

PROPERTY RESEARCH QUARTERLY

▶▶▶ GEZAMENLIJKE UITGAVE VAN VOGON EN PROPERTYNL

JUNI 2008 JAARGANG 7 NUMMER 2



Vereniging Onroerend Goed Onderzoekers Nederland

PROPERTYNL
Voorop in vastgoed ▶▶▶

Property Research Quarterly signaleert nieuwe ontwikkelingen in de wetenschapsgebieden die relevant zijn voor de vastgoedsector. Daarnaast worden in Property Research Quarterly wetenschappelijke inzichten toegepast om aanbevelingen te doen voor commerciële vastgoedpartijen, overheden, maatschappelijke instellingen en vastgoed opleidingen. Property Research Quarterly biedt een podium voor analyses en discussies die kunnen bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de vastgoedsector.

Property Research Quarterly is een gezamenlijke kwartaaluitgave van PropertyNL bv en de Vereniging van Onroerend Goed Onderzoekers Nederland (VOGON), met medewerking van de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Deze publicatie wordt mogelijk gemaakt door bijdragen van de sponsors die op de achterzijde staan vermeld.

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

Hoofdredactie/directie
Paul Wessels

Raad van Advies
prof. dr. B. Needham (Radbouduniversiteit Nijmegen), prof. dr. Tom Berkhout (Nyenrode Business Universiteit), prof. dr. Pieter P. Tordoir (Ruimtelijk Economisch Atelier Tordoir)

Redactie
drs. Wilton Christiaanse (SCM Shopping Center Management), mr. Michiel van Driel (Stijl advocaten) Herbert Fens (Amsterdam School of Real Estate), drs. Boris van der Gijp MRE MRICS (Fortis Vastgoed Ontwikkeling), drs. Han Olden (Stogo onderzoek + advies), drs. Monique Roso (TNO Innovatie en Ruimte), drs. Maarten van der Spek RBA/CEFA (ING Real Estate), ir. Arno Segeren (Planbureau voor de Leefomgeving), drs. Gerjan Vos (Universiteit van Amsterdam), dr. Jos Janssen, voorzitter (ECORYS Nederland BV), Cintha de Boer (eindredactie)

Referenten
drs. R. L. Bak (CB Richard Ellis), drs. J.B.M. Brayé (Locatus), dr. H. Brouwer (AEK), drs. C.A. van Elst MRE MRICS (TCN Property Projects), dr. ir. V. H. Gruis (TU Delft), drs. J.R. Hakfoort (ministerie van Economische Zaken), drs. P. ter Hark (CRA Vastgoed), G. ten Have RT (Boer Hartog Hoofst), mr. J. Hoekstra (Houthoff Buruma), drs. G.J. Kapiteyn RBA (Goodmann) dr. P.J. Korteweg (Universiteit Utrecht), drs. B. Louw (DHV BV), mr. P. van Mierlo (Rabobank), mr. P.S.A. Overwater (Bureau Overwater), dr. C.J. Pen (Nici Institute), P. de Vries (OTB), dr. M.A.J. Theebe (UvA, ING Real Estate), drs. J. Traudes (UvA/Asre), prof. dr. B.G. van Zadelhoff (KPMG Meijburg, Rijksuniversiteit Groningen)

Verder werken mee
ir. J. Kamminga (ING REIM)

Vormgeving
Vincent Westerbeek van Eerten, Thomas van der Schoor (Mooi Rood)

Druk
Grafisch Bedrijf Tuijtel

Property Research Quarterly wordt toegestuurd aan de abonnees van PropertyNL en aan de leden van de VOGON.

ISSN 1570-7814

Column

Wall of Capital: Quo vadis?

Prof. dr. P.M.A. Eichholtz

4

THEMA STRATEGISCH BELEGGEN IN VASTGOED

Inleiding:

Risico's vastgoedbeleggen meer in het vizier

Dr. Jos Janssen en drs. Maarten van der Spek

5

Liability Hedging Real Estate

Ir. Niels Coolen

7

Het profiel van beleggers in vastgoedparticipaties

Prof. dr. Tom Berkhout en prof. Jan Bouwens

13

Vastgoed beleggingen geanalyseerd:

Ratio's voor een betere beeldvorming van het rendement/risico-profiel

Prof. ir. Willem G. Keeris MRICS en ir. Ruben A.R. Langbroek

20

De veroudering van de Nederlandse kantorenvorraad

drs. Boris van der Gijp MRE MRICS

28

Multi-manager investment and the private property market

David R. Lenahan MSC

35

Gemeentegrond zonder staatssteun bij binnenstedelijke herstructurering

Dr. Paul Nelisse MRICS

39

Klantenbinding bij kantoorhuurders:

Kwaliteitsverhoging van kantoorruimte als middel om huurders te binden

Ir. Anke Neecke

45

Call for papers december 2008

Het (her)gebruik van vastgoedobjecten
VOGON Studiemiddagen

51

52

Service

Agenda

53

Signalering

Voor u geselecteerd

Auteursrichtlijnen

54

56

Wall of Capital: quo vadis?

Door: Prof. dr. P.M.A. Eichholtz

Een jaar geleden gingen alle vastgoedconferenties nog over de Wall of Capital en de vraag wat we aan moesten met al dat geld. Waren er wel genoeg beleggingsmogelijkheden om het kapitaal te absorberen, of zouden de yields nog verder dalen? Zelden is de wereld in zo'n korte tijd zo fundamenteel veranderd. Een jaar geleden dachten we dat we financiële risico's echt begrepen en konden meten. Nu weten we dat we niet eens van meetbaar risico konden spreken, maar dat het ging om onzekerheid, die per definitie niet meetbaar is. Deze onzekerheid grijpt nu dermate breed om zich heen, dat de financiers van de vastgoedmarkt verlamd zijn.

Het resultaat is dat vrijwel niemand meer geld durft uit te lenen en dat heeft weer tot gevolg dat de financieringskosten van vastgoed, zelfs van de beste kwaliteit, met de allerbeste huurders, sterk zijn opgelopen. Om een voorbeeld te geven: de rentemarge op Europese commercial mortgage backed securities (CMBS) met een AAA rating is nu rond de 200 basispunten. Die op CMBS met een BBB rating zelfs circa 1000 basispunten. Iets meer dan een jaar geleden lagen die marges respectievelijk op 18 en 85 basispunten. Zo'n stijging is voor de volwassen kapitaalmarkten zonder historisch precedent, dus we zijn echt op onbekend terrein aangeland. Een AAA spread van 200 basispunten kan echter maar twee dingen betekenen. Ofwel zitten de rating agencies fout en zijn ze te soepel geweest met het verstrekken van top ratings, ofwel zitten de financiële markten fout en zijn ze te ver doorgeschoten in hun wantrouwen ten opzichte van gesecuritiseerde schuld. Gezien de zeer strakke spelregels die de agencies hanteren bij het verstrekken van hun AAA ratings, neig ik naar het laatste. Daarin word ik gesterkt door het feit dat er in Europa nog geen enkele AAA CMBS obligatie zelfs maar één betaling heeft gemist in het afgelopen jaar. De onderliggende cash flows lijken dan ook zeer gezond.

Ik ben er dan ook van overtuigd dat de spreads weer zullen dalen. Tegelijkertijd denk ik niet dat ze dat heel snel zullen doen. De banken hebben er alle belang bij om de marges zo lang mogelijk zo hoog mogelijk te houden. De toezichthouders hebben dat belang ook, want op die manier krijgen de banken weer snel vet op de botten. Bovendien is de kans groot dat de toezichthouders strengere eisen gaan stellen aan het risicokapitaal dat de banken moeten aanhouden bij hun vastgoedfinanciering, zelfs als die kredieten worden doorverkocht in de markt. Dat zou betekenen dat de banken structureel hogere financieringskosten gaan krijgen en die hogere kosten berekenen ze door aan hun klanten. Dat betekent dat het zeer onwaarschijnlijk is dat de spreads terugkomen op de niveaus waar ze begin 2007 nog zaten. Waarschijnlijk blijven de rentemarges dus wat hoger dan we de laatste jaren gewend waren.

Toch zal de beschikbaarheid van kapitaal voor vastgoedfinanciering goed blijven. Het aanbod van institutioneel kapitaal voor obligaties op basis van onroerend goed staat weliswaar langs de zijlijn, maar groeit buiten het veld gestaag door. Pensioenfondsen blijven een deel van hun groeiende vermogens in obligaties beleggen en bij gebrek aan voldoende staatsobligaties is een terugkeer naar vastgoedobligaties onvermijdelijk. Kortom, de Wall of Capital is lager geworden, maar zeker niet verdwenen.

Over de auteur: Prof. dr. P.M.A. Eichholtz is hoogleraar Vastgoedfinanciering aan de faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde aan de Universiteit van Maastricht.

Risico's vastgoedbeleggen meer in het vizier

Door dr. Jos Janssen en drs. Maarten van der Spek

De vastgoedmarkt is wispelturiger dan ooit tevoren. De slogan 'What goes up, must come down' lijkt juist nu van toepassing. Vooral in de VS en in het VK is er sprake van waarde-dalingen en het vertrouwen van beleggers in vastgoed is er tot een minimum gedaald. In Nederland is dat (nog) niet het geval. Wel is vastgoed een zeer belangrijk gespreksonderwerp onder Nederlandse beleggers in verband met de kredietcrisis en de problematiek op de Amerikaanse woningmarkt. Iedereen wil weten óf verliezen zich in vastgoed zullen voordoen, hoe en waar. Deze onzekerheid vertaalt zich in hogere spreads en een hogere volatiliteit van het rendement. Risico is hot en iedereen wil er het fijne van weten.

In mei jongstleden vond het jaarlijkse Europese vastgoed congres van de IPD (Investment Property Databank, dé onderneming voor het meten en analyseren van Europese vastgoedindices van niet beursgenoteerde ondernemingen) in Berlijn plaats. Veel van de grote institutionele beleggers waren hierbij aanwezig. Hét onderwerp was, hoe kan het ook anders, de kredietcrisis. Deze crisis heeft een enorme impact op de vastgoedmarkt in de UK maar slechts beperkt in Continentaal Europa. Gedreven door de onzekerheden die over de financiële markt bestaan, werd tijdens het congres uiteraard veel aandacht besteed aan de risico's die men ziet in de huidige markt.

In een presentatie over het gebruik van vreemd vermogen in vastgoedbeleggingen - oftewel met leverage - werd het verhogend effect van leverage op het rendement en risico geanalyseerd. Zo tonen onderzoekers aan dat 50% leverage op vastgoed het beleggingsrisico zal verdubbelen. Benadrukt is dat het effect van het gebruik van leverage op vastgoed is dat vastgoed als onderdeel van een beleggingsportefeuille meer als een rendement generator dan als risico diversificator kan worden gezien. De rol van vastgoed in een beleggingsportefeuille blijkt verschillend uit te pakken afhankelijk van het type vastgoedbelegging en het gekozen beleggingsprofiel.

Veel aandacht ging tijdens het congres in Berlijn uit naar de verschillende risicostijlen bij niet beursgenoteerde vastgoedfondsen. Groot discussiepunt is de definitie van risico en hoe de stijlen te definiëren. De doorsnee belegger is momenteel niet tevreden over de huidige stijldefinitie, maar erkent dat het niet eenvoudig is dat vast te stellen. Ook de keuze van de risico maatstaf is van belang. Zo werd tijdens het congres gesuggereerd dat het gebruik van een downside risk maatstaf te prefereren zou zijn boven de traditionele standaard deviatie.

Ook werd aandacht besteed aan alternatieve vastgoed instrumenten, zoals de vastgoed derivaat. Hiermee kan zowel een exposure naar direct vastgoed worden opgebouwd als een positie worden afgedekt. In de UK is de omvang aan transacties in het eerste kwartaal in deze markt al even groot als in direct vastgoed. Men verwacht een toenemende belangstelling voor derivaten, vooral als instrument om risico's in vastgoed af te dekken.

Tot slot was er ook aandacht voor de verschillende beleggers die momenteel actief zijn. Zo werden de sovereign wealth funds van het Midden Oosten, Noorwegen en Azië besproken, aangezien daar veel vermogen aanwezig is voor het beleggen in vastgoed. Een andere categorie beleggers die aangehaald werd, zijn de particuliere beleggers (denk bijvoorbeeld

aan de Duitse belegger via de Duitse open end fondsen, de rijke Ierse particulier voor eigen portefeuille en Nederlandse particulier via de CV markt).

Het thema van dit nummer -risico's van vastgoedbeleggen- sluit haast naadloos aan bij de belangrijkste gespreksonderwerpen tijdens het congres in Berlijn. Zo richt het onderzoek van Niels Coolen zich op de positie van vastgoed binnen een ALM (Asset Liability Management) context. Hiertoe heeft hij de volledige beleggingsportefeuille in twee delen gesplitst: (i) een risico optimalisatie gedeelte, waarbinnen gezocht wordt naar extra, absoluut rendement, en (ii) een liability hedging gedeelte, waarbij gezocht wordt naar assets die een hedge vormen voor de huidige verplichtingen (liabilities). In het onderzoek richt hij zich op het tweede gedeelte (hedging). Coolen concludeert dat er toegevoegde waarde zit voor vastgoed als liability hedge en dat daarin winkels het beste functioneren. Voor zijn onderzoek heeft Coolen een nominatie ontvangen voor de IVBN scriptieprijs.

Keeris en Langbroek laten in hun artikel, vanuit een theoretische kant, kritische geluiden horen met betrekking tot de veelvuldig gehanteerde risicomaatstaf standaard deviatie. Zij geven twee bezwaren aan, waaronder het feit dat deze maatstaf ook opwaarts potentieel als risico meeneemt. Naar aanleiding van deze bezwaren introduceren ze verschillende (risico)maatstaven om de nadelen op te lossen. Het artikel levert toepasbare inzichten in de interpretatie van risico's.

Tot slot beschrijven Berkhout en Bouwens wat het profiel is van een particuliere belegger en welke strategische overwegingen hij bij het beleggen heeft. Wat blijkt? De bereidheid om rendement in te leveren is het grootst wanneer daar een afname of spreiding van het risico, of een stabiele uitkeringsstroom, tegenover staat. Met andere woorden, ook een particulier levert graag een stukje rendement in voor meer zekerheid, een typisch voorbeeld van de huidige tijdsgeest. Het adagium: 'beleggen in vastgoed? Jazeker, maar dan wel goed onderbouwd en onder strengere voorwaarden'. En dat mag uiteindelijk toch een gezonde ontwikkeling in de professionalisering van het vakgebied heten

Over de auteurs Dr. Jos Janssen is werkzaam bij ECORYS Nederland. Drs. Maarten van der Spek RBA/CEFA is Managing Director Research & Strategy Continental Europe bij ING Real Estate.

Liability Hedging Real Estate

The development and application of a decision support model for Dutch pension funds

By ir. Niels Coolen

This publication presents the results of a research on real estate as a potential liability hedge for Dutch pension funds. Regulation (nFTK) causes the need for pension funds to implement Liability Driven Investment and to find liability hedging investment strategies. Current Liability Driven Solutions offered in the market all have their drawbacks; either they are too costly or not yet available on a large scale. Therefore a quantitative support model is developed to help professionals making a solid and thorough decision when it comes to real estate as a liability hedging investment. To find liability hedging real estate for Dutch pension investors, the model measured mismatch risk (tracking error) of 240 different (non-) listed real estate indices from the 25 most mature real estate countries with the pension liabilities. The model has put this into context by also measuring other asset classes, like equities, fixed income and commodities. The practical appropriateness is verified by measuring mismatch risk of some real estate investment case studies. One of the main results is that a lot of specific real estate indices can be labelled as a liability hedge. Another important conclusion is that the sector retail has the best liability hedging potential. Second best is the residential sector, then the industrial sector and lastly the office sector. To which extent one real estate sector scores better than another depends on the preferences of the management of the pension fund and thus with the adjustable settings of the model.

Liability Driven Investment

Dutch pension funds have the mission to maintain a sustainable pension system by providing reasonable, preferably inflation protected pensions for all their participants against an acceptable and stable price. An analysis on the (future) environment of Dutch pension funds showed that, according to new regulations (nFTK), both assets and liabilities now have to be valued on a marked to market (fair value) basis. Consequently, nFTK links the liabilities with the investments and, as a subsequence of this, indirectly with the investment strategy of pension funds. It causes the need for pension funds to implement Liability Driven Investment (LDI).

Liability Driven Investment is a way of investing in which the main goal is to gain sufficient assets to meet all liabilities, both current and future.

LDI is a relative investment framework, which has the objective of controlling the volatility of the funding ratio. The funding ratio is defined as the sum of the assets divided by the sum of the liabilities. The liabilities take centre stage and thus, instead of taking a peer group benchmark, the benchmark will now be the liabilities of the pension fund itself as they are considered to be the risk free investment. Rather than grouping investments by asset class, Liability Driven Investment groups assets by their risk compared to the liabilities. LDI introduces two portfolios, each having their own function in a LDI framework. A distinction is made between assets that fit in a risk optimizing portfolio (ROP) and assets that fit in a liability hedging portfolio (LHP). LHP includes assets which track the value changes

of the liabilities as much as possible, while ROP tries to generate extra absolute return. The structure of both portfolios is as follows:

Risk optimizing portfolio (ROP)

- Aimed at generating extra return for indexation or a reduction in premiums
- Are considered as risky investment strategies
- Contains assets that generate absolute return

Liability hedging Portfolio (LHP)

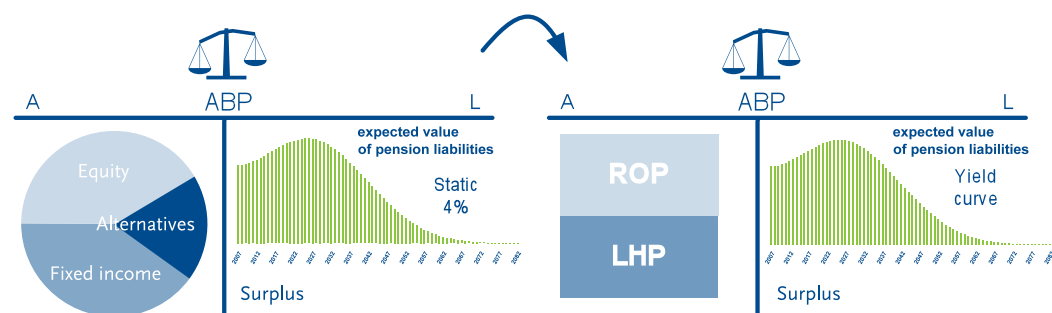
- The benchmark is the pension liabilities
- Aimed at decreasing interest/ inflation risk
- Contains assets with minimum relative risk

Table 1 gives a clear overview of the differences between the traditional asset-only approach and the funding ratio approach, while figure 1 graphically shows the transition of a pension funds' balance sheet as a result of this new approach. The figure illustrates that in the asset only framework investments are grouped by asset class, while the LDI approach groups investments by risk category measuring them directly against the non-static pension liabilities.

Table 1: Overview of the traditional approach (asset-only) and the funding ratio (LDI) approach

	Traditional:	Funding ratio:
	starts with assets (asset-only)	starts with liabilities (LDI)
Objective	Generate high long-term returns that outperform liabilities over long term	Control funding ratio volatility and outperform liabilities over long term
Risk measure	Volatility of assets	Volatility of funding ratio (A/L)
Performance benchmark	Peers	Liabilities
Low risk investment	Low volatile assets	Liability mimicking assets
Implementation	Asset-only efficient portfolio	Combination of LHP and ROP

Figure 1: Transition from the traditional asset-only balance sheet to the balance sheet under the new investment framework



One of the new key focal points of pension funds is to define and find liability hedging investment strategies for the LHP. In order to be a hedge against the value changes of the pension liabilities, such strategies must have similar risk return characteristics as the pension liabilities benchmark. Only in this way the funding ratio volatility can be controlled. Current Liability Driven Solutions offered in the market all have their drawbacks; either they are too costly or not yet available on a large scale.

The main question then is the following:

Which real estate investments are candidates for Dutch pension funds to offer a hedge against the changes in value of the corresponding liabilities?

Model

Under the assumption of a 'steady-state' pension fund, an investment is a good liability hedge if its returns move with the rate of inflation and the interest rate. In other words, there is no mismatch between the performance of the investment and the changes in value of the pension liabilities. Mismatch risk (MMR), or tracking error, is the volatility of the (excess) mismatch return. Excess return is the return on the assets minus the return on the liabilities. MMR is measured as the standard deviation of the difference between the return on the assets and the return on the liabilities. The lower the mismatch risk the better the investment is a liability hedge. In formula:

$$MMR = \sigma [r_a - r_l]$$

Where:

- MMR = Mismatch risk (tracking error)
- σ = Standard deviation (volatility)
- r_a = Total return of the assets
- r_l = Total return of the liabilities

MMR takes positive as well as negative deviations into account. As liability hedging criteria are still to be set by pension fund managers, all deviations from the mean are seen as risk. The model made helps professionals to make a solid and thorough decision when it comes to real estate as a liability hedging investment.

To find liability hedging real estate for Dutch pension investors, the model has measured MMR of the main real estate indices with the marked to market valued pension liabilities. In total, 240 indices are used from the 25 most mature real estate countries including several different real estate sectors. The model increases insight as it uses some other asset classes like equities, fixed income and commodities as well. In this way, the mismatch performance of the real estate indices is related to the mismatch performance of the other asset classes. To verify the practical appropriateness of the model, the mismatch of some of the internal APG Investments real estate products/proposals is measured.

The pension liabilities are reconstructed by using the real yield series of Inflation-Linked Bonds (ILB) from Bridgewater and added to that, the Dutch inflation based on the consumer price index (CPI). If interest rates go down or inflation goes up, the pension liabilities increase in value. An ILB has a similar reaction to changes in interest rates and inflation.

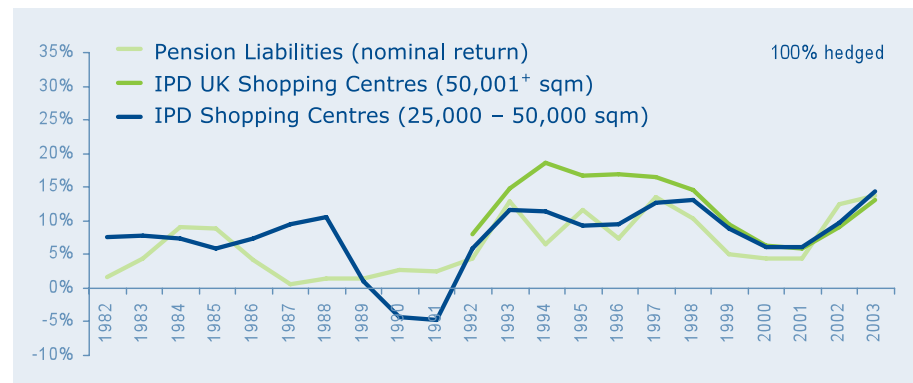
Inflation-linked bonds are designed with only one specific objective in mind, which is to protect investors from inflation. They provide a fixed real return stream, while its nominal return fluctuates with the yield curve. As inflation-linked bonds are a liability hedge in real terms, it makes them much less uncertain than long duration nominal bonds.

The following assumptions were made when the model was constructed:

- The model is built from the point of view of a Dutch pension fund investor.
- Real estate indices are used as a proxy of real estate investment returns.
- Returns on inflation linked bonds are used as a proxy of the value changes of pension liabilities.
- The model only measures historical returns in nominal terms and is not forward-looking.
- The model is based on a steady state pension fund. It does not take into account a changing liability profile due to changed actuarial estimates.
- The model only takes into account *parallel yield shifts*. Non-parallel shifts like twists (increasing/decreasing steepness of the yield curve) or *butterflies* (greater or lesser concavity of the yield curve) are not taken into account.

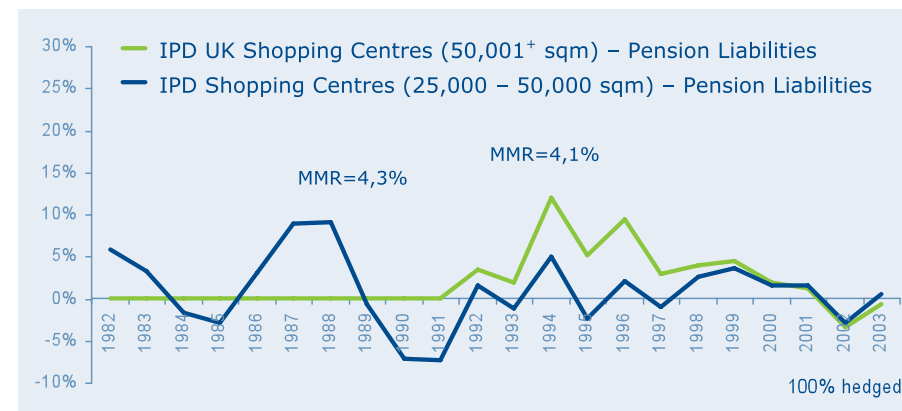
An example of a good mismatch performer is given in figure 2 and 3. Two different UK shopping centre indices appear to be a good hedge against the value changes of the liabilities. Figure 2 shows the total returns of the ILB index/ the pension liabilities as well as the total returns of two UK shopping centre indices separately. The total returns of both the shopping centre indices show considerable co-movement with the liabilities. This implies a limited volatility of the difference in the returns and thus a low mismatch risk. The limited volatility is apparent in figure 3. The figure shows the excess return of the two indices compared to the pension liabilities. Mismatch risks are indicated. A mismatch risk of 4.1% means that in each year there will be 68% probability¹ that the real estate index will miss the pension liabilities returns by + or - 4.1%.

Figure 2 Total returns UK shopping centres and pension liabilities, 100% hedged for currency risk



¹ This is under the assumption of having normal distributions

Figure 3 Excess total return hedged UK shopping centres minus liabilities when hedged 100% for currency risk



One of the main results is that a lot of specific real estate indices can be labelled as a liability hedge. Another important conclusion is that the sector retail has the best liability hedging potential. Second best is the residential sector, then the industrial sector and lastly the office sector. To which extent one real estate sector scores better than another depends on the pension liability profile of a pension fund and thus with the adjustable settings of the model. By adjusting the settings, one can see the effect of each variable on the mismatch risk of the real estate indices. However adjusting the variables naturally does have its effect on mismatch risk. Furthermore, as for a few indices both smoothed versus unsmoothed data were used as well as leveraged property returns versus non leveraged returns, the affect of these aspects on mismatch risk is taken into account as well. The following table provides a short overview of the effect on mismatch risk:

Table 2 The effect of some of the model variables on MMR

	Effect on MMR	Comment
Hedging for currency risks	slightly lower	however this depends on de particular currency
Delagging real estate data	lower	
Decreasing duration liability profile	slightly lower	
Using shorter horizon/evaluation period	higher	
Using leverage (around 35%) the leverage that is used	slightly higher	probably depends on the amount of
Unsmoothing (confidence factor 0.5)	slightly higher	probably depends on the confidence level of the real estate appraisals

Conclusion and relevance

A new way of measuring (real estate) risk based on an innovative concept is developed. The model can calculate mismatch risk for 240 real estate indices. All these calculations are possible while the investor still has the flexibility to adjust the variables to her/ his preferences. With this model, an investor has a good way to get insight into the liability hedging qualities of real estate. Furthermore, the model increases insight as it uses some other asset classes as well. In this way, the mismatch performance of the real estate indices is related to the mismatch performance of the other asset classes. One of the main results is that a lot of specific real estate indices can be labelled as a liability hedge. Another important conclusion is that the sector retail has the best liability hedging potential. After that come the residential sector, then the industrial sector and lastly the office sector. The conclusion even holds stand after adjusting the model settings such as the duration profile of the liabilities and hedging for currency risk. However, adjusting the variables, like hedging for currency risk, naturally does have an impact on mismatch risk (see table 2). To which extent one real estate sector scores better than another depends on the preferences of the management of the pension fund and thus with the adjustable settings of the model.

Practical uses of the model are:

- Support decisions on potential investments
- Further negotiate on an identified liability hedging candidate
- Define new real estate investment strategies
- Formulate a new investment mandate
- Find liability hedges within other asset classes

The model has proved its value. It has already been used in practice to support the real estate department and the innovation committee from APG Investments in its decision to label a specific real estate investment as an innovative strategy, adding it as one of the first innovative liability hedging products into APG's liability hedging portfolio. The ultimate goal of liability driven investment is to improve the well-known efficient frontier, ultimately generating a better risk / return reward and thus better pensions for the participants of the pension fund. However, to really be able to do this, more research is inevitable and necessary. This research is one of the many approaches to decide on the liability hedging capacities of real estate.

About the author Ir. Niels Coolen graduated in 2007 at the Eindhoven University of Technology. The publication is based on his masters' thesis, which was nominated for the IVBN thesis price 2008. Niels wrote his thesis at APG Investments (former ABP Investments). He currently works as a management trainee at ING Real Estate.

Literature

- Brealey, R.A. and Myers, S.C., (1996), Principles of corporate finance, fifth edition, McGraw-Hill Education
- Brown, G.R. and Matsiyak, G.A., (2000), Real estate investment: a capital market approach, Prentice Hall Financial Times UK
- Goldman Sachs, (December 2006), Reorienting Policy: From Asset Allocation to Risk Allocation, presentation
- Hoorenman, C., Kapiteyn, G.J., Van der Spek, M., Worms, C., (September 2006), Duration van Vastgoed, opening van een discussie, Onderzoek ter gelegenheid van het 4e ROZ/ IVBN/ VBA Research Seminar
- Hull, J.C., (2005), Options, futures and other derivatives, 6th edition, Prentice Hall
- PIMCO, (2005), A guide to Global inflation-linked bonds, publication

Het profiel van beleggers in vastgoedparticipaties

Prof. dr. Tom Berkhout en prof. dr. Jan Bouwens

Vastgoedparticipaties mogen zich de afgelopen decennia in een groeiende belangstelling verheugen. Deze participaties definiëren wij als *bewijzen van deelname in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen waarin meer dan tien beleggers deelnemen*. Volgens het doorlopende cv-onderzoek van PropertyNL blijken circa negentig aanbieders actief te zijn op deze markt. Over het aantal 'participatiebeleggers' bestaat in de markt consensus; er zijn naar schatting 60.000 beleggers. De markt voor vastgoedparticipaties is omvangrijk, divers en daarnaast beperkt transparant. Pas sinds enkele jaren wordt bijgehouden hoeveel aanbieders de markt kent en welke fondsen worden aangehouden en geïntroduceerd. Aangezien beleggen in vastgoedparticipaties al mogelijk is vanaf enkele duizenden euro's en het totaal door deze beleggers ingelegd eigen vermogen op meer dan € 4 miljard wordt geschat, mogen wij gevoeglijk aannemen dat de belangen aanzienlijk zijn. Reden genoeg dus om een onderzoek in te stellen naar het profiel van de vastgoedparticipatiebelegger. Wat drijft beleggers ertoe te beleggen in participaties en welke strategieën volgen zij?

Methode

Voor dit onderzoek hebben wij 2.585 'participatiebeleggers' uitgenodigd deel te nemen aan een schriftelijke enquête, van wie er 427 een ingevuld vragenformulier tijdig retournerden. De gebruikte vragenlijst bestond voornamelijk uit gesloten vragen die gericht waren op zowel feitelijkheden als percepties. Voor de meeste vragen bestond de mogelijkheid uit meer dan twee antwoorden te kiezen. De verkregen data zijn niet alleen geanalyseerd op frequentie van bepaalde antwoorden, maar ook op onderlinge samenhang aan de hand van clusteranalyses en correlaties. De analyse van de data is uitgevoerd met behulp van het statistisch pakket SPSS.

Met dit onderzoek is niet geprobeerd een algemeen geldend beeld te schetsen van de 'participatiebelegger'. Daarvoor zou een omvangrijker onderzoek nodig zijn over een bredere populatie. De steekproefpopulatie bestaat namelijk geheel uit cliënten van de Adviesgroep Reyers van Buuren, een intermediair die ten tijde van het onderzoek 38 vastgoedbeleggingsproducten van verschillende aanbieders aanbiedt. Wel hebben wij geprobeerd een zo breed mogelijk beeld te schetsen. Wij hebben in 2004 in samenwerking met DTZ Zadelhoff Research een soortgelijk onderzoek gehouden onder particuliere vastgoedbeleggers die rechtstreeks 'stenen bezitten' (Property Research Quarterly 2005, nr. 1).

Hoogopgeleide, getrouwde senior

Ruim 96% van de respondenten is man, ruim 80% is getrouwd en ruim 70% heeft twee kinderen. Terwijl volgens het CBS de mannelijke beroepsbevolking in 2006 voor ruim een kwart uit hoger opgeleiden bestaat, heeft meer dan driekwart van de 427 respondenten hoger onderwijs genoten. De gemiddelde leeftijd is ruim 60 jaar, tien jaar hoger dan in het boven genoemde onderzoek. De gemiddelde respondent in dit onderzoek kan misschien wel het best gekenschetst worden als 'de hoog opgeleide, getrouwde senior'. We hebben getest of de sample vanwege de nonresponse wellicht vertekende resultaten oplevert. Daar-

toe hebben we bekeken of de laat binnengekomen vragenlijsten afwijken van de vroeg binnengekomen. Het idee is dat de late binnenkomers dichter bij de niet-respondenten staan dan de vroege respondenten. We hebben geen significant verschil aangetroffen tussen deze twee groepen.

Met betrekking tot de achtergrond van de beleggers is het beeld minder eenduidig. Bijna een derde is werkzaam (geweest) in de financiële dienstverlening, van wie een relatief groot deel in de accountancy (19%). Bijna 13% van de respondenten heeft een verleden in de handelssector en meer dan 11% in de productiesector. Van een relatief groot deel (bijna 45%) is de achtergrond getypeerd als 'overig'. Wel is een duidelijke lijn te herkennen in het type functie. Slechts 27% heeft namelijk aangegeven een dienstbetrekking te hebben. Het overige deel is zelfstandig ondernemer (35%), heeft een vrij beroep (20%), of is directeur-groootaandeelhouder (18%). Het lijkt er dus op dat ondernemen de beleggers in dit onderzoek in het bloed zit.

Drijfveren

Hoe kwamen de respondenten ertoe in vastgoedparticipaties te gaan beleggen en waarom doen zij dat nog steeds? Aan de respondenten zijn in totaal negentien stellingen voorgelegd met mogelijke drijfveren voor de eerste aanschaf van vastgoedparticipaties. Uit de antwoorden hierop blijkt dat de beleggers voor hun eerste aankoop vooral werden gedreven door een hoge rendementsverwachting. Bijna 90% van de groep geeft aan dat het verwachte rendement van invloed was. Verder valt op dat de beleggers werden aangetrokken door het beeld dat participaties het beleggen in vastgoed eenvoudig maken. Bijna 65% vond deze stelling op zich van toepassing. Verder blijken de inflatiebestendigheid, het risico ten opzichte van alternatieve beleggingen en het toegezonden prospectus een belangrijke rol te hebben gespeeld in de overweging. Opvallend is verder dat de beleggers redelijk resoluut aangeven dat adviezen geen rol van betekenis hebben gespeeld. Meer dan 80% geeft aan dat adviezen van banken en makelaars niet of nauwelijks van invloed zijn geweest, terwijl ook de invloed van familie en vrienden, tussenpersonen en deskundige beleggers beperkt lijkt te zijn geweest.

Tabel 1. Top 5 Drijfveren aanschaf eerste vastgoedparticipatie

Rangorde	Drijfveer	(helemaal) van toepassing
1	Het verwachte rendement	90%
2	Participaties maken beleggen in vastgoed eenvoudig	63%
3	Inflatiebestendig	59%
4	Risico ten opzichte van alternatieve beleggingen	57%
5	Toegezonden vooraankondiging/prospectus	54%

De beleggers die tot de grootste groep (20%) behoren, kunnen getypeerd worden als *risicoafwegers*. Zij geven namelijk aan dat participaties het beleggen in vastgoed eenvoudig maken, terwijl zij positieve verwachtingen hebben ten aanzien van het verwachte rendement, de inflatiebestendigheid en het risico ten opzichte van alternatieve beleggingen. Verder worden zij gedreven door positieve berichten over vastgoedparticipaties. De tweede groep (12%) kan omschreven worden als *vastgoedkenners*. Hun beslissing om in de participaties te beleggen is vooral ingegeven door de eigen kennis van en ervaring met vastgoed (beleggingen). De derde groep (10%) wordt vooral gedreven door *extern advies*. Op aanraden van deskundige

beleggers, tussenpersonen, banken en makelaars hebben zij ooit hun eerste vastgoedparticipatie aangeschaft. De vierde groep (9%) liet zich adviseren door *familie en vrienden*, van wie een deel ook in vastgoedparticipaties belegt.

Om erachter te komen of de motivering voor het beleggen in vastgoedparticipaties in de loop der jaren is veranderd, hebben wij aan de hand van dezelfde stellingen gevraagd wat *thans* de belangrijkste reden is om kapitaal in de participaties aan te houden. Uit de antwoorden blijkt dat de drijfveren niet wezenlijk veranderd zijn. Hoewel iets minder respondenten ook nu nog worden gedreven door het verwachte rendement (85%), zijn juist iets meer beleggers overtuigd van het gemak dat beleggen in participaties met zich brengt (69%). Wel blijkt de factor inflatiebestendigheid aan overtuigingskracht te hebben gewonnen, ruim 63% geeft aan dat dit een rol speelt om kapitaal in participaties aan te houden. De invloed van het geschatte risico ten opzichte van alternatieve beleggingen en de invloed van het prospectus is min of meer gelijk gebleven.

Beleggingsportefeuille

Om uitspraken te kunnen doen over de strategie van de beleggers, hebben wij gevraagd hoe zij het kapitaal hebben verdeeld over de verschillende soorten beleggingen (zie tabel 2). Helaas bleken de respondenten niet bereid te zijn inzicht te geven in de omvang van hun investeringen. Wel verstrekten ze gegevens over het relatieve belang van de verschillende beleggingscategorieën. Hieruit blijkt dat de beleggers behalve in vastgoedparticipaties ook beleggen in aandelen, obligaties en vastgoed zelf. Verder blijken de vastgoedparticipaties voor deze beleggers een serieuze beleggingscategorie te zijn. De eigen woning en aandelen spelen weliswaar een hoofdrol in de portefeuille, maar vastgoedparticipaties komen wat belangrijkheid betreft op de derde plaats met een aandeel van ruim 17%. Opvallend is bovendien dat deze beleggingscategorie in de afgelopen jaren nog iets aan belang heeft gewonnen.

Tabel 2. Gemiddelde verdeling kapitaal over verschillende soorten beleggingen

	1-1-2006	1-1-2007	Verwacht per 1-1-2008
	%	%	%
Aandelen (incl. vastgoedaandelen)	26,69	25,49	23,94
Obligaties	8,73	8,58	8,97
Eigen woning	24,63	24,97	24,77
Vastgoed dat ik zelf verhuur	6,98	7,13	7,08
Vastgoedparticipaties	16,40	17,52	17,85
Liquiditeiten	8,41	9,09	9,77
Scheepvaart- of film-cv's	2,57	2,36	2,19
Andere beleggingen (incl. financiële instrumenten)	5,61	4,80	5,17

Wanneer wij doorvragen naar het beleggen in vastgoedparticipaties, blijkt bovendien dat een groot deel van de respondenten niet alleen voor eigen rekening hierin belegt. Circa 35% van de respondenten belegt ook voor rekening van een onderneming in vastgoedparticipaties.

Overigens is er een negatieve correlatie aangetoond tussen de omvang van de portefeuille vastgoedparticipaties en de omvang van het aandeel vastgoed dat de belegger zelf verhuurt. Hoe groter het aandeel zelf verhuurd vastgoed, hoe kleiner het aandeel vastgoedparticipaties. Dit is wellicht te verklaren door de motivering die een deel van de beleggers noemt, namelijk dat beleggen in participaties makkelijk is. Dit suggereert dat deze groep het beleggen in direct vastgoed relatief moeilijk vindt of uit gemakzucht kiest voor deze variant. De groep beleggers die meer zelf verhuurd vastgoed in de portefeuille heeft, deelt die mening blijkbaar niet. Daarmee valt ook een voordeel van het beleggen in vastgoedparticipaties weg, waarmee de drijfveer om hierin te beleggen zich wellicht minder laat gelden. Ook blijken de beleggers die relatief veel zelf verhuurd vastgoed in de portefeuille hebben, vaak in de categorie vastgoedkenners te vallen. Ofwel: diegenen met kennis van de vastgoedmarkt beleggen vaker zelf.

Informatieverzameling

Voordat zij overgaan tot het beleggen in vastgoedparticipaties, verzamelen de beleggers informatie. Aan de respondenten hebben wij gevraagd welke gegevens zij verzamelen om hun beleggingsbeslissing te onderbouwen. Prospectussen en vooraankondigingen zijn voor de beleggers zeer belangrijke bronnen van informatie met betrekking tot vastgoedparticipaties (zie tabel 3). Daarnaast gebruiken de respondenten gegevens over de omstandigheden en ontwikkelingen op de desbetreffende vastgoedmarkt. Opvallend is het relatief grote verschil tussen het belang van de vooraankondiging/prospectus en de daarop volgende belangrijke informatiebron, namelijk de informatie over de bestemming. Blijkbaar zetten de aanbiedingen de toon, waarna vervolgens een relatief groot deel van de beleggers ook nog onderzoek doet naar omstandigheden op de vastgoedmarkt.

Tabel 3. Top 5 Informatiebronnen teneinde vastgoedparticipaties aan te schaffen

Rangorde	Informatiebron	(zeer) belangrijk
1	Toegezonden prospectus aanbieder	91%
2	Vooraankondiging aanbieder	84%
3	Bestemming omgeving vastgoedobject	57%
4	Plannen van projectontwikkelaars/ Analyse prijsontwikkeling ter plaatse	48%
5	(Vastgoed)statistieken en onderzoeksrapporten	47%

Dit beeld wordt bevestigd wanneer de antwoorden op deze vraag op samenhang worden onderzocht. Er blijken vier groepen met min of meer dezelfde antwoorden te onderscheiden te zijn. De grootste groep respondenten (33%) baseert zijn beslissingen op een *analyse van de vastgoedmarkt*. Deze beleggers lezen vastgoedbladen, statistieken en onderzoeksrapporten en analyseren ook de huurprijsontwikkeling ter plaatse en de bestemming van het object. Daarnaast wonen ze informatiebijeenkomsten bij, krijgen en zoeken informatie uit het sociale netwerk. Twee andere, overigens veel kleinere, categorieën gaan vooral af op wat de media berichten. Hier is opmerkelijk dat de ene categorie zich voornamelijk richt op

regionale en lokale informatie, terwijl de andere juist de landelijke dagbladen leest. De *regionaal georiënteerden* (11%) richten zich vooral op informatie van tv en radio en uit regionale en lokale kranten. Verder raadpleegt deze groep internetsites, waar zij specifiek kijken naar de website van de VastgoedrendementsMeter. Zoals reeds is opgemerkt, gaan de *nationaal georiënteerden* (9%) voornamelijk af op informatie uit landelijke dagbladen als Het Financieele Dagblad en De Telegraaf. Een relatief kleine restgroep (6%) laat zich hoofdzakelijk informeren door *aanbieders*. Vooraankondigingen en prospectussen vormen voor deze groep de voornaamste informatiebron. Aanvullend onderzoek blijft grotendeels achterwege.

Meest gebruikte onderdelen prospectus

In tabel 4 is de top-5 met de meest gebruikte onderdelen van het prospectus weergegeven. Wat direct opvalt in deze tabel, zijn de hoge scores voor de verschillende onderdelen. Bijna viervijfde van de beleggers geeft aan alle informatie in het prospectus (zeer) belangrijk te vinden. Toch bestaat de top-5 met meest gebruikte onderdelen van het prospectus vooral uit informatie over risico en rendement.

Tabel 4. Top 5 Meest gebruikte onderdelen uit het prospectus

Rangorde	Onderdeel prospectus	(zeer) belangrijk
1	Lengte van de huurcontracten / Rendementsprognose	95%
2	De verhouding tussen rendement en risico	93%
3	Of het vastgoed reeds verhuurd is	92%
4	Het risico	91%
5	Looptijd fonds/locatie (directe omgeving) van het object	89%

Ondanks het feit dat een groot deel van de groep alle informatie belangrijk vindt, worden er toch duidelijke verschillen geconstateerd in het gebruik van het prospectus. Er zijn grofweg weer vier groepen beleggers te onderscheiden met overeenkomsten in de waardering van bepaalde onderdelen uit het prospectus (zie tabel 5).

Tabel 5. Het belang van de verschillende onderdelen in het prospectus

	1	2	3	4
Alle informatie in de prospectus			✓	
Bouwkundige kwaliteit van het vastgoed			✓	
Uiterlijk van het vastgoed			✓	
Verhandelbaarheid			✓	
Looptijd fonds				✓
Locatie (directe omgeving) van het object				✓
(Naams)bekendheid huurders		✓		
Lengte van de huurcontracten		✓		
De rendementsprognose	✓			
Het risico		✓		
De verhouding tussen rendement en risico	✓			
Of het vastgoed reeds verhuurd is		✓		
Of het vastgoed in (her)ontwikkeling is		✓		

1 = rendement en risico (32%) 2 = verhuurde staat (11%) 3 = vastgoed (9%) 4 = looptijd fonds (8%)

De grootste groep beleggers (32%) is gericht op de verhouding tussen *rendement en risico*. Deze groep geeft namelijk aan alleen de informatie over de rendementsprognose en de verhouding tussen rendement en risico te gebruiken. Een andere groep (1%) let juist vooral op de *verhuurde staat* van het vastgoed. Het feit of het vastgoed verhuurd is en aan wie, alsmede de lengte van de huurcontracten worden van belang geacht. Daarnaast let deze groep op informatie over de ontwikkeling van het vastgoed en het risico. Verder is er nog een groep beleggers te onderscheiden die het prospectus minder selectief gebruikt. Deze beleggers nemen alle informatie tot zich, maar hebben in het bijzonder aandacht voor de bouwkundige kwaliteit, het uiterlijk en de verhandelbaarheid van het vastgoed. De laatste en kleinste groep (8%) kijkt in het prospectus vooral naar de *looptijd van het fonds* en de locatie van de objecten.

Genoegen met minder rendement bij kleiner risico

Aan de respondenten zijn in totaal acht situaties voorgelegd waarvoor ze konden aangeven of deze situatie voor hen aanleiding zou geven eventueel met minder rendement genoeg te nemen. In tabel 6 hebben wij de resultaten weergegeven. Uit deze tabel blijkt dat de bereidheid rendement in te leveren het grootst is wanneer daar een afname of spreiding van het risico, of een stabiele uitkeringsstroom tegenover staat. Ofwel: deze beleggers zijn bereid rendement in te leveren voor zekerheid. Relatief klein is daarentegen de bereidheid te betalen voor informatie of te betalen voor het uit handen nemen van werk in de vorm van beheer.

Tabel 6. Bereidheid tot inleveren rendement wanneer

	(geheel) niet bereid	enige bereidheid	(geheel) bereid
het risico afneemt	25%	44%	31%
ik daardoor mijn risico kan spreiden	31%	52%	17%
ik een stabiele uitkeringsstroom kan verwachten	32%	43%	25%
ik meerdere keren per jaar een uitkering ontvang	50%	35%	15%
de verhandelbaarheid van mijn beleggingen toeneemt	51%	41%	8%
anderen mijn beleggingen beheren	66%	30%	4%
ik informatie ontvang waarmee ik eenvoudig het resultaat van mijn belegging kan vergelijken met alternatieve beleggingen	66%	26%	8%
ik meerdere keren per jaar word geïnformeerd over het behaalde rendement	68%	23%	9%

Behalve risico's ten aanzien van het vastgoed, de structurering van de participatie en de achterliggende organisatie bestaan er ook risico's ten aanzien van de financiering. In algemene zin is van vastgoedparticipaties bekend dat deze met een relatief groot deel vreemd vermogen worden gefinancierd. In veel gevallen gaat het om een aandeel vreemd vermogen van tegen de 70%. De hoeveelheid vreemd vermogen en de vorm van de rente (vast of variabel) nemen de beleggers in dit onderzoek duidelijk mee in hun overwegingen. Zo geeft meer dan driekwart van de respondenten aan dat de omvang van de hypotheek enige tot een aanzienlijke invloed heeft op het geëiste rendement. Wat de rente betreft, gaan ze zelfs nog een stap verder. Ruim 80% van de ondervraagden geeft aan dat de looptijd, gedurende welke de rente van de participatie vastligt, de investeringsbeslissing beïnvloedt.

Adviezen

Om wat meer greep te krijgen op de rol van de adviseur, hebben wij de respondenten gevraagd welke adviezen worden gebruikt bij aankoopbeslissingen. Uit de antwoorden op deze vraag blijkt dat relatief weinig adviezen werkelijk worden gebruikt om er een aankoopbeslissing op te baseren. De meeste adviezen worden namelijk aangemerkt als onbelangrijk tot zeer onbelangrijk (zie tabel 7). Bijna de helft van de beleggers vindt desgevraagd de adviezen van de medewerkers van de aanbieder belangrijk tot zeer belangrijk. Toch ontstaat uit de antwoorden op deze vraag het beeld dat de respondenten zich weinig gelegen laten liggen aan andermans mening en dus relatief autonoom opereren.

Tabel 7. Top 5 Adviezen die het minst worden toegepast bij aankoop

Rangorde	Personen die advies verstrekken	Niet geraadpleegd
1	Makelaar	87%
2	Bankmedewerker	85%
3	Familie	76%
4	Vrienden	71%
5	Collega's	70%

De vraag op wiens adviezen men zijn beslissingen baseert, draait uiteindelijk om vertrouwen. Wanneer de antwoorden op deze vraag worden gebundeld, blijkt dat er drie groepen te onderscheiden zijn met overeenkomstige antwoorden. Zo zijn er twee groepen te onderscheiden die vooral afgaan op professionele adviezen. De grootste groep (42%) laat de adviezen van eigen adviseurs meewegen, accountants en fiscaal adviseurs. Een kleinere groep (10%) gaat vooral af op de adviezen van externe adviseurs, zoals bankmedewerkers en makelaars. Een andere groep (13%) heeft blijkbaar minder vertrouwen in de professionele adviseurs, want zij baseert de aankoopbeslissing juist op adviezen en ervaringen van vrienden, familie en collega's.

Deze verdeling blijkt niet alleen op te gaan voor het beleggen in vastgoedparticipaties. Ook voor aankoopbeslissingen betreffende andere soorten beleggingen baseert de grootste groep (42%) zich op professionele adviezen en is er daarnaast een groep die vooral afgaat op vrienden, familie en collega's.

Ten slotte

Doordat er geen informatie beschikbaar is gekomen over het feitelijk behaalde totaalrendement (nettohuur en waardemutatie), konden wij niet toetsen of de percepties in lijn liggen met de werkelijkheid. Aanvullend onderzoek waarin percepties worden getoetst aan feitelijkheden, zou interessante inzichten kunnen opleveren. Te meer aangezien de discussies omtrent vastgoedparticipaties zich vaak richten op dit onderwerp. Tot op heden is weinig bekend over behaalde rendementen ten opzichte van geprognosticeerde rendementen of het beeld dat de beleggers daarvan hebben. Het verdient dan ook aanbeveling dit als onderzoeksobject in een vervolgonderzoek te betrekken.

Over de auteurs:

Prof. dr. T.M. Berkhout, Nyenrode Business Universiteit /Fortis MeesPierson Center for Real Estate Investments, Prof. dr. J.F.M.G. Bouwens, Universiteit van Tilburg

VASTGOEDBELEGGINGEN GEANALYSEERD:

Ratio's voor een betere beeldvorming van het rendement/risico-profiel

door: Prof. ir. Willem G. Keeris MRICS en ir. Ruben A.R. Langbroek

De kredietcrisis heeft wederom duidelijk gemaakt dat het bij beleggen niet alleen gaat om rendement, maar ook om het daarbij te lopen risico. Het rendement/risico-profiel heeft een steeds groter wordend belang bij het beoordelen van de (vastgoed-)beleggingen en het streven naar waardecreatie. Daarbij moet niet alleen gekeken worden naar rendementen en de spreiding daarvan als risicomaatstaf, maar ook naar de volatiliteit. Daarnaast dienen ook kansen en potentie tot verbetering van dat rendement/risico-profiel in beeld te worden gebracht. Onderstaand wordt uiteengezet welke analyses uitgevoerd kunnen worden voor een betere beeldvorming van het rendement/risico-profiel van vastgoedbeleggingen¹. Vanuit de problemen die zich voordoen bij de gangbare analyse-methoden worden oplossingen aangedragen, teneinde beter onderbouwde investeringsbeslissingen te kunnen nemen.

Beleggingsrisico's en waardecreatie

Een vastgoedinvestering is interessant, indien het waarde creëert voor de belegger. Voor de bepaling daarvan moet zowel het rendement als het daaraan gekoppelde financiële risico bepaald worden. Juist de beoordeling van die risico's blijkt in de praktijk te gebeuren op basis van onvolledige informatie. Beleggingsrisico's worden voornamelijk gekwantificeerd via de standaarddeviatie (SD; σ , sigma), die de spreiding ten opzichte van het te verwachten of behaalde gemiddelde rendement uitdrukt. Daarmee worden deze risico's weliswaar bespreekbaar gemaakt, maar valt tevens het onderliggende risicobeeld weg. Zoals het gemiddelde rendement onvoldoende zegt over de onderliggende datareeks waarop deze betrekking heeft, zo blijkt uit de SD evenmin de risicokarakteristieken van die betreffende reeks. Datzelfde geldt voor de van de SD afgeleide Sharpe ratio², welke het "risk-adjusted" rendement weergeeft [Sharpe, 1994]. Hiermee wordt derhalve onvoldoende inzicht geboden in de risico's van de vastgoedbelegging en een verkeerd beeld gegeven van de mate van waardecreatie.

Bezwaren tegen de standaarddeviatie als risicomaatstaf bij vastgoedbeleggingen

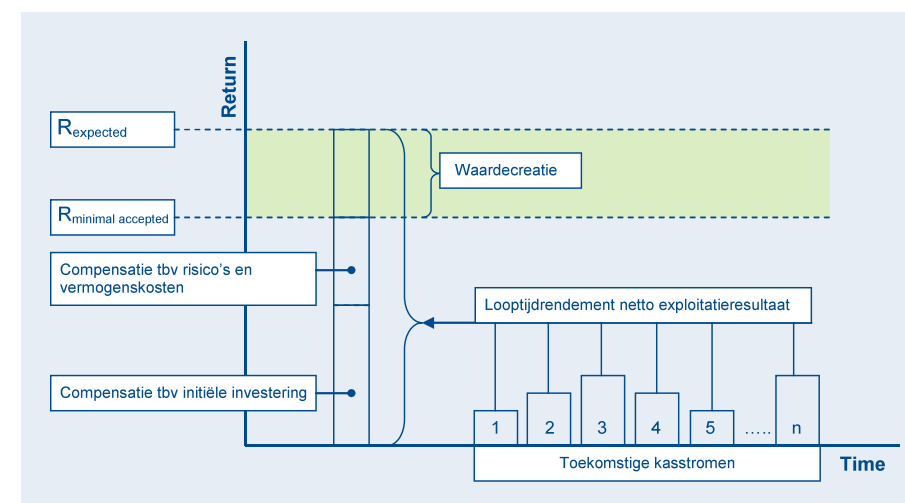
Het gebruik van alleen de SD houdt in dat het risicobeeld verre van compleet is, een probleem waarover reeds is gepubliceerd [zie Sortino e.a. 1991, 1996, 1999; Plantinga e.a., 2001; Polanen Petel, 2005; Keeris, 2006a]. Het voornaamste bezwaar tegen het gebruik van de SD is dat deze uitgaat van een normale verdeling van rendementen, wat voor financiële beleggingen en met name voor vastgoedbeleggingen niet volledig opgaat. In dit artikel worden echter twee andere bezwaren opgevoerd:

1. voorbij gegaan wordt aan de risico's én de kansen op basis van de gestelde rendementseisen;
2. er wordt niet gekeken naar de volatiliteit van het rendement.

¹) Dit sluit aan op een eerder artikel van beide auteurs in PRQ (Keeris en Langbroek, 2006 2)

²) Sharpe ratio = $\{(R_{gem} - R_{vrf}) / \sigma\}$

Figuur 1: schematische weergave van het principe van waardecreatie



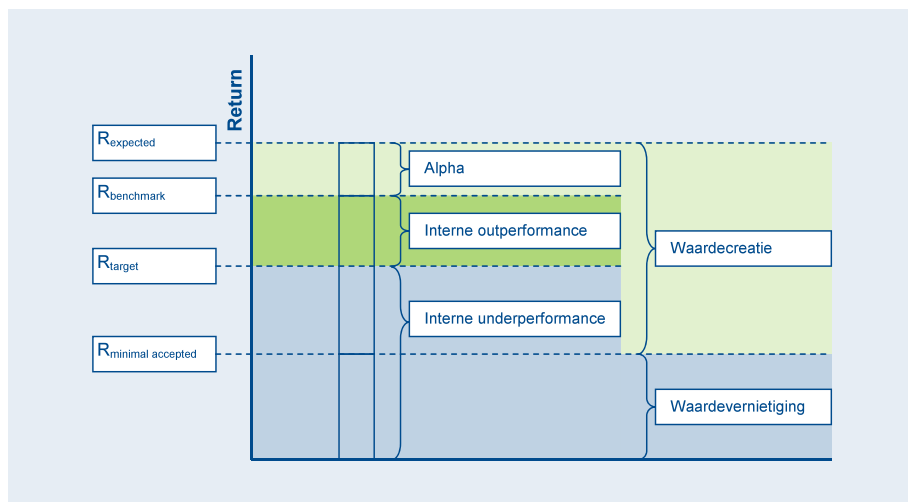
Bezwaar 1

De standaarddeviatie gaat ervan uit dat afwijkingen ten opzichte van het behaalde of te verwachten gemiddelde rendement de risico's aangeven, maar het niet halen van een doelstellende waarde drukt juist het risico uit. Tevens wordt elke afwijking als negatief gewaardeerd, aldus de kansen negerend.

De kern van het beleggingsbeleid is dat er een relatie gelegd moet worden tussen het risicoprofiel en het rendement ten opzichte de doelstelling. Het gemiddelde rendement – waar de SD van uitgaat – is niet maatgevend voor het risico-profiel, omdat dat los staat van die doelstelling. Deze doelstelling is tweeledig: het behalen van het minimaal vereiste rendement, de Minimal Accepted Return (MAR) en het als taak gestelde rendement, de Target Return (TR).

De minimale rendementseis komt voort uit het feit dat een belegging pas waarde creëert, wanneer het rendement de kostenvoet van het vermogen overtreft [Langbroek, 2003]. De Target Return komt voort uit de eis dat minimale niveau te overtreffen, om een bepaalde gewenste performance na te streven voor het creëren van toegevoegde waarde. Geeft de MAR de ondergrenswaarde aan opdat er geen waarde wordt vernietigd, de TR geeft de beleidsmatige ondergrenswaarde aan voor de na te streven waardecreatie. Deze twee rendementscriteria worden afzonderlijk naast elkaar gehanteerd. De risico-maatstaf dient aldus gebaseerd te zijn op deze twee door de belegger zelf te bepalen rendementscriteria. Beide rendementniveaus vervangen zodoende het gemiddelde rendement in de risico-berekeningen.

Figuur 2: de ondergrenswaarden met bijhorende performance en mate van waardecreatie



Rekening houdend met de gekozen beleggingsstijl en de daarbij passende rendementsdoelstellingen, moet de belegger, naast aandacht voor de risico's, zich een goed beeld kunnen vormen van de kansen op het behalen van een hoger rendement. De risico's hebben betrekking op het niet halen van de MAR-doelstelling, terwijl de kansen betrekking hebben op het outpermen van de TR-doelstelling.

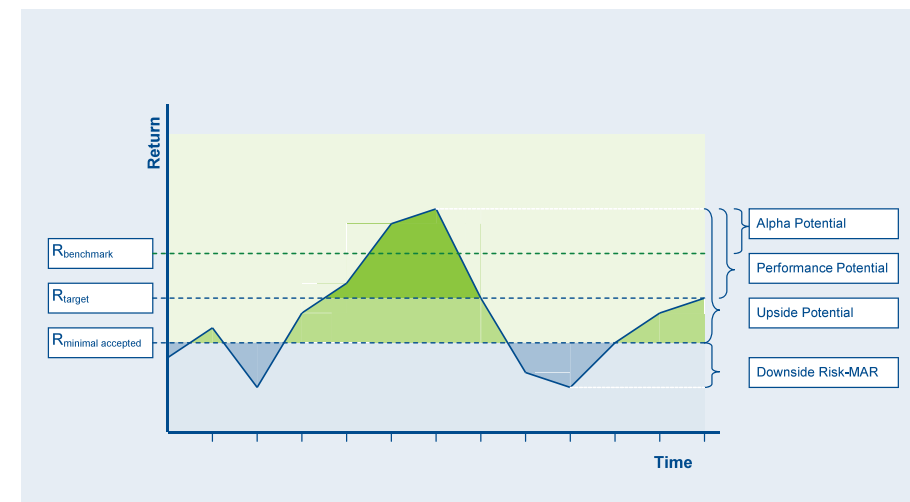
De "Downside Deviation" (DD; δ , delta) kwantificeert genoemde risico's door middel van de "Downside Risk"-methode [Sortino e.a., 1991 e.v.]. Dat is een betere maatstaf dan de SD, omdat hiermee slechts de risico's worden uitgedrukt van de resultaten welke beneden de MAR-grenswaarde liggen³. De daarboven gelegen resultaten weerspiegelen de kansen, zijnde het perspectief op een beter dan minimaal rendement, welke worden samengevat in de Upside Potential-ratio [Sortino e.a., 1999]. Deze UP-ratio is analoog aan de Sharpe-ratio en de Sortino-ratio⁴, die beide het verschil tussen het gemiddelde rendement en een ondergrenswaarde afzetten tegen het risico.

Het beleggingsbeleid moet dus niet alleen gericht zijn op het beperken van de te lopen risico's, maar evenzeer op het benutten van geboden kansen. Zodoende wil de belegger de kansen weten op het kunnen outpermen van de gestelde TR-doelstelling. Dit wordt uitgedrukt met de Performance Potential-ratio [Keeris, 2006]. Gaat de Upside Potential-ratio uit van het niveau van de MAR, de Performance Potential-ratio heeft de TR als eikpunt.

3) Bijkomend voordeel van het gebruik van de Downside Risk-methode is dat deze geen normale verdeling van rendementen vereist.

4) Sortino ratio = $\{(R_{Gem} - R_{MAR}) / \delta MAR\}$

Figuur 3: schematische weergave van Downside Risk tegenover het toekomstige potentieel



De analyse van het rendement/risico-profiel betreft derhalve primair:

- de Downside Risk ten opzichte van de MAR voor de wezenlijke te lopen beleggingsrisico's;
- de Upside Potential ten opzichte van de MAR voor het beeld van kansen als spiegel voor het risicobeeld;
- de Performance Potential ten opzichte van de TR voor de na te streven performance doelstelling.

Als referentie voor het behaalde rendementsniveau heeft de belegger ook nog de benchmark, waarmee bepaald kan worden in welke mate er "alpha" is gecreëerd: waardecreatie ten opzichte van de concurrentie. Dat staat echter op het derde plan, omdat het niet gaat om de markt te verslaan, maar om de TR te overtreffen en daarbij in ieder geval niet onder de MAR uit te komen. Het benchmark-niveau kan echter wel als extra ondergrenswaarde meegenomen worden in de analyse. Aldus kunnen de Downside Risk ten opzichte van de benchmark en de Alpha Potential-ratio geïntroduceerd worden, respectievelijk weergevend het risico op externe underperformance en de kans op externe outperformance. Daarvoor moet dan wel de hoogte van het te verwachten benchmark-rendement (Benchmark Return, BR) bepaald worden.

Formules:**Downside Risk ten opzichte van de MAR:**

$$\delta_{MAR} = \sqrt{\left\{ \sum_{t=1}^n (R_t - R_{MAR})^2 * (1/n) \right\}} \text{ waar geldt } R_t < MAR$$

Downside Risk ten opzichte van de TR:

$$\delta_{TR} = \sqrt{\left\{ \sum_{t=1}^n (R_t - R_{TR})^2 * (1/n) \right\}} \text{ waar geldt: } R_t < TR$$

Downside Risk ten opzichte van de benchmark:

$$\delta_{BR} = \sqrt{\left\{ \sum_{t=1}^n (R_t - R_{BR})^2 * (1/n) \right\}} \text{ waar geldt: } R_t < BR$$

Upside Potential-ratio:

$$UP\text{-ratio} = \left[\sum_{MAR}^{+\infty} \{ (R_t - R_{MAR}) * (1/n) \} \right] / \delta_{MAR}$$

Performance Potential-ratio:

$$PP\text{-ratio} = \left[\sum_{TR}^{+\infty} \{ (R_t - R_{TR}) * (1/n) \} \right] / \delta_{TR}$$

Alpha Potential-ratio:

$$AP\text{-ratio} = \left[\sum_{BR}^{+\infty} \{ (R_t - R_{BR}) * (1/n) \} \right] / \delta_{BR}$$

Bezwaar 2

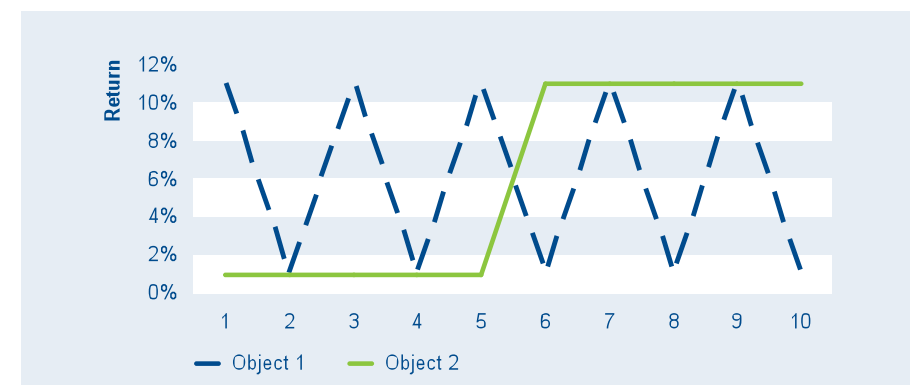
De standaarddeviatie drukt slechts de spreiding van het rendement uit, maar zegt niets over het verloop van dat rendement.

Om het gehele risico-profiel uit te drukken is het hanteren van de SD onvoldoende, omdat het niet de werkelijke volatiliteit weergeeft. Het belang daarvan illustreert het voorbeeld met de volgende twee fictieve rendementreeksen:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Object 1	11%	1%	11%	1%	11%	1%	11%	1%	11%	1%
Object 2	1%	1%	1%	1%	1%	11%	11%	11%	11%	11%

Deze scores hebben hetzelfde gemiddelde rendement (6,0%) én tevens dezelfde standaarddeviatie (5,3%). Zoals echter uit de grafiek blijkt, zijn er vanuit het gezichtspunt van de belegger grote verschillen tussen de twee beleggingsobjecten, namelijk de onzekerheid waarop het gemiddelde resultaat tot stand is gekomen.

5) Volatiliteit moet worden beschouwd als de fluctuatie binnen een reeks. In de praktijk wordt volatiliteit echter geassocieerd met standaarddeviatie, zijnde een maat voor spreiding rondom het gemiddelde. Deze associatie is onjuist, aangezien volatiliteit juist het patroon van die spreiding betreft.

Figuur 4: rendementreeksen van een tweetal fictieve beleggingsobjecten

Het zal duidelijk zijn dat een belegger de voorkeur zal geven aan Object 2, met stabielere rendementsontwikkeling, oftewel lagere volatiliteit. Dit risicobeeld komt niet tot uitdrukking als de SD gehanteerd wordt. Het risico kan echter apart worden weergegeven door de Volatiliteitsratio (Vr) te introduceren [Keeris en Langbroek, 2007b]. Deze Vr drukt de mate van volatiliteit binnen een reeks van rendementen uit.

Vanuit een risicomijdende beleggingsstrategie is een situatie gewenst waarbij de jaarlijkse rendementen min of meer op vergelijkbaar niveau zijn. De Vr gaat dan ook uit van het negatief waarderen van een substantiële fluctuatie of waardeverandering van het rendement in twee opeenvolgende jaren. Als maatstaf hiervoor wordt de SD gehanteerd. Eerder genoemde bezwaren betreffende het gebruik van de SD gelden in dit geval niet, omdat deze hier juist gebruikt wordt als specifieke spreidingsmaat. Het criterium van negatief of positief beoordelen kan vervolgens gebaseerd worden op basis van een grenswaarde van 1 SD. Indien het rendementsverschil in twee opeenvolgende jaren dus groter is dan de standaardafwijking, dan wordt dit gezien als een substantiële fluctuatie. De Vr wordt vervolgens berekend door het aantal substantiële fluctuaties uit de gehele datareeks te delen door het aantal opvolgende waarnemingen.

Formule**Volatiliteitsratio:**

$$Vr\text{-}\sigma = \left\{ \left(\sum_{t=1}^n \Delta R \right) / (n - 1) \right\} \text{ met } \Delta R = (R_{t+1} - R_t) \text{ en } \Delta R > 1 \sigma$$

Verbetering van het rendement/risico-profiel

De potentie voor waardecreatie van een belegging kan in beeld worden gebracht ten opzichte van de rendementsdoelstelling en via de alpha ten opzichte van de concurrentie. Daarnaast bestaat nog de behoefte om de relatieve waardecreatie te bepalen, oftewel de verbetering van het rendement/risico-profiel in de tijd gezien. Waardecreatie kan vanuit een gegeven rendement/risico-profiel volgens de Moderne Portefeuille Theorie bereikt worden door [Sharpe, 1985]:

- verhoging van het rendement bij een gelijkblijvend (en bij voorkeur lager) risico-profiel;
- verlaging van het risico-profiel bij een gelijkblijvend (en bij voorkeur hoger) rendement.

De relatieve waardecreatie gaat hiervan uit, zodat een hoger of lager risico-profiel ten eerste bezien moet worden in relatie tot het bijhorende rendement en ten tweede de relatieve verbetering van dat rendement/risico-profiel in de toekomst. Hiervoor is de Return/Risk Improvement-ratio (RRI-ratio) geïntroduceerd [Keeris en Langbroek, 2007a]. Deze ratio geeft de relatieve verbetering weer tussen twee rendement/risico-profielen. Rendement en risico zijn te zien als “appel en peer” en kunnen niet in dezelfde lineaire grootheden uitgedrukt worden. Er kan echter een relatie tussen deze twee gelegd worden, indien gewerkt wordt met de procentuele verandering ten opzichte van een eerdere situatie. Een verbetering van de verhouding tussen rendement en risico ten opzichte van het eerdere niveau wordt dan als relatieve waardecreatie gezien. De RRI-ratio is aldus een aanvulling op de enkelvoudige constatering van een hoger of lager rendement door toevoeging van de tweede constatering van een verbeterde of verslechterde verhouding tot de risico's. Vergelijkbaar met de Potential-ratio's, welke volgens de Sharpe-methode het rendement uitdrukken ten opzichte van het risico, drukt de RRI-ratio de relatieve verandering van dat rendement ten opzichte van de relatieve verandering van het risico uit.

Formule

Return/Risk Improvement-ratio:

$$\text{RRI-ratio} = (\Delta R_{\text{Gem}} / \Delta \delta_{\text{MAR}}) \text{ met } \Delta R_{\text{Gem}} = (R_{\text{Gem,periode-2}} / R_{\text{Gem,periode-1}}) \text{ en} \\ \Delta \delta_{\text{MAR}} = (\delta_{\text{MARperiode-2}} / \delta_{\text{MARperiode-1}})$$

Een RRI-ratio groter dan 1 geeft aan dat in de tijd gezien het rendement/risico-profiel over de tweede periode is verbeterd ten opzichte van de eerste periode en er zodoende waarde is toegevoegd. Een RRI-ratio kleiner dan 1 geeft daarentegen een verslechtering van het profiel aan ten opzichte van de eerder beschouwde periode. Actief portefeuillemanagement is in dat geval gewenst om het profiel te verbeteren. De RRI-ratio geeft aldus tevens inzicht in de taakstelling van het betrokken management.

Conclusies

Ten behoeve van het nemen van beleggingsbeslissingen dient de te verwachten waardecreatie van een vastgoedbelegging in beeld gebracht te worden. De gebruikelijke analysemethoden ter bepaling van het rendement/risico-profiel geven een onjuiste – want onvolledige – beeldvorming. Daarom zijn verbeteringen aangevoerd, met als uitgangspunt de Downside Risk-benadering en het gebruik van beleidsmatig gestelde rendementscriteria. Als absolute ondergrenswaarde geldt daarbij de Minimal Accepted Return (MAR) en voor het na te streven performance-niveau de Target Return (TR). De te verwachten resultaten dienen zodoende volgens de Downside Risk-benadering afgezet te worden tegen deze MAR en TR, om aldus het daadwerkelijke risico-beeld te verkrijgen.

De analyse is vervolgens gebaseerd op een vijftal ratio's, welke gezamenlijk een beter en completer beeld geven van het gehele rendement/risico-profiel. De eerste twee zijn de Upside Potential-ratio en Performance Potential-ratio, respectievelijk de kansen weergevend

van het halen van de minimale rendementseis en de interne outperformance doelstelling. Deze ratio's kunnen aangevuld worden met een derde ratio, de Alpha Potential-ratio, die het potentieel van het outperformen van de externe benchmark weergeeft. De vierde ratio, de Volatiliteitsratio, geeft het beeld van de volatiliteit van het rendement als risico-indicator naast de Downside Deviation. De vijfde betreft tot slot de Return/Risk Improvement-ratio voor de relatie tussen het rendement en de te lopen risico's ten opzichte van de eerder behaalde verhouding daartussen, welke uiteindelijk de relatieve waardecreatie door het management weergeeft.

Door het hanteren van de Downside Risk-methode en genoemde ratio's kunnen risico's én kansen van vastgoedbeleggingen beter gekwantificeerd worden en geeft het aldus ontstane rendement/risico-profiel een reëler beeld van de mate en potentie van waardecreatie. Maar, om Nobelprijswinnaar Robert C. Merton te citeren, “het is verkeerd te denken dat risico's geëlimineerd kunnen worden, alleen omdat ze gemeten kunnen worden”.

Over de auteurs Willem Keeris is visiting-professor bij de Technische Universiteit Delft/ Faculteit Bouwkunde – Real Estate & Housing, Academic Director van TiasNimbas Business School en Lector van Fontys Hogeschool/MER – Vastgoed & Makelaardij. Ruben Langbroek is Associate Director, Head of Research bij Jones Lang LaSalle.

Literatuuroverzicht:

- Keeris, W.G., “An impulse for a more “modern” way of portfolio analysis; benchmarking real estate investments on return and risk”, ERES Conference 2006, Weimar, June 2006a;
- Keeris, W.G., Langbroek R.A.R., “Attributie-analyse van een vastgoedbeleggingsportefeuille”, Property Research Quarterly, 5e jaargang, nr. 2, juni 2006;
- Keeris, W.G., Langbroek, R.A.R., “Determination of the value of property investments by means of the Performance Potential and Return/Risk Improvement ratio”, ERES Conference 2007, Londen, June 2007a;
- Keeris, W.G., Langbroek R.A.R., “Measuring stability of performance by means of the Volatility ratio”, ERES Conference 2007, Londen, juni 2007b;
- Langbroek, R.A.R., “Performance-meting van direct vastgoed; prestaties in termen van waardecreatie en waardering”, afstudeerscriptie Technische Universiteit Eindhoven/Vastgoedbeheer, 2003;
- Plantinga, A., Meer, R. van der, Sortino F.A., “The impact of downside risk on risk-adjusted performance of mutual funds in the Euronext Markets”, Geneva Papers on Risk and Insurance, July 2001;
- Polanen Petel, R. van, “Benchmarks op rendement en risico”, afstudeerscriptie Technische Universiteit Eindhoven/ Vastgoedbeheer, 2005
- Sharpe, W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. “Investments”, Prentice Hall, 1985;
- Sharpe, W.F., “The Sharpe ratio: properly used, it can improve investment”, The Journal of Portfolio Management, Fall 1994;
- Sortino, F.A., Meer, R., “Downside risk”, The Journal of Portfolio Management, Summer 1991;
- Sortino, F.A., Price, L.N., “Performance Measurement in a Downside Risk Framework”, The Journal of Investing, Fall 1994;
- Sortino F.A., “On the Use and misuse of Downside Risk”, The Journal of Portfolio Management, Winter 1996;
- Sortino, F.A., Meer, R. van der, Plantinga, A., “The Dutch Triangle: A Framework to Measure Upside Potential Relative to Downside Risk”, The Journal of Portfolio Management, Fall 1999.

De veroudering van de Nederlandse kantorenvoorraad

Door: drs. Boris van der Gijp MRE MRICS

Dat de Nederlandse bevolking vergrijst, wisten we al. En dat dit directe gevolgen heeft voor de vraag naar kantoren, dat is sinds de publicaties van onder andere Brounen en Eichholtz (ESB, 2 april 2004) en de Bedrijfslocatiemonitor (CPB, 2005) ook al geen geheim meer. Maar of kantoorgebouwen zelf ook vergrijzen en of dit gevolgen heeft voor de vervangingsvraag van kantoren, daar is nog geen goed antwoord op gegeven. Het beantwoorden van deze vraag vereist inzicht in de opbouw van de kantorenvoorraad: welke kantoren zijn wanneer gebouwd, wat is de leegstand in de verschillende bouwjaarsegmenten en hoe ontwikkelt die leegstand zich. Pas als antwoord op deze vraag duidelijk is, kan de vervangingsvraag en daarmee de hoeveelheid nieuwe kantoren die we in de toekomst nodig hebben, goed worden ingeschat. In dit artikel wil ik op basis van een analyse van bouwjaaren van de in Nederland gebouwde kantoren, een uitspraak te doen over de courantheid van de kantorenvoorraad en een eerste stap zetten naar het bepalen van de toekomstige vervangingsvraag.

De Data

De data waarop dit artikel is gebaseerd, is afkomstig van Dataland¹. Dataland is een vastgoed-databank welke gebaseerd is op WOZ-gegevens. In het kader van de Wet WOZ verzamelen gemeenten systematisch bouwgegevens over alle typen vastgoed, dus ook over kantoren. Dataland is een (semi)-openbare bron, een voorwaarde om het onderzoek verifieerbaar en reproduceerbaar te maken voor derden. In het kader van dit onderzoek is gebruik gemaakt van de bouwjaaren en geregistreerde oppervlakten binnen het bestand². Dataland heeft 268 gemeenten in haar bestand, met voor 240 gemeenten een voldoende vulling ten aanzien van de bouwjaaren. Negenendertig van de door de NVM aangeduide 'top-70 kantoorsteden'³ zijn in het bestand vertegenwoordigd, waaronder drie van vijf grootste steden: Den Haag, Rotterdam en Eindhoven. De voorraadgegevens van Dataland zijn geconfronteerd met de openbare leegstandgegevens zoals beschikbaar op Realnext per februari 2008 en voor het verkrijgen van historie met het aanbodonderzoek van Vastgoedmarkt uit januari 2005.

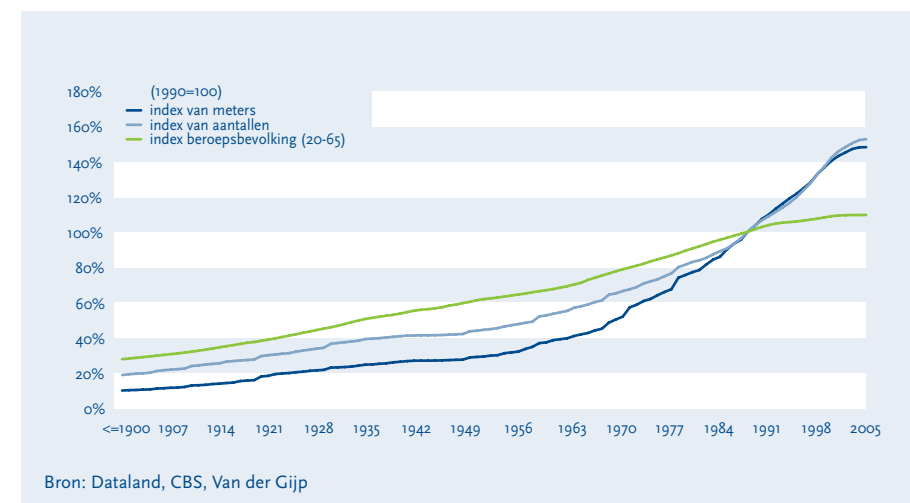
De Nederlandse kantorenmarkt vanaf 1900

De opbouw van de kantorenvoorraad in Nederland zegt iets over de mate waarin deze gevoelig is voor veroudering. Veel oudere kantoren maken dat er snel behoefte zal zijn aan vervangende nieuwbouw, bij een relatief jonge voorraad zal die behoefte minder zijn⁴. Allereerst is daarom voor de totale set van 240 gemeenten gekeken hoe de leeftijdsopbouw van de kantoren over de verschillende bouwjaaren is verdeeld. Omdat een aantal gemeenten kantoren met een bouwjaar van voor 1900 standaard '1900' als bouwjaar meegeeft⁵, worden kantoren met een bouwjaar van voor de eeuwwisseling steeds toegerekend aan dit jaartal. Door vervolgens de voorraad per bouwjaar uit te drukken in een index met 1990 als basisjaar⁶ ontstaat er inzicht in de historische opbouw van de kantorenvoorraad in Nederland (zie figuur 1). Door het werken met een index worden de uitkomsten minder gevoelig voor eventuele

systematische over- of onderschattingen van de kantorenvoorraad door Dataland. Als controle op deze index van oppervlaktes per bouwjaar is een index geconstrueerd op basis van het aantal adressen per bouwjaar. Aangezien er in het verleden relatief kleinere kantoren werden gerealiseerd dan de laatste decennia gebruikelijk is, is de verwachting dat de aantallen-index in de beginfase van de index boven die van de meters komt te liggen.

Figuur 1 bevestigt deze veronderstelling.

Figuur 1. Index ontwikkeling van de kantorenvoorraad in Nederland vanaf 1900



Uit de geconstrueerde index kan worden afgeleid dat de voorraad kantoorruimte vanaf 1900 gemiddeld met 2,6% per jaar is gegroeid, twee keer meer dan de groei van de beroepsbevolking. Wanneer gekeken wordt naar het vijfjaarlijks gemiddelde⁷ blijkt dat er vanaf eind jaren 50 een omslag is waar te nemen in de groei van de kantorenvoorraad. Lag de groei van begin van de eeuw tot halverwege de jaren 50 op gemiddeld 2,1% groei per jaar, in de jaren erna bedroeg de groei gemiddeld 3,1%. Vanaf dit omslagpunt groeit de kantorenvoorraad ook wezenlijk harder dan de omvang van de beroepsbevolking. Al vanaf ongeveer 1970 vindt er opnieuw een versnelling plaats in de nieuwbouwproductie. Daarmee wordt duidelijk dat de groei van de kantorenvoorraad al van ver voor de eerste IT-bubble dateert.

Qua volume danken we wel de meeste kantoren aan het IT-tijdperk. Gekeken naar een verdeling van kantoren naar bouwjaarklassen (zie figuur 2) blijkt dat de meeste kantoren afkomstig zijn van 1990 en later, goed voor een totale oppervlakte van circa eenderde van de Nederlandse kantorenvoorraad. Dit deel van de voorraad is zeker nog modern te noemen. Uit de analyse blijkt dat 17% van de kantorenvoorraad vooroorlogs is⁸, waarschijnlijk voor een deel verouderd, maar even waarschijnlijk voor een belangrijk deel door renovatie uitstekend aangepast of aangepast te maken aan de eisen van vandaag de dag.

¹ Met dank aan de NEPROM die dit mogelijk heeft gemaakt

² Zoals door Dataland aangeleverd in november 2007

³ Zie het jaarlijkse onderzoek van de NVM naar de Nederlandse kantorenmarkt

⁴ Er wel van uitgaande dat de juiste nieuwbouw kantoren gerealiseerd zijn, zowel wat bijvoorbeeld locatie, bereikbaarheid (inclusief parkeren), het type gebouw en afwerkingsniveau betreft

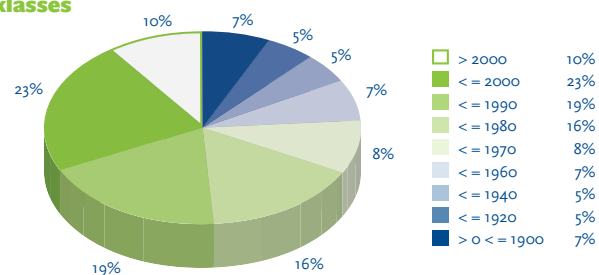
⁵ Het inschatten van een bouwjaar van gebouwen van voor 1900 is geen sinecure, vandaar deze keus, die overigens ook door de Waarderingskamer toegestaan wordt.

⁶ Willekeurig gekozen

⁷ Groei van de afgelopen 5 jaar

⁸ WOII

Figuur 2. Opbouw van de Nederlandse kantorenvoorraad, aandeel in totaal volume per bouwjaarklassen



Bron: Dataland, Van der Gijp

Eveneens bijna eenderde van de kantorenvoorraad bestaat uit kantoren die men á priori als kwetsbaar zou kunnen beschouwen. Het gaat om kantoren die ná 1940 en vóór 1980 zijn gebouwd. Ook van de kantoren die tussen 1980 en 1990 zijn gebouwd (19% van de voorraad), zal een deel niet meer voldoen aan de eisen van hedendaagse kantoorgebruikers. Gezien de bouwjaar zal het hier waarschijnlijk bovengemiddeld vaak gaan om grotere kantoren, veelal gesitueerd op monofunctionele stadsrandlocaties. Het type kantoor, alsmede de locaties daarvan, zal renovatie en herontwikkeling waarschijnlijk bemoeilijken. De verwachting is dat in de toekomst de meeste vervangingsvraag van gebruikers uit dit kantorenssegment afkomstig zal zijn. In de volgende alinea zal deze veronderstelling verder worden getoetst.

Voorraad vs leegstand: nauwelijks leegstand in kantoren van voor 1940

Om de kwetsbaarheid van de voorraad te toetsen, wordt aan de hand van een steekproef gekeken welk deel van de voorraad nu daadwerkelijk tot de leegstand behoort. Gekozen is voor een selectie van de vijf grootste gemeenten (qua kantorenoppervlakte) uit het Dataland-bestand met een relatief betrouwbare oppervlakte maat (zie kader): Alkmaar, Haarlem, Zwolle, Rotterdam en Maastricht. Op adresniveau zijn vervolgens leegstandgegevens van Realnext gekoppeld aan de beschikbare bouwjaar. Zo kan de opbouw van de voorraad per bouwjaarklasse vergeleken worden met de opbouw van de leegstand en ontstaat inzicht in welke bouwjaarklassen bovengemiddeld vaak met leegstand te kampen hebben.

figuur 3. Aantal bouwjaarklassen uit steekproef van vijf gemeenten met onder- en oververtegenwoordiging van leegstand in de voorraad

	>0 <=1900	<=1920	<=1940	<=1960	<=1970	<=1980	<=1990	<=2000	>2000
Aantal bouwjaarklassen met ondervertegenwoordiging leegstand	5	4	4	3	2	5	1	2	1
Aantal met ondervertegenwoordiging leegstand met meer dan 50% voorraad	4	2	3	2	1	1	0	1	0
Aantal met oververtegenwoordiging leegstand met meer dan 50% voorraad	0	0	1	2	2	0	1	1	3

Bron: Dataland, Realnext, Van der Gijp

Opmerkelijk is dat alle vijf onderzochte gemeenten een relatieve ondervertegenwoordiging⁹ in de leegstand kennen van kantoren met een bouwjaar van voor 1900 (zie figuur 3, eerste regel). Datzelfde geldt voor een meerderheid van de gemeenten waar het gaat om kantoren met een bouwjaar tussen 1900 en 1960. Met andere woorden: oude kantoren staan relatief weinig leeg. Oververtegenwoordiging qua leegstand zien we relatief veel bij de kantoren die na 1981 gebouwd zijn. Die over- of ondervertegenwoordiging hoeft overigens niet altijd groot te zijn. Wanneer gekeken wordt naar het aandeel leegstand meer dan 50% afwijkt van het aandeel in de voorraad¹⁰ kan men wederom concluderen dat vooroorlogse kantoren duidelijk de laagste relatieve leegstand kennen. De meeste oververtegenwoordiging zien we bij de nieuwbouwkantoren, maar daar kan het ook om aanvangsleegstand gaan.

Het is in deze fase van het onderzoek speculeren waarom we een geringe leegstand zien bij vooroorlogse kantoren. De geringe leegstand in dit segment zou mogelijk verklaard kunnen worden doordat panden die leegstaan qua type pand en qua type locatie doorgaans meer geschikt zijn voor ingrijpende verbetering of voor herontwikkeling. Minder sexy, maar eveneens mogelijk is het dat de onderwaardering ook (deels) te wijten zou kunnen zijn aan een mogelijk relatief achterblijvend marktaandeel van de grote makelaars die bijdragen aan Realnext. Desalniettemin kan op basis van deze steekproef voorzichtig geconcludeerd worden dat vooral kantoren die na 1940 gebouwd zijn voor vervanging in aanmerking lijken te komen. Vervanging is echter vooral een optie wanneer de kantoren niet slechts eenmalig, maar juist langjarig buitenspel staan. In de volgende paragraaf wordt daarom onderzocht welke kantoren langjarig buitenspel staan.

Betrouwbaarheid data

Het bestand van Dataland is nog in ontwikkeling en zou op een aantal punten verbeterd kunnen worden. Mede naar aanleiding van dit onderzoek heeft Dataland een aantal verbetermaatregelen in haar database doorgevoerd. In dit onderzoek stuitte ik op een forse, op het eerste gezicht onrealistische, overschatting van de hoeveelheid kantooroppervlakte in een aantal gemeenten. Om gemeenten te vinden met de meeste betrouwbare oppervlakte data is de hoeveelheid kantoren in een gemeente daarom vergeleken met de gegevens over de kantorenvoorraad zoals Bak die publiceert in de reeks 'Kantoren in Cijfers'. In feite is Bak de enige andere bron die inzicht geeft in de opbouw van de Nederlandse kantorenvoorraad. Bak heeft evenwel geen kantoren van minder dan 500 vierkante meter in haar bestand opgenomen, hetgeen de vergelijking bemoeilijkt. Uit Amsterdamse onderzoek (We're Amsterdam, kantoren 2007, Boer Hartog Hooft en gemeente Amsterdam) blijkt evenwel dat in een stad als Amsterdam de kleinere kantoren qua omvang 15-16% van de totale kantorenvoorraad kunnen uitmaken. In de vergelijking tussen de bestanden werden daarom die gemeenten als betrouwbaar aangemerkt waarbij de verhouding tussen de oppervlakte van het bestand van Dataland en de gepubliceerde gegevens van Bak een ratio kende van tussen de 1 en de 1,5. 27 gemeenten van de onderzochte scoorden binnen deze bandbreedte. Het geringe aantal gemeenten dat binnen de bandbreedte scoort is reden om voorzichtig met de interpretatie van de onderzoeksresultaten om te gaan. Duidelijk is dat er met name naar de onderlinge verhouding tussen bouwjaar en bouwjaarklassen binnen gemeenten gekeken moet worden en niet naar absolute gegevens.

⁹ Het aandeel leegstand in een bepaalde bouwjaarklasse afgezet tegen totale leegstand is kleiner dan het aandeel van de voorraad van de betreffende bouwjaarklasse afgezet tegen de totale voorraad kantoorruimte

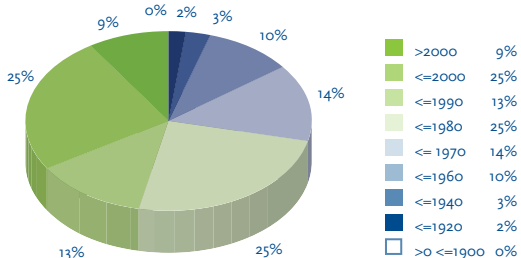
¹⁰ Bij een bouwjaarklasse met een aandeel van bijvoorbeeld 25% in de voorraad, voldoet een afwijking tussen het aandeel voorraad en het aandeel leegstand die groter is dan 12,5% aan dit criterium.

Langjarige leegstand in kantoren uit 1961-1980

Bij het inschatten van de courantheid van kantoren gaat het erom die kantoren te vinden die definitief buitenspel staan. Om hiervan een inschatting te kunnen maken is voor het aanbod in de vijf eerder geselecteerde steden onderzocht welke kantoren twee jaar geleden eveneens met leegstand te kampen hadden. Hiervoor zijn de gegevens van Dataland gekoppeld aan Realnext en aan aanbodonderzoek van de VGM uit 2005.

Het zwaartepunt van de langjarige leegstand blijkt te liggen in kantoren die tussen 1971 en 1980 gebouwd zijn (zie figuur 4). De kantoren uit deze jaren zijn nu tussen de 30 en (bijna) 40 jaar oud en hebben kennelijk de meeste moeite in de concurrentieslag om de gunsten van kantoorgebruikers. Verder kennen ook kantoren die gebouwd zijn tijdens de IT-bubble in de jaren 90 een relatief groot aandeel in de langjarige leegstand. De kantoren uit deze bouwjaarklassen lijken de kantoren te zijn die het meeste te leiden hebben van economische veroudering. Langjarige leegstand in vooroorlogse kantoren komt nauwelijks voor.

Figuur 4, verdeling langjarige leegstand over de verschillende bouwjaarklassen (totaal = 100%)

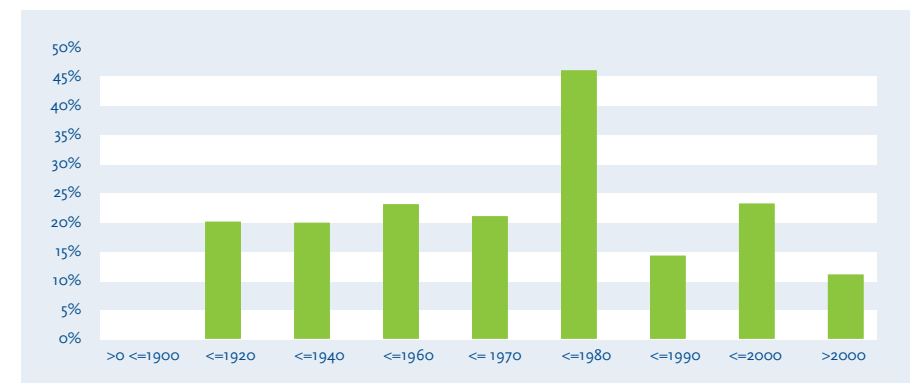


Bron: Dataland, Van der Gijp, VGM, Realnext

Afgezet tegen de totale hoeveelheid kantorenvoorraad blijkt de langjarige leegstand overigens nu nog relatief beperkt te zijn. Kantoren die tussen 1961 en 1980 gebouwd zijn kennen de meeste leegstand, ongeveer 4,5% van de kantoren uit die tijd staat nu langjarig leeg. Vanuit een positieve invalshoek zou gezegd kunnen worden dat een deel van de kantoren die in deze periode gebouwd is kennelijk nog voldoet aan de marktvraag. Echter, een andere meer sombere conclusie is eveneens mogelijk. Door de aanhoudende behoefte aan kwaliteit, maar bijvoorbeeld ook door de verandering in de behoefte aan het type kantoor, kan de leegstand in de na-oorlogse kantoren nog flink oplopen.

Een extra indicatie van de courantheid van de kantoren vormt de verhouding tussen de leegstand en de langjarige leegstand (zie figuur 5). Ook hier zien we dat de kantoren gebouwd tussen 1971 en 1980 het moeilijk hebben. Wederom vooroorlogse bouw, maar ook nieuwbouw van na 2000 doet het relatief goed. Er is weliswaar de nodige langjarige leegstand binnen nieuwbouwde kantoren, maar dit is slechts een fractie van het totale nieuwbouwaanbod. De meeste nieuwbouw blijkt dus na enige tijd wel zijn weg te vinden naar de markt, hetgeen feitelijk de motor is achter de vervangingsvraag die we in beeld zouden willen brengen.

Figuur 5: verhouding van langjarige leegstand en de totale leegstand in een bouwjaarklasse



bron: Dataland, Van der Gijp, Realnext, VGM

Conclusies

Uit de analyse van de bouwjaren van de Nederlandse kantoren en de (langjarige) leegstand kan voorzichtig de courantheid van verschillende bouwjaarklassen worden afgeleid. Hiermee wordt een eerste stap gezet naar het beter kunnen inschatten van de toekomstige vervangingsvraag. Nieuw onderzoek, op basis van nog betere data en beoordeling van objecten op microniveau is nodig om in dezen een vervolgstap te kunnen maken.

Op voorhand blijkt echter dat onze vooroorlogse kantorenvoorraad redelijk courant te noemen is. Leegstand komt in dit bouwjaarsegment niet veel voor, laat staan langjarige leegstand. En omdat er relatief weinig kantoren aan de voorraad worden onttrokken¹¹, mag je bijna wel concluderen dat veel van de vooroorlogse kantoren door verbouw en renovatie courant gehouden worden. Misschien wel een teleurstelling voor veel beleidsmakers: juist die kantoren die qua ligging en vastgoedtype voor het ombouwen naar woningen in aanmerking zouden kunnen komen, staan nauwelijks langjarig leeg. Gezien de courantheid van dit segment lijkt de toekomstige vervangingsvraag die voortkomt uit de veroudering van deze kantoren zeer beperkt. Natuurlijk is incidentele leegstand wel mogelijk en moeten deze kantoren periodiek aangepast worden aan de eisen van de hedendaagse kantoorgebruikers.

De leegstand op de kantorenmarkt doet zich relatief het meest vaak voor in naoorlogse kantoren. Zeker de kantoren die in de jaren zeventig gebouwd zijn lijken weinig courant. Dit wordt nog eens bevestigd wanneer wordt gekeken naar de langjarige leegstand. Kantoren die tussen 1940 en 1980 gebouwd zijn (ca. 32% van de voorraad) kennen in verhouding tot de voorraad de grootste langjarige leegstandcijfers. Het is de verwachting dat juist de gebruikers van deze kantoren in de nabije toekomst voor de grootste vervangingsvraag zullen zorgen. Omgerekend gaat het om circa 14-15 miljoen meter kantoorruimte die in die tijd is gebouwd. Natuurlijk zullen niet al die kantoren volledig buitenspel komen te staan. Maar gemeenten, of op lager schaalniveau, kantorenlocaties met relatief veel kantoren uit de jaren 1940-1980 lijken wel grotere risico's te lopen om geconfronteerd te worden met langjarige leegstand.

¹¹ Zie 'Kantoren in cijfers', Bak

Overigens, er van uitgaande dat de kantorenmarkt vooral een lokale markt is¹² zijn de regio's waar deze kantoren liggen ook de regio's waar de meeste behoefte aan nieuwbouwkantoren zal zijn. Natuurlijk past een nuancering bij dit alles, die vervangingsvraag is niet enkel vanuit het bouwjaar alleen te verklaren¹³. De analyse van de courantheid op pandniveau hangt met veel meer zaken samen.

Epiloog

In Nederland staat thans bijna 6 miljoen vierkante meter kantooruimte leeg. Er zijn partijen die verwachten dat de leegstand op zou kunnen lopen tot 8 miljoen vierkante meter in 2011¹⁴. De roep om sturing op de kantorenmarkt wordt steeds luider, net als het beroep op projectontwikkelaars om voorzichtigheid te betrachten bij de ontwikkeling van nieuwe kantoren waarvoor nog geen klanten gevonden zijn. Voorzichtigheid is natuurlijk altijd goed, maar aan de andere kant zou angst een slechte raadgever zijn. Uit dit onderzoek blijkt dat de courantheid van kantoren die tussen 1940 en 1980 gebouwd zijn (14-15 miljoen vierkante meter) te wensen overlaat. Los van de productie die noodzakelijk is om de extra banengroei van onze economie op te vangen, is geleidelijke vervanging van een deel van in ieder geval dit kantorenssegment noodzakelijk. Om te bepalen hoeveel kantoren we hiervoor nodig hebben, is vervolgonderzoek vereist. Los van het realiseren van nieuwe kantoren die aan de vraag van hedendaagse kantoorgebruikers voldoen, zal daarbij een oplossing moeten worden gevonden voor kantoren die als gevolg van veroudering definitief buiten spel zijn komen te staan.

Over de auteur: Boris van der Gijp is strategisch adviseur bij Fortis Vastgoed Ontwikkeling. Dit artikel is echter geschreven op persoonlijke titel. Het onderzoek is mede mogelijk gemaakt door de NEPROM en Dataland.

¹² Zie onder andere 'Kantoorgebruikers in Beweging', INBO

¹³ Zie ook 'Sprekende Cijfers Kantorenmarkten 2006', thema 'Kansloos Aanbod', waaruit blijkt dat langjarige leegstand ook terug te voeren is op ondermeer uitstraling (van locatie en gebouw), zichtbaarheid, aantal parkeerplekken en uitbreidingsmogelijkheden.

¹⁴ Bron: persbericht NVB, 7 januari 2008

Multi-manager investment and the private property market

Auteur: David Lenahan

As of yearend 2003 real estate investors are capable of investing in private property multi-manager vehicles. The description of a multi manager vehicle used here is: a Fund of Funds of private (or non-listed) property funds. The immaturity with respect to this investment vehicle and the popularity of real estate investment in general, leaves investors questioning the performance ability of multi-managers in the private property market. This research indicates that the benefits provided by Fund of Funds (FoF) are likely to outweigh the extra layer of fees depending on the magnitude of investment.

Analysis regarding multi-manager property investment is conducted in three steps. Initially, multi-manager theory aimed at other industries was examined in order to determine whether multi-manager vehicles are applicable to the private property market. Subsequently performance analysis is carried out on existing performance data of a small sample of operational Fund of Funds. With the intention of proving multi-manager performance sustainability, Monte Carlo simulation was executed to create historical FoF returns. Finally the suitability of multi-manager investment is determined with respect to investor size. Due to the immaturity of the Private Property Fund (PPF) market, the investigation is mostly explorative. Both literature as well as performance data are only limitedly available allowing the admittance of several key assumptions. Nonetheless, this examination of private property multi-managers extends upon existing research and provides a basis which will initiate further academic research.

Existing Multi-manager research is predominantly targeted at industries other than the private property fund market. The prevailing conclusion states that FoF investment vehicles are most fruitful within industries which suffer from informational deficiency. This provides the first indication that multi-managers can be applicable to the private property market as this market is known for its lack of information.

Diversification benefits applicable to multi-manager vehicles

It is this lack of information that also impedes performance analysis. To determine the diversification benefits applicable to multi-manager vehicles, existing quarterly return data (Q4 2003 – Q3 2007) from a small sample of operational FoF are used to present both a benchmark comparison and a Sharpe Ratio comparison. Sample data were provided by ING Real Estate. The results indicate not only benchmark (IPD UK Pooled Property Fund Indices) out performance, but a clear superior performance contrary to its underlying target funds. The FoF sample has a significantly higher Sharpe Ratio of 1.32 compared to a target fund average of 1.12. Hence, multi-manager investment substantially reduces investment risk.

On the other hand, the examination of a small sample of FoF data offers little academic significance. To test for the sustainability of multi-manager out performance, historical FoF return data is created through Monte Carlo simulation. This simulation approach randomly selects Private Property Funds (PPF) from the IPD database (Q4 2003 – Q3 2007) and reproduces hypothetical FoF return data. A comparison of the quarterly return distributions of both the simulated FoF returns as well as the underlying PPFs returns exemplifies the gains from multi-manager investment from a diversification perspective. The results are depicted in exhibit 1.

Exhibit 1

Return distribution statistics: PPF vs. FoF

	PPF	FoF
Mean	4,06	4,08
Median	3,76	4,05
Standard Deviation	1,00	0,46
Sharpe Ratio*	3,01	6,60
Skewness	1,08	0,41

* Risk-free rate = 1,03 (UK 90-day Treasury)

Despite the small sample apparent discrepancies are observable between FoF and PPF return distributions. As both distributions are based on the same sample it's no surprise that the means show equal values. However, the similar median FoF return offers reason to believe that the FoF return distributions are in fact symmetrically distributed. In comparison to the PPF distribution, FoFs show notably less skewness which confirms the more symmetric distribution. Consequently this all translates in significantly lower risk which is exemplified by a standard deviation of 0.41 for FoFs relative to 1.00 for PPFs. Ultimately the risk adjusted return measure for FoFs of 6.60 is notably superior to its PPF counterpart of 3.01.

How many target funds should a multi-manager include in its portfolio?

The superior multi-manager results are largely dependent on diversification benefits. This raises the question of how many target funds a multi-manager should include in its portfolio in order to obtain optimal diversification. To answer this question the Monte Carlo simulation was repeated with a deviating number of underlying assets. The results evidently signify that multi-manager risk reduces as the number of underlying target PPFs increases. This is illustrated by a declining standard deviation of 0.45, 0.31 and 0.25 for 5 PPFs, 10 PPFs and 15 PPFs respectively. In excess of 15 PPFs the risk reduction becomes less significant and possibly decreases. To state that 15 target PPFs is optimal would be a bold statement based on this single investigation. However, despite being relatively small, the current INREV multi-manager database does indicate an average of 15 target funds. In conclusion this simulation approach provides evidence regarding sustainability of multi-manager performance and demonstrates that multi-managers are capable of providing suitable property investment alternatives.

Outweighing the extra layer of fees

As research presents evidence in favor of multi-managers, investors remain opposed to an investment trade-off. The potential success regarding multi-manager vehicles does not make other investment alternatives obsolete. So far, research has only indicated the existence of substantial exposure advantages related to FoFs. The risk reduction due to diversification is difficult to replicate using direct or other indirect investment approaches. Moreover, multi-manager vehicles obviously come with a price tag as well. The opposition frequently cites this to be the primary weakness of multi-manager vehicles arguing that the additional layer of fees offsets the gains obtained by FoFs. The benefits however, exceed that of diversification. Besides superior exposure multi-managers also offer additional advantages. First of all investors are able to take advantage of considerable expertise. Multi-managers possess the knowledge to adequately select the best in class funds, which turns out to be a time consuming and costly task. Primarily the due diligence process offers an important hurdle to individual investors as the industry remains fairly undisclosed. Additionally, multi-managers can often rely on high-quality market

research from within their own organization. At last, keeping track of your portfolio of PPFs entails extensive monitoring and reporting. Especially for relatively small investors this can be quite an effort. In addition to experience, FoFs are typically characterized with a size advantage. As multi-managers pool investor capital they can create economies of scale which translates into several benefits. It facilitates access to funds which are frequently inaccessible to the average investor and offers increased bargaining power enabling multi-managers to negotiate superior terms and conditions.

How much exposure is necessary in order to optimize ones real estate portfolio?

To this point research has illustrated the capabilities of multi-manager investment vehicles. Besides directly investing in properties and indirectly investing in property funds, be it listed or non-listed, the industry is provided with a prominent contender for best real estate investment vehicle. FoFs present an investment opportunity which replicates the risk return structure of direct investment and simultaneously provides exposure which is unmatched by any other type of investment. Only the largest investors are competent enough to gain comparable exposure which is most likely accomplished through PPF investment rather than direct property investment. This raises two important questions. First of all, it must be clear how much exposure is necessary in order to optimize ones real estate portfolio. Secondly it seems imminent to understand at what magnitude investors are large enough to invest in PPFs themselves. The first topic regarding optimal exposure is still wide open for discussion. Theories suggest optimal exposure to range between as few as 20 properties to as much as 500 properties. However, evidence in favor of fewer properties is often based upon a trade-off between the marginal costs and benefits from adding an additional property to a portfolio. As these studies focus on direct real estate investment, the marginal costs can be expected to be significantly higher compared to investing in a multi-manager vehicle which already contains numerous properties through its underlying target funds. Hence, investors can invest in lots of properties without suffering the high marginal costs from direct real estate investment. The exact number remains subject to debate but to analyze multi-manager performance optimal exposure is assumed at 200 properties.

At what magnitude investors are large enough to invest in PPFs themselves?

The second topic in principal applies to institutional investors only. Multi-manager vehicles which aim at retail investors are up and coming but are currently ignored in the analysis. Institutional investors broadly face four investment alternatives besides direct real estate. They are depicted in exhibit 2.

Exhibit 2

Real Estate Investment Alternatives vs. Investor Size (EUR million)

	listed real estate	FoF	seperate accounts	self-investment
	2	77 - 105		192
small	<investment size>			large

As direct real estate is further ignored, the first break point in exhibit 2 boils down to a listed non-listed trade-off. Previous literature on this topic suggests investments below EUR 10 million should primarily focus on listed real estate securities. However, this obviously ignores the inclusion of multi-manager vehicles. As the minimum required investment for FoFs is

believed to average EUR 2 million, listed real estate securities essentially becomes obsolete for investments in excess of EUR 2 million. Besides fully outsourcing real estate investment to a multi-manager, investors also have the opportunity to invest in separate accounts which entails tailor made investment with the benefits of multi-manager expertise and economies of scale. This highly specific investment alternative comes in many forms which makes it difficult to pin point its required investment amounts. However, it is assumed to plot in between traditional FoF investment and individual PPF investment. Two approaches are used to infer the minimum required investment for individual PPF investment. The first approach translates the optimal number of 200 properties into a required number of PPFs. The corresponding average minimum investment amount per PPF is EUR 7 million. This breaks-down to a minimum required investment for investors willing to invest in PPFs themselves. Based on 200 properties a minimum of EUR 77 million is required to invest in PPFs. A second approach compares the costs of investing in a multi-manager vehicle with that of investing in PPFs on one owns account. The cost of directly investing in PPFs is calculated based on industry averages as if operating a multi-manager. The opposing multi-manager investment costs are represented by average FoF fees. Both figures are adjusted according to several assumptions. The results reveal that approximately EUR 192 million is required if investors desire direct PPF investment. Judging from these results it appears clear that only investors willing to invest in excess of EUR 192 million can think about directly investing in PPFs. Below EUR 77 million multi-manager vehicles appear most efficient. In between lays an area which without further research best suits separate account investment. The calculated figures rely on several key assumptions. However, a number of multi-manager benefits could not be quantified in this analysis. Therefore, it is believed that the minimum required amounts can turn out substantially higher in relation to the figures above. Without question though, investors require large sums of capital in order to invest in PPFs themselves which strengthens the multi-manager case.

Conclusion

As noted before, research so far has been explorative. Future research must point out whether the conclusions are reliable as more data becomes available. Nonetheless, this examination has evidently illustrated the existence of a solid base for multi-manager vehicles and that their future does not balance on a thin line. One of the most anticipated break troughs in the PPF industry is the disclosure of fee structures. INREV is working hard to accomplish this goal but fund managers still appear reluctant to fully cooperate and reveal their often complicated fee structures. Once realized, this development in combination with more performance data should provide an improved base for multi-manager performance analysis.

Author: David R. Lenahan MSc has been active at ING Real Estate since July 2006. Starting at Real Estate Finance he earned an internship intended for multi-manager research with ING Real Estate Investment management.

Reference

- Lenahan, D.R. (2008), "Multi-Manger Investment: Does it work for the Private Property Market?", Thesis Real Estate Finance, University of Amsterdam.

Gemeentegrond zonder staatssteun bij binnenstedelijke herstructurering

Door: Dr. Paul Nelisse MRICS

Wanneer gemeentegrond door middel van verkoop in een herstructureringsproject wordt ingebracht, valt deze transactie onder de Europese regelgeving inzake staatssteun. Deze bepaalt, dat ter vermijding van ongeoorloofde staatssteun de grond via een openbare biedprocedure verkocht zou moeten worden, ofwel tegen de getaxeerde marktwaarde. Als taxatiemethodiek komt hiervoor de residuele grondwaardeberekening in aanmerking. Is hiervan de uitkomst echter negatief, wat bij binnenstedelijke herstructurering niet ongebruikelijk is, dan zal de marktwaarde van de grond comparatief bepaald moeten worden met de huidige bestemming als uitgangspunt.

Europese regelgeving inzake ongeoorloofde staatssteun bij grondtransacties

Met enige regelmaat staat de Europese regelgeving inzake (ongeoorloofde) staatssteun bij grondtransacties in de belangstelling. Bijvoorbeeld omdat inwoners van een gemeente menen dat daar sprake van is bij grondtransacties als onderdeel van bepaalde ontwikkelingsactiviteiten in hun gemeente, zoals bij de bouw van een bioscoop in Etten-Leur¹. Of omdat een gemeente de samenwerking met een projectontwikkelaar beëindigt uit angst beticht te worden van het verstrekken van ongeoorloofde staatssteun bij de ontwikkeling van een bedrijventerrein, zoals in Raalte². Branche-organisaties hebben de Europese regelgeving op dit gebied ook al ontdekt: de IVBN heeft bij de Europese Commissie een klacht ingediend inzake de marktverstorende activiteiten van woningcorporaties³. Hierbij hekelt de IVBN onder andere de goedkope grond voor woningcorporaties, als vorm van ongeoorloofde staatssteun. De Neprom heeft in deze materie eenzelfde opvatting als de IVBN⁴. Aedes daarentegen beschouwt de activiteiten van woningcorporaties, en dus ook de door hun bedongen grondprijzen, als marktconform⁵.

Bij binnenstedelijke herstructureringslocaties kan in de praktijk eveneens sprake zijn van ongeoorloofde staatssteun. In het kader van dit artikel wordt er van uitgegaan, dat op deze locaties uitsluitend gemeenten en woningcorporaties de betrokken partijen zijn. In de praktijk kunnen uiteraard ook andere marktpartijen bij de herstructurering betrokken zijn. Brengt een gemeente door middel van verkoop grond in een herstructureringsproject in, dan valt zo'n transactie onder de Europese regelgeving. De regelgeving is erop gericht ongeoorloofde staatssteun te vermijden en behelst in hoofdlijnen het volgende⁶: "De desbetreffende gemeentegrond zou via een open en onvoorwaardelijke biedprocedure verkocht moeten worden ofwel – als hieraan niet voldaan wordt – zou er voorafgaand aan een grondtransactie een helder onderbouwde taxatie van de marktwaarde van de grond moeten plaatsvinden. Uiteraard dient de grondtransactie vervolgens tegen de getaxeerde marktwaarde plaats te vinden".

Taxatie van de grondwaarde ter vermijding van staatssteun

Over de wijze waarop er in een dergelijk geval getaxeed zou moeten worden is uitsluitend gegeven, dat dit "op grond van algemeen aanvaarde marktindicaties en taxatiecriteria" dient te gebeuren. Hiermee wordt de oplossing van het taxatievraagstuk aan de taxateur in de praktijk overgelaten. Deze materie vormt de kern van dit artikel, waarvan de centrale vraag

luit: op welke wijze kan gemeentegrond, onderdeel van een binnenstedelijk herstructureringsproject, getaxeerd worden zodat aan de door “Brussel” gestelde eisen wordt voldaan?⁵ Hiertoe worden in het navolgende de voornaamste aspecten van een dergelijke taxatie behandeld. Dit betreft allereerst het te hanteren waardebegrip. Ten tweede gaat het om jurisprudentie uit de Europese beschikkingen praktijk, die inzicht geven in de toepassing van de regelgeving. Het derde aspect betreft de herstructurering zelf. Als vierde en laatste onderdeel worden enkele methodische aspecten van de grondwaardetaxatie behandeld. Het onderzoekswerk dat aan dit artikel ten grondslag ligt is ten behoeve van een feitelijke taxatie van de grondwaarde van een binnenstedelijke herontwikkelingslocatie verricht. Onderdelen uit de desbetreffende casus worden, in enigszins aangepaste vorm, in dit artikel gebruikt als illustratie bij de beantwoording van de hierboven beschreven centrale vraag.

Marktwaarde

Het eerste aspect bij een taxatie van de grondwaarde is het te hanteren waardebegrip: de marktwaarde. Onder dit begrip wordt volgens de Europese richtlijnen verstaan, “de prijs waartegen de gronden en gebouwen op de datum van waardering bij onderhandse overeenkomst tussen een willige verkoper en een van de verkoper onafhankelijke koper zouden kunnen worden verkocht, waarbij wordt aangenomen dat de betrokken gronden en gebouwen openlijk op de markt worden aangeboden, dat de marktvoorwaarden een regelmatige transactie mogelijk maken en dat, de aard van de gronden en gebouwen in aanmerking genomen, een normaal tijdsbestek beschikbaar is om over de verkoop te onderhandelen”. Als zodanig komt dit waardebegrip overeen met het begrip “marktwaarde” volgens de RICS Taxatie Standaarden⁷.

Jurisprudentie

Het tweede aspect betreft de toepassing van de regelgeving tot nu toe, zoals dit door jurisprudentie vorm heeft gekregen. Aan de beschikkingenpraktijk van de Europese Commissie kunnen de volgende uitgangspunten voor de waardebeoordeling ontleend worden⁶. Er dient rekening gehouden te worden met de bestemming van het terrein, alsmede met (toekomstige) wijzigingen in het bestemmingsplan tenzij er aanzienlijke onzekerheid is over deze toekomstige bestemmingswijziging. Het gebruik van de grond, inclusief eventuele waardevermindering ofwel waardevermeerderende elementen, zal eveneens in de waarde betrokken moeten worden. De taxatie zal de waarde van de grond moeten bepalen, in onbebouwde staat. Bovendien is bij gebrek aan andere referentiepunten de residuele grondwaardeberekening volkomen geschikt.

Herstructurering

Het derde aspect betreft de herstructurering zelf. Hieronder verstaan wij de vernieuwing van stedelijk leefgebied door middel van sloop en nieuwbouw van woonwijken, alsmede de aanverwante investeringen in de openbare ruimte, zoals infrastructuur en groenaanleg. Met herstructurering wordt beoogd de sociale en economische vitaliteit van de desbetreffende wijk te vergroten⁸. Doorgaans zijn de betrokken partijen bij herstructurering: gemeenten en woningcorporaties. Voor dit artikel wordt er van uitgegaan dat er geen andere partijen bij de herstructurering betrokken zijn. Uiteraard ligt de situatie in de praktijk anders en zijn er wel andere partijen zoals particulieren en bedrijven betrokken. Veelal zijn het met name de sober opgezette, monotone wijken uit de jaren vijftig en zestig van de twintigste eeuw die voor herstructurering in aanmerking komen. Als de betrokken

partijen het er eenmaal over eens zijn om tot herstructurering over te gaan, gaat er overigens altijd een lange periode overheen voordat het gereed is. Allereerst zullen er namelijk stedenbouwkundige en sociale plannen gemaakt moeten worden. Een bestemmingsplan zal eventueel gewijzigd moeten worden. Er zal gesloopt en vervolgens weer gebouwd worden. Eén van de hardste noten die de betrokken partijen moeten kraken betreft de verdeling van opbrengsten, kosten en risico's. Hiertoe hebben VROM, Aedes, VNG en NEPROM een afsprakenkader ontwikkeld dat houvast geeft bij het maken van afspraken over de financiële kant van de herstructurering⁹. Hierin wordt de totale gebiedsexploitatie als uitgangspunt genomen. In vele gevallen wordt er daarbij vanuit gegaan dat deze een tekort vertoont. Anders gezegd, er wordt van uitgegaan dat het zogenaamde ‘transformatieresultaat’ negatief is. In de praktijk zal dat ook zo zijn, onverminderd de inspanning van betrokken partijen om de gehele gebiedsexploitatie te optimaliseren. Van het negatieve transformatieresultaat zouden gemeenten de kosten van de openbare ruimte, waaronder infrastructuur en groenvoorziening, voor hun rekening moeten nemen en woningcorporaties het onrendabele deel van de investering in nieuwe sociale huurwoningen. Het bestaan van deze zogenaamde onrendabele top is overigens mede een gevolg van de politieke keuze om de huren van sociale woningen via de “Uitvoeringswet huurprijzen woonruimte” laag te houden¹⁰. Een negatief transformatieresultaat is dus deels een gevolg van overheidsingrijpen en niet van vrije marktwerking. Immers, commerciële marktpartijen zullen doorgaans niet beginnen aan een herontwikkeling met een beoogd negatief resultaat. Woningcorporaties worden echter niet primair door een winst oogmerk gedreven en kunnen dus wel bereid zijn zo'n negatief resultaat te accepteren. En is de herontwikkeling een zaak van woningcorporatie en gemeente, dan zal het gehele transformatieresultaat (negatief of positief) tussen beiden verdeeld moeten worden.

Het afsprakenkader geeft verdere aanwijzingen voor de wijze waarop c.q. de grondslagen waarmee de diverse onderdelen van de herstructurering in de gebiedsexploitatie opgenomen kunnen worden. Met onderstaand getallenvoorbeeld (Tabel 1) wordt het voorgaande geïllustreerd:

Tabel 1. Getallenvoorbeeld gebiedsexploitatie.

Opbrengsten	
Verkoopopbrengst koopwoningen	35.000.000
Bedrijfswaarde toekomstige sociale huurwoningen	20.000.000
Totale opbrengsten	55.000.000
Kosten	
Sociaal plan	5.000.000
Bedrijfswaarde bestaande sociale huurwoningen *	15.000.000
Sloopkosten, opruiming terrein, bodemsanering	5.000.000
Bouw- en bijkomende kosten (incl. bouwrijp maken)	45.000.000
Totale kosten	70.000.000
Saldo	
Saldo opbrengsten en kosten (Transformatieresultaat)	- 15.000.000

* Toelichting: deze post betreft de inbrengwaarde van de corporatiewoningen.

Inherent aan de herstructurering, zal veelal de eigendomssituatie van de grond in het herstructureringsgebied wijzigen. Het nieuwe stratenpatroon zal afwijken van het oude stratenpatroon, hetzelfde geldt voor de footprints van de gebouwen. Openbaar groen zal plaatsmaken voor de bouw van woningen. Omgekeerd kan er openbaar groen komen waar eerst woningen stonden. Gemeente en woningcorporatie zullen dan ook een grondtransactie aangaan. De methodiek voor de prijsbepaling, waarbij ongeoorloofde staatssteun wordt vermeden, zal hierna worden toegelicht. Wellicht ten overvloede wordt er nogmaals op gewezen dat een herontwikkeling door commerciële marktpartijen met winstoogmerk normaliter een positieve uitkomst zal hebben. Het getallenvoorbeeld is dus specifiek voor een herstructurering waarbij sociale woningbouw in het geding is.

Taxatie van de marktwaarde bij herstructurering

Het vierde aspect betreft de taxatiemethodiek voor de grond in het herstructureringsgebied. Er kan als volgt te werk worden gegaan:

- Inherent aan herstructurering zal de toekomstige eigendomssituatie van de percelen niet overeenstemmen met de huidige eigendomssituatie van de percelen. Voor de waardebeoordeling van de grond zal dan ook in beginsel geabstraheerd moeten worden van de huidige of toekomstige eigendomssituatie, en zal uitgegaan moeten worden van de waarde van het complex als één geheel. Dit wordt ook wel de complexwaarde genoemd, ontleend aan artikel 40d lid 2 van de Ontheingingswet.
- Ten behoeve van de taxatie van de complexwaarde zal van een aantal veronderstellingen uitgegaan moeten worden. Eén daarvan is, dat er een onherroepelijk bestemmingsplan is vastgesteld, waarin het voorgestelde herstructureringsplan past.
- Als geschikte methode voor het taxeren van de complexwaarde geldt de residuele grondwaardemethode. Toepassing van deze methode wordt in de Europese beschikkingenpraktijk onderschreven. In Nederland is deze methode in het “Convenant gemeentelijk grondprijnsbeleid” aanbevolen, en in de praktijk wordt zij het meest toegepast¹¹. Deskundigen in de markt achten deze methode ook geschikt voor sociale woningbouw¹². Wel dient opgemerkt te worden, dat deze methode zeer gevoelig is voor de gehanteerde uitgangspunten. De mate van onzekerheid is in een residuele waardeberekening gewoonlijk groter dan die gerelateerd aan andere taxatiemethoden.
- De residuele grondwaarde is feitelijk gelijk aan het transformatieresultaat. Hier zal zich het probleem voordoen dat het transformatieresultaat en daarmee de residuele bepaalde marktwaarde van de grond ook negatief is. Echter, in werkelijkheid kan de marktwaarde van onroerend goed niet negatief zijn omdat in een dergelijke omstandigheid minstens één der partijen geen belang meer heeft bij de transactie en er derhalve geen transactie tot stand zal komen.
- Teneinde in een dergelijke omstandigheid toch tot een waardering van de grond te komen, kan aangesloten worden bij de praktijk van ontheingeningen. Met name de eliminatieregule van artikel 40c van de ‘Ontheingingswet’ is in dit verband relevant. Ontleent het object zijn waarde niet aan de toekomstige bestemming, dan wordt uitgegaan van de huidige bestemming. In de praktijk betekent dit: de waarde van de grond als groenstrook en/of infrastructuur.
- De waarde van groenstroken kan comparatief bepaald worden, aan de hand van markt-informatie over de prijzen van groenstroken (ook wel restpercelen genaamd). Deze markt-informatie kan ontleend worden aan gemeentelijke beleidsnotities ofwel aan transactiegegevens uit het kadaster.

- Vanuit de theorie wordt aangeraden¹³, in een geval als hier beschreven, beide waarden en bijbehorende uitgangspunten en aannames in het taxatierapport te vermelden. Dus: zowel de residueel bepaalde grondwaarde op basis van toekomstige bestemming en toekomstig gebruik, als de comparatief bepaalde waarde op basis van huidige bestemming en huidig gebruik (zie tabel 2).
- Uiteindelijk ontleent de gemeentegrond zijn waarde aan de huidige bestemming en het huidige gebruik en niet aan de residueel bepaalde grondprijs op basis van toekomstige bestemming en toekomstig gebruik, mits uiteraard deze laatste negatief is.

In tabel 2 wordt bovenstaande met behulp van een getallenvoorbeeld geïllustreerd:

Tabel 2. Getallenvoorbeeld taxatie gemeentegrond: verschillende waarden bij verschillende uitgangspunten.

Grondwaarde, residueel bepaald op basis van toekomstige bestemming en gebruik als woonwijk		
Residuele grondwaarde totale herstructureringsgebied (complexwaarde)	€	- 15.000.000
Totale oppervlakte herstructureringsgebied	ha.	5
Oppervlakte in te brengen gemeentegrond in herstructureringsgebied	ha.	1
Gemiddelde grondwaarde per m ² voor het hele gebied (complexwaarde / totale oppervlakte)	€ / m ²	-300
Totale waarde van de in te brengen gemeentegrond	€	-3.000.000
Grondwaarde, comparatief bepaald op basis van huidige bestemming en gebruik als groenstrook		
Waarde groenstroken in de omgeving	€ / m ²	50
Totale waarde van de in te brengen gemeentegrond (1 ha.)	€	500.000

Ter beantwoording van de centrale vraag (op welke wijze kan gemeentegrond, onderdeel van een binnenstedelijk herstructureringsproject, getaxeerd worden zodat aan de door “Brussel” gestelde eisen wordt voldaan?) kan nu het volgende gesteld worden. Indien in een herstructureringsproject de grondwaarde residueel bepaald wordt op basis van de toekomstige bestemming en het toekomstige gebruik en dit doorgaans een negatieve uitkomst tot gevolg heeft (in het voorbeeld: - € 3.000.000,-), zal de grondwaarde comparatief bepaald moeten worden op basis van de huidige bestemming en het huidige gebruik (in het voorbeeld: € 500.000,-). Dit laatste heeft dan uiteindelijk de marktwaarde van de gemeentegrond als uitkomst, waarbij staatssteun vermeden wordt.

Slotopmerkingen

De Europese regelgeving inzake staatssteun en grondtransacties is pas enkele jaren oud en er is nog weinig ervaring mee. Er is ook nog geen jurisprudentie die specifiek ingaat op de waardebeoordeling van gemeentegrond in herstructureringsgebieden met een negatief transformatieresultaat. Evenmin zijn er onderzoeken op dit terrein bekend. Met dit artikel wordt beoogd een bijdrage te leveren aan de toepassing van Europese regelgeving op dit terrein. De beschreven methodiek pretendeert niet allesomvattend te zijn, er is getracht zo goed mogelijk de kaders te beschrijven waarbinnen de methodiek toepasbaar is. De discussie hierover is nog volop gaande, en partijen die betrokken zijn bij herstructureringsprojecten alsmede collega taxateurs worden uitgenodigd hieraan een bijdrage te leveren.

Over de auteur: Dr. Paul Nelisse MRICS, is taxateur bij Colliers International.

Literatuur

- 1 - Grondprijs bios is geen staatssteun, BN De Stem, 27 augustus 2007
- 2 - Raalte zelf verder met plan Zegge VII, De Stentor, 8 december 2007
- 3 - Vastgoedbeleggers dienen klacht in bij Europese Commissie, persbericht IVBN, Voorburg, 19 april 2007
- 4 - Corporaties misbruiken staatssteun in slag om bouwgrond, Cobouw, 20 december 2006
- 5 - Vastgoedbeleggers klagen valse concurrentie corporaties aan, Binnenlands Bestuur, 27 april 2007
- 6 - VROM, Handreiking grondtransacties en staatssteun met achtergrondinformatie over het Europese kader, Den Haag, 2005
- 7 - RICS, RICS Taxatie standaarden (Nederlandse editie), Coventry, 2007
- 8 - Nota Stedelijke Vernieuwing (Tweede Kamer, vergaderjaar 1996-1997, 25 427, nr. 2)
- 9 - VROM, AEDES, VNG en NEPROM, De kosten in beeld, de kosten verdeeld, Den Haag, 2003
- 10 - Zie bijvoorbeeld: (1) E. Arxhoek en A. Vat, Meer waardering voor corporaties?, B&G, Den Haag, december 2003, (2) H. Visser, De mythe van de onrendabele top, (essay) Rotterdam, 2004 en (3) Bijdendijk, F., Wonen zonder staatssteun (essay) Amsterdam, 2007.
- 11 - Zie hiervoor: ECORYS-Vastgoed, De prijs van kwaliteit. Handreiking voor gemeentelijk grondprijsbeleid bij woningbouw, Den Haag 2006, alsmede VROM, Op grond van nieuw beleid. Nota Grondbeleid, Den Haag, 2001
- 12 - Buitelaar, E., B. de Deugd en E. Geuting, Naar een residueel bepaalde grondprijs voor sociale woningbouw?, Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, Alphen aan den Rijn, 2004
- 13 - Lusht, K.M., Real Estate Valuation, 2001

KLANTENBINDING BIJ KANTOORHUURDERS

Kwaliteitsverhoging van kantoorruimte als middel om huurders te binden

Eigenaren van oudere kantoorpanden lopen een financieel risico. Wanneer een huurder besluit te verhuizen, blijft de eigenaar achter met een slecht verhuurbaar pand. De eigenaar kan de huurder aan zich binden, door tegemoet te komen aan diens huisvestingswensen. Het grote voordeel hiervan is een verminderd risico door de zekerheid van een inkomstenstroom.

Door: Ir. Anke Neecke

Inleiding

Vanuit de markt komen signalen dat de commerciële vastgoedmarkt zich aan het herstellen is, hetgeen blijkt uit steeds hoger wordende opnamecijfers. Hoewel dit een positieve ontwikkeling is, betekent het niet automatisch dat de problemen in de vastgoedmarkt voorbij zijn. Op grote schaal worden kantoren bijgebouwd. Gebruikers die hiernaar verhuizen, laten veelal kantoren achter, die zowel technisch als esthetisch flink verouderd zijn. Het probleem met deze kantoren is, dat ze bij leegstand moeilijk verhuurbaar blijken te zijn. Een gebruiker zal veel eerder kiezen voor huisvesting uit het grote aanbod van relatief nieuwe kantoren, dan uit het verouderde aanbod.

Eigenaren van verouderde kantoren kunnen actie ondernemen om ervoor te zorgen dat de huurders, die zij nu hebben, niet verhuizen naar een ander pand. Deze eigenaren moeten zich om die reden gaan bezighouden met klantenbinding. Dit vereist voor veel eigenaren een omslag in hun commerciële denken, maar zoals uit het onderzoek 'Klantenbinding bij kantoorhuurders' blijkt, is dit een omslag die zeker de moeite waard is.

Onderzoek

Verhuurders van kantoorruimte zijn tot veel bereid om nieuwe huurders binnen te halen. Huurvrije periodes van 6 maanden tot 2 jaar zijn niet ongewoon. Daarnaast wordt geregeld aan potentiële huurders een compleet inbouwpakket aangeboden, of een tegemoetkoming in de verhuiskosten. Mogelijkheden om een zittende huurder te behouden, lijken minder vaak voor te komen. Hierbij kan gedacht worden aan het openbreken van een huurcontract, maar ook het verhogen van de kwaliteit van de kantoorruimte is een optie. Om dit laatste goed aan te kunnen pakken, moet de verhuurder op de hoogte zijn van redenen van een huurder om in het pand te willen blijven dan wel uit het pand weg te willen gaan. Met name deze laatste redenen kunnen als strategisch middel worden ingezet om een huurder te binden. Wanneer een verhuurder tot deze laatste optie over wil gaan, zal hij hiervoor kosten moeten maken. De vraag die zich hierbij voordoet, is of deze kosten opwegen tegen de inkomsten die hiermee zeker worden gesteld. De vraagstelling van dit onderzoek is dan ook: is het voor een verhuurder van kantoorruimte financieel aantrekkelijk om door middel van het verhogen van de kwaliteit van een kantoorgebouw de zittende huurders te behouden. Logischerwijs is het financieel aantrekkelijk voor een kantooreigenaar om te investeren in de kwaliteit van een kantoorgebouw, wanneer de te verwachten inkomsten van deze

investering even hoog of hoger zijn dan de kosten die nodig zijn voor het realiseren van de kwaliteitsverbetering.

Kwaliteitsverbetering en te verwachten inkomsten

Regelmatig wordt er door verschillende partijen (Twynstra Guddé, NVB, Inbo) onderzoek gedaan naar verhuisgedrag van kantoorgebruikers op de Nederlandse kantorenmarkt. Wanneer de uitkomsten van deze onderzoeken met elkaar worden vergeleken, blijkt dat de belangrijkste verhuisredenen van kantoorgebruikers die gerelateerd zijn aan het gebouw, te maken hebben met de klimaatbeheersing, de indelingsmogelijkheid en de uitstraling van het exterieur van een kantoorgebouw.

Voor het vormen van deze selectie is er expliciet voor gekozen alleen naar gebouwfactoren te kijken. Andere aspecten die een rol spelen zijn locatie en bedrijfsgerelateerde factoren (zoals groei of fusie), maar deze zijn niet of nauwelijks te beïnvloeden door een verhuurder. Om te bepalen of extra huurinkomsten gegenereerd kunnen worden met kwaliteitsverbeteringen in de gevonden aspecten, moeten deze eerst meetbaar worden gemaakt. Hiertoe is de Real Estate Norm (REN) als onderlegger gebruikt, waarna tot een selectie van factoren is gekomen, die elk een aantal kwaliteitsniveaus hebben.

Figuur 1: geselecteerde factoren en kwaliteitsniveaus

	nr factoren	kwaliteitsniveaus
uitstraling exterieur	1 Type gevel	1. Hoogwaardig 2. Standaard 3. Sober
	2 Mate van herkenbaarheid	1. Wel herkenbaar 2. Niet herkenbaar
	3 Hoofdentree gebouw	1. Wel zichtb. v.a de weg, herkenb. i.d. gevel, <50 m ² , 3-4 voorz. in de hal 2. Wel zichtb. v.a de weg, herkenb. i.d. gevel, <50 m ² , 0-2 voorz. in de hal 3. Niet zichtb. v.a. de weg, niet herkenb. i.d. gevel, > 50 m ² , 3-4 voorz. in de hal 4. Niet zichtb. v.d.weg, niet herkenb. i.d. gevel, <50 m ² , 0-2 voorz. in de hal
klimaat-beheersing	4 Te openen ramen	1. Wel te openen ramen 2. Niet te openen ramen
	5 Klimaatregeling	1. Buitenzonwering, 3-4 items door werknemers te regelen 2. Binnenzonwering, 3-4 items door werknemers te regelen 3. Buitenzonwering, 0-2 items door werknemers te regelen 4. Binnenzonwering, 0-2 items door werknemers te regelen
indelings-flexibiliteit	6 Indelings-flexibiliteit	1. Meerdere kamerbreedtes (stramien van 1,80 m) én kamerdieptes mogelijk 2. Meerdere kamerbreedtes mogelijk (stramien van 1,80 m) 3. Alleen kamerbreedtes mogelijk op een stramien van 3,60 m

Voor het bepalen van de hoogte van eventuele extra huurinkomsten, is gebruik gemaakt van de vignettenmethode, waarbij fictieve situaties aan respondenten voorgelegd worden ter beoordeling. De fictieve situatie bestaat uit een vast aantal factoren, met steeds wisselende kwaliteitsniveaus. In dit onderzoek is aan de vignetten de factor huurprijs toegevoegd, zodat met behulp van regressieanalyse bepaald kan worden welk kwaliteitsniveau bepalend is voor welk deel van de huurprijs. Met andere woorden: wat zijn de huuropbrengsten die toegeschreven kunnen worden aan een bepaald kwaliteitsniveau.

Uit de regressieanalyse is gebleken dat een aantal kwaliteitsniveaus een te lage significantie had om hierover een wetenschappelijk geldige uitspraak te doen. Deze kwaliteitsniveaus zijn daarom niet verder meegenomen in het onderzoek. Dit wil overigens niet zeggen dat kantoorhuurders niet geïnteresseerd zijn in verbeteringen in deze factoren, het is alleen niet in voldoende mate uit dit onderzoek gebleken. Voor de overige kwaliteitsniveaus is berekend voor welk deel van de huurprijs zij verantwoordelijk zijn.

Figuur 2: extra huurprijs per kwaliteitsniveau

Ingreep	Extra huurprijs*	
Van	Naar	
Type gevel 2	Type gevel 1	€ 27,80
Type gevel 3	Type gevel 2	€ 45,70
Type gevel 3	Type gevel 1	€ 73,50
Mate van herkenbaarheid 2	Mate van herkenbaarheid 1	€ 51,40
Hoofdentree gebouw 3	Hoofdentree gebouw 2	€ 52,60
Hoofdentree gebouw 4	Hoofdentree gebouw 3	€ 20,10
Hoofdentree gebouw 4	Hoofdentree gebouw 2	€ 72,70
Te openen ramen 2	Te openen ramen 1	€ 54,90

Kosten van de kwaliteitsverbetering

Voor het berekenen van de kosten van de kwaliteitsverbeteringen is per kwaliteitsniveau bepaald welke ingrepen nodig zijn om de nieuwe kwaliteitsniveaus te realiseren en welke kosten aan deze ingrepen verbonden zijn. Zo is bij de factor 'Type gevel' uitgegaan van een opbouw van de bouwkosten uit drie componenten. Ten eerste zijn er kosten opgenomen voor het slopen van de oude gevel, daarnaast zijn kosten meegenomen voor de aanschaf en het plaatsen van een nieuwe gevel en ten slotte is rekening gehouden met kosten voor het tijdelijk herhuisvesten van de zittende huurder. Per factor zijn op deze manier de kosten voor de verschillende kwaliteitsniveaus berekend.

Figuur 3: kostenranges per kwaliteitsniveau

Factor	Kwaliteitsniveau	Kostenrange	€/ ...	Kostenrange	€/ ...
Type gevel	1	€ 300 - € 450	m ² gevel	€ 25 - € 35	m ² VVO
	2	€ 450 - € 600	m ² gevel	€ 25 - € 35	m ² VVO
Herkenbaarheid gebruiker	1	€ 500 - € 1000	-	-	-
	2	€ 23.150 - € 42.250	-	-	-
	3	€ 32.150 - € 43.350	-	-	-
Hoofdentree	1	€ 55.150 - € 71.350	-	-€ 4.500 - €6.000	jaar
	2	€ 23.150 - € 42.250	-	-	-
Te openen ramen	1	€ 170 - € 220	m ² gevel	-	-

Investeringsmodel

Om de effecten van een ingreep te visualiseren, is een investeringsmodel ontwikkeld. Dit model bestaat uit een assenstelsel met vier kwadranten. De bovenkant van het model geeft de investering weer die gedaan moet worden om een bepaalde ingreep uit te voeren en de onderkant van het model toont de investering die gedaan kan worden, op basis van de extra huur die met een bepaalde kwaliteitsverbetering gegenereerd kan worden.

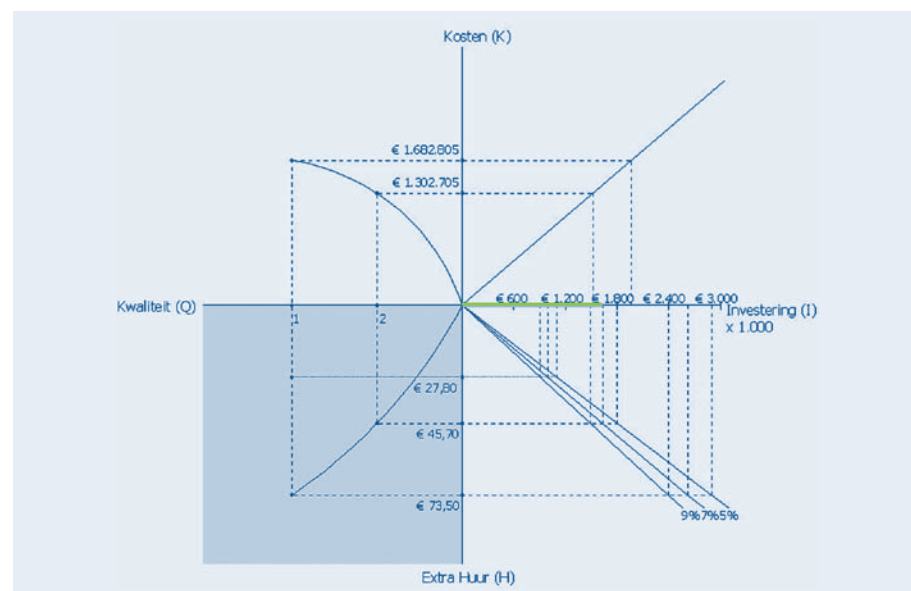
Ter illustratie is het model ingevuld voor de factor 'Type gevel'. Deze factor heeft drie verschillende kwaliteitsniveaus: 1. hoogwaardig, 2. standaard en 3. sober, welke zijn uitgezet op de kwaliteitsas (Q), waarbij het laagste kwaliteitsniveau het nulpunt van het assenstelsel is. Vanuit de kwaliteitsniveaus kunnen de bijbehorende extra huurprijzen gevonden worden, berekend vanuit het laagste kwaliteitsniveau. Dus kwaliteitsniveau 2 houdt een verbetering in van niveau 3 naar 2. De verbetering van niveau 2 naar 1 is niet vanuit het laagste niveau berekend en is daarom met behulp van een andere stippellijn weergegeven.

Het model is bedoeld om de situatie van een specifiek kantoorgebouw weer te geven. In het onderzoek is gebruik gemaakt van drie fictieve kantoorgebouwen, die alleen verschillen in omvang. In dit voorbeeld worden kwaliteitsverbeteringen in de gevel doorgerekend voor gebouw C, dat vijf bouwlagen heeft en een BVO (bruto vloeroppervlak) van 5.459 m².

Op elke investering die een kantooreigenaar doet, zal hij een bepaald rendement willen behalen. Rendementen op vastgoedinvesteringen liggen gemiddeld rond de 7%, maar het gewenste rendement is afhankelijk van de eigenaar. Daarom is in het model rekening gehouden met drie verschillende rendementen: 5%, 7% en 9%. Om te komen tot de mogelijke investering zijn NCW-berekeningen (Netto Contante Waarde) uitgevoerd. Hierbij is uitgegaan van een huurcontract met een looptijd van 10 jaar en een gemiddelde inflatie van 2,3%. De berekende mogelijke investeringen zijn af te lezen in het model.

Aan de bovenkant van het model is per kwaliteitsniveau weergegeven wat de totale bouwkosten zijn, behorend bij de ingrepen die nodig zijn om het betreffende kwaliteitsniveau te realiseren. Naast deze bouwkosten moeten er nog andere kosten gemaakt worden. Deze extra kosten zijn doorberekend in het kwadrant K-I en zijn bestaan uit algemene bouwplaatskosten (8%), algemene bedrijfskosten (5%) en winst en risico (3%). De totale investering die nodig is om de kwaliteitsverbetering te realiseren is uitgezet op de investeringsas (I).

Figuur 4: Investeringsmodel voor 'type gevel' bij kantoor C



Input	Gebouw C	Output	Type gevel		
Inflatie	2,3%	Mogelijke Investering			
		Extra Huur	IRR = 5%	IRR = 7%	IRR = 9%
looptijd NCW	10 jaar	€ 27,80	€ 1.095.699	€ 993.150	€ 904.392
VVO (m ²)	4640	€ 45,70	€ 1.801.202	€ 1.632.625	€ 1.486.716
Geveloppervlak (m ²)	2534	€ 73,50	€ 2.896.901	€ 2.625.775	€ 2.391.10
		Kosten	Benodigde investering		
		€ 1.302.705	€ 1.521.586		
		€ 1.682.805	€ 1.965.550		

In het model kan nu eenvoudig afgelezen worden of een investering aantrekkelijk is of niet. Wanneer dit gedaan wordt voor de kwaliteitsverbetering van een sobere gevel (type 3) naar een standaard gevel (type 2), wordt gestart op de Q-as bij punt 2. Hieruit volgt dat voor deze kwaliteitsverbetering een extra huur gevraagd kan worden van €45,70 per vierkante meter VVO (verhuurbaar vloeroppervlak). Indien het gewenste rendement van de kantooreigenaar 7% is, kan hij hiermee een investering doen van €1.632.625.

De kosten die nodig zijn om een standaard gevel te plaatsen bedragen voor gebouw C €1.302.705. Wanneer hier de verschillende opslagen over berekend worden, moet de kantooreigenaar rekening houden met een investering van €1.521.586. Deze benodigde investering is lager dan de mogelijke investering, waardoor bij deze kwaliteitsverbetering bij gebouw C het door de kantooreigenaar gewenste rendement van 7% behaald is. Het behaalde rendement op deze investering is zelfs 8%.

Toepassing van het model

Wanneer een kantooreigenaar voor zijn eigen gebouw wil bepalen of een bepaalde kwaliteitsverbetering financieel aantrekkelijk is, kan hij hiervoor het model voor zijn eigen gebouw invullen. Hierbij moeten echter wel een aantal kanttekeningen worden geplaatst. De huurprijzen die in het vignettenonderzoek zijn gevonden, kunnen niet direct worden overgenomen voor de eigen situatie. Deze waarden gelden eerder als richtlijn en kunnen een instap vormen bij de huurprijsonderhandelingen tussen eigenaar en huurder. Daarnaast zou het onderzoek de suggestie kunnen wekken dat met meerdere kwaliteitsverbeteringen in één kantoorgebouw de nieuwe huur berekend kan worden door de huurverhogingen van de verschillende ingrepen bij de oude huurprijs op te tellen. Hiermee wordt echter al snel de grens van de markthuurlen te veel overschreden. Er kan niet van een huurder verwacht worden dat hij bereid is een huurprijs te betalen voor een kantoorpand in Amsterdam Zuidoost, wanneer hij voor dezelfde huur een kantoorpand op de Zuid-As zou kunnen huren.

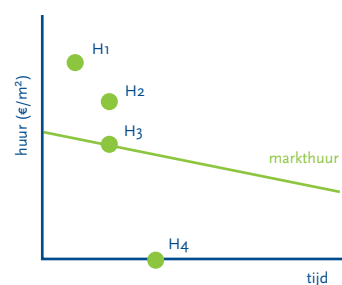
Desondanks is het model uitermate geschikt om een snel beeld te vormen van de haalbaarheid van een investering. Vervolgens kan een kantooreigenaar zelf in detail (laten) berekenen wat de investering hem precies kost en kan hij tijdens onderhandelingen met de huurder de precieze extra huur bepalen.

Opbouw totale huur

Belangrijk is dat de kantooreigenaar een goede afweging maakt tussen het financiële risico dat hij loopt wanneer een verhuurder besluit te verhuizen en de zekerheid die hij krijgt wanneer er een nieuw huurcontract met de zittende huurder wordt afgesloten. Het kan

voorkomen dat de huur die nu betaald wordt door de huurder hoger ligt dan de markthuurl (H₁), doordat het huurcontract opgesteld is toen het nog goed ging met de economie. Bij het vaststellen van een nieuwe huur moet de verhuurder er rekening mee houden dat deze gebaseerd is op de markthuurl, waar de verhogingen bovenop zullen komen (H₂). Toch is het interessant om deze optie te bekijken. De kans is groot dat de huurder van de voor hem aantrekkelijke marktomstandigheden wil profiteren en elders gaat huren. Wanneer dit gebeurt, kunnen zich twee situaties voordoen voor de kantooreigenaar. Er wordt een nieuwe huurder gevonden, waarmee een huurcontract wordt afgesloten tegen H₂ (bij kwaliteitsaanpassingen) of H₃ (wanneer geen kwaliteitsaanpassingen worden doorgevoerd), of er wordt geen nieuwe huurder gevonden en het pand komt voor langere tijd leeg te staan (H₄). De kans dat dit laatste gebeurt is afhankelijk van de kwaliteit van een kantoorpand. Hoe groter het risico dat de verhuurder loopt dat hij met leegstand te maken krijgt, hoe aantrekkelijker het voor hem is dit risico te verkleinen door te investeren in het pand en hiermee de zittende huurder te behouden.

Figuur 5: verschillende mogelijke huurhoogtes



Conclusie

Met het onderzoek is aangetoond dat het voor een kantooreigenaar financieel erg aantrekkelijk kan zijn om te investeren in de kwaliteit van zijn kantoorgebouw, als hij daardoor de zittende huurder kan behouden. De belangrijkste winst die de kantooreigenaar hiermee behaalt, is de afname van het risico dat hij zijn huurder kwijtraakt en daarmee de inkomstenstroom van het kantoorgebouw. Verder komt uit het onderzoek naar voren dat het 't meest

aantrekkelijk is om te investeren in de herkenbaarheid van de huurder in een kantoorgebouw, gevolgd door de hoofdentree van het gebouw, de aanwezigheid van te openen ramen en het type gevel van het gebouw.

Over de auteur: Ir. Anke Neecke heeft haar afstudeeronderzoek geschreven aan de faculteit Bouwkunde van de Technische Universiteit Delft onder begeleiding van ir. Monique Arkesteijn en drs. Philip Koppels en heeft met haar scriptie de IVBN Scriptieprijs 2008 gewonnen. Zij is nu werkzaam als huisvestingsadviseur bij Kraan Consulting BV te Rotterdam. Voor meer informatie over het onderzoek kunt u contact opnemen via aneecke@kraan-consulting.com.

Literatuur

- Enk, W. van, De knieval voor de huurder van kantoren, PropertyNI Magazine, januari 2003, jaargang 3, nr. 1
- Geltner, D., Miller, N., Commercial Real Estate Analysis and Investments, South-Western Publishing, Cincinnati, Ohio, 2001
- Inbo, Kantoorgebruikers in beweging 2005, 2005
- NVB, Kantoorgebruikers in profiel, 2002
- SEO, Een prijskaartje aan kwaliteitskenmerken van kantoren, Amsterdam, 2002
- Twynstra Guddé, Het nationale kantorenmarktonderzoek 2004, Twynstra Guddé Management Consultants, 2004
- Vastgoedmarkt e-mail nieuwsbrief, Kantorenmarkt succesvol in eerste kwartaal, 8 april 2008

Property Research Quarterly: Call for Papers

Property Research Quarterly signaleert nieuwe ontwikkelingen in de wetenschapsgebieden die relevant zijn voor de vastgoedsector: economie, sociale geografie, bouwkunde, planologie maar bijvoorbeeld ook bestuurskunde. De uitgave biedt een podium voor analyses en discussies die kunnen bijdragen aan de verdere ontwikkeling van de vastgoedsector. Voor de editie december 2008 roept de redactie auteurs op rond het thema:

Het (her)gebruik van bijzondere vastgoedobjecten

Er lijkt een trend te bestaan in het transformeren van vastgoed voor nieuwe gebruiksfuncties. Soms een enkel gebouw, soms hele gebieden. Van fabriekshal naar appartementencomplex, van kerk naar tentoonstellingsruimte en van gasfabrieklocatie naar cultureel centrum. Dit transformeren 'lijkt' een trend, maar is in werkelijkheid van alle tijden. De voormalige kerk 'Paradiso' in Amsterdam, wordt al sinds jaar en dag toepasselijk de 'poptempel' van Nederland genoemd en de 'Asta' in Den Haag is alleen nog bij de oudere Hagenezen bekend als bioscoop. De gebouwen blijven min of meer bestaan, maar krijgen - soms heel letterlijk - een ander leven. Hergebruik van bestaande, zeer specifieke gebouwen - of groepen van gebouwen -, kan om verschillende redenen interessant zijn. Ten eerste is een tweede leven in sommige gevallen duurzamer, ook economisch, dan sloop en nieuwbouw van een pand. De gebouwen hebben bovendien kwaliteiten die niet altijd eenvoudig met nieuwbouw te realiseren zijn. Daarnaast hebben sommige gebouwen nog een andere functie naast de directe functie van het gebouw, ze zijn 'beeldbepalend' en hebben bijvoorbeeld de functie van oriëntatiepunt of zijn essentieel in de stedenbouwkundige structuur. Een derde aspect heeft te maken met de emotionele binding van mensen. Mensen hebben herinneringen aan het gebouw omdat er belangrijke gebeurtenissen uit hun leven hebben plaats gevonden of ontlenuen zelfs een deel van hun identiteit aan het gebouw. Al dit soort redenen spelen een rol bij de beslissing over het al dan niet hergebruiken en bij het bepalen van een geschikte functie.

In dit themanummer willen we ons richten op bijzondere vastgoedobjecten. We denken hierbij bijvoorbeeld aan kerken, scholen, watertorens, molens, bioscopen, oude fabrieken en ander industrieel erfgoed. We noemden al drie aspecten, maar wellicht zijn er nog andere aspecten die belangrijk zijn bij de besluitvorming. Onderwerpen waaraan kan worden gedacht zijn:

- Hoe functioneren bijzondere vastgoedobjecten in een bredere ruimtelijke context?
- Welke rol spelen bijzondere vastgoedobjecten bij de transformatie van stedelijke gebieden?
- Hoe beïnvloeden de oorspronkelijke eigenaren het hergebruik van de gebouwen?
- Welke nieuwe eigenaren zijn geïnteresseerd in het eigendom en/of het gebruik van dit type vastgoed?
- Welke nieuwe functies kunnen in welk type gebouw een plek vinden? Welke zijn kansrijk en welke juist niet?
- Welke belemmeringen komen eigenaren of initiatiefnemers tegen bij hun pogingen tot hergebruik, in de ontwikkel- en exploitatiefase?
- Welke specifieke kosten zijn verbonden aan hergebruik?

Auteurs die een bijdrage willen leveren en die de uitdaging aan willen gaan deze bijdrage uit te tillen boven het niveau van een casus-, project- of objectbeschrijving, nodigen we uit om voor 15 augustus een korte opzet van hun artikel te sturen. De deadline voor definitieve artikelen die ter commentaar aan onze referenten worden voorgelegd is 1 oktober 2008. Voor publicatie moeten de artikelen zijn afgerond voor 1 november.

De redactie verwelkomt artikelen vanuit de wetenschap, het toegepast onderzoek en de praktijk. De bijdrage moet zijn gebaseerd op eigen wetenschappelijk of toegepast onderzoek, of becomingmentarieert onderzoek van derden.

Auteursrechtlijnen zijn achter in iedere editie van het blad opgenomen of op te vragen bij de redactie.

Correspondentieadres: vogon@propertynl.com.

VOGON Studiemiddagen

Ook dit jaar organiseert de Vereniging Onroerend Goed Onderzoekers Nederland (VOGON) opnieuw een aantal studiemiddagen. Deze zijn voor VOGON leden gratis, derden betalen een klein bedrag.

De volgende data kunt u alvast in uw agenda noteren:

Donderdag 4 september:	Gemeentes
Vrijdag 9 november:	Jaarlijks VOGON symposium Dit jaar staat centraal "Retail"

Locatie, tijdstippen en sprekers worden nog bekend gemaakt.

Voor meer informatie, zie www.vogon.nl

25
26
27
28

15th Annual European Real Estate Society Conference
18-21 June 2008, Krakow Poland
Informatie: www.eres.com

29
30
01
02

INREV Annual Conference 2008

24 June 2008, Istanbul
Informatie: www.inrev.org

Waardebepaling Vastgoed

24 & 25 juni 2008, Meeting Plaza, Utrecht
Informatie: www.vastgoed-instituut.nl

AFIRE European Conference

25 & 26 June 2008, Amstel Intercontinental, Amsterdam
Informatie: www.afire.org

EPRA Conference

4 & 5 september 2008, Stockholm
Informatie: www.epra.com

GRI Europe Summit 2008

15 & 16 September 2008, Paris
Informatie: www.globalrealestate.org

INREV Investors Only Seminar

17 & 18 September 2008, TBC Paris,
Informatie: www.INREV.org

Stedendriehoek Vastgoed 2007

18 september 2008, Apeldoorn
Informatie: www.managementproducties.com

Nationale Dubodag 2008

25 september 2008, Rotterdam
Informatie: www.dubodag.nl

EXPO Real 2008

6-8 October 2008, New Munich Trade Fair Centre, München
Informatie: www.exporeal.net

INREV CFO Conference

15 October 2008, TBC, Lisbon
Informatie: www.INREV.org

Star City of the Future

20-22 October 2008, TBC, Lisbon
Informatie: www.star-int.info

Zicht op de Zuidas: een kwantitatieve analyse van exposure verlies bij het Dokmodel Zuidas | M.A. Greve, 2007.

Onderzoek naar een aspect uit locatietheorieën waarbij gebleken is dat de zichtbaarheid (determinant zichtlocatie), de herkenbaarheid en de bekendheid van gebouwen ook een rol spelen bij het positioneren van vastgoed en de waardeontwikkeling. De toplocatie Zuidas moet kunnen concurreren met La Défense in Parijs en de Docklands in London. De Zuidas moet volgens publieke en private partijen een locatie van internationale allure worden, onderstreept door het imago en hoogwaardige architectuur. Veel wordt bovendien verwacht van de economische betekenis voor Amsterdam en voor Nederland, nl. de reputatie van Amsterdam als belangrijk financieel centrum in West-Europa en de vestigingskansen voor multinationals. Uit de enquête kwam naar voren dat kantoorgebruikers bereid zijn meer kantoorhuur te betalen, zowel bij het Dijkmodel (bovengronds) als bij het Dokmodel (ondergronds). Vooral goede bereikbaarheid en zichtbaarheid worden hoog gewaardeerd. Nog meer gewaardeerd worden het imago van de Zuidas en de aanwezigheid van grote en gerenommeerde bedrijven. Masterthesis in het kader van de MSRE opleiding, jaargang 2008, aan de Amsterdam School of Real Estate.

Consumentgerichte wooninnovatie | A.N. Verveen. - Amsterdam, 2008.

Studie naar de wijze waarop effectieve marketing vernieuwing in woningontwikkeling kan doorvoeren. Bij marketinginnovaties zullen individualisatie en afschrijving van tijdsgebonden onderdelen zoals keuken en sanitair uitgangspunt zijn. De stap van segmentatie naar fragmentatie zou additionele opbrengsten moeten genereren. Bij een duidelijke klantwaardenscheppende strategie kunnen oplevergebreken en faalkosten voorkomen worden. De onderzoeksmethodiek bestaat uit diepte-interviews, bench-marks en cases waar gerichte wooninnovaties worden getoetst. De thema's Differentiatie, Klantwaarde en Waardeketen worden uitvoerig theoretisch uitgewerkt en deels omgezet in praktische instrumenten. Bij Differentiatie wordt een situatieschets van de Nederlandse woningmarkt gegeven, evenals een selectie van gezaghebbende modellen van externe omgevingsanalyse (Levitt) en de keuze strategie van Porter. Voor een systematische analyse wordt een uitgebreid stappenplan aangegeven. Bij klantwaarde worden psychografische kenmerken als waarden, mentaliteit en levensstijl gekoppeld aan visuele woonproducten en -omgevingen. Bij waardeketen komen vijf fasen in het ontwikkelingsproces aan de orde: initiatief, planfase, ontwerpfase, realisatiefase en exploitatiefase. De visies zijn vergeleken in drie casestudies: Groothuis in Almelo, gericht op het middensegment met prefab (half)vrijstaande woningen; Lingotto in Amsterdam, een onafhankelijke ontwikkelaar van middelgrote projecten; MoreForYou in Amersfoort, een adviesbedrijf voor wijkontwikkeling, dat werkt met 3d tekenwerk en ketengeïntegreerde informatiesystemen. Masterthesis in het kader van de MSRE opleiding, jaargang 2008, aan de Amsterdam School of Real Estate.

De beleveniseconomie in de projectontwikkeling: genereren belevenisconcepten in de woningbouwontwikkeling wel of geen meerwaarde | G.G.A. Mensink, 2008.

Studie naar het begrip en meerwaarde van belevingsconcepten voor de woonconsument aan de hand van Vinexlocaties in Rotterdam, de Meern, Helmond en IJsselstein. Naast de kwantitatieve en functionele is een emotionele vastgoedontwikkeling in gang gezet. Naast de functionaliteit van woningen bekijkt men de gebruikswaarde, belevingswaarde en de toekomstwaarde. Voor het onderzoek zijn hypothesen opgesteld met gebruikmaking van theorieën uit de beleveniseconomie, concepting en conceptontwikkeling (TCN FLOW model) en woningbouwontwikkeling. In de drie casuïstische onderzoeken zijn nieuwbouwlocaties geselecteerd. De onderzoeksmethoden zijn het Belevenslocatiemodel, de benchmarkanalyse, een schriftelijke enquête en een discussiepanel. Er wordt onderscheid gemaakt tussen de fysieke woonbelevingscontext, de sociale woonbelevingscontext en de individuele woonbelevingscontext. Conclusie is dat de belevenisconcepten binnen de huidige woningbouw meerwaarde genereren voor woningconsumenten. Voor de projectontwikkelaar betekent het toepassen van belevenisconcepten binnen de woningbouwontwikkeling een waardecreatie op mentaal en monetair vlak. Masterthesis in het kader van de MSRE opleiding, jaargang 2008, aan de Amsterdam School of Real Estate. Winnaar van de Amsterdam School of Real Estate prijs voor de beste masterthesis 2007-2008.

Herontwikkeling van naoorlogs winkelvastgoed : een andere ontwikkelbenadering door gebruik van de variantenanalyse | Raymond Mulder, 2007

De winkelmarkt is afhankelijk van de hoogte van de toonbankbestedingen. Die lopen terug doordat een deel van de consumptie niet in winkels maar wordt besteed aan reizen, recreatie en gezondheid. Ook wordt een groeiend deel van de consumptie aan internetwinkelen besteed. De bestaande voorraad heeft aandacht, meer dan nieuwbouw. De herontwikkeling van winkelcentra wordt behandeld met de variantenanalyse aan de hand van vier onderwerpen: de huidige retailmarkt, de huidige voorraad, de toekomstige retailmarkt, het RO-beleid en de invloed daarvan op de retailmarkt. In de case studies over de winkelcentra de Zilverkamp in Huissen en de Meent in Papendrecht komen een beknopte theorie over de bepaling van de marktruimte en een praktische toets voor de bepaling van de marktruimte en de bepaling van de ontwikkelvarianten. Ook is het PRC-exploitatiemodel gebruikt. Masterthesis in het kader van de MSRE opleiding, jaargang 2008, aan de Amsterdam School of Real Estate.

Richtlijnen voor auteurs

Grondslag

Aan artikelen liggen bij voorkeur de resultaten van concreet onderzoek ten grondslag en bevatten goed onderbouwde praktische relevantie/nieuwswaarde voor de vastgoedsector. Het kan zowel gaan om fundamenteel wetenschappelijk onderzoek als om toegepast wetenschappelijk onderzoek. De resultaten van onderzoek moeten breed toepasbaar zijn. Onderzoek dat uitsluitend betrekking heeft op individuele locaties of regio's, past niet in de formule. Daarnaast biedt de redactie ruimte voor opiniërende artikelen. Ook die vinden echter hun basis in onderzoek. De redactie streeft naar een aantrekkelijke afwisseling van langere en kortere artikelen. De maximale lengte is circa 2000 woorden.

Opbouw

Een artikel is bij voorkeur als volgt opgebouwd:

- een korte, prikkelende inleiding met de belangrijkste conclusies (maximaal 75 woorden)
- een beschrijving van het onderzoek, met accenten op:
 - de wetenschappelijke betekenis van het onderzoek,
 - de belangrijkste conclusies
 - de betekenis van de onderzoeksresultaten voor de vastgoedpraktijk
 - een korte beschrijving van de onderzoeksmethodiek.

Het verdient aanbeveling te vermelden op welke manier geïnteresseerde lezers kennis kunnen nemen van de onderzoeksresultaten.

Auteurs dienen (een selectie van) hun bronnen op te nemen.

Procedure

De redactie stelt het op prijs wanneer auteurs een outline van hun voorgenomen artikel toezenden. Op basis hiervan kan de redactie beoordelen of een uitwerking tot een volledig artikel zinvol is. Artikelen worden beoordeeld door een vakredacteur en een externe referent. Er is sprake van een tweezijdig blinde beoordeling. Auteurs ontvangen opmerkingen via de vakredacteur waarna aanpassingen kunnen plaatsvinden.

Door het artikel aan te bieden aan Property Research Quarterly verklaart de auteur dat hetzelfde niet tegelijkertijd elders ter publicatie wordt aangeboden. De uiteindelijke beslissing tot plaatsing 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 ten goede komen zonder noemenswaardige inhoudelijke gevolgen, kunnen door de redactie zonder overleg met de auteur worden aangebracht.

Wijze van aanleveren

Voor aanlevering gelden de volgende technische richtlijnen:

- artikelen: als MS Word-bestand
- gebruikte illustraties (grafieken, tabellen, stroomschema's): separaat aanleveren
- de onderliggende data voor grafieken: als separaat MS Excel-bestand (alleen waarden, zonder formules)
- kaartmateriaal: als EPS-bestand (Adobe Illustrator).

Voorstellen voor artikelen kunnen digitaal worden aangeleverd via:

vogon@propertynl.com