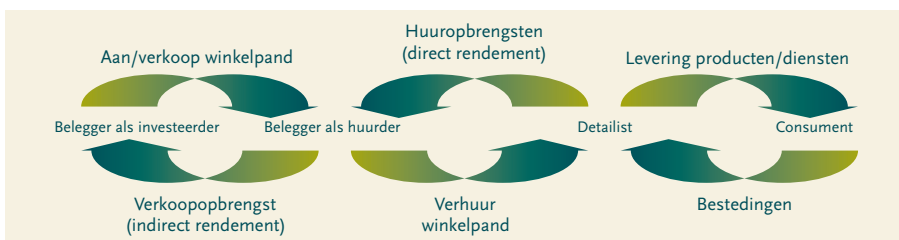
door Ingrid Janssen

Door het verslechterde economische klimaat staan de prestaties van de detailhandel - en daarmee van de winkelbeleggingen - onder druk. Een verschuiving van de aandacht van partijen op de vastgoedmarkt van het verleiden van de consument met emotie en vermaak naar de daadwerkelijke omzetcijfers en rendementen is een logisch gevolg. Voor de vastgoedmanager wordt het er niet eenvoudiger op. De ROZ/IPD-vastgoedindex maakt het mogelijk rendementen van vastgoedbeleggingen met elkaar te vergelijken. Echter, sturing van de exploitatie van winkelvastgoed op basis van deze cijfers is niet mogelijk. Hiervoor ontbreekt het inzicht in de mate waarin objectspecifieke factoren van invloed zijn op rendementscijfers. Dit artikel wil de invloed van objectspecifieke factoren op de prestaties van winkelvastgoed inzichtelijk te maken. Op basis van recent uitgevoerde onderzoeken wordt uiteengezet welke factoren van invloed zijn op de prestatie-indicatoren rendement, huuropbrengsten en bestedingen. Analyse van de resultaten leidt tot aanbevelingen richting vastgoedmanagers over welke objectspecifieke factoren van belang zijn en op welke punten aanvullend onderzoek gewenst is.

### Prestatie-indicatoren van winkelvastgoed

Bij de exploitatie van winkelvastgoed is als het ware sprake van een continu proces tussen belegger, detaillist en consument, waarbij de detaillist omzet genereert door verkopen aan de consument en de belegger huur ontvangt door huisvesting te bieden aan die detaillist. In figuur 1 wordt dit proces geïllustreerd.

**Figuur 1: Exploitatiecyclus winkelvastgoed**



De omzetsmogelijkheden voor de detaillist worden voor een belangrijk deel bepaald door de locatie van het pand en de mogelijkheden die het pand biedt om er zijn winkelformule te exploiteren. De vastgoedbelegger heeft door het aanbieden van passende huisvesting de mogelijkheid de bedrijfsvoering van de detaillist (positief) te beïnvloeden. Bij planmatig opgezette winkelcentra biedt de vastgoedbelegger niet alleen het winkelpand aan, maar levert hij ook de setting (het winkelcentrum) waarin de detaillist zijn winkel kan exploiteren. De vastgoedmanager, handelend namens die belegger, heeft daarmee een aantal belangrijke troeven in hand waarmee hij de omzetresultaten van de detaillist en zodoende indirect zijn huuropbrengsten, en uiteindelijk het rendement zelf, kan beïnvloeden. Door beïnvloeding van factoren als de branchering, de promotie, de routing, de bereikbaarheid kan het winkelcentrum worden aangepast aan de behoeften van consument en detaillist en kan hij het functioneren van het winkelcentrum als geheel indirect sturen. In het vervolg van dit artikel zal, met gebruikmaking van onderzoeksresultaten van derden, worden vastgesteld welke objectspecifieke factoren aantoonbaar invloed hebben op achtereenvolgens het rendement, de huurprijs en de bestedingen.

### **Invloed op het rendement**

Een tweetal studies proberen een relatie te leggen tussen objectspecifieke factoren en het rendement van een winkelbelegging. Bolt (2003) gebruikt hiervoor de BAR-waarde<sup>1</sup> en Hörfarter (2003) relateert objectspecifieke factoren aan het directe rendement<sup>2</sup>. Bolt toont aan dat er, per type winkelcentrum, een relatie bestaat tussen het bruto aanvansrendement (BAR) en de standkwaliteit van een winkelpand. Naarmate de standkwaliteit beter is, wordt een lagere BAR geconstateerd, hetgeen ook logisch is, omdat er dan sprake is van een lager risico-profiel. Tevens is aangetoond dat het type winkelcentrum waarin het pand gelegen is een rol speelt bij de hoogte van een BAR. In hoofdcentra worden lagere BAR-waarden gerealiseerd dan in ondersteunende centra. Naarmate het hoofdcentrum kleiner wordt, stijgt de BAR-waarde. Aangezien dus de standkwaliteit (ofwel het aantal bezoekers op een zekere locatie) bepalend is voor de BAR-waarde, is het voor het vervolg van dit artikel van belang inzicht te krijgen in de factoren die de standkwaliteit kunnen beïnvloeden. Ondanks dat de locatie van een winkelpand voor de vastgoedmanager een gegeven is, is de standkwaliteit ofwel het aantal passanten (en daarmee ook de hoogte van de bestedingen) weldegelijk te beïnvloeden. Daar waar de factoren van invloed op de bestedingen worden besproken, zal hierop worden teruggekomen.

Hörfarter heeft regressieanalyse toegepast om te achterhalen in welke mate objectspecifieke factoren van invloed zijn op het directe rendement. De data heeft zij ontleend aan de portefeuille van Achmea Vastgoed. In een regressievergelijking zijn de factoren standkwaliteit, geografische ligging<sup>3</sup>, huurprijsontwikkeling<sup>4</sup>, bruto/netto traject<sup>5</sup>, leegstand<sup>6</sup>, verzorgingsindex<sup>7</sup> en leeftijd als onafhankelijke variabelen meegenomen. Geconcludeerd werd dat de factoren geografische ligging en bruto/netto-traject een verband laten zien met het directe rendement. Dat het bruto/netto-traject als significant naar voren komt ligt aan het feit dat Hörfarter bij het directe rendement uitgaat van netto

1 Het bruto-aanvansrendement is te definiëren als het totaal aan bruto-huurinkomsten op jaarbasis, voor afschrijving en eigenaarslasten, als percentage van de verwervingsprijs.

2 Het direct rendement is te definiëren als het rendement gedurende de beschouwde periode op basis van feitelijke opbrengsten uit de exploitatie van een vastgoedobject, uitgedrukt als percentage van de aangehouden marktwaarde primo de beschouwde periode, vermeerderd met het gemiddelde van de waarde van het (eventueel) gedurende die periode aanvullend geïnvesteerde of gedisinvesteerde vermogen.

3 Bedoeld wordt de geografische ligging in Nederland. In het onderzoek wordt verondersteld dat sommige regio's aantrekkelijker zijn om in te investeren in winkels dan andere.

4 Bedoeld wordt de ontwikkeling van de huurprijs uitgedrukt in een percentage in de onderzochte periode (1999-2002).

5 Met het bruto/netto-traject wordt het percentage van de bruto-huurinkomsten aangegeven dat aan netto-inkomsten overblijft als de exploitatielasten van de bruto-huurinkomsten worden afgetrokken.

6 De leegstand wordt uitgedrukt als het gemiddelde leegstandspercentage over de onderzochte periode.

7 Met de verzorgingsindex wordt de verhouding weergegeven tussen het totaal winkelverkoopvloeroppervlak en het aantal inwoners.

## WINKELVASTGOED - BEHEER & RENDEMENT

huuropbrengsten terwijl Bolt bij de BAR-waarde rekent met bruto huuropbrengsten. Overigens kan het bruto/netto-traject hiermee als een belangrijke, door de vastgoedmanager beïnvloedbare, objectspecifieke factor worden aangemerkt. Opvallend is dat in de analyse van Hörfarter de standkwaliteit een minder significante rol speelt dan in de analyse van Bolt. Dit kan worden verklaard door de keuze van de objectspecifieke factoren in de regressievergelijking en de wijze waarop de regressieanalyse is uitgevoerd. Het gaat te ver om in dit artikel hier dieper op in te gaan.

Wanneer beide onderzoeken worden samengevat, blijken de volgende factoren meetbaar van invloed te zijn op het rendement van een winkelbelegging:

- geografische ligging
- type winkelcentrum
- standkwaliteit
- bruto/netto-traject.

De geografische ligging en het type winkelcentrum zijn voor de vastgoedmanager een gegeven. De standkwaliteit, oftewel het aantal passanten, is echter door de vastgoedmanager wel te beïnvloeden, evenals het bruto/netto-traject.

### Invloed op de huurprijs

Naast het rendement zijn ook de huuropbrengsten een indicator voor de prestaties van winkelvastgoed. De huuropbrengsten worden grotendeels bepaald door de huurprijs per vierkante meter winkeloppervlak. Voor het vaststellen van de huurprijs van een winkelpand zijn door verschillende auteurs huurprijzenmodellen opgesteld waarin ook rekening gehouden wordt met objectspecifieke factoren. Haringsma (2002) stelt, na analyse van huurgegevens die door WPM in kaart zijn gebracht, dat de huurprijzen worden beïnvloed door factoren die in te delen zijn naar drie niveaus: macro, meso en micro. Op basis van deze gegevens zijn voor verschillende type centra huurmodellen ontwikkeld:

- voor binnensteden geldt dat de huurprijzen toenemen naarmate
  - de omvang van het verzorgingsgebied,
  - de totale omvang van het winkelcentrum, en
  - het aantal bezoekers van het winkelcentrum toeneemt.

Haringsma noemt dit het macroniveau.

- op mesoniveau speelt de standkwaliteit een rol
- op microniveau (het niveau van de winkelunit zelf) worden de invloedsfactoren unitvorm, unitgrootte en branche onderscheiden.

Ook Bolt (2003) toont aan dat standkwaliteit, unitvorm<sup>8</sup> en unitgrootte belangrijke factoren zijn die de huurprijs bepalen. Aan de hand van een regressiemodel laat Bolt zien dat huurprijzen met deze drie variabelen zijn te benaderen. Er moet in zijn beredenering wel rekening worden met een huurprijscorrectie waarmee de afwijking van de plaatselijke situatie met het landelijk gemiddelde huurniveau wordt gecorrigeerd. Haringsma doet eigenlijk hetzelfde; hij corrigeert echter niet achteraf maar stelt op macroniveau de stad als uitgangspunt bij het bepalen van de referentiehuur. Anders dan in het model van Haringsma maakt Bolt in zijn publicatie geen melding van de branche als beïnvloedende factor op de huurprijs. Haringsma toont echter aan dat de branche wel degelijk van invloed is op de huurprijs. Hij geeft hierbij het voorbeeld van de modische branche die voor een standaardunit circa 20% meer zou betalen dan gemiddeld.

8 Met unitvorm wordt de verhouding tussen de panddiepte en puibreedte bedoeld. Haringsma stelt dat bij unitvorm ook andere correctiefactoren meegenomen kunnen worden zoals de invloed van de aanwezigheid van verdiepingen.

Kijken we nu weer naar de rol die de vastgoedmanager kan spelen bij het beïnvloeden van de prestaties van winkelvastgoed, dan betreft dit vooral de factoren op het niveau van het winkelobject, te weten de unitgrootte, de unitvorm, de branche en de standkwaliteit.

### **Invloed op de bestedingen**

Bij de analyse van de invloed van objectspecifieke factoren op de bestedingen is het nodig onderscheid te maken tussen twee schaalniveaus waarop naar de bestedingen kan worden gekeken. Op macroniveau worden de koopstromen bestudeerd. Met koopstromen wordt bedoeld de verdeling van de bestedingen over verschillende winkelgebieden op het niveau van een stad of regio. Op microniveau kan men spreken over loopstromen. Hier wordt bestudeerd hoe binnen een winkelgebied bestedingen over de verschillende verkooppunten worden verdeeld. Allereerst zal op het niveau van de koopstromen worden besproken welke factoren van invloed zijn.

Oppewal (1995) heeft in een grootschalig veldonderzoek in Maastricht voor 24 winkelcentrumattributen achterhaald of deze van invloed zijn op de verdeling van de bestedingen in dagelijkse artikelen over de verschillende elkaar beconcurrerende winkelcentra. Geconcludeerd werd dat (vanzelfsprekend) de omvang van het winkelcentrum en de reistijd de grootste invloed hebben op de keuze voor een bepaald winkelcentrum. Daarnaast is ook aangetoond dat de verdeling van de bestedingen wordt beïnvloed door andere kenmerken van winkelcentra. Dit zijn met name:

- de parkeerkosten
- het parkeergemak
- de mate van overdekt-zijn
- de mate waarin gevels in beslag worden genomen door aantrekkelijke etalages
- de mate waarin er winkels aanwezig zijn met scherpe prijzen of producten van hoge kwaliteit
- de mate waarin het centrum er verzorgd en goed onderhouden uitziet.

Ondanks de beperkingen van dit onderzoek (namelijk het feit dat de geanalyseerde data alleen betrekking hadden op Maastricht en de aankoop van dagelijkse artikelen) kan worden gesteld dat al deze factoren relevant zijn voor vastgoedmanagers.

Van Lokven (2002) heeft in haar onderzoek het effect bestudeerd van waarderingen voor kwaliteitsaspecten van winkelcentra op koopstromen. De gemeente Veldhoven heeft hiertoe als studiegebied gediend. Net als Oppewal kwam zij tot de conclusie dat de omvang van het winkelcentrum en de afstand van de consument tot het winkelcentrum van invloed zijn op de bestedingspatronen. Daarnaast is het effect van de waardering voor de volgende zes factoren op de bestedingen onderzocht:

- omvang parkeergelegenheid
- bereikbaarheid van de winkels vanaf de parkeerplaats
- klimaat
- fietsenstallingen
- sfeer
- totaal oordeel winkelcentrum.

Geconcludeerd werd dat de factoren omvang parkeergelegenheid, sfeer en totaal oordeel het vaakst voorkomen. De overige onderzochte kwaliteitsaspecten blijken zelden mee te spelen in het keuzegedrag van de consument. Opvallend is dat de resultaten van Van Lokven en Oppewal elkaar op twee punten tegenspreken. Allereerst is volgens Van Lokven



## WINKELVASTGOED - BEHEER & RENDEMENT

het klimaat niet relevant terwijl Oppewal constateert dat de mate van overdekt-zijn juist wel van invloed is op de bestedingen. Het is aannemelijk dat een winkelcentrum dat in hoge mate overdekt is, de waardering voor het klimaat hoger is. In dat geval zou ook het klimaat een rol moeten spelen in het keuzegedrag van de consument. In het onderzoek van Van Lokven komt dit echter niet naar voren.

Ook op het onderdeel parkeren spreken de resultaten elkaar tegen. Lokven stelt dat de bereikbaarheid van de winkels vanaf de parkeerplaats niet van invloed is op de koopstromen terwijl Oppewal het parkeergemak wel als significant aanduidt. Een verklaring voor het verschil in resultaten van beide onderzoeken kan worden gevonden in de aard van de factoren die in het onderzoek zijn meegenomen en de (locale) omstandigheden waaronder het onderzoek heeft plaatsgevonden.

Wordt op een lager schaalniveau naar de loopstromen gekeken, dan spelen andere factoren een rol. Al eerder werd de standkwaliteit genoemd als factor die bepalend is voor de hoogte van de huurprijs en het rendement. Opgemerkt werd dat interessant is na te gaan welke factoren een locatie een goede standkwaliteit geven. Van Wijk (2003) heeft een model opgesteld voor het voorspellen van voetgangersgedrag in binnensteden. Hiertoe heeft zij de binnenstad van Eindhoven weergegeven als een netwerk van straatstukken met elk eigen kenmerken waarna zij vervolgens de kans heeft bepaald dat een bezoeker kiest voor een zeker straatstuk. Aangetoond werd dat het branchepatroon van invloed is op het druktebeeld in de verschillende straatstukken van binnensteden. Met het branchepatroon wordt de situering bedoeld van het winkelaanbod in de binnenstad. Het branchepatroon, en daarmee ook de situering van trekkers bepalen voor een groot deel de standkwaliteit. Van Wijk toonde tevens aan dat locaties die centraal gelegen zijn in het winkelgebied en goed toegankelijk zijn vanuit de entreepunten van het winkelgebied een betere standkwaliteit hebben.

Eenzelfde methodiek zou ook kunnen worden toegepast om te bepalen wat de kans is dat een bezoeker een individuele winkel bezoekt. Saarloos (1999) heeft, naast een model om de passanten per straatstuk te voorspellen, een model ontwikkeld om het aantal passanten dat daadwerkelijk een winkel binnengaat te voorspellen. Het onderzoek heeft echter slechts betrekking op horecagelegenheden. Zoals men zou kunnen verwachten heeft Saarloos aangetoond dat de frontbreedte en panddiepte van invloed zijn op het aantal bezoekers. Daarnaast was opvallend dat werd aangetoond dat het wel of niet beschikken over een luifel van invloed is op het aantal bezoekers van het pand.

### **Grootste invloed op bruto/netto-traject**

In figuur 2 zijn de resultaten van de bestudeerde onderzoeken samengevat. De objectspecifieke factoren kunnen in drie categorieën worden ingedeeld. Allereerst worden de kenmerken van het winkelcentrum in relatie met het verzorgingsgebied genoemd. Dat deze kenmerken van invloed zijn op de prestatie-indicatoren voor winkelvastgoed is niet verrassend. Voor de vastgoedmanager zijn deze kenmerken een gegeven.

Een tweede categorie objectspecifieke factoren betreft de kenmerken van het winkelcentrum waarin het vastgoedobject is gelegen. Genoemd worden de factoren waarvan is aangetoond dat deze van invloed zijn op de bestedingen. Voor de vastgoedmanager zijn de factoren uit de tweede categorie slechts indirect te beïnvloeden. Het betreffen factoren die het gehele winkelcentrum aangaan terwijl (met name in

## WINKELVASTGOED - BEHEER &amp; RENDEMENT

binnensteden) vastgoedeigenaren slechts enkele objecten in bezit hebben. Voor de vastgoedmanager is dus de taak weggelegd om de belangen van de vastgoedeigenaar op deze punten te behartigen door bijvoorbeeld zitting te nemen in winkeliersverenigingen en ook bij de lokale overheid als gesprekspartner op te treden.

De laatste categorie objectspecifieke factoren bevat de kenmerken van het winkelobject zelf. Opvallend is dat de standkwaliteit onder deze categorie factoren wordt genoemd. Gesteld wordt dat de vastgoedmanager wel degelijk, zij het soms indirect, invloed kan uitoefenen op de aspecten die de standkwaliteit beïnvloeden. Door verhuur van panden aan de juiste branches kan invloed worden uitgeoefend op de loopstromen en dus de standkwaliteit. De factoren unitgrootte en unitvorm zijn factoren die soms door de vastgoedmanager te beïnvloeden zijn op het moment dat bij wederverhuur units worden samengevoegd of aangepast aan de wensen van een nieuwe huurder. Tenslotte moet worden opgemerkt dat de vastgoedmanager natuurlijk zeer direct invloed kan uitoefenen op het bruto/netto-traject. Enerzijds door beheersing van de exploitatielasten en anderzijds door actieve debiteurenbewaking die huurdering kan beperken.

**Figuur 2: Objectspecifieke factoren met aantoonbare invloed op prestatie-indicatoren winkelvastgoed**

<b>Kenmerken winkelcentrum in relatie met het verzorgingsgebied</b>	<b>Aantoonbare invloed op rendement</b>	<b>Aantoonbare invloed op huurprijs</b>	<b>Aantoonbare invloed op bestedingen</b>
Geografische ligging			
winkelcentrum in Nederland	X	X	
Type winkelcentrum	X		
Omvang verzorgingsgebied		X	X
Omvang winkelcentrum		X	X
Aantal bezoekers winkelcentrum		X	
Winkelcentrum kenmerken:			
Parkeerkosten			X
Parkeergemak			X
Omvang parkeergelegenheid			X
Mate van overdekt-zijn			X
Aantrekkelijkheid etalages			X
Prijs / kwaliteit aanbod			X
Verzorgdheid centrum			X
Sfeer			X
Winkelobject kenmerken:			
Bruto/netto-traject	X		
Standkwaliteit	X	X	
- branchepatroon (ligging t.o.v. overig aanbod)			X
- locatie winkelunit in winkelcentrum			X
- toegankelijkheid locatie winkelunit			X
Unitgrootte		X	X
Unitvorm		X	X
Branche		X	X

## WINKELVASTGOED - BEHEER & RENDEMENT

### Effecten van promotie nog onbekend

Voor de vastgoedmanager is het mogelijk om direct invloed uit te oefenen op beheersing van de exploitatielasten (het bruto/netto-traject), de invulling van het winkelobject bij (weder)verhuur en de standkwaliteit. Aangetoond is hoe deze factoren van invloed zijn op de bestedingen, de huurprijs en/of het rendement. De standkwaliteit is door de vastgoedmanager te verbeteren door het aantal passanten dat de winkel of winkelstraat aandoet, te vergroten. Hierin kunnen promotionele activiteiten een belangrijke rol spelen. Interessant is om in een vervolgonderzoek vast te stellen in hoeverre door promotionele activiteiten de standkwaliteit kan worden verbeterd en welke rol bijvoorbeeld de winkeliers hierin kunnen spelen.

**Over de auteur:** Ir ing. I.I. Janssen is universitair docent aan de Technische Universiteit Eindhoven, Faculteit Bouwkunde, leerstoelgroep Vastgoedbeheer.

### Referenties:

- Bolt E.J. (2003), Winkelvoorzieningen op waarde geschat, theorie en praktijk, Merkelbeek
- Haringsma, J. (2002), Huurniveaus winkels nauwkeurig te bepalen, een uitgave van de WPM groep.
- Hörfarter, M.K. (2003), Rendement- en risicoprofiel van winkels, eindscriptie MRE-opleiding, TU/e-Postgraduate School.
- Lokven, G.J.H.B. van (2002), Winkelen in Veldhoven nader bekeken, afstudeerverslag Faculteit Bouwkunde, Technische Universiteit Eindhoven.
- Oppewal, H. (1995), Conjoint experiments and retail planning, proefschrift, Faculteit Bouwkunde, Technische Universiteit Eindhoven
- Saarloos, D.J.M. (1999), Vestigingsplaatsonderzoek voor fast-service horeca in stadscentra, afstudeerrapport Faculteit Bouwkunde, Technische Universiteit Eindhoven.
- Wijk, J. van (2003), Verplaatsingsgedrag van voetgangers, modelontwikkeling voor het voorspellen van verplaatsingsgedrag van voetgangers in de binnenstad van Eindhoven, afstudeerverslag Faculteit Bouwkunde, Technische Universiteit Eindhoven.

## Wonen in risicovolle situaties

Volgens onder meer het RIVM-rapport 'Nuchter omgaan met risico's' en de 'Nota Ruimte' van VROM is het in Nederland niet langer mogelijk om overal en onder alle omstandigheden absolute veiligheid te bieden. Acceptatie van een zeker risiconiveau is onomkooptbaar. Het ministerie van VROM zoekt daarom naar handvatten voor een evenwichtige en transparante belangenafweging voor de acceptatie van risico's. Niet alleen de kans op en de gevolgen van risico's spelen daarbij een rol, maar ook de risicoperceptie en maatschappelijke kosten en baten. Het in dit artikel beschreven enquêteonderzoek maakt duidelijk voor welke risicovolle woonsituaties burgers bang zijn in de ogen van makelaars en taxateurs en hoe de woningmarkt hierop reageert.

door Bas van de Griendt

Een oud grapje in de vastgoedwereld vertelt dat er maar drie dingen echt belangrijk zijn voor de waarde en de prijs van bijvoorbeeld een woning, te weten locatie, locatie en locatie. Dit onderstreept het belang van omgevingskenmerken van een woning naast bijvoorbeeld de grootte en de staat van onderhoud ervan. De waarde van een woning wordt door vele factoren bepaald. Door even zo vele factoren echter wordt diezelfde waarde ook bedreigd, waaronder milieu en veiligheid.

Wonen in meer of minder gevaarlijke situaties in Nederland is niet nieuw. Van oudsher wonen Nederlanders op grote schaal in overstromingsgebieden van rivieren en in polders onder zeeniveau. Andere bekende voorbeelden zijn wonen langs een snelweg (A13 Overschie), onder de rook van een grote (petro)chemische industrie (Moerdijk), langs een transportroute van gevaarlijke stoffen (chloortreinen Rotterdam - Delfzijl) en onder de aanvliegroute van bijvoorbeeld Schiphol. De woonsituatie die eind jaren '90 echter de meeste onrust veroorzaakte, was het wonen op verontreinigde grond (De Jong et al, 2000). Gelet op onder meer de vuurwerkramp in Enschede, kan de vraag worden gesteld of mensen vandaag de dag nog steeds zo bang zijn voor wonen op verontreinigde grond. Zijn burgers inmiddels niet meer bezorgd over andere woonsituaties? Volgens recente gegevens van het RIVM staan tenminste 37.000 Nederlanders bloot aan een risico dat groter is dan de aanvaardbare norm van 10-6 (De Hollander & Hanemaaijer, 2003), waarvan 14.000 mensen door LPG-installaties bij tankstations en 19.000 mensen door de nabijheid van vliegvelden.

Vraag is echter hoe burgers daar zelf over denken en of zij dat gevaar ook zien. Zijn bijvoorbeeld bewoners of kopers van woningen net zo bezorgd over risicovolle woonsituaties als deskundigen of zijn zij bang voor heel andere situaties? En wat zijn de gevolgen voor de woningmarkt? Welke situaties hebben meer of minder invloed op de waarde van woningen? In het navolgende wordt antwoord gegeven op deze vragen. Aan bod komen de uitkomsten van een enquêteonderzoek onder makelaars en taxateurs.

## WONINGMARKT - WAARDEBEPALING BIJ RISICO'S

### Risicoperceptie als thema

Risico wordt in Van Dale - groot woordenboek der Nederlandse taal omschreven als "gevaar voor schade of verlies". Hanekamp & Van Haren (1998) omschrijven het als "de ongewenste gevolgen van een bepaalde activiteit of gebeurtenis verbonden met de kans dat deze zich voordoet". Volgens de Gezondheidsraad (1998) is het "de mogelijkheid - met een zekere mate van waarschijnlijkheid - op schade aan gezondheid, milieu en/of goederen, in combinatie met de aard en de omvang van de schade".

Psychosociaal onderzoek echter toont aan dat de kans op en de omvang van de schadelijke gevolgen slechts enkele van de vele aspecten van risico's zijn die het oordeel van de burger kunnen bepalen over de aanvaardbaarheid ervan of de bezorgdheid ervoor (zie Huysmans & Steenbekkers, 2002). Er bestaat een sterke vermenging van meer objectieve technisch-wetenschappelijke aspecten met meer subjectieve psychosociale aspecten. En in veel gevallen spelen de 'werkelijke' risico's zelfs een ondergeschikte rol bij de beleving van gevaarlijke situaties.

De keuze welke risicovolle situaties toelaatbaar zijn en in welke mate wij risico's (moeten) accepteren, is bij uitstek een politieke aangelegenheid. De wetenschap kan daarbij alleen een principieel beperkte bijdrage leveren. Afgezien van concrete berekeningen van in de samenleving optredende risico's en daaruit voortkomende maatschappelijke kosten en baten kan de wetenschap bijdragen aan de structurering van de complexe problematiek. Het RIVM-rapport 'Nuchter omgaan met risico's' (De Hollander & Hanemaaijer, 2003) geeft een aantal handreikingen. Het is opgesteld op verzoek van staatssecretaris Van Geel (VROM) en introduceert een zogenaamde 'risicoladder'. Daarmee is het mogelijk om op een transparante en te verantwoorden manier te komen tot beschermingsniveaus. Die zijn niet alleen afhankelijk van de potentiële gevolgen van risicovolle situaties, maar ook de beleving van risico's door burgers en van maatschappelijk kosten en baten van risicovermindering.

'Nuchter omgaan met risico's' geeft wel aan welke kwalitatieve aspecten van risicobeoordeling een rol spelen. Het rapport vertelt echter niet voor welke risicovolle situaties burgers bang zijn en in welke mate.

Dit artikel richt zich primair op de psychosociale aspecten, de risicoperceptie. Centraal staat de bezorgdheid van kopers van woningen voor meer of minder risicovolle situaties. Er is ook een voorzichtige verkenning gemaakt van de sociaal-economische gevolgen van risico's. Dat is gebeurd door te informeren naar de verwachte invloed op de waarde van woningen. In veel gevallen namelijk zijn mensen niet alleen bang voor hun veiligheid en hun gezondheid, maar vooral ook voor hun portemonnee.

Doel is antwoord te geven op onder meer de volgende vragen:

1. Wat zijn volgens makelaars en taxateurs de meest voorkomende situaties?
2. Voor welke situaties zijn kopers van woningen volgens hen vooral bezorgd?
3. Welke situaties hebben de meeste invloed op de waarde van woningen?

### Risicovolle woonsituaties

Risicobeleving wordt in dit onderzoek, naar analogie van De Jong et al (2000), omschreven als "bezorgdheid over veiligheid bij een woning door de nabijheid van een bepaalde verstoringbron". Verstoringbronnen kunnen een verschillende oorsprong hebben, bijvoorbeeld natuurlijke, technologische en sociale. Onderzocht zijn twintig

risicovolle situaties die overwegend van technologische aard zijn (tabel 1). Deze lijst is gebaseerd op voorbereidende gesprekken met makelaars en taxateurs, op literatuuronderzoek en op eerder en vergelijkbaar onderzoek van TNO (De Jong et al, 2000).

**Tabel 1: Onderzochte risicovolle woonsituaties**

1. wonen langs de snelweg
2. wonen in een drukke straat *
3. wonen onder aanvliegroute van een groot vliegveld *
4. wonen in de buurt van een groot vliegveld *
5. wonen onder/nabij een hoogspanningslijn *
6. wonen langs een spoorlijn *
7. wonen langs een rangeerterrein *
8. wonen langs een transportroute voor gevaarlijke stoffen (bijvoorbeeld chloortrein) *
9. wonen langs een aardgastransportleiding *
10. wonen nabij een tankstation en/of LPG-installatie
11. wonen nabij een (petro)chemische industrie *
12. wonen in een overstromingsgebied van rivieren of een polder onder zeeniveau *
13. wonen in een landbouw- of bollenteeltgebied *
14. wonen op verontreinigde grond *
15. wonen nabij een vuurwerkfabriek
16. wonen nabij een vuurwerkverkooppunt
17. wonen in de omgeving van een kerncentrale *
18. wonen nabij een militair oefenterrein of defensierrein
19. wonen op of nabij een (voormalige) stortplaats
20. wonen in de buurt van een afvalverwerkingsbedrijf

\* Deze situaties zijn ook onderzocht in eerder en vergelijkbaar onderzoek

### Werkwijze

350 Makelaars en taxateurs zijn schriftelijk geënquêteerd. Vrijwel allemaal zijn ze lid van de NVM en/of van de vereniging Register Vastgoed Taxateurs. 95% is actief op de woningmarkt. Bijna 55% is daarnaast ook actief op de markt voor bedrijfsmatig onroerend goed en/of agrarisch onroerend goed.

Gemeten zijn a. de persoonlijke herkenbaarheid van de risicovolle woonsituaties voor makelaars en taxateurs, b. de frequentie waarmee zij met deze situaties in hun dagelijks werk worden geconfronteerd, c. de bezorgdheid van kopers van woningen voor dergelijke situaties in de ogen van makelaars en taxateurs en d. de mogelijke invloed op de waarde van woningen wanneer een situatie zich voordoet.

Naar analogie van De Jong et al (2000) is dat gemeten een 11-punts schaal met de scores 0 tot en met 10. Daarbij staat 0 voor 'helemaal niet bezorgd' of 'geen invloed op de waarde' en 10 voor 'heel erg bezorgd' of 'grote invloed op de waarde'. Bij de verwerking van de gegevens zijn alle scores geïnterpreteerd. Bij een score 0 tot en met 3 is iets 'niet of nauwelijks', bij 4 tot en met 7 is iets 'matig' en bij 8 tot en met 10 is iets 'erg'.

### Verontreinigde grond heeft grootste invloed op waarde

Meer dan driekwart van de voorgelegde 20 risicovolle woonsituaties zijn voor makelaars

## WONINGMARKT - WAARDEBEPALING BIJ RISICO'S

en taxateurs herkenbaar. Tabel 2 geeft een overzicht van de situaties waarmee makelaars en taxateurs in hun dagelijks werk het meest worden geconfronteerd, die de grootste bezorgdheid bij kopers van woningen geven en die volgens hen de grootste invloed op de waarde van een woning.

Uit een vergelijking van de uitkomsten blijkt dat makelaars en taxateurs veel situaties weliswaar als risicovol herkennen en dat ze volgens hen ook tot meer of minder bezorgdheid van kopers van woningen kunnen leiden én invloed hebben op de waarde, maar dat zij er in hun dagelijks werk veel minder mee worden geconfronteerd.

**Tabel 2: Overzicht van de belangrijkste uitkomsten**

<b>Meest voorkomende situaties</b>
1. Wonen in een drukke straat
2. Wonen op verontreinigde grond
3. Wonen langs een snelweg
4. Wonen in een landbouw- of bollenteeltgebied
5. Wonen in een overstromingsgebied van rivieren of een polder onder zeeniveau
<b>Situaties die de grootste bezorgdheid bij kopers van woningen geven</b>
1. Wonen op verontreinigde grond
2. Wonen nabij een vuurwerkfabriek
3. Wonen onder de aanvliegroute van een vliegveld
4. Wonen in de omgeving van een kerncentrale
5. Wonen nabij een (petro)chemische industrie
<b>Situaties die de grootste invloed op de waarde van een woning hebben</b>
1. Wonen op verontreinigde grond
2. Wonen nabij een vuurwerkfabriek
3. Wonen onder de aanvliegroute van een vliegveld
4. Wonen nabij een (petro)chemische industrie
5. Wonen langs een snelweg

Aardgastransportleidingen en landbouw- en bollenteeltgebieden worden in vergelijking tot de overige situaties niet of nauwelijks herkend als risicovol. Landbouw- en bollenteeltgebieden, overstromingsgebieden van rivieren en polders onder zeeniveau zijn weliswaar veel voorkomende woonsituaties, maar brengen volgens makelaars en taxateurs nauwelijks bezorgdheid met zich mee voor de kopers van woningen. Ze hebben bovendien weinig of geen invloed op de waarde. Aardgastransportleidingen scoren in alle gevallen laag.

Interessant is te weten wat straks de effecten zijn van de aanwijzing van bijvoorbeeld noodoverloopgebieden zoals de Rijnstrangen, de Ooijpolder en de Beersche Overlaat. Zodra de 'Nota Ruimte' definitief is vastgesteld, zijn nieuwe en omvangrijke bouwplannen hier niet meer toegestaan. De gebieden gaan dan als het ware op slot. Vraag is wat dat betekent voor de bezorgdheid van niet alleen kopers van woningen, maar ook eigenaars-bewoners, én voor de waarde van hun woningen.

Wanneer de bezorgdheid van kopers in dit onderzoek wordt vergeleken met de uitkomsten van eerder en vergelijkbaar onderzoek van TNO (De Jong et al, 2000), dan zijn wonen onder de aanvliegroute van een groot vliegveld en wonen nabij een groot

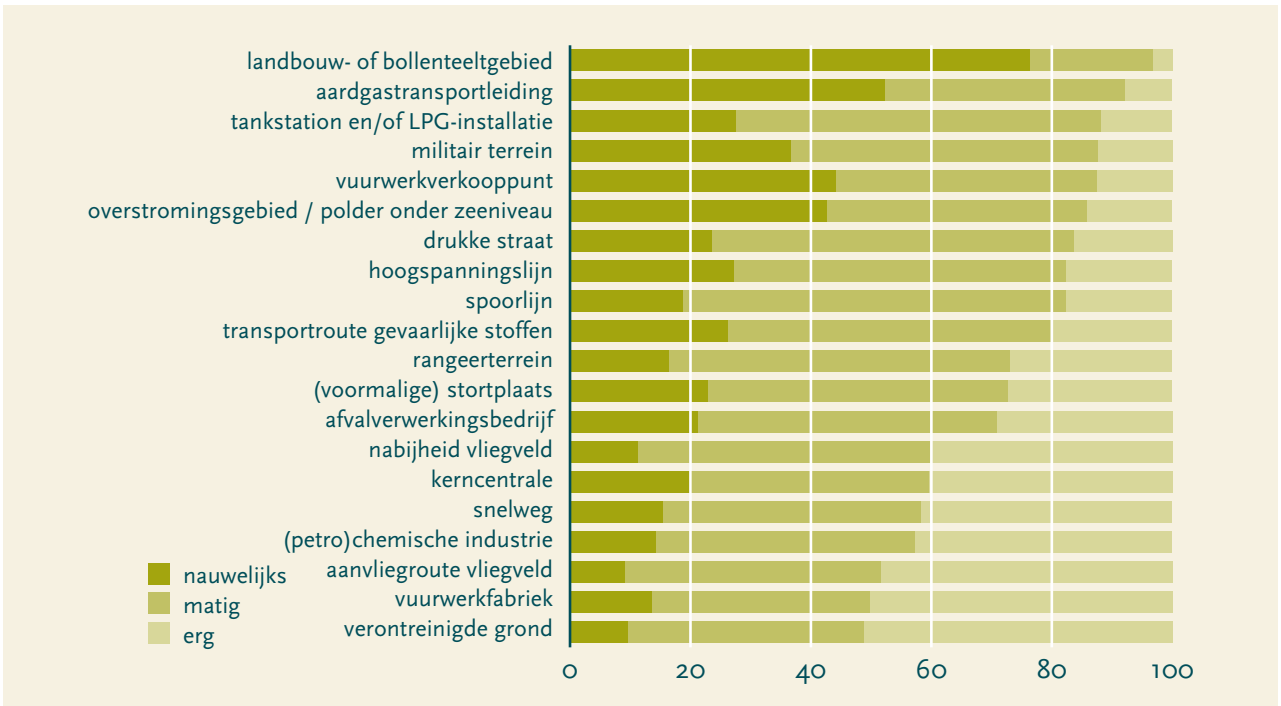
WONINGMARKT - WAARDEBEPALING BIJ RISICO'S

vliegveld de grote stijgers en wonen langs een transportroute voor gevaarlijke stoffen en wonen in een drukke straat de grote dalers. Voor het overige is de volgorde redelijk vergelijkbaar. Bodemverontreiniging stond ook toen op 1.

Wat verder opvalt, is de grote bezorgdheid en invloed op de waarde van wonen nabij een vuurwerkfabriek en wonen nabij een kerncentrale: het zijn allebei situaties die eigenlijk niet meer of nauwelijks nog voorkomen in Nederland. De recente vuurwerkcramp in Enschede en het catastrofale karakter van een eventuele ramp met een kerncentrale zijn daaraan vanzelfsprekend debet. Interessant is te weten hoe in de toekomst de impact hiervan zich ontwikkelt en of de bezorgdheid van kopers en de invloed op de waarde wegebt naarmate de vuurwerkcramp in Enschede langer geleden is en nu besloten is alle kerncentrales in Nederland te sluiten. Uit literatuuronderzoek (Van de Griendt, 2004) blijkt namelijk dat bezorgdheid en waardevermindering veranderen met de tijd ('lifecycle effect') en afhankelijk zijn van de afstand tot de bron ('proximity effect').

Opvallend is ook dat risicovolle situaties die in de politiek en in het milieu- en veiligheidsbeleid een hoge prioriteit hebben, zoals transportroutes van gevaarlijke stoffen (bijvoorbeeld chloortreinen) en LPG-installaties bij tankstations relatief laag scoren. De nabijheid en aanvliegroute van een groot vliegveld en (petro)chemische industrie, wat eveneens belangrijke aandachtspunten zijn in de politiek en het beleid, scoren daarentegen (zeer) hoog.

**Figuur 1: Invloed van risicovolle situaties op de waarde van woningen**





## WONINGMARKT - WAARDEBEPALING BIJ RISICO'S

Bodemverontreiniging tenslotte, dat de afgelopen jaren politiek en beleidsmatig steeds minder aandacht lijkt te krijgen, wordt door makelaars en taxateurs als het grootste probleem ervaren. In hun dagelijks werk worden ze er, in vergelijking met andere risicovolle situaties, vaak mee geconfronteerd. Volgens meer dan de helft van de ondervraagden zijn kopers van woningen er erg bezorgd voor. Bovendien heeft het volgens makelaars en taxateurs de grootste invloed op de waarde. Dat blijkt althans uit dit onderzoek. Een mogelijke verklaring hiervoor moet gezocht worden in niet zo zeer de risico's voor de volksgezondheid en het milieu - want die zijn vaak maar zeer gering - maar vooral in aansprakelijkheid en kosten bij bodemverontreiniging. Kopers van een woning op verontreinigde grond worden in principe namelijk eigenaar van het probleem. Dat betekent dat ze voor de kosten kunnen opdraaien, iets wat voor de andere situaties niet geldt. In de Wet bodembescherming is dat zo geregeld en wordt gesproken van schuldig eigenaars<sup>1</sup>.

### Kwalitatieve aspecten van risicobeoordeling

Aan de hand van onderstaande kwalitatieve aspecten van risicobeoordeling is het in principe mogelijk te verklaren waarom een situatie meer of minder bezorgdheid van kopers met zich meebrengt en waarschijnlijk ook waarom zij meer of minder invloed heeft op de waarde van een woning.

De eerste acht daarvan worden genoemd in 'Nuchter omgaan met risico's' (De Hollander & Hanemaaijer, 2003). De laatste drie echter zijn afkomstig uit onderliggende stukken voor dat rapport, waaronder Drijver & Woudenberg (1999), en kunnen nog wel eens van veel grotere betekenis zijn.

Dat heeft dan niet alleen te maken met de wijze waarop de media aandacht besteden aan een bepaalde gebeurtenis, maar vooral ook de manier waarop de overheid handelt en de communicatie verzorgt over milieu en veiligheid richting burgers (zie Huysmans & Steenbekkers, 2002).

**Tabel 3: Kwalitatieve aspecten van risicobeoordeling**

	<b>Maakt mensen meer bang</b>	<b>Maakt mensen minder bang</b>
Vrijwilligheid	Onvrijwillig	Vrijwillig
Beheersbaarheid	Onbeheersbaar	Beheersbaar
Verdeling tussen lusten en lasten	Onbillijk	Billijk
Aantal blootgestelden	Groot	Klein
Kennis van blootgestelden	Afwezig	Aanwezig
Oorsprong	Mens	Natuur
Collectief nut	Gering	Groot
Catastrofale potentie	Groot	Gering
Vertrouwen in de autoriteiten	Gering	Groot
Openheid van de autoriteiten	Weinig	veel
Media-aandacht	Groot	Klein

Bron: Drijver & Woudenberg (1999) en De Hollander & Hanemaaijer (2003)

## Conclusies

De uitkomsten geven een beeld van hoe de woningmarkt reageert op het voorkomen van risicovolle woonsituaties. Van de meest voorkomende situaties zijn kopers van woningen volgens makelaars en taxateurs veruit het meest bezorgd voor het wonen op verontreinigde grond. Dat heeft volgens hen ook de grootste invloed op de waarde van een woning, wat ook geldt in vergelijking met alle andere situaties.

De uitkomsten kunnen van belang zijn voor het 'nuchter omgaan met risico's'. Samen met de kans op en de omvang van de schadelijke effecten van risicovolle situaties kunnen de onderzochte psychosociale en sociaal-economische aspecten een bijdrage leveren aan de gewenste politieke keuze van toelaatbare risiconiveaus en de mate van differentiatie daarin of anders aan de maatschappelijke discussie over dit onderwerp. Dat is ook van belang voor de vastgoedmarkt; niet alleen voor taxaties en transacties van woningen, maar vooral ook met het oog op woningbouw bij vaak intensief en meervoudig ruimtegebruik. Aldus kan dit onderzoek een bijdrage leveren aan het 'beslissen met gevoel voor onzekerheden' zoals de staatssecretaris van VROM dat verwoordt in een recent verschenen nota aan de Tweede kamer met diezelfde titel. Daarin geeft hij aan hoe hij wil omgaan met milieu- en veiligheidsproblemen waarover vaak al een langdurige maatschappelijke discussie gaande is en waarover besluitvorming steeds maar weer wordt uitgesteld. Inzicht in maatschappelijke kosten en baten zijn daarbij onontbeerlijk.

De nu uitgevoerde enquête geeft een eerste inzicht in welke situaties de maatschappelijke kosten in termen van waardevermindering van woningen het grootste kunnen zijn. Wonen op verontreinigde grond is thans onderwerp van nader onderzoek. Maar ook voor situaties die in dit onderzoek zeer laag scoren, zoals wonen in een overstromingsgebied van rivieren, kan het gewenst zijn hiernaar op korte termijn verder onderzoek te doen. Aanleiding kan de aanwijzing zijn van noodoverlooppgebieden.

**Over de auteur** Drs J.S. van de Griendt is werkzaam als adviseur Ruimte, Vastgoed & Milieu en Manager Locatie- en Gebiedsontwikkeling bij Royal Haskoning in Utrecht. Hij is auteur van het boek 'Waarde vervuild vastgoed – Stappenplan voor een zuivere taxatie'. Naast zijn werk bij Royal Haskoning doet hij wetenschappelijk onderzoek in samenwerking met de Universiteit Utrecht.

<sup>1</sup> Schuldig eigenaars kunnen door de overheid aansprakelijk worden gesteld en zo nodig worden bevolen de bodem te saneren. En ofschoon het de bedoeling is van de wetgever uiterst terughoudend om te gaan met de inzet van dit bevelsinstrumentarium tegenover eigenaars-bewoners, kan dat toch grote gevolgen hebben voor de waarde van woningen. In veel gevallen is het alsof er een meer of minder groot zwaard van Damocles komt te hangen boven de onroerende zaak, aldus makelaars en taxateurs.

## Literatuur

- De Jong R.G., Steenbekker J.H.M. & Vos H. (2000), Hinder en andere zelfgerapporteerde effecten van milieuverontreiniging in Nederland – Inventarisatie verstoringen 1998. Rapport PG/VGZ/2000.012. TNO Preventie en Gezondheid, Leiden.
- Drijver M. & Woudenberg F. (1999), Cluster management and the role of concerned communities and the media. European Journal of Epidemiology, 15, 863-869.

## WONINGMARKT - WAARDEBEPALING BIJ RISICO'S

- Gezondheidsraad (1998), Risico is meer dan een getal. Publicatie nr. 1996/03. Gezondheidsraad, Den Haag.
- Hanekamp J.C. & Van Haren W. (1998), Normering en risico's in wetenschappelijk perspectief. Stichting Heidelberg Appeal, Amsterdam.
- Huysmans F. & Steenbekkers A. (2002), Kijken naar gevaren – Over maatschappelijke percepties van externe veiligheid. Sociaal Cultureel Planbureau, Den Haag.
- Van de Griendt J.S. (2000), Waarde vervuild vastgoed: Stappenplan voor een zuivere taxatie. Tweede herziene editie. Ten Hagen Stam Uitgevers, Den Haag.
- Van de Griendt J.S. (2004), Environmental hazards and the price and value of homes on contaminated land – A literature review. Onderzoek in uitvoering / Publicatie in voorbereiding.

## Prestaties corporaties blijven achter bij Rijksdoelen

Sinds de jaren negentig worden de activiteiten van woningcorporaties niet meer gestuurd door de centrale overheid. De overheid formuleert echter nog wel beleidsdoelen die door de corporaties verwezenlijkt zouden moeten worden. Halen corporaties deze doelen wel of moet de overheid zich zorgen maken? Dit artikel bevat een getalsmatige analyse van de prestaties van het voorraadbeleid van corporaties, beoordeeld in het licht van de door de rijksoverheid geformuleerde doelstellingen. De analyse wijst erop dat de corporaties in de jaren negentig grotendeels hebben voldaan aan de doelstellingen. De recente prestaties blijven echter ver achter bij de doelen. Als de overheid haar eigen doelstellingen serieus neemt, zou zij zich zorgen moeten maken over de effectiviteit van de corporaties en haar eigen beleid.

door Vincent Gruis

Het Nederlandse volkshuisvestingssysteem is het afgelopen decennium hervormd. Voorheen werd de productie en het beheer van de sociale verhuurders sterk gestuurd door het overheidsbeleid, via bureaucratische mechanismen als regelgeving en subsidiëring. De publicatie van de Nota Volkshuisvesting in de Jaren Negentig (MVRM, 1989), ook wel bekend als de 'Nota Heerma', markeert een keerpunt in het overheidsbeleid. Hoewel de toenmalige staatssecretaris Heerma erkende dat huisvesting een grondwettelijk aandachtsgebied is voor de overheid, werd het voornaamste doel van overheidsbeleid het bevorderen van de marktwerking in plaats van het controleren van de markt. Voor corporaties had dit tot gevolg dat er ruimte werd geschapen voor zelfstandig ondernemerschap, zowel in financiële als in bestuurlijke zin.

De overheid is echter niet gestopt met het formuleren van doelstellingen die door de corporaties zouden moeten worden waargemaakt. Zonder directe sturing is het echter de vraag of deze doelstellingen ook echt worden gerealiseerd, zeker sinds de doelstellingen voor 2000-2010 in de Nota Wonen flink zijn opgeschroefd. Dit artikel bevat een getalsmatige analyse van de prestaties van woningcorporaties op het gebied van hun voorraadbeleid. De output van corporaties wordt afgezet tegen de door de overheid geformuleerde kwantitatieve doelen op het gebied van nieuwbouw, verkoop en verbeteringen. Naar aanleiding van de uitkomsten van deze analyse gaan we in op de vraag of het overheidsbeleid wel afdoende is om de output van corporaties te stimuleren.

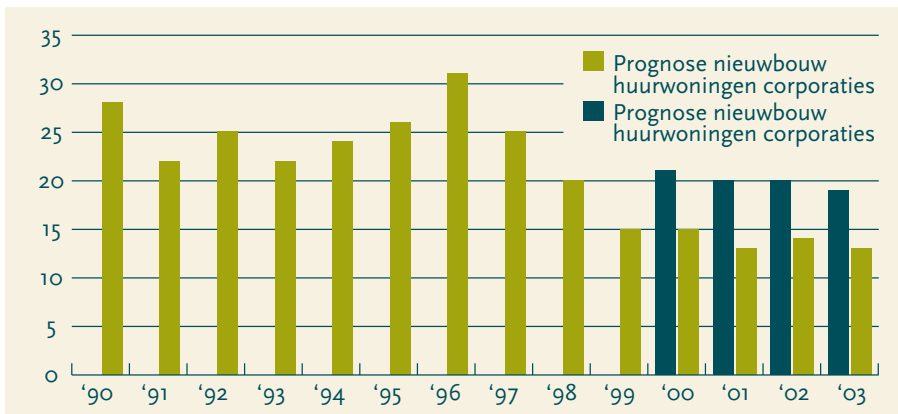
### Nieuwbouw 1990-2000

Vóór de jaren negentig werd nieuwbouw sterk gestimuleerd door de overheid, onder meer ter bestrijding van het naoorlogse woningtekort. Dit gebeurde veelal via

## WONINGMARKT - CORPORATIES

woningcorporaties, waardoor de sociale huursector sterk groeide. Heerma achtte continuering van deze sterke groei niet nodig. De nadruk zou moeten verschuiven naar het bouwen van koopwoningen en ongesubsidieerde huurwoningen. Zijn indicatieve bouwprogramma bevatte dan ook een afnemend aantal nieuwbouwwoningen in de sociale huursector: ongeveer 200.000 woningen in de sociale huursector.<sup>1</sup> In werkelijkheid is de nieuwbouw door corporaties ook sterk afgenomen. In de jaren negentig bouwden de corporaties gemiddeld 24.000 woningen per jaar, terwijl in de jaren tachtig het jaarlijks gemiddelde 42.000 was (CBS-Statline). Het aantal door corporaties gebouwde woningen is echter groter dan het bouwprogramma aangaf (figuur 1). Dit kan deels worden verklaard doordat de economische ontwikkelingen gunstiger waren dan verwacht. De lage rente had een gunstig effect op de financiële capaciteit van corporaties om nieuwe woningen te bouwen. Bovendien was de bevolkingsgroei - en dus de woningbehoefte - hoger dan verwacht (MVROM, 1999).

**Figuur 1: nieuwbouw huurwoningen corporaties (x 1.000) 1990-2003**



Bron: Prognoses 2000-2003: Centraal Fonds Volkshuisvesting,  
Verslagen financieel toezicht woningcorporaties 2000-2002; Realisatie 1990-2003: CBS-Statline.

### Nieuwbouw vanaf 2000

De Nota Wonen bevat de ambitie gemiddeld per jaar 100.000 woningen bij te bouwen, waarvan 25.000 in de sociale huursector. Deze ambitie is bevestigd in het Nationaal Akkoord Wonen (NAW) voor de periode 2001-2005. Voormalig staatssecretaris Remkes (2002) heeft deze ambitie bijgesteld naar 90.000 woningen in zijn 'februariëbrief' (zie Wassenberg en Haars, 2002). Naast deze overheidsdoelstellingen zijn ook de eigen beleidsvoornemens van corporaties bekend over de periode 2000-2003. Figuur 1 bevat de eigen prognoses en de feitelijke realisatie van corporaties. Sinds 2000 blijft de feitelijke realisatie met bijna 15.000 nieuwbouwwoningen per jaar achter bij zowel de overheidsdoelen als de eigen beleidsvoornemens - terwijl de krapte op de woningmarkt juist is toegenomen.

<sup>1</sup> Heerma's indicatieve nieuwbouwprogramma omvatte ongeveer 380.000 woningen in de sociale huur en sociale koopsector. Voor de periode 1990-1993 was het aantal te bouwen woningen ongeveer gelijkmatig verdeeld met 80 à 85.000 woningen per sector. Voor de periode 1994-1999 maakte hij geen onderscheid meer tussen sociale huur en -koop, maar gaf hij een indicatie van 216.000 nieuwbouwwoningen in beide sectoren. Bij gelijke verdeling naar sociale huur en -koop betekent dat een indicatieve doelstelling van in totaal zo'n 200.000 te bouwen sociale huurwoningen in de jaren negentig (zie MVROM, 1989, p. 164).

De corporaties hebben wel goede voornemens voor de toekomst. Corporaties prognosticeren voor de periode 2003-2006 gemiddeld zo'n 30.000 nieuw te bouwen huurwoningen per jaar (CFV, 2003). Het is echter de vraag of de voornemens in de toekomst wél worden waargemaakt. Zo prognosticeren corporaties voor 2004 weliswaar een nieuwbouw van bijna 35.000 woningen, maar zijn in 2003 zo'n 18.000 bouwvergunningen aan corporaties verleend (CBS-Statline; CFV, 2003). Overigens valt de lage nieuwbouwproductie niet zuiver toe te rekenen aan ineffectief gedrag van corporaties zelf. De Taskforce Woningbouwproductie (2002) wijst bijvoorbeeld ook op:

- de complexiteit van de bouwregelgeving;
- moeizame onderhandelingsprocessen, mede door de veranderde beleidscontext en de nieuwe rollen van gemeenten, corporaties en marktpartijen;
- gebrek aan (personele) capaciteit bij gemeenten en bouwbedrijven.

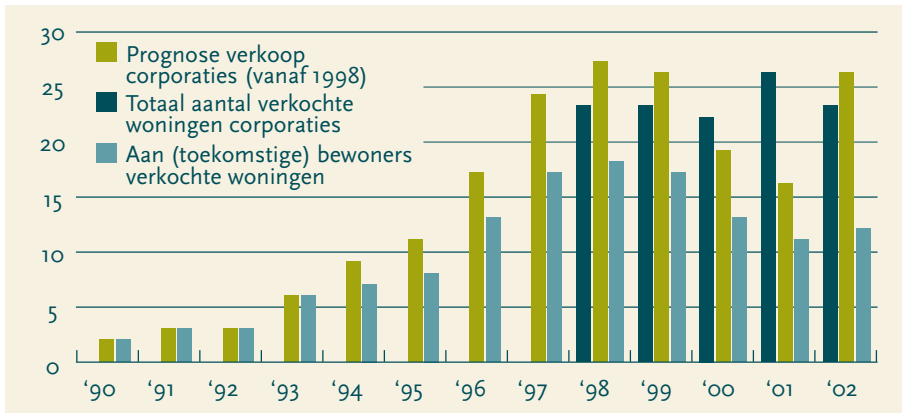
### **Verkoop 1990-2000**

Het stimuleren van eigen woningbezit was een van de prominente beleidsdoelen van de overheid. De manier om dit te realiseren was verkoop van corporatiebezit. Bovendien zou dit de corporaties in staat stellen actief vermogensbeheer te voeren, waarbij winsten uit verkoop konden worden gebruikt voor aankoop of verbetering van woningen. Heerma achtte een geleidelijk oplopend niveau van 2.000 verkochte woningen in 1990 tot zo'n 10.000 woningen in de tweede helft van de jaren negentig een realistische prognose (MVROM, 1989). In werkelijkheid is het aantal aan bewoners verkochte huurwoningen aan het einde van de jaren negentig gestegen tot bijna 20.000 woningen (figuur 2). Corporaties hebben Heerma's verwachtingen op dit gebied dus (ruimschoots) overtroffen. Is hier een verklaring voor? Overtroffen klinkt positief, maar is het ook positief of juist zorgwekkend?

### **Verkoop vanaf 2000**

Onder Remkes werd bevordering van het eigen woningbezit als beleidsdoel gehandhaafd en qua ambitieniveau flink versterkt. In de Nota Wonen achtte hij een verkoop van gemiddeld 50.000 sociale huurwoningen per jaar wenselijk en Remkes heeft deze ambitie gehandhaafd in zijn februaribrief van 2002. In figuur 2 is te zien dat de werkelijke verkoop aan (toekomstige) bewoners ruimschoots achterblijft bij deze ambitie en begin 21e eeuw beduidend lager is dan eind jaren negentig. Figuur 2 laat weliswaar een stijging zien in het aantal verkopen in 2002, maar ongeveer de helft daarvan vindt plaats tussen verhuurders (voornamelijk corporaties) zelf. Deze verkopen dragen dan ook niet bij aan de door de overheid gewenste bevordering van het eigen woningbezit. De prognoses van corporaties voor 2003-2007 wijzen evenmin op een omvangrijke stijging van de verkopen (MVROM, 2003; CFV, 2003). De verkoopambitie van Remkes zal dan ook niet worden gehaald, tenzij er een radicale beleidswijziging op dit punt plaatsvindt.

## WONINGMARKT - CORPORATIES

**Figuur 2: verkoop corporatiewoningen 1990-2002 (x 1.000).**

Bron: Ministerie van VROM, Cijfers over wonen 1994-2003; Ministerie van VROM, Toezichtsverslagen sociale huursector 1998-2002; Centraal Fonds Volkshuisvesting, Verslagen financieel toezicht woningcorporaties 2000-2002.

**Verbetering jaren 1990-2000**

De overheid zag ook in de jaren negentig een belangrijke rol voor woningcorporaties, met name door verantwoord beheer van de woningvoorraad. De subsidies voor woningverbetering waren echter voornamelijk gericht op vooroorlogse woningen, terwijl 90% van het corporatiebezit na-oorlogs is (CFV, 2003). Het indicatieve verbeteringsprogramma laat ook een nadruk zien op de vooroorlogse en vroeg-naoorlogse woningen. Het programma omvatte verbetering van:

- ruim 400.000 woningen gebouwd voor 1945;
- bijna 300.000 woningen gebouwd tussen 1945 en 1968;
- bijna 70.000 woningen gebouwd na 1968.

Heerma noemde geen expliciete financiële doelstellingen voor de verbeteringsinvesteringen. Indicatieve berekeningen gingen uit van jaarlijks € 360 mln aan verbeteringen in sociale huurwoningen en dan voornamelijk in woningen gebouwd na 1968 (MVRM, 1989, pp. 221-221).

Tabel 1 laat zien dat de werkelijke, reële uitgaven aan groot onderhoud en verbetering dalen, terwijl de uitgaven aan (dagelijks) onderhoud toenemen. Ook de uitgaven voor verbetering van woningen van na 1968 zijn (ver) onder het oorspronkelijke uitgangspunt van € 360 mln gebleven, terwijl het aantal verbeterde woningen juist groter was dan het indicatieve verbeteringsprogramma. De verbeteringsuitgaven per woning waren dus gering en er hebben niet op grote schaal functionele verbeteringen in de naoorlogse woningvoorraad plaatsgevonden (Van der Flier, 2001).

**Tabel 1: Uitgaven onderhoud en verbeteringen corporaties 1992-2002**

(x € 1.000; prijspeil 1990)

Jaar	Totaal uitgaven aan onderhoud en verbetering	Totaal uitgaven aan verbetering (inclusief onderhoud)	Uitgaven aan verbetering per verbeterde woning	Totaal uitgaven aan verbetering van woningen gebouwd na 1967	Uitgaven aan verbetering per woning gebouwd na 1967
1992	2.204	1.102.000	5,2	231.000	2,7
1993	2.168	921.000	5,0	263.000	3,3
1994	2.125	805.000	4,1	249.000	2,6
1995	1.886	641.000	4,5	192.000	2,7
1996	1.868	594.000	4,1	201.000	2,7
1997	1.793	517.000	4,0	214.000	3,1
1998	1.893	477.000	-	-	-
1999	1.966	498.000	-	-	-
2000	1.909	459.000	-	-	-
2001	1.926	431.000	-	-	-
2002	1.877	420.000	-	-	-

Bron: 1992-1997: CBS, Maandstatistiek Bouwnijverheid 1994-1998; 1998-2002: Ministerie van VROM, Toezichtsverslagen sociale huursector 1998-2002; zie ook Van der Flier (2001).

Noot: de bedragen zijn gecorrigeerd voor de bouwkostenstijging zoals deze wordt gemeten door het CBS.

### Verbetering vanaf 2000

In de Nota Wonen en het NAW zijn ambities geformuleerd inzake:

- sloop van jaarlijks respectievelijk 30.000 en 20.000 huurwoningen;
- samenvoeging van 16.000 kleine huurwoningen tot 8.000 grotere woningen;
- verbetering van de bouw- en woontechnische kwaliteit van 65.000 sociale huurwoningen.

Uit tabel 2 blijkt dat de feitelijke sloop en samenvoegingen achterblijven bij de ambities. De prognoses van de corporaties inzake sloop laten overigens wel een verwachte stijging zien tot bijna 25.000 te slopen woningen in 2005 (CFV, 2003). Sinds 1998 worden er geen nationale gegevens meer verzameld over het aantal verbeterde woningen, maar in tabel 1 kunnen we wel zien dat het niveau van de uitgaven sinds de jaren negentig niet wezenlijk is veranderd. Tevens heeft de dalende trend in de reële uitgaven aan groot onderhoud en verbetering zich voortgezet. Overigens moet ook bij de verbeteringen worden opgemerkt dat de beperkte output niet alleen is toe te rekenen aan de corporaties. Nog meer dan bij nieuwbouw is er bij herstructurering sprake van een ingewikkeld bouwproces. Verder wordt de herstructurering belemmerd door de beperkte mogelijkheden tot herhuisvesting van de zittende bewoners, vanwege de krapte op de woningmarkt. Ook financiële tekorten van gemeenten en corporaties spelen een rol, met name in de grotere steden (Wassenberg en Haars, 2002). Er vindt dan ook een discussie plaats over de verevening van financiële middelen tussen corporaties in gebieden met weinig opgaven en arme corporaties in gebieden met veel opgaven (Smit, 2004).



## WONINGMARKT - CORPORATIES

**Tabel 2: prognose en realisatie sloop en samenvoeging 2000-2002**

Jaar	Sloop		(Afname door) samenvoeging	
	Prognose Realisatie	corporaties	Prognose Realisatie	corporaties
2000	10	8	1	4
2001	11	8	2	6
2002	12	10	2	2

Bron: Centraal Fonds Volkshuisvesting, Verslagen financieel toezicht woningcorporaties 2000-2002.

Noot: afname door samenvoegingen is hier gelijk gesteld aan prognose en realisatie van 'overige mutaties' waarin ook wijzigingen door splitsingen en functieveranderingen in zijn verwerkt. Verondersteld is dat de meeste overige mutaties het gevolg zijn van samenvoegingen.

**Slotbeschouwing**

De analyse wijst uit dat de corporaties in de jaren negentig voor een flink deel hebben voldaan aan de doelstellingen van de overheid. Ze hebben meer gebouwd dan het oorspronkelijke bouwprogramma aangaf en meer verkocht dan verwacht. Maar, de verbeteringen in de naoorlogse woningvoorraad zijn achtergebleven bij de verwachtingen van de overheid. Eind jaren '90 en begin 21e eeuw vertoonde de output van corporaties op het gebied van nieuwbouw en verkoop een dalende trend, terwijl de rijksoverheid de ambities juist hoger stelde. Ook de functionele verbetering van de naoorlogse woningvoorraad is nog niet van de grond te komen. De activiteiten bleven eveneens achter bij de prognoses van corporaties zelf. De prognoses van de corporaties wijzen erop dat ook in de nabije toekomst de door de overheid geformuleerde ambities niet zullen worden waargemaakt.

Vanuit de ambities van de overheid bezien, kunnen vraagtekens worden gezet bij de effectiviteit van het voorraadbeleid van woningcorporaties. Daarbij moet opgemerkt worden dat er ook vanuit de context van corporaties beperkende factoren zijn te benoemen, zoals de complexe bouwregelgeving en -processen en het gebrek aan financiële middelen van corporaties in gebieden met veel volkshuisvestingsopgaven. De te lage output is dus niet zuiver toe te rekenen aan ineffectiviteit van corporaties. Bovendien is er al op gewezen dat de ambities van de rijksoverheid onrealistisch hoog zijn gesteld. Anderzijds zijn de ambities mede gebaseerd op een analyse van de woningvoorraad en -behoefte. Daar komt nog bij dat de sector als geheel een flink vermogensoverschot heeft (zie CFV, 2003) en dus in financieel opzicht tot meer in staat is.

Als de overheid haar eigen doelen serieus neemt, moet zij zich afvragen of het huidige beleid afdoende is om de activiteiten van corporaties in voldoende mate te sturen. De overheid onderneemt natuurlijk al stappen, zoals het instellen van diverse aanjaag- en impulsteams voor nieuwbouw en herstructurering, het aanwijzen van prioriteitswijken en het vereenvoudigen van de regelgeving. Van der Schaar (2004) spreekt echter terecht de vrees uit dat de huidige nadruk op 'management by speech' onvoldoende zekerheid biedt om de doelstellingen echt te realiseren. Als de overheid niet wil teruggrijpen op directe sturing via subsidies en regulering, moet zij toch aanvullende manieren vinden om de corporaties tot actie te stimuleren. Daarbij zal de matching van taken en middelen een belangrijke rol spelen. Zonder extra overheidssubsidies kan alleen hulp van rijke aan arme

corporaties een financiële impuls geven aan nieuwbouw en herstructurering (zie Smit, 2004). Verder verdient het aanbeveling corporaties veel explicieter ter verantwoording te roepen op basis van hun eigen beleidsvoornemens. Zowel de prognoses als de daadwerkelijke output moeten dan worden geëvalueerd in relatie tot elkaar en lokale en nationale beleidsdoelen. Aan het (structureel, onterecht en ongewenst) niet behalen van de voornemens zouden dan ook echt maatregelen moeten worden verbonden, zoals het publiceren van de out- en underperformers, het geven van aanwijzingen en het onder intensief toezicht plaatsen. Dit vergt, kortom, een daadkrachtig toezichthoudende overheid.

**Over de auteur:** Vincent Gruis is verbonden aan de Technische Universiteit Delft, Faculteit Bouwkunde, afdeling Real Estate & Housing.

### Literatuur

- CFV, (2003), Verslag financieel toezicht woningcorporaties 2002, Naarden, Centraal Fonds Volkshuisvesting.
- Companen, (2003), Feiten en achtergronden bij het huurbeleid 2003, Arnhem, Companen.
- Flier, K. van der, (2001), Onrendabele top vereist creativiteit, Bouwmarkt, nr. 5, p.15-17.
- MVRM, E., (1989), Volkshuisvesting in de jaren negentig. Den Haag, Ministerie van VROM.
- Kempen, R. van, en H. Priemus, (2002), Revolution of social housing in the Netherlands: possible effects of new housing policies, Urban Studies, 39, nr. 2, p. 237-253.
- MVRM, (1999), Evaluatie nota volkshuisvesting in de jaren negentig, Den Haag, Ministerie van VROM.
- MVRM, (2003), Toezichtsverslag sociale huursector 2002, Den Haag, Ministerie van VROM.
- Remkes, J. W., (2002), Beleidsbrief Tweede Kamer Nota mensen, wensen wonen, vergaderjaar 2001-2002, 27 559, nr. 29.
- Remkes, J.W. and J. Pronk, (2000), Mensen-Wensen-Wonen: wonen in de 21e eeuw, Den Haag, Ministerie van VROM.
- Schaar, J. van der, (2004), De 50-wijken aanpak op de snijtafel, Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, nr. 2, p. 10-13.
- Smit, V., (2004), Een rijke oom en een arme neef; de corporatievermogens als investeringsstimulans, nr. 2, p. 15-19.
- Taskforce Woningbouwproductie, (2002), Achterblijvende woningbouwproductie: problematiek en maatregelen.
- Wassenberg, F. en A. Haars, (2002), De voortgang van de herstructurering, Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, nr. 5, p. 37-41.

## Lagere grondprijs vereist verruiming aanbod koopwoningen

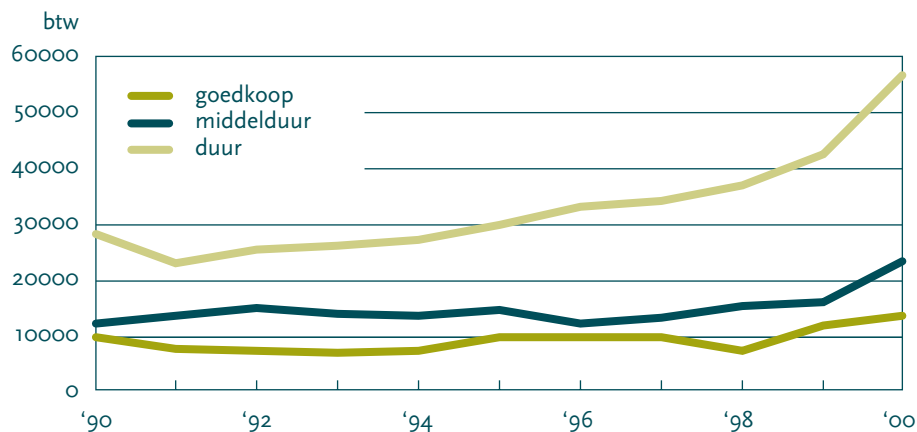
Gemeenten zijn, ondanks het nemen van grondposities door marktpartijen, nog steeds de grote aanbieders van bouw kavels voor woningbouw. De grondprijzen voor dure koopwoningen zijn tot voor kort jaarlijks fors gestegen. Wat zijn daarvoor redenen en kan inzichtelijk worden gemaakt waarvoor de woonconsument eigenlijk betaalt als hij een bouw kavel koopt? Bij grote vraagtoename en stabiele bouw(grond)productie zijn schaarstepremies te incasseren. Die hebben vooral gemeenten naar zich toegehaald. De winstbestemming is daarbij moeilijk te achterhalen, vanwege het 'black box' karakter van het gemeentelijk grondbeleid.

door Geurt Keers, Philippe Sprenger en Ton Seijkens

Eerst wordt de ontwikkeling van de grondprijzen in 1990-2000 geschetst. Daarna gaan we in op de achtergrond van die ontwikkeling en het beleid.

De kavelprijzen voor dure koopwoningen hebben de afgelopen 10 jaar een flinke stijging doorgemaakt. De dure eengezinskoopwoningen hebben absoluut gezien de grootste stijging gekend van bijna € 30.000 in 1990 tot circa € 55.000 (exclusief btw) gemiddeld per kavel in 2000. In 1995-2000 lijkt sprake van excessieve stijgingen van de kavelprijzen van dure woningen (figuur 1 en 3). In de jaren 1999-2000 was er zelfs een ware prijsexplosie.

**Figuur 1: Ontwikkeling kavelprijzen eengezinswoningen in Nederland naar prijsklasse, 1990-2000 (prijzen in euro's, prijspeil 1-1-2000, excl. btw)**



Bron: Tauw. Bewerking RIGO Research en Advies

1 Tauw, Grondprijzen voor woningbouw in Nederland 1990-2000, Utrecht 2002.

Na 2000 is het reguliere grondprijsonderzoek van het Ministerie van VROM niet meer verricht.

Volgens de Koopwoningmonitor was in 2003 circa 1/3 van de gemiddelde VON-prijs van circa € 250.000 voor de grond, (€ 67.000 excl. btw per kavel).

De ontwikkeling van de kavelprijzen van de middeldure sector en vooral goedkope sector (sociale woningbouw) blijft in 1990-2000 beduidend achter bij die van de dure koopwoningen. De kavelprijzen van sociale huurwoningen volgen de grondprijsstijgingen in de dure koopsector op afstand.

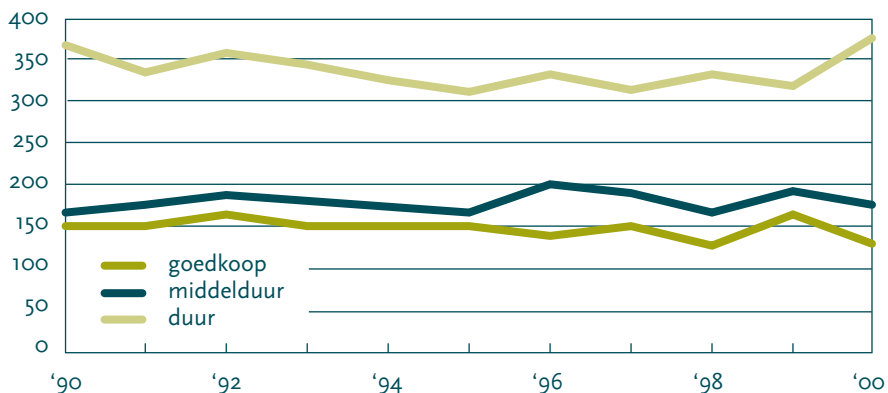
### Hogere prijzen, geen grotere kavels in de dure sector

De forse stijgingen van de kavelprijzen van dure koopwoningen zijn niet of nauwelijks gepaard gegaan met een toename van de ruimtelijke kwaliteit, gemeten met de voor de woonconsument belangrijk kwaliteitsvariabele kavelgrootte.<sup>2</sup>

De gemiddelde kavel in de dure sector was in 1993-1999 zelfs enkele tientallen vierkante meters kleiner dan in 1990-1993 (circa 325 m<sup>2</sup> versus 350 m<sup>2</sup>, zie figuur 2).

Bij middeldure eengezinswoningen zijn de kavels daarentegen gemiddeld circa 25 m<sup>2</sup> groter geworden ten opzichte van 1990.

**Figuur 2: Ontwikkeling m<sup>2</sup> kaveloppervlakte eengezinswoningbouw naar prijsklasse, 1990-2000**



Bron: Tauw. Bewerking RIGO Research en Advies

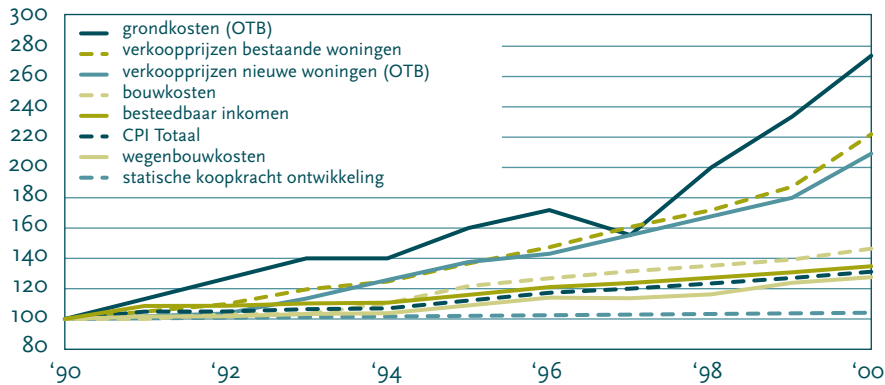
Of de stijging van de kavelgrootte bij de dure koopwoningen in 1999-2000 een trend van betere prijs-kwaliteitverhouding inluidt, is de vraag. De kavelprijsstijging in 1999-2000 is relatief veel groter dan de toename van de kavels (respectievelijk circa 30% en 15%). Dat wijst niet op een verbetering van de prijs/kwaliteitsverhouding.

### Grondprijsstijging koopwoningen excessief?

De grondprijsstijgingen in 1990-2000 (indexcijfer 280) zijn vergeleken met andere economische indices buiten de woningmarkt, zoals inflatie en besteedbaar inkomen (indexcijfer bijna 140) als excessief te kwalificeren (zie figuur 3).

<sup>2</sup> Kavel- of tuingrootte bij eengezinswoningen zegt indirect ook iets over woningdichtheid op straat en buurtniveau. Over ruimtelijke kwaliteit zijn weinig gegevens beschikbaar. Er zijn geen gegevens over gerealiseerde dichtheden of kwaliteit van het openbaar gebied.

## WONINGMARKT - GRONDPRIJZEN

**Figuur 3: Vergelijking grondprijsontwikkeling met andere ontwikkelingen, 1990-2000 (indexcijfers, 1990 = 100)**

Bron: Tauw, OTB, CBS, NVM. Bewerking RIGO Research en Advies

De forse stijging van de grondprijzen is gelijk opgegaan met een eveneens flinke stijging van de verkooprijzen in de nieuwbouw en in de bestaande woningmarkt (figuur 3). De woningmarkt is een voorraadmarkt. Circa 80% van de woningtransacties betreft bestaande woningen. Op die markt komen de woningprijzen tot stand. De nieuwbouwprijzen worden afgestemd op de prijzen in de voorraad en de grondprijzen zijn met bouwkosten weer gerelateerd aan de nieuwbouwprijzen.

De bouwkostenstijging blijft relatief gezien ruimschoots achter bij de stijging van de grondprijzen. De grondprijzen stijgen derhalve veel meer dan de nieuwbouwprijzen.

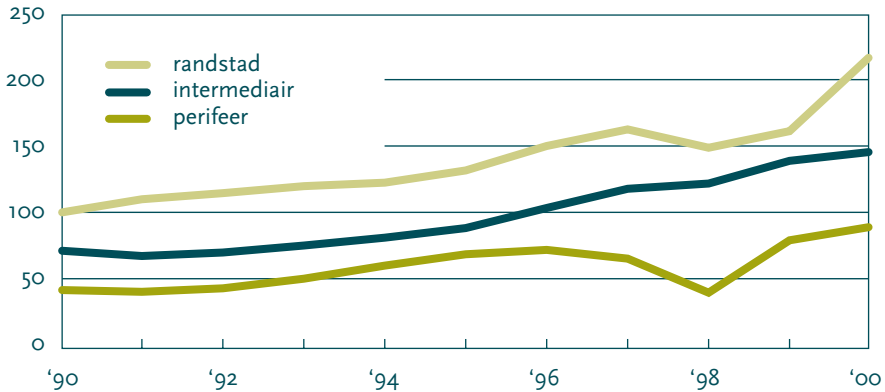
Dat wijst er op dat bij de grondprijsbepaling gemeenten werken met de residuele waardemethode: VON-prijs minus bouwkosten geeft de restwaarde, de kavelprijs. De bouwkosten stegen minder snel dan de nieuwbouwprijs, dus kon de grondprijs op zijn beurt relatief veel sneller stijgen dan de prijs van een nieuw huis. Dit gebeurde duidelijk in 1995-2000.

### Grondprijsstijging vooral in krappe markten

De grondprijsstijgingen voor dure koopwoningen in 1995-2000 hadden te maken met toenemende schaarste, door betrekkelijk stabiel nieuwbouwaanbod (vertraging VINEX) en toegenomen vraag (hausse in economie en koopkrachtige vraag). Dat blijkt ook, als we kijken naar de prijsontwikkeling in verschillende gebieden van ons land, de meer stedelijke en minder verstedelijkte regio's.

In meer evenwichtige markten, zoals in het Noorden (perifeer in figuur 4), is de prijsstijging minder fors dan in de krappere markt van de Randstad en van het midden van het land (intermediair in figuur 4).

**Figuur 4: Ontwikkeling grondprijzen per m<sup>2</sup> eengezinskoopwoningbouw naar landsdeel, 1990-2000 (prijzen in euro's, prijspeil 1-1-2000, excl. btw)**



Bron: Tauw, bewerking RIGO Research en Advies

### Schaarstepremie in krappe markten

Kopers van nieuwe huizen hebben door de hausse in de koopmarkt in de periode 1996-2002 veel voor hun woningen betaald. Daarbij spelen de grondprijzen een belangrijke rol. Woningprijzen en grondprijzen stegen sterker dan het gemiddelde besteedbaar inkomen of de gemiddelde loonontwikkeling of inflatie.

Het verschijnsel van bovenmatige grondprijsstijgingen doet zich vooral voor in woningmarkten met een groot tekort aan koopwoningen, zoals in de Randstad en aangrenzende regio's met een sterk restrictief verstedelijkingsbeleid. In krappe woningmarkten kan een schaarstepremie worden geïncasseerd, die de bouwer/ontwikkelaar of de grondexploitant (gemeente) zich in meer of mindere mate kan toeëigenen.

Vooraf in de Randstad zijn deze grote grondprijsstijgingen niet of nauwelijks gepaard gegaan met kwaliteitsverhogingen in termen van grotere tuinen, lagere dichtheid, meer (half)vrijstaande woningen enz. De kritiek op de kwaliteit van VINEX-locaties in de Randstad houdt daarmee verband. Het roept van de kant van het Ministerie van VROM - die de locaties subsidieert - vragen op. Aanhoudende grondprijsstijgingen met weinig kwaliteitstoename in de wijken is immers 'volkshuisvestelijk' moeilijk met elkaar te rijmen. Dat er daarbij twijfels rezen over voldoende marktwerking is niet vreemd. Oudstaatssecretaris Remkes maakte rond 2000 van de kwaliteit van VINEX een beleidsitem in het kader van de herijking VINEX. In de Nota Grondbeleid (2001) is bevordering van marktwerking voor meer kwaliteit ook als doel gesteld.

### Aanwending van opbrengsten van kavels voor koopwoningen

Gemeenten zijn nog steeds de voornaamste aanbieders van bouwgrond. In krappe markten hebben zij met grondexploitatie en marktgericht grondprijnsbeleid de grote overwaarden op de nieuwbouwmarkt voor koopwoningen in belangrijke mate naar zich toe weten te trekken. Door de aanbiedersmarkt hoefde daar weinig kwaliteitsverbetering van de woonomgeving tegenover te staan.

## WONINGMARKT - GRONDPRIJZEN

En wat hebben de gemeenten met de gelden van de schaarstepremies gedaan? Het onderzoek wijst uit dat de overwaarde die via de bouwgrond voor koopwoningen bij gemeenten terecht is aangewend voor:

- verevening met goedkope (sociale) woningbouw.
- verevening van de winst van grondexploitatie van het plan met andere plannen met een tekort in dezelfde gemeente; heel soms met een andere gemeente).
- financiering van gemeentelijke apparaatskosten (het grondbedrijf zelf of andere diensten).
- afdracht aan de algemene middelen van de gemeente voor gemeenschapsdoelen.

Verevening met de goedkope sector (zie ook figuur 1) is een belangrijke bestemming van netto grondopbrengsten van dure woningbouw. Hoe de verhoudingen naar winstbestemming in de praktijk verder liggen is, niet te achterhalen, vanwege het 'black box'-karakter van het gemeentelijke grondbeleid. Ook de effecten ervan op kwaliteit van de kavels en de doorwerking op woningkwaliteit zijn niet helder.

Hierbij moet worden opgemerkt, dat in geval van private grondexploitatie onder vergelijkbare marktomstandigheden de grondprijzen niet lager zullen uitvallen. De baten komen dan ten gunste van particuliere grondexploitanten.

### Vergroot het (locatie)aanbod van koopwoningen

Het rijksbeleid (Nota Grondbeleid) wil marktwerking op de grondmarkt voor woningbouw bevorderen. Een maatregel van de Nota Grondbeleid die daartoe tot nu toe is getroffen, is het Besluit Begroting en Verantwoording provincies en gemeenten. Dit besluit, dat in 2004 in werking is getreden, zal zorgen voor meer transparantie in het gemeentelijk grondbeleid. Burgers en hun vertegenwoordigers in gemeenteraden kunnen zo meer informatie krijgen over wat er in het gemeentelijk grondbeleid gebeurt, wie voor wat betaalt, en wat er verder met opbrengsten uit grondexploitatie kan gebeuren.

Voor een meer beheerste grondprijsbepaling en ontwikkeling is echter meer nodig. Excessieve woning- en grondprijsstijgingen doen zich immers voor in krapper wordende markten.

Voor een evenwichtig grondprijsniveau voor koopwoningen, waarin woningkwaliteit meer ruimte krijgt, is in krappe markten, zoals in de Randstad, een vergroting van het aanbod van koopwoningen nodig. Daarvoor kunnen verschillende wegen worden bewandeld, omdat de nieuwbouwmakkt betrekkelijk klein is en het prijsniveau van woningen op de voorraadmarkt wordt bepaald.

#### *Meer nieuwe bouwlocaties in de 'wei' voor koopwoningen ontwikkelen*

Dit kan door geplande locaties in de tijd naar voren te halen en planologische contingenten voor kleine gemeenten te verruimen. Ook kunnen locaties in kleinere gemeenten worden ontwikkeld, wat goed aansluit op de grote vraag naar wonen in landelijk-dorpse woonmilieus. Kleinschalige locaties kunnen op plekken worden gezocht die landschappelijk en ecologisch weinig waarde hebben, waarbij woningbouw ook groen en water financiert.<sup>3</sup> De Nota Ruimte komt hier aangaande de Randstad en omgeving echter maar in beperkte mate aan tegemoet. Met een streefgetal van 40% bouwen in de bestaande stad en veel grote uitleglocaties wordt er immers 'doorgeVINEXT.'

Bij ontwikkeling van nieuwe locaties moet worden voorkomen dat ontwikkelaars grondposities kunnen innemen om concurrenten en nieuwe toetreders op de

<sup>3</sup> Zie: RIGO Research en Advies, Ruimte voor wonen in de Vijfde Nota, Amsterdam, 2002.

woningbouwmarkt te weren en zo het bouwtempo richting evenwichtige markt af te remmen. Gemeenten hebben ook belang bij hoge grondprijzen. Zowel de concurrentie tussen ontwikkelaars als tussen gemeenten in gespannen woningmarkten moet dus worden bevorderd. De voorgenomen instrumenten uit de Nota Grondbeleid (zoals kennisoverdracht van uitbestedingsvormen bij gemeentelijk grondbezit) mogen wat dit betreft nog eens kritisch tegen het licht worden gehouden.

*De verkoop van huurwoningen in de bestaande woningvoorraad op een hoger tempo zetten*  
[tekst] Dit kan door corporaties een effectief grotere taakstelling te geven met meer mogelijkheden om met de verkoopprijs verder onder de marktwaarde te zitten dan nu is toegestaan. De hoge marktwaarde in krappe markten is immers een grote belemmering voor verkoop aan (zittende) huurders. De particuliere huursector kan meer worden vrijgegeven voor splitsing, samenvoeging en omzetting in koophuizen. Het recht om te kopen kan aan huurders worden gegeven.

### **Marktdip reden tot niets doen?**

Dat er iets aan de aanbodkant in krappe markten mag gebeuren, lijkt geen overbodige luxe. De afgelopen paar jaren is de woningproductie teruggelopen.

Door teruggang in groei van economie en inkomens is de prijsontwikkeling op de grond- en woningmarkt inmiddels minder extreem geworden en tot meer normale proporties gekomen, met prijsstijgingen licht boven de inflatie. In sommige steden (zoals Amsterdam en Rotterdam) zijn de grondprijzen in 2003 zelfs gedaald, 'residueel' gerelateerd aan de lokale daling van de verkoopprijzen van bestaande woningen.

Die ontwikkeling hoeft echter geen aanleiding te zijn om voornemens voor verruiming van het aanbod in krappe markten in de ijskast te zetten. Voorsorteren op een ruimere woningmarkt is nodig als men bij een aantrekkelijke markt wil voorkomen dat er weer grote krapte ontstaat met schaarstepremies die tot weinig marktefficiency en verbetering van woongenot leiden.

**Over de auteurs:** Geurt Keers, Philippe Sprenger en Ton Seijkens zijn verbonden aan Rigo Research en Advies in Amsterdam. Dit artikel is gebaseerd op het onderzoek *Transparant gemeentelijk grondbeleid voor koopwoningen?* in opdracht van de Vereniging Eigen Huis.



## Actief portefeuillebeheer leidt aantoonbaar tot outperformance

Vastgoedfondsen kunnen worden beschouwd als een gepoolde portefeuille van direct vastgoed met gespreid eigendom. Dit artikel gaat over de vraag of actief portefeuillebeheer waarde toevoegt aan deze vastgoedfondsen of dat deze fondsen beter passief zouden kunnen worden beheerd. Uit onderzoek op basis van Amerikaanse Real Estate Investment Trusts (REIT's) blijkt dat actief portefeuillebeheer een significant positieve invloed heeft op de resultaten van een vastgoedfonds en dat actief beheer derhalve een zinvolle bezigheid is.

door Roel Ploegmakers

REIT's kunnen worden gezien als de Amerikaanse vorm van de Nederlandse vastgoedfondsen. REIT's zijn met name populair omdat zij op verschillende vlakken voordelen vertonen boven direct vastgoed. De belangrijkste voordelen zijn de volgende:

- hogere liquiditeit. De aandelen van vastgoedfondsen worden verhandeld op georganiseerde beurzen; dit is niet het geval bij direct vastgoed.
- lagere transactiekosten. Aangezien REIT's relatief grote hoeveelheden vastgoed aanschaffen, zullen de transactiekosten beter worden gespreid; transactiekosten bij aandelen van REIT's zijn lager dan bij direct vastgoed.
- professioneel management. Een fonds met een professioneel management kan waarde toevoegen door zorgvuldig geselecteerd vastgoed aan te schaffen.
- minder waarderingsperikelen. De waarde van indirect vastgoed is eenvoudig te bepalen aangezien de aandelen frequent worden verhandeld. In het geval van direct vastgoed bestaat afhankelijkheid van de uitgevoerde taxaties.

Deze voordelen waren in 1960 de kernpunten voor het Amerikaanse Congres om REIT's te creëren. Naast de genoemde voordelen kan een REIT ook in een specifiek fiscaal kader worden geplaatst. Real estate investment trusts hoeven geen federale belastingen over hun inkomsten en winsten te betalen zo lang zij het grootste gedeelte aan hun aandeelhouders kunnen uitkeren (Cornell, 1997). Op grond van sectie 856 van de Internal Revenue Code, moet echter worden voldaan aan enkele ratio's, met het doel te verzekeren dat REIT's als passief instrument zullen worden gebruikt. Het is echter zeer de vraag of de markt van direct vastgoed efficiënt is, waardoor actief gebruik van vastgoed structureel waarde toe kan voegen. Deze relatie wordt hierna onder de loep genomen.

### Marktefficiëntie en actief portefeuillebeheer

Volgens Reilly en Brown (2000) is actief portefeuillebeheer een poging van de manager om beter te presteren dan de passieve benchmark, op een risicogecompenseerde basis. Voor actief portefeuillebeheer is timing cruciaal om beter te presteren dan een gekozen index. Er ontstaan hierbij twee problemen. Allereerst blijkt het vaak zeer lastig te zijn om

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

een geschikte maatstaf te vinden voor vastgoed. Daarnaast is het niet duidelijk of het mogelijk is om structureel beter te presteren dan deze index. Met andere woorden: het is onduidelijk of de markt van direct vastgoed efficiënt is. De aandelenmarkt wordt geacht tenminste een zwakke vorm van marktefficiëntie te bezitten. Dit is de reden waarom vaak wordt aangenomen dat actief beheer van aandelenfondsen zinloos is: het is niet mogelijk structureel beter te presteren dan de index, in dit geval een index bestaande uit vastgoedfondsen.

Het is niet mogelijk een directe parallel te trekken naar het beheer van vastgoedfondsen zolang niet vaststaat of deze markt daadwerkelijk een zwakke vorm van marktefficiëntie bezit. Direct vastgoed heeft namelijk enkele sterk afwijkende kenmerken ten opzichte van aandelen, waardoor de marktefficiëntie kan worden beïnvloed:

- illiquiditeit: gebouwen zijn soms moeilijker verhandelbaar dan bijvoorbeeld aandelen;
- heterogeniteit: elk gebouw heeft unieke kenmerken;
- ondeelbaarheid: een enkel gebouw kan niet onderverdeeld worden in meerdere identieke onderdelen.

Het is heel goed denkbaar dat mede op grond van deze kenmerken de markt van direct vastgoed minder efficiënt is en dat actief portefeuillebeheer daadwerkelijk structureel waarde kan toevoegen aan een vastgoedfonds.

### Methodiek

Het onderzoek of actief portefeuillebeheer een zinvolle bezigheid is en daarmee de vraag of de directe vastgoedmarkt al dan niet efficiënt is, bestaat uit 4 stappen:

1. creatie van zogenaamde Portfolio Management Activity (PMA-)Indicatoren;
2. vaststellen van referentie-indicatoren;
3. berekenen van de outperformance op basis van Jensen's alfa;
4. berekenen van de relatie tussen outperformance en de PMA-indicatoren.

#### *PMA-indicatoren*

Aangezien het niet mogelijk is om actief dan wel passief portefeuillebeheer te meten, moeten indicatoren worden gecreëerd die een duidelijke samenhang hebben met een bepaalde vorm van portefeuillebeheer. De PMA-indicatoren hebben dan ook stuk voor stuk een sterke correlatie met actief dan wel passief portefeuillebeheer. Op basis van de hieronder vermelde PMA-indicatoren wordt de relatie onderzocht tussen portefeuillebeheer en de prestaties van de vastgoedfondsen;

#### 1. Portfolio Trading Activity (PTA-)indicator;

$$I_{it} = \sum_{t=1}^t \left( \left( \frac{2B_{it}}{(X_{i(t-1)} + X_{it})} \right) + \left( \frac{2S_{it}}{(X_{i(t-1)} + X_{it})} \right) + \ln \left( \frac{X_{it}}{(X_{i(t-1)})} \right) \right) / t$$

$I_{it}$  is de PTA-indicator voor REIT  $i$ . De tijd in jaren wordt gemeten door  $t$ .  $X_{it}$  verwijst naar het aantal stukken vastgoed van REIT  $i$  in jaar  $t$ .  $B_{it}$  en  $S_{it}$  verwijzen respectievelijk naar het aantal gekochte en verkochte stukken vastgoed voor REIT  $i$  in jaar  $t$ . Deze indicator omschrijft de mate waarin een vastgoedfonds handelt in direct vastgoed en het verloop van deze portefeuille.

## 2. Property Value per Employee (PVE-)indicator;

$$I_{2i} = \sum_t^i \left( \frac{RE_{it}}{emp_{it}} \right) / t$$

$I_{2i}$  is de PVE-indicator voor REIT  $i$ .  $RE_{it}$  is de netto investering in vastgoed door REIT  $i$  op tijdstip  $t$ . Het aantal werknemers van REIT  $i$  op tijdstip  $t$  wordt uitgedrukt door  $emp_{it}$ . De PVE-indicator bekijkt de verhouding geïnvesteerd vermogen ten opzichte van het aantal werknemers. Wanneer een werknemer relatief veel geïnvesteerd vermogen beheert, dan is het onwaarschijnlijker dat hiermee actief beleid wordt gevoerd.

## 3. Operating Expense Ratio;

$$I_{3i} = \frac{OExp_{it}}{(TA_{i(t-1)} + TA_{it})}$$

$I_{3i}$  is de Operating Expense Ratio voor REIT  $i$ .  $OExp_{it}$  zijn de Operating Expenses van REIT  $i$  in jaar  $t$ .  $TA_{it}$  zijn de totale bezittingen van REIT  $i$  in jaar  $t$ . Hoe hoger de operating expense ratio, des te meer geld wordt uitgegeven aan het managen van de gebouwenportefeuille. Wanneer deze ratio hoger is, is het waarschijnlijker dat het management een actiever portefeuillebeleid hanteert.

## 4. Portfolio Turnover Rate;

$$I_{4i} = \frac{Sal_{it}}{(RE_{i(t-1)} + RE_{it})}$$

$I_{4i}$  is de Portfolio Turnover Rate.  $Sal_{it}$  zijn de netto verkopen van REIT  $i$  in jaar  $t$ .  $RE_{it}$  geeft de totale vastgoedwaarde van REIT  $i$  in jaar  $t$ . De hoogte van deze ratio houdt direct verband met actief portefeuillebeheer: hoe meer direct vastgoed uit de portefeuille wordt verhandeld, des te actiever is het gevoerde beleid.

In tabel 1 is een overzicht weergegeven van de relatie tussen de PMA-indicatoren en de managementintensiteit die hiermee gepaard gaat.

**Tabel 1: Relatie PMA-indicatoren en managementintensiteit**

PMA-indicator	Symbool	Relatie	Portfoliomanagement strategie
PTA-indicator	$I_{1i}$	+	Actief
PVE-indicator	$I_{2i}$	+	Passief
Operating Expense Ratio	$I_{3i}$	+	Actief
Property Turnover Rate	$I_{4i}$	+	Actief

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

### Referentie-indicatoren

In dit model zijn drie referentie-indicatoren opgenomen met als doel het uitsluiten van eventuele outperformance die per toeval te wijten is aan de PMA-indicatoren. De drie gebruikte referentie-indicatoren zijn:

1. marktkapitalisatie;
2. ratio schuld/eigen vermogen (Debt-to-equity ratio);
3. dividend rendement (Dividend yield).

Deze drie indicatoren hebben het gemeenschappelijke kenmerk dat algemeen wordt aangenomen dat zij een directe invloed kunnen hebben op de outperformance, het niet te verklaren beter resultaat dan de marktindex.

### CAPM en Jensen's alfa

Voor de berekening van de outperformance wordt gebruik gemaakt van het Capital Asset Pricing Model (CAPM) geïntroduceerd door Jensen (1969). De outperformance wordt gemeten door Jensen's alfa op de volgende wijze:

#### Formule 1

$$(R_{it} - R_{ft}) = a_i + b (R_{mt} - R_{ft}) + j_{it}$$

$R_{it}$  is het rendement van REIT  $i$  in jaar  $t$ ,  $R_{ft}$  is de risicovrije rentevoet in jaar  $t$  en  $R_{mt}$  is het rendement van de index in jaar  $t$ . Jensen's  $a$  meet de consistente outperformance van REIT  $i$ ,  $b_i$  is de risicopositie van REIT  $i$  ten opzichte van de marktportfolio.

Vervolgens wordt nagegaan wat de relatie is tussen Jensen's alfa, de consistente outperformance van een REIT, en de PMA-indicatoren. Op deze manier kan worden achterhaald welke managementintensiteit leidt tot outperformance en of actief beheer van een vastgoedfonds een zinvolle bezigheid is. Het bepalen van de relatie tussen outperformance en managementintensiteit gebeurt aan de hand van de volgende formule:

#### Formule 2

$$a_i = g_0 + g_1 I_{1i} + g_2 I_{2i} + g_3 I_{3i} + g_4 I_{4i} + g_5 F_{5i} + g_6 F_{6i} + g_7 F_{7i} + g_8 u_{8i} + g_9 u_{9i} + g_{10} u_{10i} + g_{11} u_{11i} + g_{12} u_{12i} +$$

Hier betekent  $a_i$  wederom Jensen's alfa, de outperformance van REIT  $i$ .  $I_{1i} - I_{4i}$  zijn de PMA-indicatoren die de invloed van managementactiviteit onderzoeken op de outperformance.  $F_{5i} - F_{7i}$  zijn de drie referentie-indicatoren die worden getest;  $g_0 - g_7$  zijn de coëfficiënten die worden getest.

Hiernaast wordt er ook gebruik gemaakt van dummy's om na te gaan of specifieke sectoren een invloed hebben op de outperformance van vastgoedfondsen. Deze sectordummy's worden gemeten door  $d_{8i} - d_{12i}$ . De vijf sectoren die zijn opgenomen, zijn:

1. kantoren / industrieel vastgoed;
2. winkels;
3. woningen;
4. gediversifieerd vastgoed;
5. hotels / vakantieoord.

### Analyse en resultaten

De hiervoor beschreven methodiek is uitgevoerd aan de hand van een selectie van 108 REIT's over de periode november 1997 - februari 2003. Alle geselecteerde REIT's zijn aangesloten bij de National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT). De NAREIT-index is dan ook de index die als benchmark kan worden aangemerkt. De maandelijkse rendementen zijn berekend aan de hand van de maandelijkse aandelenprijzen in deze periode. De data die nodig waren om de afzonderlijke PMA-indicatoren te berekenen, zijn verkregen uit de jaarverslagen die betrekking hebben op de onderzochte periode. Hierbij werd met name gebruik gemaakt van de documenten die de Security Exchange Commission (SEC) op dit gebied verschaft.

Wanneer deze data worden gebruikt om de analyse uit voeren die beschreven wordt in de formules 1 en 2, resulteert dit in de volgende uitkomsten:

**Tabel 2: Resultaten Formule 2**

Variabele	Resultaten Formule 2		
	$g_0$	$g$	t-waarde
Intercept	$g_0$	0,0030 0,0041	0,7214
IND1	$g_1$	0,0064	** 2,2770
PTA-indicator		0,0028	
IND2	$g_2$	-0,0001	*** -3,3890
PVE-indicator		3,5E-05	
IND3	$g_3$	-0,0252	-1,5078
Operating Expense Ratio		0,0167	
IND4	$g_4$	0,0014	0,1946
Property Turnover Rate		0,0071	
Marktkapitalisatie	$g_5$	1,4E-05 3,4E-04	0,0417
Debt to Equity	$g_6$	-0,0004 0,0005	-0,8563
Dividend Yield	$g_7$	-0,0008 0,0002	*** -3,5190

\* p-waarde < .1 \*\* p-waarde < .05 \*\*\* p-waarde < .01

De belangrijkste resultaten uit deze tabel zijn de t-waarden van de PTA-indicator en de PVE-indicator. De PTA-indicator heeft bij een significantieniveau van 5% een positieve invloed op de outperformance van een vastgoedfonds. Voor de PVE-indicator geldt dat bij een significantieniveau van 1% er een negatieve invloed op de outperformance van een vastgoedfonds bestaat. De operating expense ratio en de property turnover rate hebben bij een zekerheidsinterval van 10% geen significante invloed op de outperformance van een REIT.

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

**Tabel 3: Invloed en significantie PMA-indicatoren**

PMA-Indicator	Positief / Negatief	Significant*	Geprefereerd portefeuillebeheer voor REIT-outperformance
PTA-indicator	+	+	Actief
PVE-indicator	-	+	Actief
Operating Expense Ratio	-	-	Onbeslist
Portfolio Turnover Rate	-	-	Onbeslist

\* p-waarde < .05

De zekerheid van het gehele model wordt gemeten aan de hand van de aangepaste  $R^2$ . Voor de analyse geschetst in formule 2 en de daarbij behorende resultaten uit tabel 2 geldt een aangepaste  $R^2$  van 0,4406. Dit onderzoek verklaart dus een behoorlijk deel van de outperformance van REIT's dat voorheen nog onverklaarbaar was.

De implicaties van al deze resultaten is dat actief portefeuillebeheer kan worden beschouwd als de managementintensiteit die waarde toevoegt aan een vastgoedfonds. De PTA-indicator, die positief gecorreleerd is aan actief management, heeft een significant positieve invloed op de REIT-outperformance, Jensen's alfa. Daarnaast heeft de PVE-indicator, die positief gecorreleerd is aan passief portefeuillebeheer, een significant negatieve invloed op de REIT-outperformance. Hieruit kan worden opgemaakt dat actief portefeuillebeheer een zinvolle bezigheid is. In een efficiënte markt is het onmogelijk om consequent beter te presteren dan de index, wanneer het rendement wordt aangepast aan het risicoprofiel. De hierboven geschetste implicatie laat echter zien dat het mogelijk is om consequent beter te presteren dan de index wanneer een vastgoedfonds actief (met name volgens de PTA-indicator) wordt beheerd. Er kan dus worden gesteld dat de markt van direct vastgoed geen efficiënte markt is.

### Conclusie

In dit artikel werd onderzocht welk niveau van managementintensiteit, actief dan wel passief portefeuillebeheer, de meeste waarde toevoegt aan een vastgoedportefeuille. Dit is geschied op basis van de vier gedefinieerde PMA-indicatoren. De PTA-indicator en PVE-indicator geven significant aan dat actief portefeuillebeheer bij vastgoedfondsen ceteris paribus een outperformance genereert ten opzichte van passief portefeuillebeheer. Dit is goed nieuws voor de vastgoedsector, aangezien dit aangeeft dat een actieve benadering van vastgoed waarde toevoegt aan een vastgoedfonds. Tevens kan op grond van deze uitkomst worden geconcludeerd wat al dikwijls werd gesuggereerd; de directe vastgoedmarkt is niet efficiënt, aangezien indirecte vastgoedfondsen met de handel in direct vastgoed, buitengewone resultaten kunnen behalen. Het is dus mogelijk om consistent beter te presteren dan de index door actief beheer van een fonds.

**Over de auteur:** Drs Roel Ploegmakers studeerde op het onderzoek 'Active versus Passive Management: Implications for REIT Performance' af aan de Universiteit van Maastricht.

### Referentielijst

- Cornell, C.M., REITs and UPREITs: Pushing the corporate law envelope, University of Pennsylvania Law Review, June 1997, 145, pp. 1565-1609.
- Jensen, C.M., Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios, Journal of Business, April 1969, 42, pp. 167-247.
- Reilly, F.K., & Brown, K.C., Investments Analysis and Portfolio Management, 6e Editie, The Dryden Press, Fort Worth, 2000.

## Rendement en risico op objectniveau, een beleidsondersteunend model

De ROZ/IPD heeft recent een historische rendementreeks gepubliceerd, op basis waarvan voorzichtig uitspraken gedaan kunnen over het risico, in termen van standaarddeviaties, van de verschillende vastgoedsectoren. Risico's op objectniveau en, in het verlengde daarvan, de bijdrage van verschillende objecten aan een portefeuille in termen van rendement én risico, blijft vooralsnog onderbelicht. Op basis van een Prognose versus realisatie-analyse is het mogelijk een eerste stap te zetten naar het kwantificeren van risico's op objectniveau. Monte Carlo-simulaties kunnen inzicht geven in de toegevoegde waarde van afzonderlijke objecten aan de portefeuille. Het inzicht in de toegevoegde waarde per object is belangrijk en kan het beleid van een belegger tot op een zekere hoogte ondersteunen.

door Martijn Scholten

In theorie is het mogelijk om op basis van een historische rendementreeks en een daaruit volgende standaarddeviatie enig inzicht te krijgen in het risico van een directe vastgoedbelegging. Voor afzonderlijke beleggingsobjecten zijn in de praktijk dergelijke historische rendementreeksen zelden voorhanden. Het is echter mogelijk om een rendementreeks te simuleren door gebruik te maken van de Monte Carlo-simulatietechniek. Voor deze stochastische benadering is het noodzakelijk dat de rendementbepalende factoren, in casu alle risicofactoren, worden gesimuleerd volgens een waarschijnlijkheidsverdeling. Met andere woorden: elke risicofactor moet beschikken over een waarschijnlijkheidsverdeling.

### Risicofactoren

Eerst moet worden vastgesteld welke factoren nu precies de risicofactoren zijn. Het directe en indirecte rendement worden bepaald door respectievelijk de netto huurinkomsten en de waardeontwikkeling af te zetten tegen de waarde aan het begin van de beschouwde periode. Ten aanzien van de waardebepaling kan worden gesteld dat beleggers de laatste jaren hun directe vastgoedportefeuille steeds meer op DCF-basis waarden. De waarde is daarmee onder meer een afgeleide van de toekomstige netto huuropbrengsten. Dit betekent dat alle risicofactoren voor het directe rendement tevens risicofactoren zijn voor het indirecte rendement. Alle aannames die worden gemaakt ten behoeve van een DCF-waardering zijn met andere woorden de risicofactoren van de belegging. Als voorbeelden hiervan kunnen genoemd worden de jaarlijkse ontwikkeling van de huur, het leegstandspercentage, de exploitatiekosten en bij woningen in het bijzonder de mutatiegraad en leegwaardeontwikkeling.

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

### Waarschijnlijkheidsverdelingen

Om de waarschijnlijkheidsverdelingen van de verschillende risicofactoren vast te stellen, kan in theorie eveneens gebruik worden gemaakt van historische reeksen. In de praktijk blijkt dat deze reeksen veelal niet voorhanden zijn en al helemaal niet op het niveau van afzonderlijke beleggingsobjecten. Een andere mogelijkheid om de waarschijnlijkheidsverdelingen vast te stellen, vindt haar basis in de zogenoemde 'Prognose versus Realisatie analyse', die kort zal worden toegelicht.

#### *Prognose versus realisatie-analyse*

Ten behoeve van de interne en externe verslaggeving, onder andere ook in het kader van de ROZ/IPD waarderingen, wordt elk object jaarlijks gewaardeerd. Hiertoe maken beleggers, in de persoon van portefeuillemanagers, beheerders en externe taxateurs, tezamen de 'experts' genoemd, jaarlijks inschattingen voor de verschillende risicofactoren. Het is mogelijk om één jaar of meerdere jaren later te onderzoeken in hoeverre deze inschattingen juist zijn geweest. Naast het feit dat hier directe lering uit getrokken kan worden, kunnen de resultaten ook gebruikt worden voor een statistische analyse.

Als bijvoorbeeld voor alle woningobjecten uit de woningportefeuille van een institutionele belegger wordt uitgezocht wat de afwijkingen zijn tussen de prognoses voor de leegwaarde-ontwikkeling per complex voor het eerstvolgende jaar en de daadwerkelijk gerealiseerde leegwaarde-ontwikkeling in dat jaar, kan dat een reeks met afwijkingen opleveren. De standaarddeviatie van deze reeks kan dan worden gezien als de kans dat een expert een juiste inschatting maakt voor desbetreffende risicofactor, in dit geval de leegwaarde-ontwikkeling in het eerstvolgende jaar. Wanneer het gemiddelde van de reeks afwijkingen gelijk is aan nul, heeft de expert, wellicht niet op objectniveau, maar portefeuillebreed een juiste inschatting gemaakt. Dit hoeft natuurlijk niet altijd het geval te zijn; er kan een bepaalde ontwikkeling hebben plaatsgevonden, bijvoorbeeld een boven verwachting lage financieringsrente die de expert niet voorzien had, die invloed heeft gehad op de leegwaarde-ontwikkeling van de hele portefeuille. Hier is dus sprake van een risico op portefeuilleniveau. De gemiddelde afwijking van de reeks verschillen tussen prognose en realisatie geeft met andere woorden een indicatie van het risico op portefeuilleniveau.

Bovengenoemde analyse kan voor verschillende risicofactoren worden uitgevoerd (bijvoorbeeld huurgroei, mutatiegraad, leegstand, exploitatie-uitgaven, etc.) en kan daarnaast voor meerdere jaren worden uitgevoerd. Zo zou men kunnen onderzoeken wat de afwijkingen zijn tussen de prognoses gemaakt in jaar  $t=0$  en de realisaties in jaar  $t=1$ , ofwel prognoses in jaar  $t=x$  en realisaties in jaar  $t=x+1$ . Hierdoor verkrijgt men meerdere reeksen die iets zeggen over de waarschijnlijkheid dat een expert voor het eerstvolgende jaar een juiste aanname maakt. Dit maakt dat de waarschijnlijkheidsverdeling nauwkeuriger vastgesteld kan worden.

Men kan ook onderzoeken hoe groot de afwijkingen zijn tussen prognoses gemaakt in jaar  $t=0$  en realisaties in jaren  $t=2$  en verder. Men kan logischerwijze verwachten dat prognoses die gemaakt worden voor jaren die verder in de toekomst liggen ook minder nauwkeurig zijn. Hiermee zou rekening moeten worden gehouden en dat is op basis van deze analyse mogelijk. Het moge duidelijk zijn dat voor analyses over meerdere jaren wel meer historische data nodig zijn.



De methode Prognose versus realisatie is niet zozeer gebaseerd op de daadwerkelijke historische ontwikkeling van verschillende risicofactoren, maar op de juistheid van de aannamen van de expert. Het betreft geen tijdreeks: de reeks is immers gebaseerd op metingen van meerdere objecten en niet op tijdmetingen van één object. Veel historische gegevens zijn derhalve niet nodig. Een ander groot voordeel van deze methode ligt in het feit dat ze inzicht verschaft in risico's op object- én portefeuilleniveau.

Net als alle andere methoden kent deze methode als nadeel dat het lastig is om kwantitatief uitspraken te kunnen doen over het rendement en risico op de langere termijn. Hiertoe zijn juist weer meerdere historische data nodig. Heden ten dage speelt echter ook het rendement op korte termijn een steeds belangrijkere rol, zeker gelet op het feit dat vrijwel alle vastgoedfondsen jaarlijks de resultaten toetsen aan de ROZ/IPD-benchmark en daar tot op zekere hoogte op worden afgerekend. Omdat de geschetste analyse nog niet eerder op deze wijze heeft plaatsgevonden, is besloten een simulatiemodel te ontwikkelen dat, uitgaande van waarschijnlijkheidsverdelingen die gebaseerd zijn op de Prognose versus realisatie-analyse, het rendement en risico op portefeuille- én objectniveau op de korte termijn (voor het eerstvolgende jaar) kwantitatief inzichtelijk maakt.

#### *Simulatiemodel<sup>1</sup>*

Als voor alle risicofactoren voor het eerstvolgende jaar een waarschijnlijkheidsverdeling is vastgesteld, kunnen deze risicofactoren worden gesimuleerd. Uitgangspunt hierbij vormen de aannames van de expert, die feitelijk zijn samengevat in de jaarlijkse DCF-waardering. Stel dat de expert verwacht dat de huurgroei voor object X volgend jaar 2,2% bedraagt. Op basis van de waarschijnlijkheidsverdeling die voor de huurgroei voor het komende jaar is vastgesteld, wordt een waarde rondom deze 2,2% gesimuleerd. Op dezelfde manier kan de hoogte van de andere risicofactoren worden gesimuleerd.

Het resultaat van één simulatieronde, het gesimuleerde rendement van het object, wordt opgeslagen. Door deze procedure veelvuldig te herhalen, krijgt men een gesimuleerde rendementreeks voor het desbetreffende object. Het gemiddelde van deze reeks zal gelijk zijn aan de verwachting van de expert, de standaarddeviatie van de reeks geeft een indicatie hoe groot de waarschijnlijkheid is dat dit verwachte rendement of afwijkingen daarvan worden gerealiseerd.

**Tabel 1: Werking simulatiemodel (NH = gesimuleerde netto huurinkomsten)**

Objecten	A		B		C		D		E		Portefeuille	
Waarde per object	100		200		100		300		300		1000	
Simulaties	NH	Rend	NH	Rend	NH	Rend	NH	Rend	NH	Rend	NH	Rend
Sim 1	10	10%	15	8%	12	12%	21	7%	27	9%	85	8,5%
Sim 2	9	9%	18	9%	8	8%	30	10%	21	7%	86	8,6%
Sim 3	12	12%	14	7%	7	7%	27	9%	18	6%	78	7,8%
Sim 4	10	10%	19	10%	11	11%	30	10%	21	7%	91	9,1%
Sim 5	11	11%	16	8%	9	9%	24	8%	21	7%	81	8,1%
Gemiddelde	10,4	10,4%	16,4	8,2%	9,4	9,4%	26,4	8,8%	21,6	7,2%	84,2	8,4%
Standaarddeviatie	1,02	1,02%	1,85	0,93%	1,85	1,85%	3,50	1,17%	2,94	0,98%	4,45	0,44%

<sup>1</sup> Omwille van de eenvoud worden hier alleen de berekening en resultaten van de gesimuleerde rendementen op objectniveau beschreven. In het aan dit artikel ten grondslag liggende rapport wordt ook ingegaan op de simulaties en bijbehorende resultaten op portefeuilleniveau.

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

### Toepassing op woningportefeuille Mn Services

Het onderzoek is uitgevoerd en toegepast op de woningportefeuille die Mn Services namens het Pensioenfonds Metaal en Techniek beheert. Deze portefeuille bestond ten tijde van de analyse uit 79 woningcomplexen.

In de eerste plaats zijn, op basis van de voorhanden historische data en met behulp van de Prognose versus realisatie-analyse, waarschijnlijkheidsverdelingen opgesteld voor de verschillende risicofactoren. Hierbij is alleen gekeken naar de risicofactoren voor het eerstvolgende jaar. Er zijn waarschijnlijkheidsverdelingen opgesteld voor de huurgroei, mutatiegraad, leegstand, exploitatie-uitgaven en leegwaarde-ontwikkeling.

**Tabel 2: Resultaten prognoses versus realisatie-analyse voor risicofactoren (grondslag voor vaststelling waarschijnlijkheidsverdelingen<sup>2</sup>)**

Jaar	1998	1999	2000	2001	2002	Gemiddeld
Markthuur						
gemiddelde	-0,06	0,73%	0,30%	0,54%	0,28%	0,35%
standaarddeviatie	1,97%	1,72%	1,06%	1,40%	1,64%	1,61%
Mutatiegraad						
gemiddelde		-0,65%	0,56%	-1,21%	0,24%	-0,27%
standaarddeviatie		1,09%	1,25%	0,99%	1,08%	1,10%
Leegstand						
gemiddelde		-1,03%	-0,62%	-0,77%	-0,50%	-0,75%
standaarddeviatie		1,53%	1,75%	1,79%	1,62%	1,70%
Exploitatie-uitgaven						
gemiddelde			0,68%	-1,11%	-0,50%	-0,31%
standaarddeviatie			2,60%	3,10%	1,90%	2,62%
Leegwaarde-ontwikkeling						
gemiddelde	4,14%	10,50%	15,64%	2,14%	4,49%	7,64%
standaarddeviatie	4,04%	7,23%	11,31%	5,52%	6,30%	7,36%

De resultaten van deze analyse leiden tot de conclusie dat de leegwaarde-ontwikkeling het moeilijkst is in te schatten door de experts. Dit geldt zowel op portefeuille- als op objectniveau; zowel de gemiddelde afwijking als de standaarddeviatie van deze reeks is het grootst. Opvallend is verder dat door de jaren heen redelijk gelijke waarden zijn gevonden voor de gemiddelde afwijkingen en standaarddeviaties van de verschillende factoren. Alleen voor de leegwaarde-ontwikkeling is naast de relatief grote afwijkingen ook een behoorlijk grillig verloop in de tijd te constateren. Dit heeft ongetwijfeld te maken met de onstuimige groei van de verkoopprijzen in de beschouwde periode: experts hadden grote moeite de ontwikkelingen juist in te schatten.

Verder is ook onderzocht in hoeverre er sprake is van onderlinge afhankelijkheden tussen de afwijkingen van de verschillende risicofactoren. Deze bleken niet significant te zijn. Dit impliceert overigens niet dat er geen afhankelijkheden bestaan tussen de verschillende risicofactoren. Deze kunnen immers al impliciet zijn meegenomen in de aannames van de expert. Als een expert bijvoorbeeld een lage mutatiegraad bij een bepaald complex verwacht, lijkt het logisch dat ook de leegstand in dat complex laag zal zijn. Bij de aannames houdt de expert dan feitelijk al rekening met deze onderlinge afhankelijkheid.

<sup>2</sup> De jaartallen in deze tabel hebben betrekking op het jaar waarvoor een jaar eerder een prognose is gemaakt en waarvoor in betreffend jaar de afwijkingen zijn gemeten. Voor sommige variabelen waren minder historische data beschikbaar.

Vervolgens zijn op basis van de aannamen van de experts en met behulp van de vastgestelde waarschijnlijkheidsverdelingen per risicofactor allerlei simulaties uitgevoerd. De resultaten hiervan geven inzicht in enerzijds het risico van de afzonderlijke risicofactoren, anderzijds het risico op totaalniveau.

In het verlengde van de relatief grote onzekerheid ten aanzien van de aannames voor de leegwaarde-ontwikkeling is de conclusie dat ook het risico van de leegwaarde-ontwikkeling zelf het grootst is. Bij objecten waarvan de exploitatiewaarde hoger is dan de uitpondwaarde, vormt daarentegen de markthuurontwikkeling het grootste risico.

Enkele andere opvallende conclusies uit de analyse zijn dat het risico op grondgebonden woningen iets hoger is dan het risico op appartementen. Ditzelfde geldt voor woningen boven de liberalisatiegrens: zij hebben een groter risico dan woningen met huren onder deze grens. Tot slot viel op dat ook woningen in West-Nederland relatief risicovoller zijn dan objecten elders in het land.

### **Toegevoegde waarden: het beleidsondersteunende model**

De laatste stap betreft het bepalen van de toegevoegde waarde, in termen van rendement en risico, van de afzonderlijke objecten aan de totale woningportefeuille. Hieronder wordt kort aangegeven hoe deze laatste stap is gezet.

Door de Monte Carlo simulaties 'tegelijkertijd' voor meerdere beleggingsobjecten uit te voeren is ook het gemiddelde verwachte rendement en risico op portefeuilleniveau berekend. Hiertoe zijn de gesimuleerde netto kasstromen en waardeontwikkelingen van de verschillende objecten bij elkaar opgeteld. Vervolgens zijn deze resultaten afgezet tegen de beginwaarde van de totale portefeuille. Hiermee zijn gesimuleerde rendementreeksen op portefeuilleniveau berekend. De standaarddeviatie van deze reeks geeft een indicatie van het risico op portefeuilleniveau.

Door een specifiek object tijdelijk niet mee te nemen in bovenstaande berekening, kunnen het verwachte rendement en risico van de portefeuille zonder desbetreffend object worden vastgesteld. Het verschil tussen de resultaten met en zonder het desbetreffende object geeft de toegevoegde waarde van dat object aan de portefeuille in termen van rendement en risico.

Als bovenstaande procedure voor alle objecten uit de portefeuille wordt gevolgd, kan relatief eenvoudig worden aangegeven welke objecten bijvoorbeeld een relatief grote negatieve toegevoegde waarde hebben ten aanzien van het verwachte rendement en daarbij wellicht ook een grote negatieve toegevoegde waarde (feitelijk een verhogend effect op de standaarddeviatie) hebben ten aanzien van het risico. Dergelijke objecten zouden het eerst in aanmerking kunnen komen om te worden afgestoten. Tevens kan meer inzicht worden verkregen in verschillende oorzaken waarom bepaalde objecten juist een positieve toegevoegde waarde hebben. Dit zou logischerwijze ook het portefeuille- en acquisitiebeleid kunnen ondersteunen.

**THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN****Conclusie**

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat met behulp van Monte Carlo-simulaties, waarbij de benodigde waarschijnlijkheidsverdelingen zijn vastgesteld op basis van de Prognose versus Realisatie-analyse, inzicht kan worden verkregen in het rendement-risico-profiel op de korte termijn. Het inzicht wordt vergroot op zowel portefeuille- als objectniveau. Met name het laatste kan het beleid van een institutionele belegger op tactisch niveau ondersteunen.

Om ook uitspraken te kunnen doen over het rendement en risico op de (middel)lange termijn, wordt aanbevolen verder onderzoek te verrichten naar de mogelijkheden om waarschijnlijkheidsverdelingen op te stellen voor risicofactoren op de langere termijn. Een goed begin kan zijn het niet alleen bijhouden van gerealiseerde rendementen, maar ook het consistent en nauwkeurig bijhouden van prognoses van experts en realisaties in latere jaren voor verschillende risicofactoren.

**Over de auteur:** Drs Martijn Scholten studeerde af op het onderzoek 'Rendement en risico op een woningbeleggingsportefeuille, een beleidsondersteunend model voor een institutionele belegger in woningen' en werkt inmiddels als acquisiteur Onroerend Goed bij Mn Services.

## Taxaties voor de ROZ/IPD Vastgoedindex krijgen uniforme basis

Taxaties ten behoeve van de ROZ/IPD Vastgoedindex staan niet alleen aan de basis van de index, ze zijn bovendien voor de participanten, die ruim 80% van het institutioneel belegd vermogen in vastgoed in Nederland voor hun rekening nemen, de basis voor vele beleidsbeslissingen. Dit onderzoek is voornamelijk toegespitst op de uniformiteit in de gehanteerde DCF-rekenmodellen en de belangrijkste waardebepalende variabelen. De belangrijkste conclusie is dat taxateurs niet alleen zéér verschillende rekenmethodes aanhouden, maar bovendien niet eenduidig zijn in het vaststellen van de inputvariabelen. Kortom: het schort aan uniformiteit.

door Wouter van de Ridder

Sinds de invoering in 1995 is de ROZ/IPD Vastgoedindex uitgegroeid tot de meest gebruikte benchmark voor Nederlandse institutionele beleggers in direct vastgoed, met een totale waarde van ruim € 38 mrd (2002). Doordat vastgoed niet, zoals aandelen en obligaties, publiekelijk en frequent wordt verhandeld en ook de inkomsten van een individueel object niet openbaar zijn, kan de waarde van de objecten die de index vormen niet door transacties worden bepaald maar wordt gebruik gemaakt van taxaties. De ROZ/IPD Vastgoedindex wordt door de participanten gebruikt ten behoeve van benchmarking, portfolio-analyses, asset allocatie beslissingen, 'performance targets', beloningen en onderzoek. De index bestaat uit diverse segmenten en subsegmenten waarbij geaggregeerde data van alle individuele taxaties (bijvoorbeeld alle winkelpanden in de primaire grote stadscentra) uiteindelijk één gewogen rendementcijfer opleveren.

Dit betekent dat het zéér belangrijk is dat de taxaties zijn gebaseerd op consistente en uniforme rekenmodellen van goede kwaliteit. Op indexniveau hebben deze inconsistente data vermoedelijk weinig impact dankzij diversificatie door een brede onderliggende spreiding (Fisher, 1999). Echter, op portefeuille- en objectniveau kan het wel gevolgen hebben en zullen mogelijk conclusies worden getrokken, gebaseerd op onjuiste en niet uniform bepaalde data (Geltner, 1998). De wetenschappelijke onderzoeken van de laatste jaren zijn vooral gefocust op taxatie-accuraatheid (taxatiewaarde versus de verkoopwaarde) en de verklaring van variatie in diverse inputvariabelen. Over de gehanteerde rekenmodellen die aan de basis liggen van al deze onderzoeken, wordt met weinig woorden gerept. Tijd dus om dit wél te doen, door onder andere een unieke hoeveelheid van ruim 150 taxatierapporten ten behoeve van de ROZ/IPD Vastgoedindex te ontleiden.

### Doelstelling en onderzoeksmethode

Het onderzoek bestaat uit een kwalitatief en een kwantitatief deel. Het kwalitatieve doel is

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

inzicht verkrijgen in de mate van consistentie en uniformiteit van de rekenmodellen van de taxateurs voor de ROZ/IPD Vastgoedindex. Hierbij wordt voornamelijk gelet op de werking van het model, de discontering, de eindwaarde-berekening, de uniformiteit in mathematische inputs als inflatie en risicovrij rendement en de impact van de diverse rekenmethodes op de waarde met behulp van een dummy discounted cash flow model. De data hiervoor zijn verkregen uit de taxatierapporten, ter beschikking gesteld door de participanten van de index.

Daarnaast is het kwantitatieve doel inzicht verkrijgen in de variatie en uniformiteit in de aannames wat betreft de inputvariabelen NAR, discount rate en exit yield op segmentniveau, interne versus externe taxaties en de externe taxaties onderling voor de periode 1994-2002. De ruim 40.000 waarnemingen hiervoor zijn onttrokken uit de database van de ROZ/IPD Vastgoedindex. Hierbij is in de standaarddeviatie (sd)-analyse op segmentniveau bekeken of de sd gedurende de periode is afgenomen en of hiermee de uniformiteit in de bepaling van deze inputvariabelen is toegenomen. In de interne versus externe analyse is voor dezelfde inputvariabelen de variatie en uniformiteit tussen de interne en externe taxaties geanalyseerd, net als voor de externe taxaties onderling. Het uiteindelijke doel is te komen tot concrete aanbevelingen voor zowel de participanten als de taxatierichtlijnen wat zal leiden tot meer consistentie en uniformiteit in de taxaties ten behoeve van de ROZ/IPD Vastgoedindex.

### Verontrustende resultaten

Allereerst de resultaten van de taxatierapportanalyse, het kwalitatieve deel. Een van de belangrijkste inputvariabelen van de taxatiemodellen is de inflatie. Slechts drie van de tien grootste taxatiebureaus hanteren een flexibel inflatiescenario<sup>1</sup> in het DCF-model, zoals de richtlijnen voorschrijven. Tevens blijkt dat er weinig uniformiteit is wat betreft de rekenkundige aanpak van enkele belangrijke onderdelen uit het DCF-model:

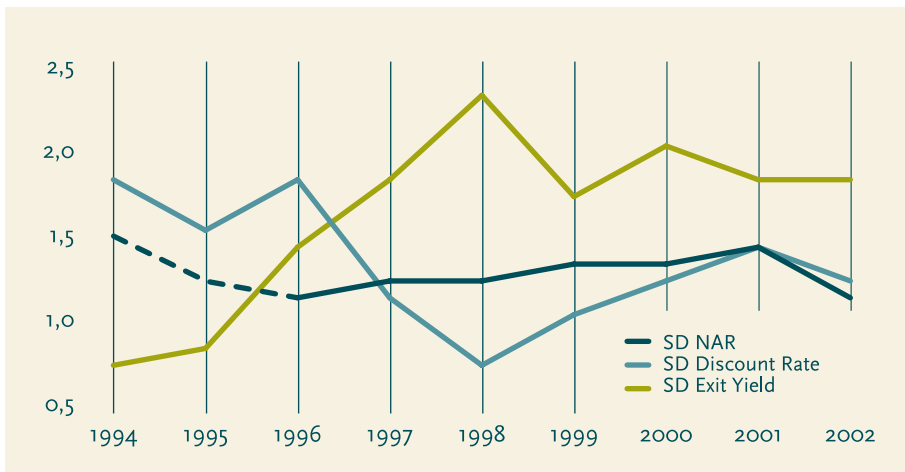
- Risicovrij rendement: er worden diverse bronnen gebruikt en er worden ultimo 2001 percentages van 4,25% tot 5,5% gehanteerd;
- Het contant maken van de cash flows gebeurt zowel jaarlijks, halfjaarlijks als per kwartaal. Sommige taxateurs gaan uit van huurbetalingen vooraf, anderen weer van huurbetalingen achteraf. Het verschil tussen jaarlijks vooraf en achteraf kan een impact van 9% op de totale waarde hebben (Boyd, 2002);
- Vijf van de zestien grootste taxatiebureaus berekenen de eindwaarde k.k., de andere v.o.n (waardeverschil 3,5%). Het eindjaar wordt hierbij verschillend bepaald: variërend van jaar 10, 11 (jaar 10 + inflatie), 15 of 20. Daarnaast worden zowel de bruto als de netto huurwaarde gebruikt;
- De exit yield wordt door de ene taxateur bepaald door middel van een vaste opslag van de NAR, anderen hanteren een vaste relatie tussen de exit yield en de discount rate. De gevoeligheid van de exit yield is -0,5. Dit betekent dat een stijging van 10% in de exit yield zorgt voor een daling in de waarde van 5,2%. Dit komt overeen met onderzoeken van Francis (1995), Boyd (2002) en De Kroon (2002);
- Eindwaarde in het uitpondmodel woningen. Sommige taxateurs gaan uit van doorexplotatie en anderen gaan uit van een verkoop ineens van alle niet-verkochte woningen aan het einde van de beschouwingsperiode;

<sup>1</sup> De ROZ/IPD Vastgoedindex schrijft een flexibel inflatiescenario voor, zodat voorkomen wordt dat de taxateurs verschillende bronnen gaan aanhouden. Slechts drie van de tien taxateurs had een flexibel inflatiescenario in het model verwerkt (bijv. jaar 1-4 inflatie 2%, jaar 5-10 inflatie 2,5%), de anderen hielden zich hier niet aan.

- Er is een grote variatie in gehanteerde mutatiegraden. De waardemutatie van niet-verkochte eenheden wordt niet gevonden in een algemene bron en varieert van 2 tot 5%. Ook is geen sprake van een relatie met de waardestijging van koopwoningen. Rekenen met 5% mutatiegraad in plaats van 2,5%, dan stijgt de waarde met bijna 5%.

Al met al is er een groot gebrek aan uniformiteit. Bovendien zijn hier nog allerlei details weggelaten. Aangezien de meeste participanten hun objecten laten taxeren door meerdere taxatiebureaus, betekent dit dat de waarden van de woningobjecten van één participant op verschillende manieren tot stand zijn gekomen. Dit leidt tot onderling moeilijk vergelijkbare data voor de portefeuille en indirect dus ook tot inconsistente data in de ROZ/IPD database.

Uit de analyse van de kwantitatieve data blijkt dat de aannames voor de inputvariabelen over het algemeen eveneens niet erg uniform zijn. Vooral in de woningsector bestaan grote verschillen. Er is geconstateerd dat slechts de helft van de participanten de juiste voorgeschreven geografische segmentatie aanhoudt<sup>2</sup>. Overigens zijn deze fouten in de data aangepast: de data uit de kwantitatieve analyse zijn gebaseerd op de voorgeschreven segmentatie uit IPD's Data Requirement Form. De discount rate en de exit yield leveren de grootste verschillen op in alle analyses. Van een dalende standaarddeviatie in het tijdvak 1994-2002 is in bijna alle segmenten géén sprake. Dit betekent dat er dus geen verbeterde uniformiteit is. In grafiek 1 is het verloop van de standaarddeviatie (SD) voor het subsegment woningen weergegeven.



Het feit dat de SD niet daalt en in veel subsegmenten vaak zelfs stijgt, heeft uiteraard te maken met de groeiende onzekerheid in de markt van de laatste jaren. Echter, ook vóór deze periode was er over het algemeen geen sprake van een daling. De verschillen tussen de interne en externe taxaties zijn vooral in het woningsegment groot. Er kan voorzichtig worden geconcludeerd dat interne taxateurs de inputvariabelen over het algemeen voorzichtiger vaststellen dan de externe taxateurs. Tenslotte zijn, in de vergelijking tussen

<sup>2</sup> Foute segmentatie komt voor als een participant bijvoorbeeld een winkel uit Middelburg indeelt in segment 1: primaire locaties in de 18 grootste winkelsteden.

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

de externe taxaties onderling, grote verschillen waargenomen (soms 2% in hetzelfde subsegment) en wederom vooral in het woningsegment. De verschillen bij de kantoren waren niet groot.

### Overgenomen aanbevelingen

Voordat de aanbevelingen kunnen worden gegeven, is het uiteraard van wezenlijk belang te onderzoeken of er, voor de rekenmodel onderdelen die weinig uniform waren, een methode is die breed geaccepteerd is onder gerenommeerde vastgoedwetenschappers als Adair, Fiedler, Fisher, Geltner, Keeris en Lusht. Het blijkt dat de wetenschappers duidelijk meer op één lijn zitten dan de Nederlandse taxateurs, en gebruik makende van de wetenschap en de onderzoeksresultaten zijn de volgende aanbevelingen geformuleerd. Om het overzichtelijk te houden, worden in dit artikel overigens alléén de aanbevelingen genoemd die ook daadwerkelijk zijn overgenomen door de ROZ/IPD Vastgoedindex.

De belangrijkste aanbeveling, die zeker zal leiden tot een verbetering van de uniformiteit en de consistentie in de taxaties voor de ROZ/IPD Vastgoedindex, is dat de taxatierichtlijnen dienen te worden aangescherpt, danwel aangevuld. Ook is de ROZ/IPD inmiddels bezig met het proces van verplichte certificering van de taxatiemodellen. Andere reeds ingevoerde aanbevelingen voor het DCF-model zijn de verplichte toepassing van een flexibel inflatiescenario, het voorschrijven van de manier waarop cashflows contant worden gemaakt (halfjaarlijks, danwel het tijdstip van de cash flow) en een exacte methode voor eindwaarde-berekening: netto cash flow van jaar 11 gedeeld door de exit yield gedeeld door 1,07 (k.k. dus), mede op basis van Lusht (2001), Van Gool (2001), Keeris (2000) en Wiley (1993). Men is nog in conclaaf over de te nemen maatregelen aan de hand van de aanbevelingen voor de woningtaxaties.

### ROZ/IPD heeft belang bij zorgvuldigheid

De ROZ/IPD Vastgoedindex heeft de mogelijkheden voor de beleggers wat betreft allocatiestudies en beleggingsbeslissingen bevordert en de Nederlandse vastgoedmarkt transparanter gemaakt. Het gedrag van vastgoed als assetcategorie wordt hierdoor beter begrepen en dit gedrag zal in de toekomst dichterbij de andere assetcategorieën komen. Voor vastgoed is het echter van groot belang dat de institutionele beleggers vertrouwen houden. De index dient derhalve met de grootst mogelijke zorg te worden samengesteld. Een gebrek aan vertrouwen in de index en mogelijk dus ook in vastgoed als beleggingscategorie, met alle gevolgen van dien, moet dan ook te allen tijde worden voorkomen. Dit kan door ervoor te zorgen dat de data in de index juist zijn en op een consistente en uniforme manier worden bepaald in een transparant taxatieproces. Door de interpretatie en inmiddels ook invoering van enkele aanbevelingen zullen de voorschriften beter worden nageleefd, worden de rekenmodellen uniformer en zal de ROZ/IPD Vastgoedindex uitgroeien tot een steeds belangrijker beleidsinstrument.



**Over de auteur:** Drs W. van de Ridder studeerde af op het onderzoek 'Consistentie en uniformiteit in de taxaties voor de ROZ/IPD Vastgoedindex' aan de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam. Meer informatie: wvdridder@hotmail.com.

**Literatuur:**

- Boyd, T., Property cash flow studies: focusing on model consistency and data accuracy, Queensland University of Technology, 2002.
- Fisher, J.D., Miles, M.E., Webb, B.R., How reliable are commercial appraisals, another look, Real Estate Finance, Volume 16 No. 3, 1999.
- Francis, J.M., Deriving IRR sets from market transactions, The Appraisal Journal, Vol. 63 No.2, 1995.
- Geltner, D., How accurate is the NCREIF Index as a benchmark and who cares?, Real Estate Finance, Vol.14 No.4, 1998.
- Keeris, W.G., Beheer van gebouwen, dictaat college Technische Universiteit Eindhoven, Eindhoven, 2000.
- De Kroon, H.M., Wie Kent de Waarde?: Waardeoptimalisatie van planmatige winkelcentra gestoeld op een projectconforme ingoing- en outgoing- cap rate in de discounted cashflow methode, afstudeerscriptie Technische Universiteit Eindhoven, Eindhoven, 2002.
- Lusht, K.M., Real Estate Valuation: principles and applications, KML, State College, 2001.
- Van Gool, P., Jager, P. en Weisz, R.M., Onroerend Goed als Belegging, Stenfert Kroese, Culemborg, 2001.
- Wiley, R.J., Real estate accounting and mathematics handbook, John Wiley & Sons, New York, 1993.

## Explaining the nature of discounts

By examining a sample of 50 European property companies focussing on the causes of discounts to net asset value, it appeared that company risk was the most significant determinant. A measure of the 'economic focus' was also found to be important. Company financial factors only had a modest impact. And last but not least: Belgium, the Netherlands and France had significantly lower discounts compared to the other European markets.

by Shaun A. Bond and James D. Shilling

Many managers and investors in the listed property sector have been concerned that shares in property companies often trade at a discount to their net asset value (NAV)<sup>1</sup>. Why property company shares trade at such discounts is the subject of this research report sponsored by EPRA. As a starting point for the study, the authors examined a sample of 50 European property companies (constituents of the EPRA Europe Index), taking into account both company specific factors as well as the impact of country specific variables. This paper has examined the variation in discounts to net asset values across European public real estate markets. It follows previous studies such as Barkham and Ward (1999) in considering the impact of company characteristics on the discount. However, the current paper also builds on the previous literature by considering the impact of company risk (total, systematic and unsystematic) and economic focus on the discount. This is based on earlier work by Shin and Stulz (2000), which found an important link between company risk and a firm's q-ratio. The concept of the q-ratio was shown to be closely associated with the discount to net asset value, so the implications of Shin and Stulz could be matched to this research on net asset values.

### Key to variable codes in regression tables

Variable code	Definition
MAP	Market capitalisation (in Euro)
ROE	Return on enterprise value
GRG	Gearing
INT	Interest cover
UK	Dummy variable for UK property companies
FR	Dummy variable for French property companies
BE	Dummy variable for a property company listed in Belgium or the Netherlands
SW	Dummy variable for Swedish property companies
SIG	Standard deviation
SYS	Systematic risk
BETA	Company beta calculated from equation (6)
USR	Unsystematic risk
Focus	Economic focus (diversification)

## Results

Table 1 shows the results of applying a cross-sectional regression model for the discount to NAV, including the company factors and country dummy variables. Approximately 40% of the variation in the discounts to NAV across European property companies are explained by this simple regression model. The signs of the coefficients are correct and appear sensible. According to the model, the discount increases as company size increases and as financial leverage (gearing) increases. The discount falls as company performance increases and as interest cover improves. In terms of country effects both France and the Benelux countries have significantly lower discounts (by over 20 percentage points). The UK discount is slightly lower than other continental countries and Sweden has a slightly higher than average discount. However, in both of these cases the difference is not statistically significant.

The absence of many individually significant coefficients was somewhat surprising. As many of the explanatory variables are closely correlated the influence of multicollinearity was suspected. To check this the condition number<sup>2</sup> of the moment matrix was calculated and found to be very high (124.1). This may explain the lack of significance of the individual coefficients in the regression results shown in the tables.

**Table 1: Cross Sectional regression Model (May 2003)**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	35.968	14.470	2.486	<b>0.02</b>
MCP	0.000	0.002	0.228	0.82
ROE	-0.529	1.449	-0.365	0.72
GRG	0.062	0.034	1.840	<b>0.07</b>
INT	-2.007	2.384	-0.842	0.41
UK	-3.421	7.089	-0.483	0.63
FR	-21.853	8.999	-2.428	<b>0.02</b>
BE	-28.967	12.128	-2.389	<b>0.02</b>
SW	4.239	8.664	0.489	0.63

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, Degrees of freedom: 41, Rbar-squared: 0.288  
 R-squared: 0.404, Residual SS: 8646.454, F(8,41): 3.478 Std error of estimate: 14.522, Probability of F: 0.004  
 Dependent variable: NAV, Deletion method: none,

The next model includes a measure of total volatility (standard deviation) of the monthly returns of the property company as an explanatory variable (Table 2). The signs of the coefficients remain the same as in the previous table. However the effect of financial gearing on the discount is no longer statistically significant. Also the size of the country effect has fallen for the UK, France and Benelux countries. The  $R^2$  has increased to 45% (adjusted  $R^2=32.7\%$ ). The volatility variable is found to have a positive effect on the discount to NAV. That is, as the volatility of a property company's shares rise, the discount to NAV increases (a 1.5% points increase per 1% point increase in volatility).

<sup>1</sup> The net asset value of a property company is calculated as the market value of properties held by the entity (plus any additional assets) less the total liabilities. If expressed on a per share basis then the net asset value is divided by the number of shares outstanding.

<sup>2</sup> The condition number of a matrix is found by calculating the ratio of the largest characteristic root and the smallest characteristic root, and then taking the square root (See Greene 1993). Numbers in excess of 20 may indicate a problem with multicollinearity.

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

**Table 2: Cross Sectional Regression Model (May 2003) incl. measure of total volatility**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	25.905	15.109	1.715	<b>0.09</b>
MCP	0.001	0.002	0.330	0.74
ROE	-0.672	1.412	-0.476	0.64
GRG	0.037	0.036	1.047	0.30
INT	-1.468	2.337	-0.628	0.53
UK	-2.937	6.899	-0.426	0.67
FR	-17.778	9.031	-1.969	<b>0.06</b>
BE	-24.306	12.068	-2.014	<b>0.05</b>
SW	5.781	8.468	0.683	0.50
SIG	1.515	0.828	1.830	<b>0.08</b>

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, R-squared: 0.327, Std error of estimate: 14.123  
 R-squared: 0.450, Residual SS: 7978.691, F(9,40): 3.641 Probability of F: 0.002  
 Dependent variable: NAV, Degrees of freedom: 40, Rbar-

Table 3 reports the results of using a measure of systematic risk instead of total risk. Systematic risk is defined above as the product of the company beta and variance of the country market index. The results are similar to those in Table 1. The risk measure in this instance is not statistically different from zero. The signs of the coefficients are unchanged though the coefficient of gearing is now statistically significant. The adjusted  $R^2$  value is lower than reported in Table 2.

**Table 3: Cross Sectional Regression Model (May 2003) incl. measure of systematic risk**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	30.501	15.704	1.942	<b>0.06</b>
MCP	0.000	0.002	0.216	0.83
ROE	-0.288	1.476	-0.195	0.85
GRG	0.061	0.034	1.817	0.08
INT	-1.736	2.407	-0.721	0.48
UK	-0.652	7.732	-0.084	0.93
FR	-19.063	9.528	-2.001	<b>0.05</b>
BE	-26.468	12.465	-2.123	<b>0.04</b>
SW	5.913	8.876	0.666	0.51
SYS	0.210	0.231	0.907	0.37

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, R-squared: 0.416, Residual SS: 8472.094, F(9,40): 3.17 Degrees of freedom: 40, Rbar-squared: 0.285  
 Std error of estimate: 14.553, Probability of F: 0.006  
 Dependent variable: NAV, Deletion method: none

To investigate the effects of systematic risk in more detail, Table 4 presents the results of using  $R^2$  as a measure of systematic risk. In this case, unlike that in Table 3, the coefficient is highly significant and positive. As risk increases, the discount to NAV rises. Overall the value has increased to 48.7% (adjusted  $R^2=36.7\%$ ). In this model the coefficient of the return on enterprise value variable is positive. This is different to what was expected as it is likely that the discount would be lower for a better performing company. However, it is not significantly different from zero.

**Table 4: Cross Sectional Regression Model (May 2003)  
incl. beta as measure of systematic risk**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	18.711	15.340	1.220	0.23
MCP	0.000	0.002	0.058	0.95
ROE	0.508	1.430	0.355	0.73
GRG	0.065	0.032	2.052	<b>0.05</b>
INT	-1.718	2.251	-0.763	0.45
UK	-0.931	6.763	-0.138	0.89
FR	-16.133	8.800	-1.833	<b>0.07</b>
BE	-23.283	11.671	-1.995	<b>0.05</b>
SW	6.489	8.223	0.789	0.44
BETA	22.790	9.244	2.465	<b>0.02</b>

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, R-squared: 0.483, Residual SS: 7506.015, F(9,40): 4.150  
 Degrees of freedom: 40, Rbar-squared: 0.367  
 Std error of estimate: 13.699, Probability of F: 0.001  
 Dependent variable: NAV, Deletion method: none,

The unsystematic risk of a property company is included in the results shown in Table 5. At first the measure of unsystematic risk was included as the variance of the error term. It was found to not be significantly different from zero. The model was re-estimated after taking the square root of the unsystematic risk term. In this case the term is significant at the 10% level. All coefficients are of the correct sign. However, the only other significant coefficients are the country dummy variables for France and the Benelux countries and the constant term. The  $R^2$  is approximately 45% (adjusted  $R^2=32.5\%$ ).

**Table 5: Cross Sectional Regression Model (May 2003)  
incl. a measure of unsystematic risk**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	26.909	14.960	1.799	<b>0.08</b>
MCP	0.001	0.002	0.356	0.72
ROE	-0.771	1.417	-0.544	0.59
GRG	0.035	0.036	0.984	0.33
INT	-1.479	2.339	-0.632	0.53
UK	-3.525	6.902	-0.511	0.61
FR	-18.221	8.991	-2.027	<b>0.05</b>
BE	-24.607	12.055	-2.041	<b>0.05</b>
SW	5.587	8.469	0.660	0.51
USR	1.597	0.886	1.802	<b>0.08</b>

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, R-squared: 0.449, Residual SS: 7997.395, F(9,40): 3.622  
 Degrees of freedom: 40, Rbar-squared: 0.325,  
 Std error of estimate: 14.14, Probability of F: 0.002  
 Dependent variable: NAV, Deletion method: none,

Finally, Table 6 reports the results from the preferred model, which includes the economic focus variable and uses beta as a measure of systematic risk. Overall, the model produces the highest goodness of fit result ( $R^2$  is 53%, adjusted  $R^2=41\%$ ), explaining over half of the variation observed in discounts to net asset value. There is a positive relationship between

## THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN

risk and the discount. As beta increases the NAV discount also increases. The economic focus variable has a positive coefficient and is significant at a 10% level. This implies that as the ratio of unsystematic risk to total volatility increases (that is as the firm becomes more focused) the discount increases. The country dummy variables for France and the Benelux countries are significant and negative.

**Table 6: Cross Sectional Regression Model (May 2003)  
incl. a measure of systematic risk & Focus**

Variable	Estimate	Standard Error	t-value	Probability >  t
CONSTANT	-50.785	40.917	-1.241	0.22
MCP	0.001	0.002	0.349	0.73
ROE	-0.006	1.420	-0.004	1.00
GRC	0.051	0.032	1.600	0.12
INT	-2.028	2.185	-0.928	0.36
UK	-6.751	7.210	-0.936	0.36
FR	-19.619	8.709	-2.253	0.03
BE	-24.653	11.325	-2.177	0.04
SW	5.960	7.967	0.748	0.46
BETA	36.792	11.623	3.165	0.00
FOCUS	79.844	44.108	1.810	0.08

Valid cases: 50, Missing cases: 0, Total SS: 14514.82, R-squared: 0.527, Dependent variable: NAV, Deletion method: none, Degrees of freedom: 39, Rbar-squared: 0.406

One concern with the study is that for a small subset of companies the risk measures were estimated over a smaller sample size than used for the other companies (in 9 cases out of 50). This was recognised as a trade-off between statistical consistency against increasing the number of non-UK companies in the sample. To check the effect of this, the models were re-estimated including only the 41 companies when the risk measures were estimated over the entire five-year period up to May 2003. In results not reported it was found that the significance and sign of the risk terms did not change. The most noticeable difference was the significance of the country dummy variables. In the reduced sample the magnitude of the country dummy coefficients were smaller and not statistically different from zero.

### Comparison with Shin and Stulz

Comparing the results of this study to the findings of Shin and Stulz (2000), some similar conclusions can be drawn. Firstly, there does appear to be a strong link between risk measures and the discount to NAV (and hence the q-ratio). Empirically Shin and Stulz found that the q-ratio was positively related to systematic risk and negatively related to total and unsystematic risk. In this study, there is a statistically significant relationship between total risk and unsystematic risk and the discount to NAV. This is in the direction implied by Shin and Stulz with increasing risk associated with higher discounts to NAV (and lower q-ratios). The relationship between systematic risk and the discount was less clear. When the standard measure of systematic risk was included in the cross-sectional regression, it was not found to be significant. When an estimate of beta was used as the measure of systematic risk, a positive relationship to the discount was found. That is as

systematic risk increases the discount also increases. This is somewhat at odds with the findings of Shin and Stulz where systematic risk was positively associated with the q-ratio (negatively associated with the discount to NAV). While Shin and Stulz found the positive association in their empirical study, their theoretical conclusions were ambiguous with regard to the direction of the relationship between the systematic risk of the equity and the q-ratio.

Other interesting results emerged from the estimated regression equations. Gearing (or leverage) was positively associated with the discount to NAV. More highly geared firms are valued less relative to their underlying assets than firms which use lower leverage. Variables such as company return and interest cover had a negative coefficient implying that as finance risk increased so did the discount. However, the coefficients were not statistically different from zero, so caution must be exercised in drawing too much from this sample.

The only other coefficients in the model that were consistently significant were the country dummy variables for the Benelux countries and France. In particular the discount for each of these countries is nearly 20% points lower than in the UK and other continental markets. Interestingly, Belgium and the Netherlands are the only two countries where there are tax transparent property investment vehicles. France has also introduced a tax transparent property investment vehicle (note from the Editor: at the moment the described research was done, this tax vehicle was only announced). While more research is needed on this topic it may well be that different tax structures impact significantly on the public real estate markets in Europe. Countries where there is no tax transparent vehicle appear to trade at significantly higher discounts to the underlying net asset value.

Finally, the economic focus of the company was examined and it was found that as the economic focus increases the discount rises. This is consistent with the argument that diversification reduces the costs associated with monitoring the performance of management. However, note that this measure of economic focus differs from measures commonly used to assess diversification. It crosses over standard measures of geographic or industry diversification and as such can be difficult to readily translate into advice for managers. However it remains an area of active research.

A number of important areas remain for further research. Only a small number of company characteristics have been included in this study. Even though some of the models explained over half of the variation in discounts, we did not consider some of the variables included in other studies, such as the impact of capital gains treatment or expenses. Also to be investigated is the overall macroeconomic climate of the countries in the study and also the impact of style rotation strategies on the discounts observed in public real estate markets. Finally, considering the variation of the discount over time as well as the cross-sectional variation may provide additional understanding of the nature of the problem. It would also allow the sample size to be larger, which would assist in more precisely estimating the coefficients of the model.

**THEMA - VASTGOEDBELEGGINGEN****Conclusion**

Cross-sectional regression models applied to 50 European property companies found that total risk and unsystematic risk were positively related to the discount to NAV. That is as risk increases the discount also increases. Such models were found to account for over 50% of the cross sectional variation in property company discounts. Systematic risk did not appear to be significantly related to the discount. However, when a company's beta was included in the model there was found to be a significant and positive relationship. A positive (and statistically significant) coefficient for the economic focus terms suggests some benefits could result from a diversification strategy. However this requires future investigation.

An important financial characteristic in a property company is the level of gearing. Companies with high financial gearing had significantly higher discounts to NAV. Other financial characteristics such as company performance, size and interest cover did not appear to have a significant impact on the discount. However, many of the independent variables were highly correlated which may mask the importance of individual coefficients in the model.

Another important finding of this study was the significant variations in discounts between countries. Belgium, the Netherlands and France had significantly lower discounts compared to the other European markets. These countries are the only ones in Europe to have, or to have announced the creation of, a tax transparent property investment vehicle. While the country effect needs to be investigated in more detail it may support the current call for the creation of a European-wide tax structure that allows real estate in public markets to be taxed in a similar way to direct property investment.

**About the authors:** Dr Shaun A. Bond is related to the Department of Land Economy of the University of Cambridge. Professor James D. Shilling is related to the Department of Real Estate and Urban Land Economics, School of Business, University of Wisconsin-Madison

The full report is available from: [www.epra.com](http://www.epra.com)



# Strategisch huisvestingsmanagement bij universitaire organisaties

In Twente werd onlangs, tijdens de opening van het academische jaar 2003-2004, bekend gemaakt dat zeven (van de dertien) Nederlandse universiteiten door vastgoedperikelen in de rode cijfers waren beland.<sup>1</sup> Gebouwen drukken zwaar op de financiële huishouding van universiteiten, zo zwaar dat sommige universiteiten geen andere uitweg zien dan kosten te besparen in het primaire proces. Waar vastgoed een van de bedrijfsmiddelen van de organisatie zou moeten zijn die het primaire proces ondersteunt, lijkt in sommige gevallen vastgoed dus meer een blok aan het been. Hoe deze situatie is ontstaan en is er een andere uitweg?

door Roland Theeuwen en Peter van Woerkum

Was het vroeger zo dat het Rijk de huisvesting van de universiteiten verzorgde, sinds 1995<sup>2</sup> zijn universiteiten zelf verantwoordelijk voor het managen van hun vastgoedportefeuille. De decentralisatie betekende dat de universiteiten volledige zeggenschap kregen over gronden en gebouwen. Bij de overdracht werd het vastgoed gratis overgedragen en werd een normvergoeding voor alle huisvestingslasten middels een lumpsum ingevoerd. Mooi, zou je zeggen, dat universiteiten zelf hun vastgoedmanagement konden gaan vormgeven. Maar het beheer van de vastgoedportefeuilles vormt voor universiteiten een zware opgave: veel instellingen (vooral de oudere, klassieke universiteiten) beschikken over oude, vaak monumentale gebouwen waarvan de belevingswaarde het inmiddels heeft gewonnen van de functionaliteit, de gebouwen zijn vaak zeer specifiek, verouderd en de portefeuilles zijn van grote omvang (samen beheren de universiteiten maar liefst 4,5 mln m<sup>2</sup> bruto vloeroppervlak). De dynamiek waarbinnen onderwijsinstellingen zich bevinden staat in contrast met de veelal statische huisvesting.

**Fig. 1: Ontwikkelingen die van invloed zijn op universiteiten (DESTEP)**

foto: Academiegebouw Universiteit Leiden



<sup>1</sup> ir. J.M.P. van Rooij, "universitair vastgoed een bedreiging in de huidige maatschappij?", Service Magazine (Studievereniging Vastgoedbeheer, TU Eindhoven), juli 2003  
<sup>2</sup> in het kader van de operatie "Integrale Verantwoordelijkheid Huisvesting (IVH)" alle huisvestingszaken gedecentraliseerd van het Rijk naar de universiteiten

## KRITISCH BEKEKEN

Dit beheer dient ook nog eens te gebeuren in een uiterst dynamische omgeving, waarin een groot aantal ontwikkelingen invloed uitoefent op de 'starre' vastgoedportefeuille van universiteiten. In figuur 1 zijn enkele externe ontwikkelingen die van invloed zijn op de vastgoedportefeuille van universiteiten weergegeven.

De uitdaging is om het vastgoed niet alleen te beheren, maar er actief meerwaarde mee te creëren voor de universiteiten.

### Reacties van universiteiten

Universiteiten hebben de uitdaging opgepakt en ze zagen in dat het beheer van een (weliswaar complexe) vastgoedportefeuille ook kansen biedt. In de toenemende concurrentiestrijd is huisvesting een van de middelen waarmee een universiteit zich kan onderscheiden van andere. Daarnaast is het in bezit zijnde vastgoed misschien wel een verborgen financiële reserve. De faciliteiten van universiteiten, zoals huisvesting (voorzieningen, uitstraling, omgeving) is een van de thema's waarop een universiteit kan scoren bij de (aankomende) student. De laatste jaren zijn hier veel voorbeelden van te zien: de TU Eindhoven startte met een ambitieus campusplan, de universiteit Utrecht realiseerde aansprekende gebouwen aan de rand van de stad.

De samenwerking met aan de universiteit gerelateerde bedrijvigheid prikkelt universiteiten tot het ondernemen van vastgoedactiviteiten die kunnen zorgen voor inkomsten. De schijnbaar steeds verder terugtrekkende overheid dwingt universiteiten hier ook toe. Zo proberen de TU Delft (Delftech park) en de RUG (Science Park Groningen) de samenwerking met het bedrijfsleven steeds concreter vorm te geven, en werkt de Universiteit Leiden in samenwerking met de gemeente aan een integrale gebiedsontwikkeling. Door dit soort ontwikkelingen kunnen universiteiten de (financiële) reserve die er is (door grond- en gebouwbezit op strategische locaties) te gelde maken. Bovenstaande voorbeelden geven aan dat universiteiten inzien dat vastgoed inderdaad kan worden ingezet om meerwaarde te leveren. Maar toch blijkt dat vastgoedperikelen de universiteiten vandaag de dag in het krijt doen belanden. Het probleem en de oplossing zijn te vinden in de managementbenadering van universitair vastgoed.

### Vastgoedmanagement op strategisch niveau

In veel grote organisaties is het vastgoeddenken eind jaren '80 sterk geprofessionaliseerd. Dit wordt geïllustreerd door begrippen als Corporate Real Estate Management (CREM). Uit onderzoek is gebleken<sup>3</sup> dat CREM vaak gericht is op operationeel, facility- en projectmanagement. De meest toegevoegde waarde kan echter worden bereikt door de totale vastgoedportefeuille integraal te benaderen en zo goed mogelijk af te stemmen op het primaire proces van de betreffende onderneming. Dit vindt enerzijds plaats door het afstemmen van lange-termijndoelstellingen van de vastgoedportefeuille op de strategie van de organisatie; anderzijds vindt dit plaats door de opname van vastgoed / huisvesting als integraal onderdeel van de bedrijfsvoering van deze organisaties: huisvesting als onderwerp in de board room.

Om te komen tot de invoering van strategisch vastgoedmanagement is het van belang dat een professionele partij de regie in handen neemt en wordt gesteund door de bestuurders: een partij die op portefeuilleniveau werkt aan een evenwicht tussen de dynamische vraag

<sup>3</sup> Dewulf, G., Krumm, P.J.M.M., Jonge, H. de (2000); Succesful corporate real estate strategies; Department of Real Estate & Project Management; Delft University of Technology

en het starre aanbod. Daarbij moet steeds worden gezocht naar de balans tussen de (oude) rol van 'beheerder/gebruikersfacilitator' en die van 'bedrijfsmatig' real estate manager. Aan de ene kant geldt immers dat de huisvesting ten dienste staat van het primaire proces van onderwijs en onderzoek. Aan de kant geldt dat huisvesting een van de schaarse middelen is; die moeten doelmatig worden ingezet. Om die balans te kunnen bereiken, dient de vastgoedmanager kennis te hebben van de ontwikkelingen in het onderwijs en van de ontwikkelingen op het gebied van vastgoed- en facilitymanagement. Als expert dient hij functioneel tegenspel te kunnen bieden aan de vraagkant (de gebruikers), de aanbodkant (de vastgoedmarkt) en aan de beschikkende kant (de bestuurders en budgetteerders). Cruciaal daarbij is dat dit geïncorporeerd wordt in het algemeen management van de organisatie. Goed voorbeeld is de Universiteit Maastricht waar een vastgoedadviseur is aangesteld ten behoeve van het College van Bestuur.

Hielden instellingen zich veelal bezig met 'brandjes blussen' op gebouwniveau, de zich in toenemende mate terugtrekkende overheid dwingt de instellingen ertoe om, gedwongen door strakke budgetten, keuzes en beslissingen m.b.t. de vastgoedvoorraad in een strategisch kader te plaatsen. Daarbij worden objectbeslissingen afgestemd op een integrale visie op de vastgoedvoorraad: een gericht beleid op portefeuilleniveau biedt dan voor een aantal jaren houvast voor de dagelijks te nemen gebouwbeslissingen.

Dit is dan ook de eerste stap die vastgoedbedrijven binnen universiteiten moeten maken: het in kaart brengen van de lange-termijndoelstellingen van de universiteit. Vervolgens dient te worden geanalyseerd wat de invloed van deze doelstellingen kan zijn op de vastgoedportefeuille. Pas dan is het mogelijk om aan de hand van de universitaire strategie en rekening houdend met de bestaande portefeuille (omvang/kwaliteit) een vastgoedstrategie te formuleren.

### Conclusie

Het traditionele managementdenken bij universiteiten dient plaats te maken voor een meer zakelijke, bedrijfseconomische managementfilosofie waarbij het belang van vastgoed geïncorporeerd is. Pas dan kan een vertaalslag worden gemaakt van universiteitsdoelstellingen naar vastgoeddoelstellingen en vastgoedstrategie. Dit vereist een lange-termijnvisie, een conceptuele en abstracte benadering op portefeuilleniveau om vervolgens de vertaalslag te maken naar concrete schuifplannen op objectniveau. Dat vereist veel van de verantwoordelijken voor de vastgoedportefeuilles van de universiteiten. Er ligt hier echter een enorme uitdaging, een kans die, mits professioneel vormgegeven, op de lange termijn haar revenuen zal opbrengen. Het is echter ook een absolute voorwaarde voor de universiteiten om te kunnen overleven. De concurrentie tussen de universiteiten neemt toe en uiteindelijk zullen alleen die universiteiten met een gedegen visie zich kunnen onderscheiden.

**Over de auteurs:** Ir Roland Theeuwen MRE studeerde aan de TU Delft Bouwmanagement & Vastgoedbeheer. Hij behaalde in 2003 zijn MRE titel aan de SBV te Amsterdam. Roland Theeuwen is als senior consultant werkzaam bij ProCap Projectmanagement. Ir Peter van Woerkum studeerde eveneens Bouwmanagement & Vastgoedbeheer aan de TU Delft en was als consultant werkzaam bij ProCap Projectmanagement. Sinds 1 maart jl. is Peter van Woerkum werkzaam bij Deloitte Real Estate BV.

## AGENDA

### **Rem Koolhaas-OMA-AMO, gebouwen, projecten en concepten vanaf 1996**

t/m 29 augustus, Kunsthal Rotterdam

Organisatie: Kunsthal Rotterdam, [www.kunsthal.nl](http://www.kunsthal.nl)

### **INBetween OAP 2004**

De openbare ruimte opnieuw in kaart gebracht i.s.m. de Omgevingsarchitectuurprijs

t/m 29 augustus

Organisatie: Nederlands Architectuur Instituut, [www.nai.nl](http://www.nai.nl)

### **Praktijkcursus stedelijke vernieuwing**

1 & 8 september, Novotel, Rotterdam Brainpark

Organisatie: Arko Conferences, 030 602 80 90

### **PropertyNLretailforum 2004**

8 september, WTC Amsterdam

Organisatie: PropertyNL, 020-575 3317

### **EPRA Annual Conference**

9 & 10 september, Berlijn

Organisatie: EPRA, [www.epra.com](http://www.epra.com)

### **GRI Summit: European Real Estate Investment and Development**

13 & 14 september, Parijs

Organisatie: Global Real Estate Institute, [www.globalrealestate.org](http://www.globalrealestate.org)

### **Werken met het huurrecht**

23 september, Bilderberg Hotel Résidence, Vinkeveen

Organisatie: Arko conferences, 030 602 80 90

### **4de Nationaal Symposium Woningcorporaties**

23 september, WTC Rotterdam

Organisatie: Studiecentrum voor bedrijf en overheid, [www.sbo.nl](http://www.sbo.nl)

### **Berekenen van uw grondwaarde in theorie en praktijk**

28 & 29 september, Hotel Lapershoek, Hilversum

Organisatie: Studiecentrum voor bedrijf en overheid, [www.sbo.nl](http://www.sbo.nl)

### **Winkellocatiemarkt**

30 september, Fortis Auditorium Utrecht

Organisatie: Management Studiecentrum, [www.winkellocatiemarkt.nl](http://www.winkellocatiemarkt.nl)

### **Centrumontwikkeling kleine en middelgrote gemeenten**

30 september, Novotel Brainpark Rotterdam

Organisatie: Arko Conferences, 030 602 8090

### **Jaarcongres VOGON**

12 november, Olofkapel Amsterdam

Organisatie: VOGON, 020 668 1129

## SIGNALERING

## Voor u geselecteerd

*Samengesteld door Amsterdam School of Real Estate  
Voor actuele vakliteratuur zie [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)*

### **De bouw regionaal gezien Noord-Nederland** | D.G.B. Melenhorst - Amsterdam, 2003.

Voorspellingen voor de bouwproductie in verschillende sectoren in Noord-Nederland (Drenthe, Friesland, Groningen). Per sector wordt tevens een overzicht van de markt gegeven. Ook de plaats van de bouw in de noordelijke economie wordt behandeld.

### **Emerging trends in real estate Europe** | PriceWaterhouseCoopers - Washington, D.C., 2004.

Een onderzoek onder 210 vastgoedprofessionals naar de ontwikkeling op de Europese vastgoedmarkten in 2004. Ondanks economisch herstel zal de vraag onder de gebruikers niet stijgen. De leegstand neemt toe in panden op verkeerde locaties of in panden die moeten worden herontwikkeld. Institutionele partijen en andere vastgoedbeleggers blijven zowel direct als indirect actief. In Brussel en de periferie worden goede rendementen behaald op vastgoedbeleggingen. Ook winkelcentra scoren goed. Slechte resultaten zijn er voor business parken buiten de stad en de kantorenmarkten door gebrek aan opname. Pan-Europese investeringen en verdere globalisering leiden tot een verdere integratie van de verschillende vastgoedmarkten. Ontwikkelaars hebben ook na 2004 last van de stagnatie.

### **FGH vastgoedbericht 2004 : kiezen op het keerpunt** | FGH Bank - Utrecht, 2004.

Jaarlijks overzicht van de situatie op de regionale kantoren-, bedrijfshuisvestings-, winkel- en woningmarkt in Nederland. Met een overzicht van de VINEX-locaties.

### **KAN-Vastgoedrapportage 2004 : kantoren, winkels, woningen, bedrijfsobjecten en bedrijventerreinen in een dynamische regio** | Engelsing Makelaars - Arnhem, 2004.

Overzicht van de markt voor kantoren, winkels, woningen, bedrijfsobjecten en bedrijventerreinen voor het Knooppunt Arnhem/Nijmegen.

**Trendrapport 2004 : inspelen op zekerheid van onzekerheden** | Hoofdbedrijfschap  
Detailhandel - Den Haag, 2004.

Het begin van de 21e eeuw wordt gekenmerkt door een toenemend aantal onzekerheden, onder andere op het gebied van veiligheid, inkomen en bezit, normen en waarden en technologische doorbraken. Deze onzekerheden beïnvloeden zowel de consument als de ondernemers en werknemers. Dit rapport geeft een overzicht van de kansen en bedreigingen van deze ontwikkelingen voor de detaillist.

**Nieuwbouw en herstructurering : doorstroming en dynamiek in nieuwe en oude wijken** | IGO Research en Advies - Den Haag, 2003.

De doorwerking van de resultaten van het Woningbehoefteonderzoek op de stedelijke vernieuwing en de bevolkingssamenstelling en economische structuur van de wijken.

**Thermometer bedrijfsruimten : voorjaar 2004** | Faculteit der Ruimtelijke  
Wetenschappen, Rijksuniversiteit Utrecht - Voorburg, 2004.

Jaarlijks overzicht van de stand van zaken op de bedrijfsruimtemarkt aan de hand van een conjunctuurindicator.

## AGENDA

### **Rem Koolhaas-OMA-AMO, gebouwen, projecten en concepten vanaf 1996**

t/m 29 augustus, Kunsthal Rotterdam  
Organisatie: Kunsthal Rotterdam, [www.kunsthal.nl](http://www.kunsthal.nl)

### **INBetween OAP 2004**

De openbare ruimte opnieuw in kaart gebracht i.s.m. de Omgevingsarchitectuurprijs  
t/m 29 augustus  
Organisatie: Nederlands Architectuur Instituut, [www.nai.nl](http://www.nai.nl)

### **Praktijkcursus stedelijke vernieuwing**

1 & 8 september, Novotel, Rotterdam Brainpark  
Organisatie: Arko Conferences, 030 602 80 90

### **PropertyNLretailforum 2004**

8 september, WTC Amsterdam  
Organisatie: PropertyNL, 020-575 3317

### **EPRA Annual Conference**

9 & 10 september, Berlijn  
Organisatie: EPRA, [www.epra.com](http://www.epra.com)

### **GRI Summit: European Real Estate Investment and Development**

13 & 14 september, Parijs  
Organisatie: Global Real Estate Institute, [www.globalrealestate.org](http://www.globalrealestate.org)

### **Werken met het huurrecht**

23 september, Bilderberg Hotel Résidence, Vinkeveen  
Organisatie: Arko conferences, 030 602 80 90

### **4de Nationaal Symposium Woningcorporaties**

23 september, WTC Rotterdam  
Organisatie: Studiecentrum voor bedrijf en overheid, [www.sbo.nl](http://www.sbo.nl)

### **Berekenen van uw grondwaarde in theorie en praktijk**

28 & 29 september, Hotel Lapershoek, Hilversum  
Organisatie: Studiecentrum voor bedrijf en overheid, [www.sbo.nl](http://www.sbo.nl)

### **Winkellocatiemarkt**

30 september, Fortis Auditorium Utrecht  
Organisatie: Management Studiecentrum, [www.winkellocatiemarkt.nl](http://www.winkellocatiemarkt.nl)

### **Centrumontwikkeling kleine en middelgrote gemeenten**

30 september, Novotel Brainpark Rotterdam  
Organisatie: Arko Conferences, 030 602 8090

### **Jaarcongres VOGON**

12 november, Olofkapel Amsterdam  
Organisatie: VOGON, 020 668 1129

## Richtlijnen voor auteurs

# PropertyNLresearchquarterly

Doel van de wetenschapsbijlage PropertyNLresearchquarterly is het signaleren en becommentariëren van voor de vastgoedmarkt relevant wetenschappelijk onderzoek. Aan artikelen liggen bij voorkeur de resultaten van concreet onderzoek ten grondslag. Het kan zowel gaan om fundamenteel wetenschappelijk onderzoek als om toegepast wetenschappelijk onderzoek. De resultaten van onderzoek moeten breed toepasbaar zijn. Onderzoek dat betrekking heeft op individuele locaties of regio's, past niet in de formule. De redactie streeft naar korte artikelen met een maximale lengte van circa 2000 woorden. Artikelen beginnen met een korte, prikkelende inleiding (maximaal 75 woorden), waarin de belangrijkste conclusies staan. Daarna volgt de beschrijving van het onderzoek zelf. Daarbij ligt het accent op de wetenschappelijke betekenis van het onderzoek, op de belangrijkste conclusies en de betekenis van de onderzoeksresultaten voor de dagelijkse praktijk. Tevens wordt kort de onderzoeksmethodiek beschreven. Het verdient aanbeveling te vermelden op welke wijze geïnteresseerde lezers kennis kunnen nemen van de volledige resultaten van het onderzoek.

Auteurs dienen hun bronnen te vermelden. Artikelen moeten als Word-document worden aangeleverd. Daarin gebruikte illustraties (grafieken, tabellen, stroomschema's) dienen separaat te worden aangeleverd, de onderliggende data voor grafieken in Excel-bestanden (zonder formules).

Door het artikel aan te bieden aan de redactie van PropertyNLresearchquarterly verklaart de auteur dat hetzelfde niet tegelijkertijd elders ter publicatie wordt aangeboden. De uiteindelijke beslissing of en wanneer een artikel wordt geplaatst, wordt genomen door de redactie. De redactie kan altijd een artikel weigeren of inplannen voor een volgend nummer. De redactie kan een artikel, in overleg met de auteur, inkorten of wijzigen. Veranderingen in de tekst die slechts de leesbaarheid van een artikel ten goede komen, zonder noemenswaardige inhoudelijke gevolgen, kunnen door de redactie zonder overleg met de auteur worden aangebracht.

### **Artikelen kunnen digitaal worden aangeleverd via [vogon@propertynl.com](mailto:vogon@propertynl.com).**

#### *Adressen redactieleden*

Door verandering van werkring heeft redactielid Han Olden een nieuw e-mailadres gekregen: [h.olden@stogo.nl](mailto:h.olden@stogo.nl)

#### *De e-mailadressen van de overige redactieleden:*

Kees van Elst: [k.elst@tcnpp.com](mailto:k.elst@tcnpp.com)

Herbert Fens: [h.fens@asre.uva.nl](mailto:h.fens@asre.uva.nl)

Peter ter Hark: [terhark@vastgoednetwerk.com](mailto:terhark@vastgoednetwerk.com)

Gert-Jan Kapiteyn: [gert-jan.kapiteyn@alteravastgoed.nl](mailto:gert-jan.kapiteyn@alteravastgoed.nl)

Peter van Mierlo: [p.vanmierlo@cmsderks.nl](mailto:p.vanmierlo@cmsderks.nl)

Cees-Jan Pen: [c.pen@zaanstad.nl](mailto:c.pen@zaanstad.nl)

Monique Roso: [roso@propertynl.com](mailto:roso@propertynl.com)