

PRR

PROPERTY RESEARCH QUARTERLY

PROPERTY RESEARCH QUARTERLY

ONAFHANKELIJK ONDERZOEK VOOR DE VASTGOEDPROFESSIONAL

DEZE UITGAVE WORDT MEDE MOGELIJK GEMAAKT DOOR:

▶▶▶ EEN UITGAVE VAN VOGON EN PROPERTYNL



Vastgoed Ontwikkeling



JULI 2005 JAARGANG 4 NR 2

VOOR DEZE UITGAVE WERKEN SAMEN



JULI 2005 JAARGANG 4 NR 2

THEMA BELEGGINGEN:

EUROPEES ONDERZOEK: WHERE DO RETAIL INVESTORS SHOP?

PORTFOLIO BELANGRIJKER VOOR BELONING MANAGEMENT DAN PRESTATIES

THE IMPORTANCE OF BEING DIVERSIFIED

TOEKOMST VASTGOEDBELEGGEN: 'BOMEN BLIJVEN NIET TOT IN DE HEMEL GROEIEN'

STEDELIJKE VERSCHILLEN KLEUREN NEDERLANDSE KANTORENMARKT

FUNCTIEVERANDERING ONDERBELICHT IN BINNENSTEDELIJKE VERNIEUWING

Nozeman	Brussels lof	3
Onderzoek	Kantorenmarkt	
	Stedelijke verschillen kleuren Nederlandse kantorenmarkt door Oedzge Atzema, Piet Korteweg en Nicolaas Waaning	4
	Woningmarkt	
	Funcieverandering onderbelicht in binnenstedelijke vernieuwing door Casper Stelling en Pepijn de Vette	12
	Thema: beleggingen	17
	• Waar moeten vastgoedbeleggers winkelen? door Bert Teuben	18
	• Disconteringsvoet voor taxaties: op weg naar gefundeerde DCF-waardering door Toon van Hulst	24
	• Beloning in vastgoedfondsen: loon naar werken? door Nils Kok en Piet Eichholtz	32
	• Objectspecifieke risico's zijn uit te vlakken door Bert Teuben en Ralph van Polanen Petel	40
	• The importance of being diversified: diversification through global securitized real estate door Foort Hamelink	46
	• De toekomst van de Nederlandse vastgoedbeleggersmarkt door George Jautze, Lisette van Doorn en Marcel Theebe	52
WVTTK	VOGON kijkt over de grens	56
Terugblik	Vastgoed en kapitaal meer vervlochten door Martijn Scholten	57
Signalering	Voor u geselecteerd	58
	Agenda	59
Auteursrichtlijnen		60

COLOFON

Property Research Quarterly signaleert nieuwe ontwikkelingen in de wetenschapsgebieden die relevant zijn de vastgoedsector. Daarnaast worden in Property Research Quarterly wetenschappelijke inzichten toegepast om aanbevelingen te doen voor commerciële vastgoedpartijen, overheden en maatschappelijke instellingen. 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. Bij de vorige editie is abusievelijk ING Real Estate onvermeld gebleven als sponsor, waarvoor onze excuses.

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

Hoofdredactie/directie
Wabe van Enk

Gedelegeerd hoofdredacteur
drs Erik de Boer

Redactie
Herbert Fens, drs Boris van der Gijp MRE, drs Peter ter Hark MRICS, dr Jos Janssen, drs Gert-Jan Kapiteyn RBA, mr Peter van Mierlo, drs Han Olden, dr Cees-Jan Pen, Monique Roso (eindredactie), drs Gerjan Vos

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

Druk
Grafisch Bedrijf Tuijtel

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

ISSN 1570-7814

Brussels lof

door Ed Nozeman

Als kind gruwde ik van witlof. Dat veranderde toen mijn moeder dat bittere goedje met bijzondere ingrediënten vermengde. Daardoor werd het opeens een lekkernij. Diezelfde sensatie maakte zich van mij meester toen ik vlak voor het referendum over de Europese Grondwet de tekst ervan nog eens doorbladerde. Eerlijk is eerlijk, ik heb het niet zo op regelgeving die ons van buiten de landsgrenzen wordt opgelegd. Zeker als die getuigt van weinig gevoel voor de eigen gewoonten, verhoudingen en omstandigheden. Maar de EU onderschrijft het subsidiariteitsbeginsel. Zij bemoeit zich niet met zaken die het land zelf beter regelt. Wat ruimtelijke ordening en vastgoedontwikkeling betreft is dat een geruststellende gedachte. Dat onderwerp mogen we zelf vorm en inhoud geven, centraal dan wel decentraal. Een zorg minder voor burgers, maar ook prettig voor bestuurders. Althans, zo lijkt het op het eerste gezicht, maar schijn bedriegt nog wel eens.

De EU is een octopus en haar zenuwcentrum zit in Brussel. Haar tentakels reiken ver en ook het beleidsterrein van r.o. en vastgoed laat zij niet onberoerd, in weerwil van genoemd beginsel.

OK, maatvoering en materialen van woningen, winkels en kantoren mogen we nog zelf bepalen. Dat geldt ook voor de kwaliteit van het openbaar gebied. Binnenstedelijke herstructureringsprogramma's, daar komt geen EU-richtlijn aan te pas. Maar de locatiekeuze van nieuwe uitleggebieden, van windmolenparken loopt wel tegen beperkingen van supranationale aard op. Ook het infrastructuurbeleid kunnen we niet meer in alle vrijheid bepalen. Want er is Europese milieuwetgeving. Zo hebben we de Vogel- en Habitatrichtlijn en de afspraken over verbetering van de luchtkwaliteit. Die raken onze ruimtelijke inrichting wel degelijk.

Met de Europese mededinging- en aanbestedingsregels wordt de concretisering van ontwikkelingsplanologie er niet gemakkelijker maar wel transparanter op. We zijn niet meer vrij in de keuze van de partners en dat beïnvloedt de kwaliteit van de plannen. Binnen het regionale stimuleringsbeleid zijn er wel de royale structuurfondsen, maar het instandhouden of lokken van individuele bedrijven gaat nauwelijks meer door de Brusselse beugel.

Moeten we met die toegenomen regeldichtheid nu ongelukkig zijn? Dat hangt ervan af wat we met zijn allen belangrijk vinden. Natuurlijk hebben we voor de korte termijn last van, zeker waar we het braafste jongetje van de klas willen zijn. Menig uitvoeringsprogramma zal erdoor worden gefrustreerd. Maar pakken op langere termijn de Europese richtlijnen niet heilzaam uit voor de kwaliteit van ons leefmilieu? Zo ja, dan hulde aan Brussel!

Prof. dr E.F. Nozeman is bijzonder hoogleraar Vastgoed aan de Rijksuniversiteit Groningen en de Universiteit van Amsterdam.

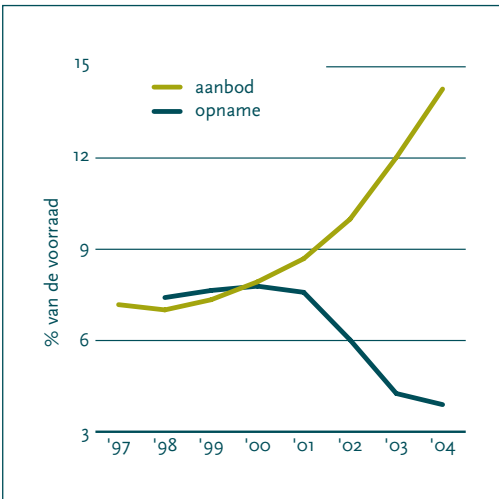
Stedelijke verschillen kleuren de Nederlandse kantorenmarkt

Het huidige beeld van de Nederlandse kantorenmarkt is dramatisch. Op het schaalniveau waarop de kantorenmarkten echt functioneren, de stedelijke kantorenmarkten, zijn echter grote verschillen van dat gemiddelde beeld te signaleren. Verschillende economische omstandigheden op regionaal of stedelijke niveau en variatie in het handelen van betrokken actoren spelen daarbij een rol. Het gevolg is dat ook de opgave voor de toekomst in de afzonderlijke stedelijke markten verschillend is.

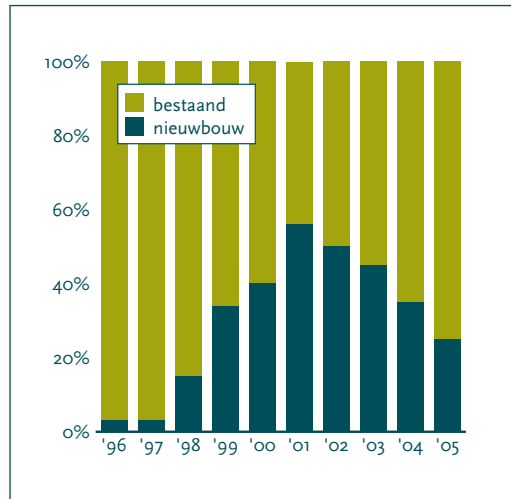
door: Oedzge Atzema, Piet Korteweg en Nicolaas Waaning

Na 2000 zijn op de Nederlandse kantorenmarkt aanbod en opname als percentage van de voorraad een geheel andere kant op gegaan (figuur 1). In korte tijd is daarmee de situatie veranderd van een krappe naar een ruime markt. Dit heeft een enorme toename van de leegstand tot gevolg. Door de voortgaande nieuwbouw en sterke vermindering van de bruto en vooral netto opname is het aanbod in absolute en relatieve zin sterk toegenomen. Dit heeft ook gevolgen voor de samenstelling van het aanbod (figuur 2). Na enkele jaren met een zeer hoog aandeel van nieuwe kantoorruimte in het aanbod komt als gevolg van doorstroming naar de nieuwbouw, die aantrekkelijk is door een gunstige prijs/kwaliteit-verhouding, steeds meer bestaande kantoorruimte vrij.

Figuur 1: Voortschrijdende jaarlijkse gemiddelden aanbod + opname van 19 steden



Figuur 2: Aandeel nieuwbouw en bestaande kantoorruimte in het aanbod



De figuren 1 en 2 geven de algemene ontwikkeling op de stedelijke kantorenmarkt weer. Deze is genoegzaam bekend. Over de lokale verschillen van deze ontwikkeling is minder bekend. Dat zulke verschillen optreden is evident, want in de steden zijn naast (inter)nationale krachten ook regionale en plaatselijke factoren van belang. In dit artikel wordt ingezoomd op de onderlinge verschillen in de ontwikkeling van de marktsituatie in de belangrijkste Nederlandse steden. Centraal staat de vraag of tegen de achtergrond van de zojuist geschetste algemene situatie de verschillen tussen de stedelijke kantorenmarkten (die afhankelijk van omvang en lokale situatie zowel stedelijke agglomeraties met meer gemeenten als afzonderlijke steden kunnen omvatten) in de loop van de recente tijd groter zijn geworden.

Voor de analyse is gebruik gemaakt van bewerkte gegevens over voorraad, aanbod en opname uit de jaarlijkse rapporten van Dynamis, Sprekende Cijfers¹. Op basis van die bron zijn tijdreeksen van 10 jaar beschikbaar voor negentien stedelijke kantorenmarkten in Nederland. De totale voorraad kantoorruimte in die steden in 2005 bedraagt 29.431.000 m², oftewel circa 69% van de nationale voorraad kantoorruimte.

Er wordt allereerst ingegaan op de verschillen in groei van de voorraad. Vervolgens komen de verschillen in marktsituatie aan de orde. Ten slotte wordt de huidige opgave geschetst om met in achtneming van de lokale verschillen de stedelijke kantorenmarkt weer in het gareel te krijgen.

Stedelijke kantorenmarkten

De kantorenmarkt is ongelijk verdeeld over het stedelijke landschap in Nederland. Tweederde van de voorraad kantoorruimte van de negentien steden (67%) bevindt zich in de vier grote steden of agglomeraties². De concentratie van de kantorenmarkt in de vier grootste agglomeraties vormt de weerslag van de ontwikkeling van de Nederlandse diensteneconomie. De grote steden oefenen een aantrekkingskracht uit op vooral het kantoorwerk van coördinerende, creatieve en kennisintensieve dienstenactiviteiten. Zij leveren op hun beurt de stad weer agglomeratievoordelen op doordat zij andere kantoorhoudende organisaties aan zich weten te binden (Lambooy 1998). Daarnaast spreekt het (hoog)stedelijke prestige van de grote stad aan. Toch ligt in Nederland de dominantie van de vier grote steden als kantoorlocatie minder voor de hand, omdat het Nederlandse stedelijke systeem van oudsher een bij uitstek polycentrische structuur heeft. De genoemde agglomeratievoordelen kunnen in een klein land als Nederland ook buiten de vier grote agglomeraties worden behaald (Atzema & Lambooy 1999). De noodzaak voor bedrijven om een kantoor te betrekken in een van de vier grootste Nederlandse steden is daardoor minder dwingend. Spreiding van kantoren over alle steden ligt in Nederland dus voor de hand, maar voltrekt zich slechts langzaam: het aandeel van de vier grote

¹ De data worden door 11 makelaarskantoren voor 23 steden in een database ingevoerd. Informatiebronnen zijn publiekelijk toegankelijke bronnen als vastgoedbronnen en internetsites, maar ook de regionale kennis van de makelaar, welke de eindcontrole op de data uitvoert. Transacties betreffende de opname van kantoorruimte en aanbod worden geteld van eenheden vanaf 500 m² (Randstad en Brabantse Stedenrij) en 250 m² (rest van Nederland). De opnametransacties, die betrekking hebben op de vrije markt en niet op sale-and-lease-back transacties, worden geregistreerd in het jaar waarin tussen partijen wilsovereenstemming is bereikt. Nieuwbouw wordt in het aanbod opgenomen zodra de bouw daadwerkelijk is gestart. Over het effect van de ondergrens is weinig met zekerheid te zeggen (Dewulf & De Jonge 1994, 37; Marlet e.a. 2001, 15). In de betreffende literatuur wordt met betrekking tot de voorraad veelal gerefereerd aan een onderzoek in Rotterdam, waaruit is gebleken dat 75 % van de kantoorpanden kleiner is dan 500 m², maar dat die panden slechts 15 % van het bruto vloeroppervlak uitmaken (Barink e.a. 1991, 48).

² Amsterdam omvat ook Hoofddorp, Schiphol, Badhoevedorp, Amstelveen en Diemen; Den Haag betreft ook Delft, Rijswijk, Voorburg, Leidschendam, Zoetermeer en Wassenaar; Rotterdam is inclusief Schiedam, Vlaardingen, Capelle aan den IJssel, Spijkenisse, Barendrecht en Ridderkerk; Utrecht omvat ook Maarssen, De Bilt, Zeist, Bunnik, Houten en Nieuwegein.

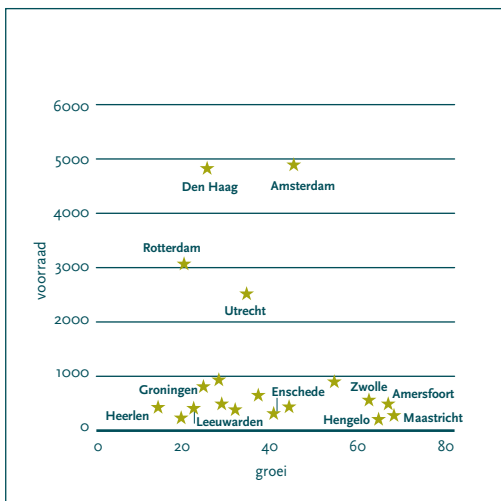
ONDERZOEK - KANTORENMARKT

agglomeraties in de voorraad van de negentien steden is gedaald van 68% in 1996 tot de eerder genoemde 67% nu.

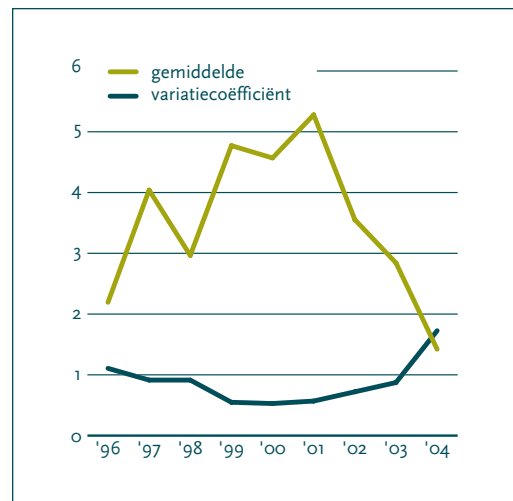
Groei van de voorraad

De geringe vermindering van het aandeel van de vier grote agglomeraties komt voort uit het achterblijven in de groei van de voorraad ten opzichte van de overige steden (30% respectievelijk 39%). Toch moeten ook de steden binnen beide categorieën niet over één kam worden geschoren (figuur 3). Binnen de grote steden is de groei van de voorraad in Amsterdam en Utrecht hoger dan in Den Haag en Rotterdam. Ook de diversiteit in groei tussen de overige steden is zeer groot, met Maastricht, Amersfoort, Zwolle, Hengelo en Eindhoven als grootste groeiers. De groeiverschillen weerspiegelen de aard van de regionale economie en de (inter)nationale en (inter)regionale positie van de kantorenmarktgebieden. Zo hebben de beide steden in de noordvleugel van de Randstad meer geprofiteerd van de (inter)nationale groeiimpuls van de zakelijke dienstverlening en de ict-sector. De geringere groei van de kantorenmarkt in de steden in de zuidvleugel van de Randstad vormt daarentegen een reflectie van een economie die meer wordt gedomineerd door traditionele sectoren. Het 'noordvleugeleffect' houdt geen halt bij de grenzen van de Randstad, terwijl Amersfoort en Zwolle hun groei bovendien te danken hebben aan hun versterkte interregionale positie als kantorenstad voor resp. midden- en noordoost-Nederland. Opvallend is verder dat er binnen bepaalde regio's en landsdelen ook grote verschillen in groei zijn tussen steden. Zo groeit in Zuid-Limburg de voorraad sterk in Maastricht, maar blijft de groei in Heerlen sterk achter. In Twente vertonen Hengelo en Enschede grote groeiverschillen. Er is dus dikwijls sprake van lokale verschillen en minder van regionale verschillen. Er is wel een duidelijk regionaal effect in noord-Nederland, waar zowel Groningen als Leeuwarden een relatief geringe groei laten zien.

Figuur 3: Groei voorraad x omvang voorraad kantoorstad



Figuur 4: Jaarlijkse % groei voorraad in 18 steden (excl Hengelo)



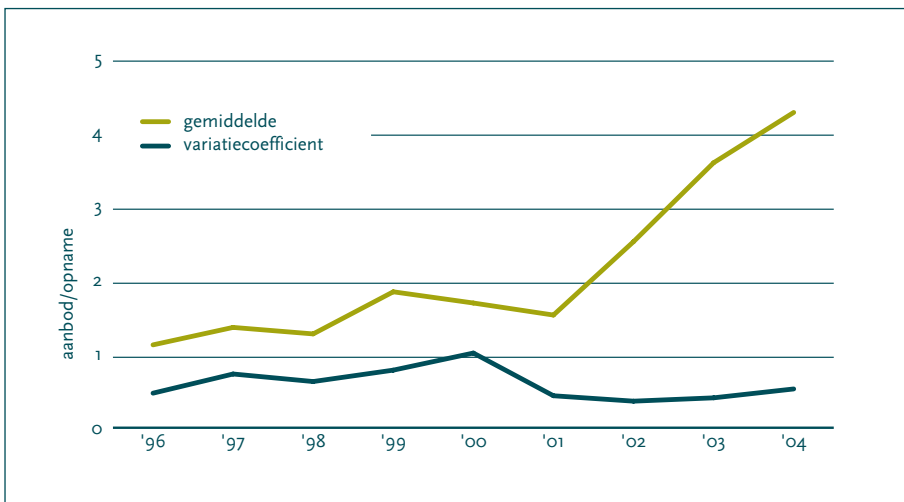
Conjunctuur en groei

In de tijd bezien vertoont de gemiddelde groei van de voorraad een duidelijke samenhang met het verloop van de cyclus van de kantorenmarkt. Tot 2001 is er sprake van een gestage toename in de jaarlijkse groei (met uitzondering van 1998), waarna de groei jaarlijks afneemt (figuur 4). Deze ontwikkeling gaat in grote lijnen op voor alle negentien steden, want de jaarlijkse variatiecoëfficiënt³, die per jaar de mate van verschil in groei binnen de populatie laat zien, blijft nagenoeg gelijk.

Discrepancie tussen vraag en aanbod

Op een ruime markt lopen vraag en aanbod uit elkaar. Beide indicatoren zijn gebruikt om de lokale marktsituatie te benaderen door de verhouding tussen aanbod en opname als maat te gebruiken⁴. Figuur 5 laat wederom voor de gehele groep van negentien steden beide perioden zien: de periode tot 2001 met een gemiddeld min of meer evenwichtige marktsituatie en de periode daarna met een ruim wordende markt. Het verloop van de variatiecoëfficiënt drukt uit dat de gestandaardiseerde verschillen in marktsituatie tussen de steden in het algemeen niet zo groot zijn, maar dat ze in de eerste periode groter zijn dan in de periode van een ruime markt. Dit algemene beeld maskeert evenwel het feit dat er duidelijke verschillen bestaan in de ontwikkeling van de vraag-aanbodverhoudingen tussen de afzonderlijke stedelijke kantorenmarkten in Nederland. Sommige steden vertonen het patroon van figuur 5, maar andere steden niet.

Figuur 5: Ontwikkeling gemiddelde marktsituatie (aanbod/opname), 19 steden



- De variatiecoëfficiënt is een maat voor de relatieve spreiding van waarnemingen rond het gemiddelde, die berekend wordt door de standaarddeviatie (de maat voor de absolute spreiding) te delen door het rekenkundig gemiddelde. Hoe lager de waarde van de variatiecoëfficiënt hoe geringer de spreiding.
- De maat voor de regionale marktsituatie is het aanbod op $t-1$ van het jaar t gedeeld door de opname in het jaar $t-1$. De maat drukt uit, zonder rekening te houden met kwalitatieve en ruimtelijke segmentering, aan hoeveel jaar opname (op het niveau van het afgelopen jaar) het aanbod in het begin van een jaar kan voldoen. Een verhoudingsgetal van ca. 1,5 – 1,7 kan beschouwd worden als indicator van een evenwichtige markt. Verder naar beneden toe is sprake van een krappere wordende markt en verder naar boven van een steeds ruimer wordende markt.

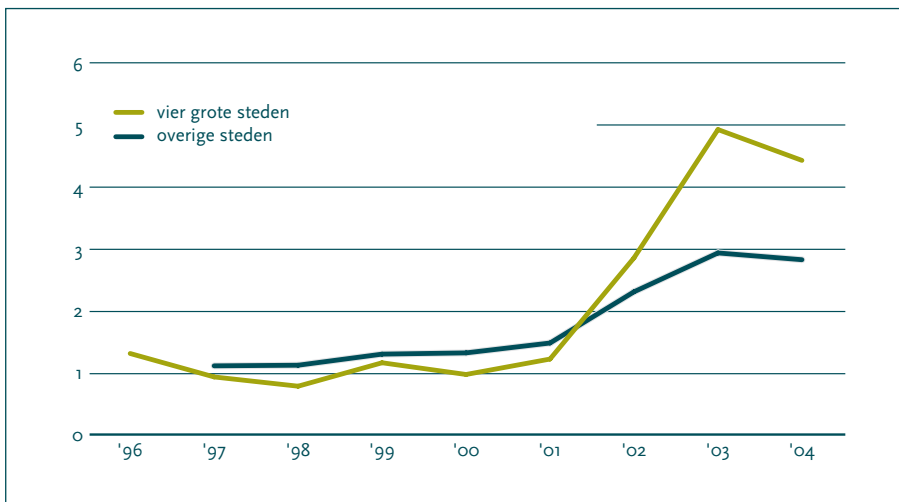
ONDERZOEK - KANTORENMARKT

Grote steden versus overige steden

Een eerste indicatie van het bestaan van lokale verschillen geeft figuur 6, waaruit blijkt dat de vier grote steden in beide perioden een extremer beeld vertonen dan de overige steden. De overige steden hebben dus gemiddeld iets minder schaarste gekend tot 2001, maar hun marktsituatie is daarna minder uit de hand gelopen dan in de grote steden. Dat is opvallend, want terwijl de groei van de voorraad in de overige steden procentueel sterker is geweest dan in de grote steden, is dat veel minder ontaard in zeer ruime markten.

Hiervoor kunnen verschillende verklaringen worden aangedragen. Ten eerste bestaat er een faseverschil tussen de grote steden in de Randstad en de overige steden buiten de Randstad wat betreft de 'verkantoring' van de economie. In de overige steden buiten de Randstad kwam dit proces doorgaans later op gang, maar ook daar heeft de dienstensector de economie inmiddels in haar greep. Tegenover de sterkere groei van de voorraad staat daar dan ook een grote groei van de vraag naar kantoorruimte. Een tweede verklaring betreft de omvang van de kantoorprojecten. Vaak is de omvang van de projecten in de overige steden kleiner dan in de grote steden. Daardoor is de bouwperiode korter en kunnen aanbieders van kantoorruimte flexibeler op veranderingen in de markt reageren. Een derde mogelijke verklaring betreft de verschillen in het toepassen van het instrument van de voorverhuur bij nieuwe projecten. In de grote steden is waarschijnlijk meer op risico gebouwd. De bouw voor bepaalde sectoren met - achteraf gezien - veel te positieve groeiverwachtingen (o.a. de groei van het aantal bedrijven en de werkgelegenheid in de ict-sector) heeft na oplevering geleid tot een groot aanbod van zowel achtergelaten bestaande kantoorruimte als nieuwe kantoorruimte. Binnen het aanbod van nieuwe kantoorruimte

Figuur 6: Gemiddelde marktsituatie (aanbod/opname) twee groepen steden



5 Dit artikel is een bewerking van een lezing op het Congres Spreekende Cijfers op 26 januari 2005. De grafieken bij het volgende deel van het artikel zijn te downloaden vanaf de site www.sprekendecijfers.nl.

heeft zich in enkele jaren tijd een omvangrijk deelsegment van onderhuur ontwikkeld, omdat veel kantoorhoudende organisaties in de periode van grote groeiverwachtingen teveel kantoorruimte hebben gecontracteerd.

Lokale stedelijke verschillen

Het beeld van de marktsituatie is in de praktijk wederom veel meer divers dan in figuur 6 naar voren komt. Zowel tussen de grote als de overige steden onderling is de actuele marktsituatie en ook het verloop in de afgelopen jaren verschillend³.

Vier grote steden

Bij de groep grote stadsgewesten in de Randstad is nogmaals een verschil te maken tussen de ontwikkelingen in de steden in de noord- en zuidvleugel. Amsterdam en Utrecht vertonen van 1997-2001 een grote schaarste en daarna een zeer sterke stijging van het overschot. Maar ook tussen Utrecht en Amsterdam bestaan verschillen. De laatste twee jaar laat Utrecht een trend richting verbetering zien. De situatie in Amsterdam verslechtert verder door de continue oplevering van nieuwbouw en het bij het aanbod komen van door doorstroming vrijkomende bestaande ruimte. Het heeft er alle schijn van dat Amsterdam en Utrecht in sterke mate hebben geprofiteerd van de groei van nieuwe economische sectoren en dat de betrokken actoren in de kantorenmarkten daarop hebben gereageerd. In Amsterdam ging dat gepaard met een groot volume aan bouwplannen en programma's van realisaties, terwijl men (overheid, projectontwikkelaars, financiers) zich in de kleinere markt Utrecht strikter aan de regels van voorverhuur heeft gehouden. Den Haag en Rotterdam - waar de marktsituatie een jaar later dan die in Amsterdam en Utrecht is verslechterd - zijn op grond van hun economische specialisatie veel minder dynamische kantoormarkten, waardoor het eenvoudiger is om de groei van het aanbod in de hand te houden.

Door hun omvang vertoont de ontwikkeling van de marktsituatie in de andere stedelijke kantorenmarkten vaak een zeer grillig patroon met grote uitschieters. Door de kleinere omvang van de totale voorraad kantoorruimte is het verhoudingsgetal tussen aanbod en opname soms zeer gevoelig voor individuele transacties en projecten met een omvang die op de betreffende markten niet gebruikelijk zijn (Korteweg 1995).

Steden in Zuid-Nederland

Het verloop van de marktsituatie in de steden van Zuid-Nederland kan men moeilijk op één hoop gooien. De marktsituatie in Heerlen wisselt het meest extreem van alle steden. Bij een relatief gering groeiniveau wisselt er over de hele tijdreeks het beeld van jaar tot jaar. Maastricht, dat zich in dit opzicht kan meten met Amsterdam, heeft in de periode tot 2001 te kampen met een zeer krappe markt en daarna met een zeer groot overschot. Maastricht Aachen Airport speelt hier een niet onbelangrijke rol in. De kantoormarkten van Den Bosch en Eindhoven zijn veel minder uit de hand gelopen.

Steden in Oost-Nederland

Ook de ontwikkeling van de kantorenmarkten in de steden in Oost-Nederland vertonen grote verschillen. De markten van Arnhem en Nijmegen hebben lange tijd hetzelfde verloop gekend, maar het laatste paar jaar zijn de verschillen zeer groot, met een sterkere

ONDERZOEK - KANTORENMARKT

positie voor Arnhem. De markten van Hengelo en Enschede en ook Apeldoorn vertonen de laatste jaren dezelfde ongunstige ontwikkeling. De marktsituatie in Amersfoort - een stad in de Randstad, die echter niet tot de vier grote agglomeraties behoort - is slechts korte tijd wat ruimer geweest en ontwikkelt zich nu weer in een gunstige richting.

Steden in Noordoost-Nederland

De kantorenmarkt in Noordoost-Nederland kan als dun worden bestempeld. Het is dan ook niet verwonderlijk dat Groningen en Leeuwarden zulke jaarlijkse schommelingen doormaken. Opvallender is dat Zwolle een gunstige ontwikkeling doormaakt. Ondanks dat Zwolle behoort tot de kopgroep van steden wat de groei van de voorraad betreft, is de markt veel minder dan elders uit balans geraakt. De verhouding tussen aanbod en opname daalt (evenals in Groningen tot recent). Projectontwikkelaars zijn in Zwolle kennelijk heel voorzichtig geweest. Maar ook de stijgende opname speelt een rol. Zwolle lijkt zich steeds sterker te ontwikkelen als de vestigingsplaats van waaruit allerlei bedrijven en instellingen voor het noorden en oosten van het land bedienen, soms ten koste van Groningen. Dit vestigingsplaatsvoordeel wordt sterk bepaald door organisatorische keuzes die kantoorhoudende organisaties maken. Zo bracht de uitkeringsorganisatie UWV het aantal vestigingen terug van 171 naar 27 hetgeen een concentratie in enkele centrale steden met zich meebrengt. In Zwolle is verder de concentratie van kantoren van de verzekeringsmaatschappij Groene Land van belang.

De huidige opgave

De meeste steden in Nederland kampen met een te ruime kantorenmarkt. Toch zijn actoren in verschillende steden (gemeenten, marktpartijen) erin geslaagd de schade te beperken. En in bijna alle steden geldt het patroon van figuur 2: het aandeel nieuwbouw in het aanbod neemt al enkele jaren af, al zijn de percentages nog sterk verschillend. Bijna overal staat men voor de grote opgave om een goede verhouding te vinden tussen de voortdurende vraag naar nieuwe kantoorruimte en het oplopende aandeel van de bestaande voorraad in het aanbod. In veel steden is er nog steeds een toename in absolute zin van het aanbod van bestaande kantoorruimte. Tegelijkertijd is er vaak nog een omvangrijke planvoorraad voor nieuwe kantoorruimte (Fokkema e.a. 2004). Elke stad zal bij de oplossing van dat probleem tot op zekere hoogte een eigen koers varen. Dat is ook verstandig gezien de beschreven verschillen in lokale marktsituaties en verschillende in (inter)nationale positie, economische structuur, ligging en profilering.

Lokale overheden, waaronder ook gemeenschappelijke organen tussen centrale stad en randgemeenten worden bedoeld, kunnen in deze kiezen uit diverse strategieën en daarmee een eigen aanpak samenstellen. Er wordt daarom afgesloten met enkele mogelijke oplossingen, die al naar gelang de lokale marktsituatie kunnen worden nagestreefd. Hoewel niet voorbij kan worden gegaan aan de wensen van kantoorhoudende organisaties en aan de behoefte aan multifunctionele projecten met een kantoorcomponent, toch zal men zeer terughoudend moeten zijn met de uitgifte van grond voor nieuwe kantoorprojecten. Daarbij moet niet alleen een strenge voorverhuureis worden gehanteerd. Ook moet worden bevorderd dat ontwikkelaars en gebruikers van kantoorruimte herontwikkeling van bestaande panden en percelen op het netvlies krijgen. Tezamen met de upgradering van bestaande panden zal dat in veel steden niet voldoende zijn om de leegstand van kantoorruimte op een aanvaardbare termijn op te lossen. Gemeenten zullen

een actief beleid moeten voeren om onttrekking van kantoorruimte aan de voorraad te bevorderen en dus de herbestemming van de betreffende panden en percelen te faciliteren, onder meer via bestemmingsplan(procedures), integrale aanpak van de openbare ruimte, creatief gebruik van erfpachtcontracten, lokale belastingen en leges. Bij al deze zaken is de regiefunctie van de lokale overheid belangrijk. Bij een groot deel van de planvoorraad is echter de projectontwikkelaar al bekend. Ook deze marktactoren zullen, tezamen met de betrokken financiers en beleggers, hun aandeel moeten leveren in het gezond maken van de kantorenmarkten.

Over de auteurs: Oedzge Atzema (hoogleraar sociale geografie, in het bijzonder economische geografie) en Piet J. Korteweg zijn verbonden aan de Faculteit Geowetenschappen van de Universiteit Utrecht; Nicolaas Waaning is verbonden aan Dynamis vastgoedconsultants en makelaars in Amersfoort.

Literatuur

- Atzema, O.A.L.C. & J.G. Lambooy (1999), Urban economic evolution in the Netherlands. In: E.Weaver (ed.), Cities in perspective. Assen: Van Gorcum. pp. 11-28.
- Barink, J., P.J. Korteweg & M. Kuijpers-Linde (1991), De dynamiek van de kantorensector op stadsgewestelijke schaal. Utrecht: Faculteit der Ruimtelijke Wetenschappen Rijksuniversiteit Utrecht. Stedelijke Netwerken, Werkstukken 31.
- Dewulf, G. & H. de Jonge (1994), Toekomst van de kantorenmarkt 1994-2015. Delft: Vakgroep Bouwmanagement & Vastgoedbeheer TU Delft.
- Fokkema, J. B. van der Gijp, P. Wessels & L. Schipper (2004), Nieuw commercieel vastgoed in Nederland 2004. Voorburg/Amsterdam: NEPROM/PropertyNL.
- Korteweg, P.J. (1995), Kantoren. Planologische Kengetallen. Alphen aan den Rijn: Samsom.
- Lambooy, J.G. (1998), Agglomeratievoordelen en ruimtelijke ontwikkeling: steden in het tijdperk van de kenniseconomie. Utrecht: Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen (oratie)
- Marlet, G.A., A. van Mill & H. van Zanten (2001), Kijk op kantoren. Ontwikkeling van de regionale kantorenmarkten in Nederland.

Funcieverandering onderbelicht in binnenstedelijke vernieuwing

Als we de Nota Ruimte mogen geloven, moeten er tot 2030 ruim 500.000 woningen in bestaand stedelijk gebied worden gerealiseerd. Dat betekent een verdubbeling ten opzichte van de recente binnenstedelijke productie. Maar net nu de (traditionele) rolverdeling tussen ontwikkelaar en corporatie bij stedelijke woningbouwprojecten vervaagt, dreigen de marktpartijen de handdoek in de ring te gooien.

door Casper Stelling en Pepijn de Vette

Volgens het middenscenario van de Primos-prognoses heeft Nederland tot 2030 behoefte aan de bouw van 1,3 mln woningen. In de Nota Ruimte (Tweede Kamer 2004) is als streven vastgelegd dat van deze productie 40% moet worden gerealiseerd in bestaand stedelijk gebied¹. Dat komt neer op ruim 500.000 woningen. Een klein deel daarvan kan nog worden gerealiseerd op zogeheten inbreidingslocaties. Veel meer echter zal de toevoeging moeten worden gezocht in herstructurering van bestaande woonwijken en funcieverandering van bijvoorbeeld voormalige bedrijfslocaties en industriegebieden, zoals het Eemhavengebied in Rotterdam. Met de verschuiving van een deel van de bouwopgave is het belangrijk om inzicht te krijgen in de aard en de omvang van de binnenstedelijke woningmarkt en naar de rol die gemeenten, woningbouwcorporaties en projectontwikkelaars hierbij spelen.

Beleidskader

De aandacht voor te bouwen in de binnenstad is niet nieuw. In grote delen van de steden werd in de jaren zestig van de twintigste eeuw zo'n slecht leefmilieu aangetroffen dat dit maatschappelijk onaanvaardbaar werd. Daarmee deed het begrip 'stadsvernieuwing' zijn intrede. Deze stadsvernieuwing was vooral bedoeld om de grote kwaliteitsachterstand in vooroorlogse wijken aan te pakken. Sinds die tijd is er in het kader van de stadsvernieuwingsoperatie met steun van het Rijk enorm geïnvesteerd in de stedelijke woningvoorraad. De stadsvernieuwingsgelden zijn na 2000 opgegaan in het Investeringsbudget Stedelijke Vernieuwing (ISV), gekoppeld aan het Grotestedenbeleid (GSB). Op 1 januari 2005 is het tweede tijdvak ingegaan van het ISV. In de eerste ronde van het ISV is er wel veel opgeknapt, maar de planning wordt bij lange na niet gehaald². Om de voortgang te stimuleren is het Actieprogramma Herstructurering de 50-wijkenaanpak ingesteld. Verder moet de introductie van de wijkontwikkelingsmaatschappij (WOM), een nieuwe PPS-vorm het tempo van de herstructurering bevorderen.

¹ Als grens van het bestaand bebouwd gebied geldt de grens zoals gerealiseerd in het jaar 2000 (bron: Nota Ruimte)

² Zie bijvoorbeeld "De voortgang van de herstructurering in de 30 groet gemeenten, OTB, september 2002"

Verschillen tussen Randstedelijke en perifere projecten

Om inzicht te krijgen in de aard en omvang van de binnenstedelijke woningmarkt is in opdracht van Bouwfonds onderzoek gedaan naar de binnenstedelijke woningontwikkeling. Daarvoor zijn de karakteristieken geïnventariseerd van (i) alle woningprojecten in (ii) de dertig grootste steden van Nederland (iii) in bestaand stedelijk gebied (iv) die recentelijk zijn opgeleverd of in ontwikkeling zijn. Om inzicht te krijgen in de lopende projecten in de G30-gemeenten is contact opgenomen met projectleiders en gemeentelijke projectcoördinatoren. Planonzekerheden zijn verwerkt door rekening te houden met de fase waarin de projecten zich bevonden op het moment van de dataverzameling. Dit alles leverde een totale populatie op van 233 binnenstedelijke woningbouwprojecten, met in totaal 226.000 woningen.

Aan 'de aard' van de markt is invulling gegeven met de typen (1) Randstad/perifere gemeenten, (2) herstructurering/functieverandering, (3) nieuwbouw/renovatie, (4) koop/huur en (5) gestapeld/grondgebonden. Met perifere gemeenten worden hier de gemeenten buiten de Randstad bedoeld.

Uit de kwantitatieve analyse blijkt dat het zwaartepunt van de actuele binnenstedelijke woningproductie in de Randstad ligt (69%), oftewel 156.000 woningen. Dit verschil blijkt voornamelijk te worden veroorzaakt door de grotere herstructureringsopgave van de randstedelijke gemeenten. In verhouding tot de perifere gemeente gaat de herstructureringsopgave hier vaker gepaard met renovatie van woningen. Deze herstructurering resulteert ook in hogere percentages gestapelde bouw. Opvallend is dat meer herstructurering niet gepaard gaat met hogere percentages huurwoningen. In de randstedelijke gemeenten worden zelfs meer koopwoningen gerealiseerd dan in perifere gemeenten. Ook blijkt dat deze koopwoningen duurder zijn: 31% dure koopwoningen in de Randstad, tegen 20% dure koopwoningen in perifere gemeenten.

Tabel 1: Projectsificatie naar type project: herstructurering of functieverandering

Type project	Randstad	Periferie	Nederland
Herstructurering	61%	51%	58%
Functieverandering	30%	40%	33%
Gemengd	9%	9%	9%
Nieuwbouw	72%	86%	76%
Renovatie	28%	14%	24%
Huur	35%	37%	36%
Koop	65%	63%	64%
Gestapeld	74%	54%	66%
Grondgebonden	26%	46%	34%

Opvallend is dat er in beperkt aantal gevallen sprake is van renovatie. Uit tabel 1 blijkt dat van de totale binnenstedelijke productie het in driekwart van de gevallen gaat om nieuwbouw. Deze categorie is in tabel 2 verder verfijnd. Daarbij is een onderscheid

ONDERZOEK - WONINGMARKT

gemaakt tussen enerzijds herstructurering (renovatie, sloop en nieuwbouw maar met behoud van bestaande functies) en anderzijds functieverandering (vaak van industriebestemming naar woonbestemming). Bij functieverandering gaat het bij vrijwel alle projecten om nieuwbouw. Eventueel bestaande bebouwing wordt in de regel gesloopt. Slechts een enkel project omvat woningontwikkeling in bestaande gebouwen; vaak gaat het hierbij om beschermd industrieel erfgoed. Voorbeelden daarvan zijn ombouw van pakhuizen maar ook van fabrieken (steenfabrieken, leerlooierijen). Steeds vaker echter komen ook terreinen van voormalige zorginstellingen hiervoor in aanmerking.

Tabel 2: nieuwbouw, renovatie, koop en huur in stedelijke vernieuwing

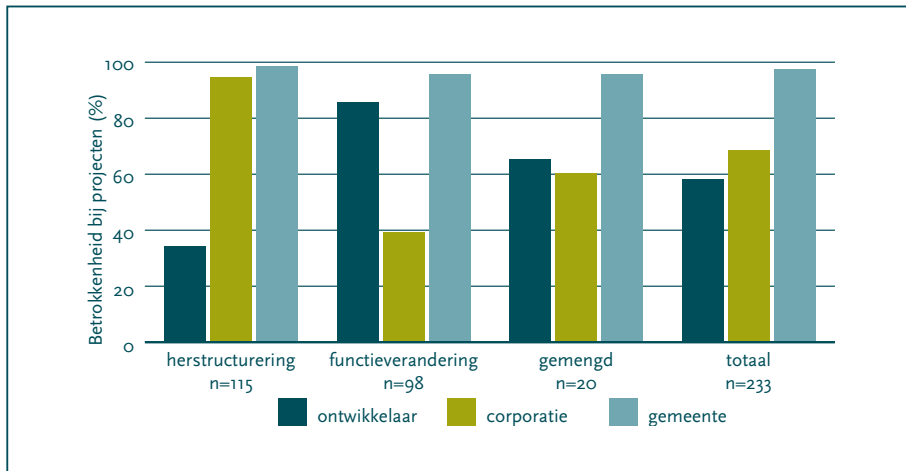
Type	Herstructurering	Functieverandering	Gemengd	Totaal
Nieuwbouw	62%	99%	82%	76%
Renovatie	38%	1%	18%	24%
Huur	44%	25%	39%	36%
Koop	56%	75%	61%	64%

Uit tabel 2 blijkt dat ook herstructureringsprojecten voor bijna tweederde uit nieuwbouw bestaan en slechts voor eenderde uit renovatie van bestaande woningen. Daarbij gaat het in een meerderheid van de gevallen om realisatie van koopwoningen. Bij functieveranderingsprojecten ligt er een beduidend groter accent op de koopwoningen. Het kan zijn dat op deze manier de authenticiteit van de locatie wordt 'verzilverd'.

Van de 233 projecten gaat het in 9% van de projecten om een combinatie van herstructurering en functieverandering. Tabel 2 laat zien dat het zwaartepunt bij deze gemengde projecten weliswaar ligt bij nieuwbouw, maar dat dit niet vanzelfsprekend leidt tot een groot aandeel koopwoningen.

Rolpatronen

Verskillende koepelorganisaties, wetenschappers maar ook betrokken vastgoedpartijen hebben zich de afgelopen jaren intensief beziggehouden met de vraag over wie nu wat doet of moet doen in stedelijke herontwikkeling. Corporaties hebben in de oude stadswijken een 'natuurlijk' voordeel door hun woningbezit, dat hun het eerste recht op ontwikkeling geeft. Ontwikkelaars hebben lange tijd gezocht naar hun rol daarbinnen; de overgang van de realisatie van betrekkelijk eenvoudige Vinexwijken naar complexe binnenstedelijke projecten - zowel procesmatig als financieel - was geen eenvoudige (KEI 2001). Ontwikkelaars hebben daar echter wel in geïnvesteerd, bijvoorbeeld door de oprichting van aparte, op herstructureringsprojecten gerichte, business units. Een belangrijke drive achter deze heroriëntatie was de blokkade van buitenstedelijke ontwikkeling zoals die via de rode en groene contouren boven de markt hing ten tijde van de Vijfde Nota Ruimtelijke Ordening (Rijksplanologische Dienst 2001). Investeren in stedelijke ontwikkeling is een vorm van investeren in de continuïteit van de organisatie en het rendement op de langere termijn. Dit proces is zichtbaar in figuur 1.

Figuur 1: betrokkenheid van corporaties, ontwikkelaars en gemeenten bij projecten

Bij herstructurering zijn bij eenderde van de projecten marktpartijen betrokken, oftewel bij 39 van de 115 projecten. Groter is de betrokkenheid van marktpartijen bij functieverandering: daar zijn ze betrokken bij 83 van de 98 projecten. Marktpartijen richten zich eerder op de eenvoudiger te realiseren functieveranderinglocaties dan op herstructureringslocaties. Bij functieverandering is samenwerken met bijvoorbeeld corporaties en bewoners minder noodzakelijk dan bij herstructurering, omdat de afhankelijkheid van anderen in het proces bij functieverandering kleiner is.

De grote verschillen in deelname van corporaties en ontwikkelaars aan respectievelijk herstructurerings- en functieveranderingsprojecten geeft aan dat in veel projecten één partij dominant is. Deze partij kan een belangrijk deel van het project, of zelfs het gehele project, zelfstandig uitvoeren en heeft daarbij geen andere partij nodig. Nadere analyse van de data geeft dit ook aan: van alle projecten wordt 42% door één partij uitgevoerd, 27% door twee partijen, 10% door drie partijen. Slechts een enkel project heeft meer dan acht betrokken partijen. Daar waar verschillende partijen samenwerken, wordt veelal gekozen voor flexibele afspraken. Bij slechts 7% van alle projecten is gekozen voor zwaardere PPS-vormen (BC, CV, WOM). Dit kan overigens een samenwerking zijn tussen twee partijen onderling of tussen alle betrokkenen. Over het totaal genomen zijn ontwikkelaars bij iets meer dan de helft van de projecten betrokken. De dominante positie van corporaties komt tot uitdrukking door hun betrokkenheid bij 68% van de projecten.

Toekomst

Het voorgaande toont aan dat de focus van de overheid op herstructureringslocaties te weinig recht doet aan de zeer omvangrijke woningontwikkeling via functieverandering. Van de 226.000 geïdentificeerde woningen bleek immers 75.000 (33%) ontwikkeld te worden in functieveranderingslocaties, en nog eens 21.000 (9%) in zogenaamde 'gemengde' projecten. Functieverandering dient substantieel deel te maken van het beleid voor stedelijke vernieuwing. Verder is gebleken dat herstructurering vooral nieuwbouw

ONDERZOEK - WONINGMARKT

van koopwoningen omvat. Functieveranderingslocaties aan de andere kant, blijken ook een sociale functie te vervullen met de ontwikkeling van huur- en sociale koopwoningen. De traditionele rolverdeling, waarbij de corporaties tekenden voor herstructurering en sociale woningbouw en de marktsector voor de bovenkant van de woningmarkt, lijkt aan erosie onderhevig. Via nieuwe constructies zijn corporaties eveneens betrekkelijk vaak bij functieverandering betrokken, en ontwikkelen ze voor het hoger segment van de woningmarkt. Onze inventarisatie van rollen in de binnenstedelijke woningontwikkeling bevestigt overigens wel het beeld dat bij marktpartijen was gegroeid: dat corporaties dominant zijn in herstructureringsgebieden.

Voor koepelorganisatie Neprom was dat in het najaar van 2004 reden om te dreigen de handdoek in de ring te gooien. Tijdens een in november gehouden workshop van het Kenniscentrum Stedelijke Vernieuwing over de processen in de stedelijke vernieuwing kwam de gegroeide weerstand tegen de dominantie van corporaties nadrukkelijk aan het licht: het gebrek aan marktwerking was voor de aanwezige ontwikkelaars reden om serieus te overwegen zich terug te trekken uit de herstructurering van naoorlogse wijken. De noodzaak voor de betrokkenheid bij herstructureringsprojecten van de ontwikkelaars lijkt ook over het hoogtepunt heen te zijn. Er doen zich immers voldoende andere ontwikkelingsmogelijkheden voor in de binnensteden.

Over de auteurs: Casper Stelling studeert planologie aan de Universiteit Utrecht. Pepijn de Vette is manager Business Intelligence bij Bouwfonds.

Literatuurselectie

- Gerrichhauzen, L.G. (2000) De dynamiek in de ordening van de volkshuisvesting, Een bestuurlijk-maatschappelijke analyse van de nota Heerma. Dordrecht: Gerrichhauzen & Partners.
- Gosen, L. & C. Stelling (2004) Benchmark Binnenstedelijke woningontwikkeling. Hoewelaken, Bouwfonds Nederlandse Gemeenten.
- KEI (2001) KEI-atelier Marktpartijen. Rotterdam: KEI kennis-centrum stedelijke vernieuwing.
- KEI (2005) Kei-atelier II Marktpartijen. Rotterdam: KEI kennis-centrum stedelijke vernieuwing
- Rijksplanologische Dienst (2001): Ruimte maken, ruimte delen, Vijfde Nota over de Ruimtelijke ordening 2000/2002, (PKB deel 1)
- Tweede Kamer (2004): Nota Ruimte, kamerstuk 29435 (deel 3A)

Funcieverandering onderbelicht in binnenstedelijke vernieuwing

Als we de Nota Ruimte mogen geloven, moeten er tot 2030 ruim 500.000 woningen in bestaand stedelijk gebied worden gerealiseerd. Dat betekent een verdubbeling ten opzichte van de recente binnenstedelijke productie. Maar net nu de (traditionele) rolverdeling tussen ontwikkelaar en corporatie bij stedelijke woningbouwprojecten vervaagt, dreigen de marktpartijen de handdoek in de ring te gooien.

door Casper Stelling en Pepijn de Vette

Volgens het middenscenario van de Primos-prognoses heeft Nederland tot 2030 behoefte aan de bouw van 1,3 mln woningen. In de Nota Ruimte (Tweede Kamer 2004) is als streven vastgelegd dat van deze productie 40% moet worden gerealiseerd in bestaand stedelijk gebied¹. Dat komt neer op ruim 500.000 woningen. Een klein deel daarvan kan nog worden gerealiseerd op zogeheten inbreidingslocaties. Veel meer echter zal de toevoeging moeten worden gezocht in herstructurering van bestaande woonwijken en funcieverandering van bijvoorbeeld voormalige bedrijfslocaties en industriegebieden, zoals het Eemhavengebied in Rotterdam. Met de verschuiving van een deel van de bouwopgave is het belangrijk om inzicht te krijgen in de aard en de omvang van de binnenstedelijke woningmarkt en naar de rol die gemeenten, woningbouwcorporaties en projectontwikkelaars hierbij spelen.

Beleidskader

De aandacht voor te bouwen in de binnenstad is niet nieuw. In grote delen van de steden werd in de jaren zestig van de twintigste eeuw zo'n slecht leefmilieu aangetroffen dat dit maatschappelijk onaanvaardbaar werd. Daarmee deed het begrip 'stadsvernieuwing' zijn intrede. Deze stadsvernieuwing was vooral bedoeld om de grote kwaliteitsachterstand in vooroorlogse wijken aan te pakken. Sinds die tijd is er in het kader van de stadsvernieuwingsoperatie met steun van het Rijk enorm geïnvesteerd in de stedelijke woningvoorraad. De stadsvernieuwingsgelden zijn na 2000 opgegaan in het Investeringsbudget Stedelijke Vernieuwing (ISV), gekoppeld aan het Grotestedenbeleid (GSB). Op 1 januari 2005 is het tweede tijdvak ingegaan van het ISV. In de eerste ronde van het ISV is er wel veel opgeknapt, maar de planning wordt bij lange na niet gehaald². Om de voortgang te stimuleren is het Actieprogramma Herstructurering de 50-wijkenaanpak ingesteld. Verder moet de introductie van de wijkontwikkelingsmaatschappij (WOM), een nieuwe PPS-vorm het tempo van de herstructurering bevorderen.

¹ Als grens van het bestaand bebouwd gebied geldt de grens zoals gerealiseerd in het jaar 2000 (bron: Nota Ruimte)

² Zie bijvoorbeeld "De voortgang van de herstructurering in de 30 groet gemeenten, OTB, september 2002"

Verschillen tussen Randstedelijke en perifere projecten

Om inzicht te krijgen in de aard en omvang van de binnenstedelijke woningmarkt is in opdracht van Bouwfonds onderzoek gedaan naar de binnenstedelijke woningontwikkeling. Daarvoor zijn de karakteristieken geïnventariseerd van (i) alle woningprojecten in (ii) de dertig grootste steden van Nederland (iii) in bestaand stedelijk gebied (iv) die recentelijk zijn opgeleverd of in ontwikkeling zijn. Om inzicht te krijgen in de lopende projecten in de G30-gemeenten is contact opgenomen met projectleiders en gemeentelijke projectcoördinatoren. Planonzekerheden zijn verwerkt door rekening te houden met de fase waarin de projecten zich bevonden op het moment van de dataverzameling. Dit alles leverde een totale populatie op van 233 binnenstedelijke woningbouwprojecten, met in totaal 226.000 woningen.

Aan 'de aard' van de markt is invulling gegeven met de typen (1) Randstad/perifere gemeenten, (2) herstructurering/functieverandering, (3) nieuwbouw/renovatie, (4) koop/huur en (5) gestapeld/grondgebonden. Met perifere gemeenten worden hier de gemeenten buiten de Randstad bedoeld.

Uit de kwantitatieve analyse blijkt dat het zwaartepunt van de actuele binnenstedelijke woningproductie in de Randstad ligt (69%), oftewel 156.000 woningen. Dit verschil blijkt voornamelijk te worden veroorzaakt door de grotere herstructureringsopgave van de randstedelijke gemeenten. In verhouding tot de perifere gemeente gaat de herstructureringsopgave hier vaker gepaard met renovatie van woningen. Deze herstructurering resulteert ook in hogere percentages gestapelde bouw. Opvallend is dat meer herstructurering niet gepaard gaat met hogere percentages huurwoningen. In de randstedelijke gemeenten worden zelfs meer koopwoningen gerealiseerd dan in perifere gemeenten. Ook blijkt dat deze koopwoningen duurder zijn: 31% dure koopwoningen in de Randstad, tegen 20% dure koopwoningen in perifere gemeenten.

Tabel 1: Projectsificatie naar type project: herstructurering of functieverandering

Type project	Randstad	Periferie	Nederland
Herstructurering	61%	51%	58%
Functieverandering	30%	40%	33%
Gemengd	9%	9%	9%
Nieuwbouw	72%	86%	76%
Renovatie	28%	14%	24%
Huur	35%	37%	36%
Koop	65%	63%	64%
Gestapeld	74%	54%	66%
Grondgebonden	26%	46%	34%

Opvallend is dat er in beperkt aantal gevallen sprake is van renovatie. Uit tabel 1 blijkt dat van de totale binnenstedelijke productie het in driekwart van de gevallen gaat om nieuwbouw. Deze categorie is in tabel 2 verder verfijnd. Daarbij is een onderscheid

ONDERZOEK - WONINGMARKT

gemaakt tussen enerzijds herstructurering (renovatie, sloop en nieuwbouw maar met behoud van bestaande functies) en anderzijds functieverandering (vaak van industriebestemming naar woonbestemming). Bij functieverandering gaat het bij vrijwel alle projecten om nieuwbouw. Eventueel bestaande bebouwing wordt in de regel gesloopt. Slechts een enkel project omvat woningontwikkeling in bestaande gebouwen; vaak gaat het hierbij om beschermd industrieel erfgoed. Voorbeelden daarvan zijn ombouw van pakhuizen maar ook van fabrieken (steenfabrieken, leerlooierijen). Steeds vaker echter komen ook terreinen van voormalige zorginstellingen hiervoor in aanmerking.

Tabel 2: nieuwbouw, renovatie, koop en huur in stedelijke vernieuwing

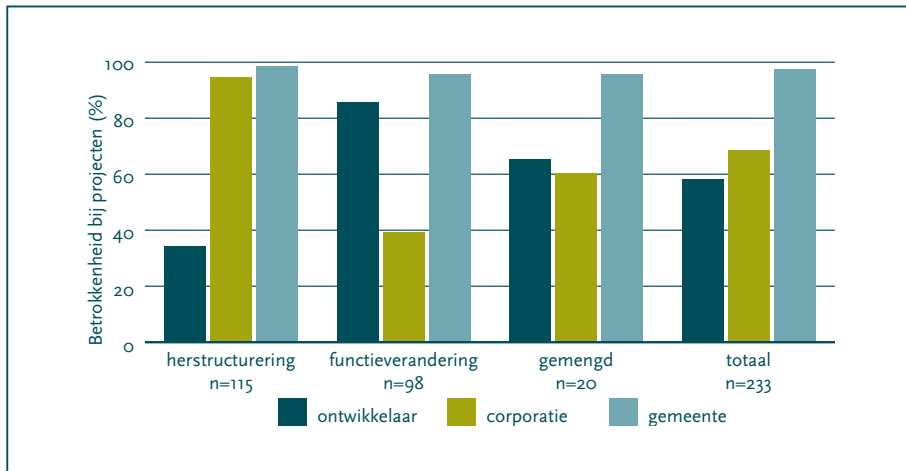
Type	Herstructurering	Functieverandering	Gemengd	Totaal
Nieuwbouw	62%	99%	82%	76%
Renovatie	38%	1%	18%	24%
Huur	44%	25%	39%	36%
Koop	56%	75%	61%	64%

Uit tabel 2 blijkt dat ook herstructureringsprojecten voor bijna tweederde uit nieuwbouw bestaan en slechts voor eenderde uit renovatie van bestaande woningen. Daarbij gaat het in een meerderheid van de gevallen om realisatie van koopwoningen. Bij functieveranderingsprojecten ligt er een beduidend groter accent op de koopwoningen. Het kan zijn dat op deze manier de authenticiteit van de locatie wordt 'verzilverd'.

Van de 233 projecten gaat het in 9% van de projecten om een combinatie van herstructurering en functieverandering. Tabel 2 laat zien dat het zwaartepunt bij deze gemengde projecten weliswaar ligt bij nieuwbouw, maar dat dit niet vanzelfsprekend leidt tot een groot aandeel koopwoningen.

Rolpatronen

Verschillende koepelorganisaties, wetenschappers maar ook betrokken vastgoedpartijen hebben zich de afgelopen jaren intensief beziggehouden met de vraag over wie nu wat doet of moet doen in stedelijke herontwikkeling. Corporaties hebben in de oude stadswijken een 'natuurlijk' voordeel door hun woningbezit, dat hun het eerste recht op ontwikkeling geeft. Ontwikkelaars hebben lange tijd gezocht naar hun rol daarbinnen; de overgang van de realisatie van betrekkelijk eenvoudige Vinexwijken naar complexe binnenstedelijke projecten - zowel procesmatig als financieel - was geen eenvoudige (KEI 2001). Ontwikkelaars hebben daar echter wel in geïnvesteerd, bijvoorbeeld door de oprichting van aparte, op herstructureringsprojecten gerichte, business units. Een belangrijke drive achter deze heroriëntatie was de blokkade van buitenstedelijke ontwikkeling zoals die via de rode en groene contouren boven de markt hing ten tijde van de Vijfde Nota Ruimtelijke Ordening (Rijksplanologische Dienst 2001). Investeren in stedelijke ontwikkeling is een vorm van investeren in de continuïteit van de organisatie en het rendement op de langere termijn. Dit proces is zichtbaar in figuur 1.

Figuur 1: betrokkenheid van corporaties, ontwikkelaars en gemeenten bij projecten

Bij herstructurering zijn bij eenderde van de projecten marktpartijen betrokken, oftewel bij 39 van de 115 projecten. Groter is de betrokkenheid van marktpartijen bij functieverandering: daar zijn ze betrokken bij 83 van de 98 projecten. Marktpartijen richten zich eerder op de eenvoudiger te realiseren functieveranderinglocaties dan op herstructureringslocaties. Bij functieverandering is samenwerken met bijvoorbeeld corporaties en bewoners minder noodzakelijk dan bij herstructurering, omdat de afhankelijkheid van anderen in het proces bij functieverandering kleiner is.

De grote verschillen in deelname van corporaties en ontwikkelaars aan respectievelijk herstructurerings- en functieveranderingsprojecten geeft aan dat in veel projecten één partij dominant is. Deze partij kan een belangrijk deel van het project, of zelfs het gehele project, zelfstandig uitvoeren en heeft daarbij geen andere partij nodig. Nadere analyse van de data geeft dit ook aan: van alle projecten wordt 42% door één partij uitgevoerd, 27% door twee partijen, 10% door drie partijen. Slechts een enkel project heeft meer dan acht betrokken partijen. Daar waar verschillende partijen samenwerken, wordt veelal gekozen voor flexibele afspraken. Bij slechts 7% van alle projecten is gekozen voor zwaardere PPS-vormen (BC, CV, WOM). Dit kan overigens een samenwerking zijn tussen twee partijen onderling of tussen alle betrokkenen. Over het totaal genomen zijn ontwikkelaars bij iets meer dan de helft van de projecten betrokken. De dominante positie van corporaties komt tot uitdrukking door hun betrokkenheid bij 68% van de projecten.

Toekomst

Het voorgaande toont aan dat de focus van de overheid op herstructureringslocaties te weinig recht doet aan de zeer omvangrijke woningontwikkeling via functieverandering. Van de 226.000 geïdentificeerde woningen bleek immers 75.000 (33%) ontwikkeld te worden in functieveranderingslocaties, en nog eens 21.000 (9%) in zogenaamde 'gemengde' projecten. Functieverandering dient substantieel deel te maken van het beleid voor stedelijke vernieuwing. Verder is gebleken dat herstructurering vooral nieuwbouw

ONDERZOEK - WONINGMARKT

van koopwoningen omvat. Functieveranderingslocaties aan de andere kant, blijken ook een sociale functie te vervullen met de ontwikkeling van huur- en sociale koopwoningen. De traditionele rolverdeling, waarbij de corporaties tekenden voor herstructurering en sociale woningbouw en de marktsector voor de bovenkant van de woningmarkt, lijkt aan erosie onderhevig. Via nieuwe constructies zijn corporaties eveneens betrekkelijk vaak bij functieverandering betrokken, en ontwikkelen ze voor het hoger segment van de woningmarkt. Onze inventarisatie van rollen in de binnenstedelijke woningontwikkeling bevestigt overigens wel het beeld dat bij marktpartijen was gegroeid: dat corporaties dominant zijn in herstructureringsgebieden.

Voor koepelorganisatie Neprom was dat in het najaar van 2004 reden om te dreigen de handdoek in de ring te gooien. Tijdens een in november gehouden workshop van het Kenniscentrum Stedelijke Vernieuwing over de processen in de stedelijke vernieuwing kwam de gegroeide weerstand tegen de dominantie van corporaties nadrukkelijk aan het licht: het gebrek aan marktwerking was voor de aanwezige ontwikkelaars reden om serieus te overwegen zich terug te trekken uit de herstructurering van naoorlogse wijken. De noodzaak voor de betrokkenheid bij herstructureringsprojecten van de ontwikkelaars lijkt ook over het hoogtepunt heen te zijn. Er doen zich immers voldoende andere ontwikkelingsmogelijkheden voor in de binnensteden.

Over de auteurs: Casper Stelling studeert planologie aan de Universiteit Utrecht. Pepijn de Vette is manager Business Intelligence bij Bouwfonds.

Literatuurselectie

- Gerrichhauzen, L.G. (2000) De dynamiek in de ordening van de volkshuisvesting, Een bestuurlijk-maatschappelijke analyse van de nota Heerma. Dordrecht: Gerrichhauzen & Partners.
- Gosen, L. & C. Stelling (2004) Benchmark Binnenstedelijke woningontwikkeling. Hoewelaken, Bouwfonds Nederlandse Gemeenten.
- KEI (2001) KEI-atelier Marktpartijen. Rotterdam: KEI kennis-centrum stedelijke vernieuwing.
- KEI (2005) Kei-atelier II Marktpartijen. Rotterdam: KEI kennis-centrum stedelijke vernieuwing
- Rijksplanologische Dienst (2001): Ruimte maken, ruimte delen, Vijfde Nota over de Ruimtelijke ordening 2000/2002, (PKB deel 1)
- Tweede Kamer (2004): Nota Ruimte, kamerstuk 29435 (deel 3A)

Vastgoedbeleggen professionaliseert: meer deelaspecten onder de loep genomen

door Gert-Jan Kapiteyn

Het voorliggend nummer van Property Research Quarterly staat in het teken van de vastgoedbeleggingsmarkt. Net als bij het themanummer over vastgoedbeleggingen van vorig jaar wordt het onderwerp pluriform benaderd. Beleggen in vastgoed is namelijk niet eendimensionaal, maar kent verschillende vormen, zoals directe investeringen in gebouwen en indirecte investeringen in al dan niet beursgenoteerde vastgoedfondsen. Daarnaast is duidelijk sprake van voortgaande professionalisering van de vastgoedbeleggingsmarkt wat tot uiting komt in steeds meer onderzoek op deelaspecten. Dit themanummer omvat zes artikelen die nader ingaan op (deelaspecten) van de vastgoedbeleggingsmarkt. Twee artikelen zijn afkomstig van auteurs die hebben meegedongen naar de IVBN scriptieprijs 2005. Het artikel van de prijswinnaar Bert Teuben is gebaseerd op uitgebreid onderzoek naar de ontwikkeling van aanvangsrendementen en huurniveaus van winkels in vijftig Europese steden. In zijn onderzoek heeft hij een helder model ontwikkeld waarmee de totaalrendementen van deze winkelmarkten beter kunnen worden verklaard. Toon van Hulst, eveneens genomineerd voor de IVBN scriptieprijs, heeft onderzoek verricht naar de disconteringsvoet in discounted cashflow modellen bij vastgoedtaxaties. Zijn artikel gaat in op de wijze waarop taxateurs de disconteringsvoet bepalen en welke relatie te onderkennen valt met de kapitaalmarktrente. In het artikel van Nils Kok staat de beloning van het management van vastgoedfondsen centraal. Een uitermate actueel onderwerp. Zijn onderzoek, gebaseerd op data afkomstig van genoteerde vastgoedfondsen in Engeland, legt een aantal interessante relaties bloot tussen managementbeloning enerzijds en prestaties anderzijds. Nuttig zou zijn om dergelijk onderzoek op termijn ook in Nederland uit te voeren. Het artikel van Foort Hamelink biedt kennisverdieping van de genoteerde vastgoedaandelen op wereldwijde schaal. Met behulp van een eigen regressiemodel onderzocht hij welke factoren, en in welke mate, van invloed zijn op het rendement en risico van vastgoedaandelen. Hij nam daarbij de periode 1990-2003 als onderzoeksperiode. Naast het artikel over zijn prijswinnend onderzoek over de Europese winkelmarkt schreef Bert Teuben voor dit nummer ook een artikel over de risicokarakteristiek van directe vastgoedportefeuilles. In samenwerking met Altera Vastgoed verkende hij de relatie tussen het aantal vastgoedobjecten in portefeuille en het niet-systematisch risico van de portefeuille. Het is voor het eerst dat dergelijk onderzoek is uitgevoerd specifiek voor de Nederlandse vastgoedmarkt. Tenslotte omvat dit themanummer een beschouwend artikel van George Jautze, Lisette van Doorn en Marcel Theebe van ING Real Estate over de belangrijkste ontwikkelingen uit heden en verleden op de vastgoedbeleggingsmarkt. Het biedt de lezer een interessante doorkijk naar toekomstige ontwikkelingen.

Waar moet de vastgoedbelegger winkelen?

In toenemende mate hebben vastgoedbeleggers eigendommen buiten de landsgrenzen. Dit onderzoek gaat in op de internationale voorspelling van rendementen voor solitaire winkelpanden in hoofdwinkelstraten. Voor de voorspelling is onderzoek gedaan naar de huur en aanvangsrendement ontwikkeling in vijftig Europese steden in de afgelopen twintig jaar. De huur en aanvangsrendementen worden hierbij afgezet tegen de ontwikkeling van diverse verklarende factoren op regionaal niveau.

door Bert Teuben

Sinds 1990 is circa 25 tot 30% van het totaal institutioneel vermogen geïnvesteerd in buitenlands vastgoed, wat neerkomt op € 16 mrd in 2003 (bron: CBS). Daarnaast hebben verschillende particuliere vastgoedbeleggers eigendommen in het buitenland waaronder Redevco. De buitenlandse beleggingen van Nederlandse beleggers bestaan voornamelijk uit winkels binnen Europa, naast belangen in Noord-Amerika. In het verleden zijn reeds verschillende onderzoeken gedaan naar verklarende factoren voor huurniveaus voor winkelpanden op basis van objecteigenschappen (Bolt 2003) en het winkelgebied (Lipsch 1994). In relatie tot het verzorgingsgebied in combinatie met onderzoek naar tijdsreeksen is beperkt kwantitatief onderzoek verricht. Voor de Amerikaanse markt is hiervoor reeds onderzoek verricht (Wheaton e.a. 1995). De Amerikaanse detailhandelstructuur wijkt echter in grote mate af van de Europese detailhandelsstructuur, zodat gevonden relaties in Europa mogelijk sterk afwijken. Vanwege de importantie voor internationaal onderzoek is gekozen voor een Europees onderzoek.

Figuur 1. Overzicht onderzochte steden met bijbehorend verzorgingsgebied



Onderzoeksmethodiek

Om een voorspelling te kunnen doen voor de toekomst is onderzocht welke ontwikkelingen in het verleden hebben plaatsgevonden. Hiervoor is allereerst voldoende historische gegevens omtrent de rendementsontwikkeling verzameld. Bij gebrek aan historische rendementsreeksen voor winkelpanden in de hoofdwinkelstraten is gekozen

voor het opstellen van een alternatieve rendementsreeks op basis van marktrapportages van makelaars. Op deze wijze was het mogelijk om voor circa 30 Europese steden een rendementsreeks te construeren vanaf 1980. De huur en de ontwikkeling van het aanvangsrendement zijn afzonderlijk onderzocht en worden in dit artikel separaat besproken. Voor de bepaling van de factoren die mogelijk van invloed zijn op de huur en de ontwikkeling van het aanvangsrendement is een literatuurstudie verricht. Gezien de aard van winkelpanden zijn onder andere de detailhandelsbestedingen en economische en demografische factoren toegevoegd aan de factoren uit de literatuurstudie.

Nieuwbouw: slechts beperkt effect op huurontwikkeling

Zoals reeds aangegeven is de huurontwikkeling onderzocht in relatie tot de ontwikkeling in het verzorgingsgebied. Het verzorgingsgebied voor de betreffende kernwinkelgebieden is groot en komt in veel gevallen overeen met het niveau van een provincie of landsdeel. Voor bijvoorbeeld Parijs omvat het verzorgingsgebied heel Europa; het provinciaal niveau echter komt overeen met de gemiddelde omvang van het verzorgingsgebied voor de onderzochte steden. Voor de uitvoering van het onderzoek is gekozen om dit op provinciaal niveau en deelstaten uit te voeren, in aansluiting op de regionale publicaties van de Europese Unie.

Voor de analyse van de huurontwikkelingen zijn data van makelaars gebruikt. De huurontwikkeling is opgesplitst in een tweetal ontwikkelingen, te weten een trend en een cyclus (zie figuur 2). De trend wordt onderzocht in relatie tot permanente veranderingen in het verzorgingsgebied. De voornaamste verklarende factoren voor de trend zijn:

- bestedingen aan kleding en schoeisel,
- werkgelegenheidsstructuur,
- bevolkingsgroei, en
- de vergrijzing.

De factor bestedingen aan kleding en schoeisel is mede van belang door de aanwezigheid van de betreffende winkeliers in de hoofdwinkelstraten. Meer dan 50% van de winkeliers in alle onderzochte winkelstraten betreft winkeliers in de kleding- en schoenenbranche. Uitzonderingen vormen echter de Franse steden: in deze steden is meer leisure en dienstverlening aanwezig. De verschuiving in de werkgelegenheidsstructuur richting de dienstensector hangt samen met de bestedingen aan kleding en schoeisel gezien onder andere de 'dresscode' in de dienstensector en het toegenomen welvaartsniveau.

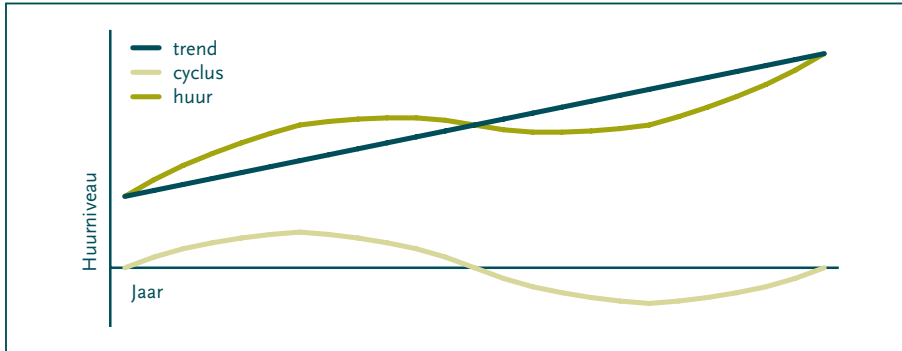
Op basis van het verschil tussen de trend en het daadwerkelijke verloop van de huurontwikkeling wordt een cyclus berekend, zoals weergegeven in figuur 2. De cyclus is in alle markten te onderscheiden; de volatiliteit van de cyclus verschilt echter voor de verschillende landen. De cyclus heeft een lengte van acht tot dertien jaar in de onderzochte steden. De meest verklarende factoren voor de cyclus blijken het vertrouwen te zijn van consumenten en winkeliers, naast de werkloosheid.

Nieuwbouwontwikkelingen hebben slechts een beperkte invloed op de huurontwikkeling (Crosby, 2003). Grote nieuwbouwontwikkelingen buiten de betreffende stad hebben uitsluitend invloed op de secundaire locaties in goed functionerende winkelgebieden. Met name middelgrote steden met slecht functionerende winkelgebieden ondervinden last van nieuwbouwontwikkelingen. Binnenstedelijke ontwikkelingen hebben slechts invloed over een korte periode. In eerste instantie treedt leegstand op doordat enkele winkeliers vertrekken naar de nieuwbouw. Echter: door de toevoeging van nieuwe oppervlakte neemt

THEMA BELEGGINGEN - WINKELVASTGOED

de aantrekkelijkheid van het totale centrum toe, waardoor de bezoekersaantallen in het totale centrum toenemen. De totale verklaarbaarheid (R^2) voor de huurontwikkeling op basis van de resultaten van het model en de daadwerkelijke ontwikkeling blijken in een groot deel van de gevallen boven de 0,90 te liggen. Een R^2 van 1 geeft een een-op-een-relatie weer en 0 geeft aan dat er geen relatie aanwezig is.

Figuur 2: Theoretische opbouw huurontwikkeling



Consumentenvertrouwen doorslaggevend voor aanvangsrendement

De ontwikkeling van aanvangsrendementen is eveneens opgesplitst in een trend en een cyclus (zie figuur 3). Voor het aanvangsrendement zijn een drietal ontwikkelingen van belang:

- de aantrekkelijkheid van andere beleggingen,
- het te belopen risico, en
- de verwachte huurgroei.

In het onderzoek wordt een relatie gelegd tussen de trend en het te lopen risico, de huurverwachting en de aantrekkelijkheid van andere beleggingen voor de cyclus.

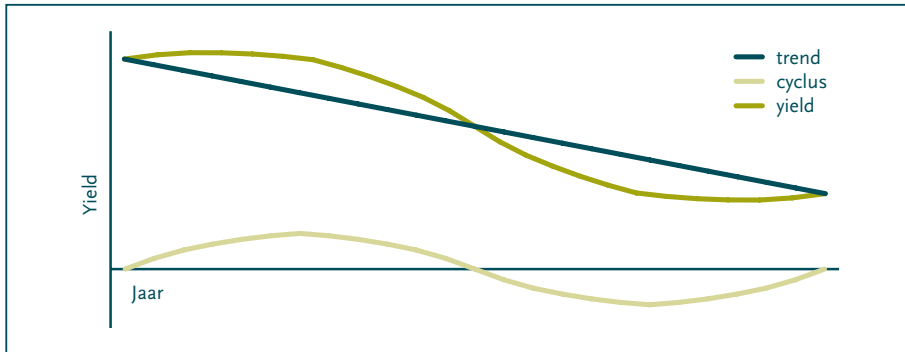
Het te lopen risico wordt gerelateerd aan de volwassenheid van de vastgoedmarkt op nationaal niveau. De volwassenheid wordt bepaald aan de hand van het politiek en economisch risico en de aanwezige vastgoedpartijen in de markt. Op basis van een rating voor het politiek risico, de zogenaamde International Country Risk Guide (ICRG-rating, vergelijkbaar met de rating van Standard & Poor's), wordt een relatie gelegd met de trend. Tussen deze beide variabelen zit een zeer grote relatie, voor landen die zich hebben ontwikkeld van een onvolwassen tot een volwassen vastgoedmarkt. De markten die naar verwachting een grote verandering in de aanvangsrendementen laten zien, zijn de landen op de Balkan, Rusland en Turkije.

Voor de cyclus is onderzocht wat de relatie was met de performance van andere beleggingen en verwachtingen voor de toekomst vanuit de consumenten en winkeliers. De voornaamste factoren bleken, in volgorde van verklaringskracht:

- vertrouwen van consumenten en winkeliers,
- werkloosheid,
- de langetermijnrente, en
- de performance van aandelen.

De gevonden variabelen voor de cyclus van de ontwikkeling van het aanvangsrendement blijken in een groot aantal steden een verklaarbaarheid te hebben van 0,70 (R^2), wat als hoog valt te kenmerken.

Figuur 3: Theoretische opbouw ontwikkeling aanvangsrendement



Model voor ontwikkeling performance

Op basis van de ontwikkeling van aanvangsrendementen en huur is een benadering gegeven voor de ontwikkeling van de performance. De waarde wordt hierbij berekend op basis van de huur gedeeld door de gepubliceerde aanvangsrendementen. Het direct rendement wordt bepaald door de huur te delen door de waarde van het object. Op het direct rendement worden de exploitatiekosten in mindering gebracht. De exploitatiekosten voor solitaire winkelpanden variëren van circa 8 tot 15% van de bruto huurinkomsten afhankelijk van het land. Gezien de geringe variatie en de beperkte invloed op het totaalrendement is ervoor gekozen om de exploitatiekosten in het model te fixeren op 10%. Deze 10% is in mindering gebracht op het direct rendement. Het indirect rendement wordt bepaald door de waardeverandering in een jaar te delen door de waarde van het object. Op basis van zowel het direct en indirect rendement wordt het totaalrendement berekend, zoals weergegeven in onderstaande formule.

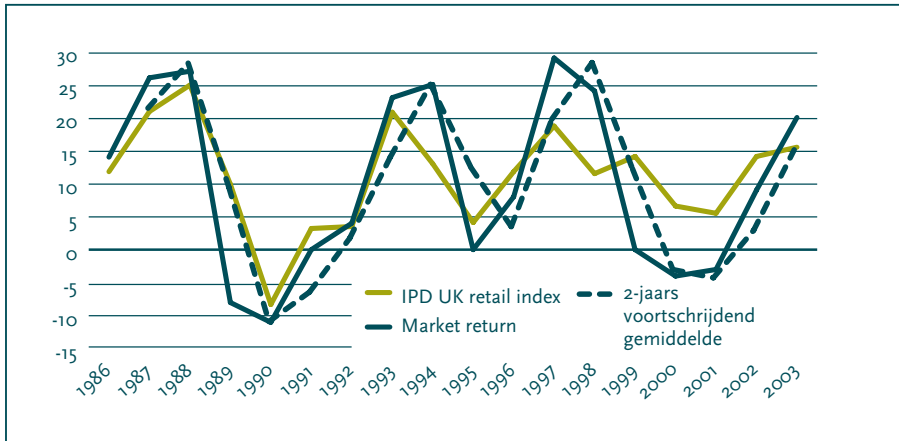
$$\text{Performance (\%)} = \frac{(0,9 \times \text{huurinkomsten}) + (\text{Waarde 31 dec} - \text{Waarde 1 jan})}{\text{Huur/aanvangsrendement op 1 jan}}$$

Om te bekijken wat de gevonden resultaten uit het onderzoek waren in relatie tot de daadwerkelijk ontwikkeling, is een vergelijking gemaakt met gepubliceerde rendementsreeksen. Voor de vergelijking is gekeken naar de Britse vastgoedindex (IPD) en naar de historische reeksen voor de Nederlandse index (Hordijk et al 2004). Deze rendementsreeksen bleken in eerste instantie reeds een grote relatie te hebben. Echter: een aanpassing diende plaats te vinden omdat de rendementsreeksen uit het onderzoek zijn gebaseerd op marktrendementen en de indexen in veel gevallen zijn gebaseerd op taxaties en de duur van huurcontracten. Om hiervoor een correctie aan te brengen, zijn de resultaten van het geconstrueerde rendementsreeks gesmooth. De smoothing zorgt ervoor dat de resultaten meer aansluiten met taxaties. De smoothing is toegevoegd door

THEMA BELEGGINGEN - WINKELVASTGOED

een voortschrijdend gemiddelde te nemen over twee jaar. In figuur 3 zijn de resultaten weergegeven voor de Britse markt. De figuur toont een vergelijking tussen de IPD UK retail index, de berekende ontwikkeling op basis van de onderliggende factoren en de aangepaste reeks door middel van het voortschrijdend gemiddelde. De IPD UK retail index laat een correlatie zien met de geconstrueerde rendementsreeks in het onderzoek van 0,80 wat eveneens geldt voor de Nederlandse reeks.

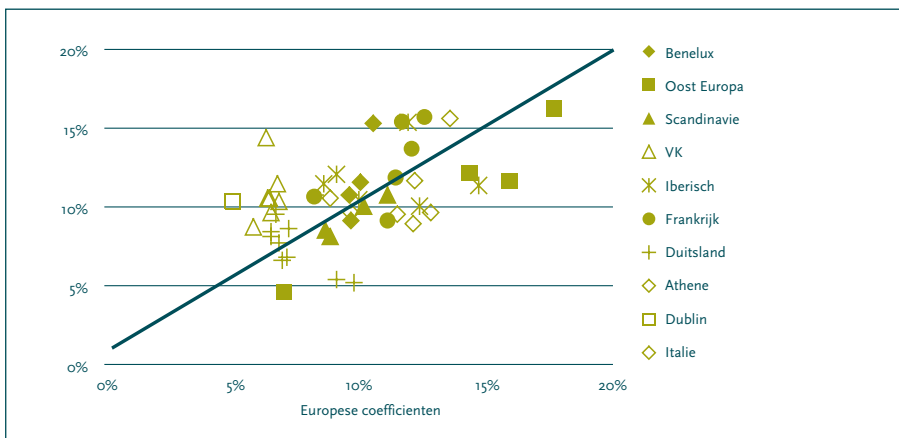
Figuur 4: Vergelijking modelresultaten en IPD UK retail index



Forecasting

Het doel van het onderzoek is om een voorspelling te geven voor de rendementsontwikkeling voor de komende jaren. Dit moet een belegger ondersteunen in de keuze om te gaan beleggen in een bepaalde winkelstraat. Daarbij spelen echter een

Figuur 5: Voorspelling vastgoedrendementen in de periode 2004-2014



aantal andere factoren mee, zoals het verbonden risico en lokale marktkennis.

De voorspelling wordt gemaakt aan de hand van voorspellingen die voor de verschillende beïnvloedende factoren beschikbaar zijn. In het model wordt verwacht dat de relatie die in het verleden tussen de verklarende factoren en de ontwikkeling van huur en aanvangsrendement heeft bestaan, zal blijven bestaan. Er worden twee voorspellingen berekend; een daarvan is op basis van de relatie voor de specifieke stad en een op basis van de gevonden Europese gemiddelde relaties. Het is de verwachting dat wanneer de regionale relatie verandert, deze meer richting een Europees gemiddelde zal gaan. De voorspellingen voor de rendementsontwikkeling zijn in figuur 5 weergegeven.

Conclusies

Op basis van regionale factoren kan een voorspelling worden gemaakt voor de toekomstige rendementsontwikkeling van winkels. Echter een groot aantal verklarende factoren blijken op nationale en zelfs Europese schaal van invloed te zijn. De convergentie naar een Europese schaal wordt mede veroorzaakt door een toenemende pan-Europese activiteiten van zowel beleggers als winkeliers. De Europeanisering zal een negatief effect hebben op de diversificatievoordelen die binnen Europa kunnen worden gerealiseerd. De splitsing in een trend en cyclus voor de ontwikkeling van zowel het huurniveau als het aanvangsrendement heeft een zeer belangrijke positieve bijdrage geleverd in de verklaringskracht van de rendementen in het verleden. Bovendien was het mogelijk op basis van de hoge verklaarbaarheid een voorspelling te doen zowel op korte termijn (inclusief cycli) als op de lange termijn, voornamelijk op basis van de trend.

Het onderzoek is uitsluitend ingegaan op de rendementsontwikkeling. Het risico vormt eveneens een belangrijk aspect. In het algemeen kan worden gesteld dat met name de steden met een relatief lage performance minder risico met zich mee brengen en de steden met een hogere performance meer risico met zich meebrengen. Zo kunnen bijvoorbeeld in Oost-Europese landen grote nieuwbouwontwikkelingen invloed hebben op het verwachte rendement.

Over de auteur: Ir. Bert Teuben studeerde af bij Redevco Europe Services op het onderzoek 'In which European high street should property investors shop?' ter afronding van zijn studie bouwkunde aan de Technische Universiteit Eindhoven en werkt inmiddels als vastgoedbeleggingsanalist bij de stichting ROZ Vastgoedindex.

Literatuurselectie

- Bolt, E.J. (2003): Waarde winkelpanden, artikel ontleend aan het boek Huurprijzen en bruto-aanvangsrendementen voor vijftien type winkelcentra
- Crosby, N., Oughton, M., Lizeiri, C., en Palmer, N. (2003): The local economic impact of regional in-town shopping centres.
- Hordijk, A.C., Kroon, H.M. de, Theebe, M.A.J. (2004): Long-run return series for the European continent.
- Lipsch, H.M.B. (1994): Quick scan voor het binnenstedelijk winkelgebied.
- Wheaton, W.C. en Torto, R.G. (1995): Retail sales and retail real estate.

Disconteringsvoet voor taxaties: de weg naar gefundeerde DCF-waardering

De vergelijking van de verschillende waarderingmethoden, waaronder de DCF-methode (Discounted Cash Flow), staat de laatste tijd volop in de belangstelling. De DCF-methode is een investeringsanalysemodel dat de laatste jaren ook vaker wordt toegepast bij de uitvoering van taxaties. Een van de elementen die bij deze wijze van waarderen grote invloed heeft op de getaxeerde waarde is de disconteringsvoet. In de praktijk blijkt dat hier zeer divers mee wordt omgegaan (Van de Ridder 2003). Op welke wijze kan een taxateur een DV-tax (disconteringsvoet voor taxatie) bepalen?

door Toon van Hulst

Belangrijkste conclusies die uit het onderzoek naar voren komen, zijn:

- de meest toegepaste methode om een disconteringsvoet vast te stellen, is middels een basisrente (in de praktijk vaak risicovrije voet genoemd) met risico-opslagen;
- het rentetype dat het meest geschikt is als basisrente is het 12-maands voortschrijdende gemiddelde van 10-jaars IRS (Interest Rate Swap);
- er is geen 'een-op-een'-relatie tussen basisrente en gepubliceerde R-eisen. Een verandering op de kapitaalmarkt betekent niet direct een verandering in de vastgoedprijzen;
- binnen de vastgoedbranche worden de begrippen IRR (Internal Rate of Return) en R-eis (Rendements-eis) te pas en te onpas door elkaar gebruikt en (ten onrechte) ook vaak voor taxaties;

Begrippen

Alvorens het onderzoek te beschrijven, wordt eerst ingegaan op de diverse begrippen.

R-eis: objectgebonden rendementseis van een belegger als input voor het rekenmodel of als maatstaf om de IRR (output) te toetsen.

Elke belegger heeft een beleggingsbeleid waarin het rendement is opgenomen dat op de portefeuille dient te worden behaald. Dit rendement kan gelden voor de gehele portefeuille, voor een bepaalde sector of voor een object. Deze R-eis kan als input dienen voor de investeringsanalyse, waarmee alle kasstromen contant worden gemaakt, waarbij de uitkomst de prijs/investering betreft die men maximaal kan betalen om te voldoen aan de opgelegde rendementseis. De R-eis wordt subjectief bepaald; wanneer bijvoorbeeld een belegger het komende jaar een groter marktaandeel wil bereiken in een bepaald segment, kan de R-eis hiervoor (tijdelijk) worden verlaagd.

De R-eis kan ook op een andere manier worden gebruikt. Als men de investering in het

DCF-model opneemt, kan men middels iteratie ('doelzoeken' in Excel) de rentevoet (IRR) bepalen waarbij alle contant gemaakte kasstromen gelijk zijn aan 0. Vervolgens kan men toetsen of de IRR voldoet aan de gestelde R-eis.

IRR: internal rate of return, zijnde het *resultaat* van een berekening.

Voor de IRR is een duidelijke definitie te geven: Het betreft de disconteringsvoet die de contant gemaakte kasstromen gelijk maakt aan de investering. De IRR is dus een resultante van het rekenmodel.

Voor waarderingen zijn beide begrippen minder relevant. Een taxateur dient zelf een geobjectiveerde disconteringsvoet te bepalen die als input gebruikt wordt voor het rekenmodel. Om een duidelijk onderscheid te maken tussen de diverse begrippen wordt de term disconteringsvoet voor taxatie geïntroduceerd ofwel DV-tax.

DV-tax: disconteringsvoet voor een taxatie als *input* voor het rekenmodel.

Over disconteringsvoeten, R-eisen en IRR-en wordt in Nederland weinig gepubliceerd. Als er publicaties over deze grootheden zijn, gaat het in de regel om gerealiseerde rendementen. Een DV-tax is een echter een inputvariabele die in die zin verwantschap heeft met een R-eis. In opdracht van Troostwijk wordt sinds enige jaren door de Universiteit van Amsterdam onderzoek gedaan naar het beleggingsbeleid van de grote Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen. In dit onderzoek wordt ook aandacht besteed aan de R-eisen die beleggers hanteren. Aan de hand van deze reeks is onderzoek gedaan naar de relatie met BAR/NAR, kapitaalmarkt en vastgoedmarkt. Ook is middels een enquête onderzoek gedaan naar de wijze waarop beleggers omgaan met de disconteringsvoet: op welke wijze wordt de R-eis opgebouwd en hoe gaat men om met risico's in de kasstromen?

Methoden

In theorie kan een disconteringsvoet op diverse wijzen worden bepaald:

- via de WACC (Weighted Average Cost of Capital),
- op basis van een risicovrije voet met opslagen,
- op basis van afleiding van het Netto Aanvangs Rendement (NAR), en
- als afgeleide van gepubliceerde reeksen.

Bij vastgoedwaarderingen wordt in beginsel geen rekening gehouden met effecten van financiering. Indien in de formule voor de WACC voor Vreemd Vermogen 'o' wordt ingevuld, ontstaat de volgende vergelijking: $WACC = \text{Rendement op eigen vermogen}$. Naar dit rendement (R-eis) zijn we echter niet? op zoek.

Kiezen we voor een DV-tax als afgeleide van gepubliceerde reeksen, dan stuiten we op het probleem dat er in Nederland geen langjarige reeks beschikbaar is. Weliswaar is er de reeks van ROZ/IPD maar dit is een reeks met gerealiseerde rendementen. Gerealiseerde rendementen zijn echter minder bruikbaar voor het bepalen van een DV-tax aangezien het gaat om een inputvariabele. Bovendien zijn de rendementen van ROZ voor een groot deel gebaseerd op taxaties en niet op transacties.

Op de andere twee methodes (risicovrije voet met opslagen en afleiden van NAR) wordt verder ingegaan. R-eisen vertonen een duidelijke relatie met BAR'ren en NAR'ren. Het

THEMA BELEGGINGEN - TAXATIES

bepalen van een DV-tax via afleiding van BAR en/of NAR lijkt dan ook voor de hand te liggen aangezien voor met name BAR'ren veel market evidence aanwezig lijkt te zijn en voor de NAR globaal geldt: disconteringsvoet = NAR + groeivoet van alle kasstromen. Hier is al vrij veel onderzoek naar gedaan, echter zonder bevredigende resultaten¹. Verder blijkt uit de enquête dat beleggers van deze methode nagenoeg geen gebruik maken. Het merendeel van de beleggers bepaalt de R-eis op basis van een basisrente met risico-opslagen.

Onderzoek

R-eisen vertonen eveneens een duidelijke relatie met de kapitaalmarktrente. Er is gekeken naar tarieven voor staatsleningen en IRS, looptijden van 5 en 10 jaar en diverse voortschrijdende gemiddelden (zie voor 10-jaars tarieven tabel 1).

Tabel 1: Correlatie R-eisen met rentetypes

jaar	staatslening	staatslening	staatslening	IRS	IRS
	10 jaar 12 mnds	10 jaar 24 mnds	10 jaar 60 mnds	10 jaar 12 mnds	10 jaar 24 mnds
1992	8,09%	8,42%	7,88%	8,21%	8,51%
1993	6,36%	7,23%	7,87%	6,58%	7,39%
1994	6,85%	6,61%	7,80%	7,29%	6,94%
1995	6,88%	6,86%	7,39%	7,17%	7,23%
1996	6,15%	6,51%	6,87%	6,42%	6,80%
1997	5,58%	5,87%	6,37%	5,83%	6,12%
1998	4,62%	5,10%	6,02%	4,91%	5,37%
1999	4,63%	4,61%	5,57%	4,90%	4,91%
2000	5,41%	5,01%	5,27%	5,82%	5,36%
2001	4,94%	5,17%	5,03%	5,24%	5,53%
2002	4,88%	4,91%	4,89%	5,03%	5,14%
Kantoren	0,87**	0,79**	0,79**	0,88**	0,82**
Winkels	0,96**	0,94**	0,86**	0,95**	0,94**
Woningen	0,91**	0,89**	0,83**	0,92**	0,91**
Bedrijfsgeb.	0,77**	0,71*	0,71*	0,78**	0,72*
gemiddeld	0,875	0,833	0,796	0,881	0,849

Bron: CBS (staatsleningen) en Bloomberg (IRS)

** significant op 0,01 niveau

* significant op 0,05 niveau

De sterkste relatie komt naar voren bij het 12-maands voortschrijdend gemiddelde van 10-jaars IRS. Hoewel de correlatie sterk positief is (0,88 significant op 0,01 niveau), wordt ook duidelijk dat er geen 'een-op-een'-verhouding is. Met andere woorden: een wijziging in de kapitaalmarktrente (basisrente ofwel risicovrije voet) komt niet volledig tot uiting in de R-eis. Risico-opslagen fungeren hier als 'communicerende vaten' en vertonen een duidelijk negatieve correlatie met de basisrente (zie ook tabel 2).

¹ o.a. Osinga; Marktconforme disconteringsvoet; 2000; SBV.

Doordat bij het 12-maands voortschrijdend gemiddelde van 10-jaars IRS ook de spreiding in risico-opslagen het geringst is, kan het systeem van die opslagen vrij constant worden gehouden. Dat is een extra voordeel bij het hanteren van deze basisrente. Andere argumenten voor het IRS-tarief ten opzichte van staatsleningen zijn:

- IRS is een internationaal tarief,
- er is bij IRS sprake van continue prijsvorming, en
- staatsleningen worden steeds minder verhandeld.

Is er enige samenhang te ontdekken tussen risico-opslagen en de vastgoedmarkt? Dit aspect is voor de kantorenmarkt onderzocht, aangezien er voor dit segment voldoende en betrouwbaar cijfermateriaal met betrekking tot aanbod en opname voorhanden is. Onderzoek naar relaties tussen risico-opslagen en kantorenmarkt, brengt geen significante samenhang aan het licht (zie tabel 2).

Tabel 2: Risico-opslagen en correlaties

jaar	staatslening	staatslening	staatslening	IRS	IRS
	10 jaar 12 mnds	10 jaar 24 mnds	10 jaar 60 mnds	10 jaar 12 mnds	10 jaar 24 mnds
	risico-opslagen				
1992	1,2%	0,9%	1,4%	1,1%	0,8%
1993	2,1%	1,3%	0,6%	1,9%	1,1%
1994	2,8%	3,0%	1,8%	2,3%	2,7%
1995	2,4%	2,4%	1,9%	2,1%	2,1%
1996	2,9%	2,5%	2,1%	2,6%	2,2%
1997	2,7%	2,4%	1,9%	2,5%	2,2%
1998	3,5%	3,0%	2,1%	3,2%	2,7%
1999	3,2%	3,2%	2,2%	2,9%	2,9%
2000	2,6%	3,0%	2,7%	2,2%	2,6%
2001	3,4%	3,1%	3,3%	3,1%	2,8%
2002	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%
	correlatie risico-opslagen met				
RV	-0,88**	-0,89**	-0,88**	-0,90**	-0,87**
A	0,22 ^{ns}	0,26 ^{ns}	0,49 ^{ns}	0,30 ^{ns}	0,30 ^{ns}
O	0,52 ^{ns}	0,56 ^{ns}	0,71*	0,53 ^{ns}	0,55 ^{ns}
A/O	-0,22 ^{ns}	-0,18 ^{ns}	-0,11 ^{ns}	-0,19 ^{ns}	-0,14 ^{ns}
spreiding	2,3	2,5	2,8	2,2	2,4

** significant op 0,01 niveau
 * significant op 0,05 niveau
 ns niet significant (>0,05)
 RV = Risicovrije voet
 A = Aanbod
 O = Opname
 A/O = Aanbod/Opname

THEMA BELEGGINGEN - TAXATIES

Aan de ene kant worden de risico-opslagen ingeschat over de beschouwingsperiode (veelal 10 jaar) en reflecteren derhalve het gemiddelde risico over die periode zodat dit minder volatiel is dan de markt zelf (aanbod en opname). Aan de andere kant kan er, zoals momenteel het geval is, een duidelijk verschil zijn tussen huurmarkt en beleggingsmarkt, welke laatste meer invloed heeft op de disconteringsvoet.

Het bepalen van de risico-opslagen blijft een lastig te doorgronden proces. Geconcludeerd kan worden dat op basis van gepubliceerde R-eisen deze opslagen in de periode 1992-2002 zich bewegen tussen 0,5% en 4,0% ten opzichte van het 12-maands voortschrijdend gemiddelde van 10-jaars IRS. De gemiddelde opslag (2,15%) komt overeen met het vaak genoemde en gehanteerde percentage van 2%, maar varieert behoorlijk als gevolg van segment en/of periode. Uit de enquête onder beleggers blijkt dat het totaal van de opslagen zich gemiddeld beweegt tussen de 0,45% en 5,41%. Gezien de summiere beantwoording van de vragen omtrent risico-opslagen lijkt de conclusie gerechtvaardigd dat het hier gaat om de kern van de zaak en beleggers zich niet al te veel in de kaart willen laten kijken. Duidelijk wordt dat veel gebruik wordt gemaakt van een drietal opslagen: algemene vastgoed-opslag, sector-opslag en object-opslag. Middels de antwoorden van de beleggers wordt redelijk inzicht verkregen in de aspecten die een rol spelen bij de object-opslag, maar blijft de samenstelling van de andere twee opslagen in nevelen gehuld.

Aanzet model

Op basis van de bevindingen uit het onderzoek, zou een model voor het bepalen van de DV-tax er als volgt uit kunnen zien:

Berekening DV-tax

Basisrente	12-maands voortschrijdend gemiddelde 10-jaars IRS
Algemene vastgoedopslag	tussen 0,40 en 1,28*
Sector-opslag	tussen 0,05 en 1,94*
Object-opslag	tussen 0,00 en 2,19*
DV-tax	

Matrix ter vaststelling van de algemene vastgoed-opslag

	weging	zeer laag	laag	RISICO gemiddeld	hoog	zeer hoog	risico-punten
Perform. tov andere beleggingen **	0,00%						0,00
Perform. og aandelen **	0,00%						0,00
Aspect 3	0,00%						0,00
Aspect 4	0,00%						0,00
Aspect 5	0,00%						0,00
	0,00%					totaal	0

Matrix ter vaststelling van de sector-opslag

	weging	zeer laag	laag	RISICO gemiddeld	hoog	zeer hoog	risico-punten
Transparantie **	0,00%						0,00
Liquiditeit **	0,00%						0,00
Transactievolume **	0,00%						0,00
Koperspotentieel **	0,00%						0,00
Huurders en contracten **	0,00%						0,00
	0,00%					totaal	0

Matrix ter vaststelling van de object-opslag

	weging	zeer laag	laag	RISICO gemiddeld	hoog	zeer hoog	risico-punten
Locatiepotentie *	0,00%						0,00
Financiële kwaliteit huurder*	0,00%						0,00
Bereikbaarheid en parkeren *	0,00%						0,00
Vraag en aanbod *	0,00%						0,00
Objectflexibiliteit *	0,00%						0,00
	0,00%					totaal	0

* volgt uit enquête

** suggestie

THEMA BELEGGINGEN - TAXATIES

Het moge duidelijk zijn dat bovenstaande slechts een eerste aanzet betreft hoe een model eruit zou kunnen zien.

Voor wat betreft de object-opslag kan het model vrij concreet worden ingevuld. Uit de enquête komt naar voren welke aspecten beleggers in de R-eis verdisconteren en binnen welke bandbreedte de object-opslag zich bevindt. Door het aangeven van de risicograad van het betreffende aspect (bijvoorbeeld hoge verwachtingswaarde voor de locatie, dan risico = zeer laag), wordt een zeker aantal risicopunten gescoord. Het totaal van de risicopunten kan vervolgens worden gekoppeld aan de opslag. Tussen de verschillende aspecten zou een weging kunnen worden aangebracht. Volgens de uitkomst van de enquête zou de object-opslag liggen tussen minimaal 0,0% en maximaal 2,19% (gemiddelde van de scores waarbij de laagste en hoogste score buiten beschouwing zijn gebleven).

Voor wat betreft de algemene vastgoed-opslag en de sector-opslag moet helaas worden vastgesteld dat uit de antwoorden van de enquête wel iets te zeggen valt over de hoogte van deze opslagen en de bandbreedte, maar niet over de wijze van vaststelling hiervan. Het gemiddelde voor de algemene vastgoed-opslag uit de enquête ligt tussen de minimaal 0,40% en maximaal 1,28% (laagste en hoogste score zijn hierin niet meegenomen). Voor de sector-opslag komt het gemiddelde uit tussen minimaal 0,05% en maximaal 1,94%² (eveneens zonder laagste en hoogste score hierin te betrekken).

Aanbevelingen

Op weg naar meer uniformiteit en transparantie zouden de eerste concrete stappen de volgende kunnen zijn:

- Door ROZ/IPD zou de basisrente kunnen worden voorgeschreven voor waarderingen ten behoeve van de benchmark. Een belangrijke reden dat dit tot nog toe niet gebeurt is, ligt in de verwachting dat verschillen in de voorgeschreven basisrente in opeenvolgende jaren 'een-op-een' worden doorgevoerd in de DV-tax (en dus de waarde). Dat zou inderdaad niet marktconform zou zijn. Dit nadeel zou kunnen worden ondervangen door naast de basisrente ook de algemene vastgoed-opslag en de sector-opslag voor te schrijven. De taxateur dient dan alleen de object-opslag te bepalen, wat ook meer tot zijn/haar domein behoort. Voor deze object-opslag zou ROZ/IPD een eenvoudig model kunnen aanreiken zodat uniformiteit en transparantie duidelijk verbeteren. Wanneer hiernaast ook één DCF-model wordt voorgeschreven, zou een belangrijke stap in het waarderingsproces ten behoeve van de benchmark gemaakt worden. Gezien de 'rolverdeling' binnen de vastgoedbranche ligt de sleutel tot inzicht in de algemene vastgoed-opslag en sector-opslag mogelijk bij de IVBN. Dit is de meest aangewezen organisatie om hiertoe het initiatief te nemen. Het vertrouwelijke karakter van deze opslagen per belegger is dan gewaarborgd. Vervolgens kan ROZ/IPD met deze informatie zowel de basisrente als de algemene vastgoed-opslag en sector-opslag voorschrijven. Door de positie van ROZ/IPD binnen de branche, mag worden verwacht dat een dergelijke werkwijze in de markt ook voor andere waarderingsdoeleinden navolging zal vinden.
- Binnen de vastgoedbranche zou het welkom zijn dat partijen eenzelfde definitie gebruiken voor de diverse disconteringsvoeten (IRR, R-eis en DV-tax).

² Met betrekking tot de risico-opslagen dient nog een nuancering plaats te vinden. De respondenten beleggen over het algemeen in 1e klas vastgoed, waardoor de gemelde opslagen en daardoor de maximale DV-tax mogelijk niet het niveau bereikt dat voor 'ze hands vastgoed' op mindere locaties vereist is.

Al met al kan worden gesteld dat de DCF-methode een prima investeringsanalyse mogelijk maakt en sinds een aantal jaren ook in zwang is geraakt voor waarderingen. Ondanks kritiek op deze wijze van waarden zijn er ook voordelen en ziet het er naar uit dat de methode ook in de toekomst veel zal worden gebruikt. Zeker bij grote redelijk bekende uitgaven en/of inkomsten (bijvoorbeeld uitponden) in de toekomst, of bijvoorbeeld bij huurderswisselingen met een grote impact, is de DCF-methode een welkome aanvulling op de bestaande taxatiemethoden. Toetsing van de uitkomsten van waarderingen met de DCF-methode middels andere taxatiemethoden, blijft echter wenselijk, evenals verdere ontwikkeling en professionalisering. Wanneer men binnen de sector steeds meer en beter omgaat met de DCF-methode en men blijft streven naar verbetering, krijgt de methode ook meer acceptatie en 'waarde' binnen, maar vooral ook voor de vastgoedbranche.

Het volledige onderzoek is verkrijgbaar via www.vastgoedkennis.nl

Over de auteur: A.F. van Hulst MSRE is teamleider taxaties bij FGH Bank NV en is (cum laude) afgestudeerd aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE).

Literatuurselectie:

- Goetzmann (1990): The performance of real estate as an asset class; In: Journal of Applied Corporate Finance, June, pp 65-76;
- Gool van, P., Jager, P., Weisz, R. (2001): Onroerend goed als belegging; Stenfert Kroese;
- Kishore (1996): Discounted Cashflow analyses in property investment valuations;
- In: Journal of Property Valuation and Investment, Vol. 14 No. 3, pp 63-70;
- Lusht (2001): Real Estate Valuation Principles and applications; KML publishing State College;
- Osinga (2000): Marktconforme disconteringsvoet; SBV;
- Ridder, van de (2003): Consistentie en uniformiteit in de taxaties voor de ROZ/IPD Vastgoedindex; VU Amsterdam;
- Troostwijk/Universiteit van Amsterdam, Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie (in opdracht van Troostwijk Makelaars) (1993-2003), Het Vastgoedbeleggingsbeleid van de grote Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen

Beloning in vastgoedfondsen: loon naar werken?

Topmanagers verdienen een hoop geld, maar het is de vraag of ze dat waarmaken met superieure prestaties. Nu steeds meer beleggers kiezen voor een indirecte investering in vastgoed door middel van een al dan niet beursgenoteerd fonds rijst ook in de vastgoedsector de vraag op welke basis het topmanagement gecompenseerd wordt, en of hoge beloning en goede prestaties samengaan. Onderstaande analyse uitgevoerd in het Verenigd Koninkrijk toont aan dat vooral portfolio- en corporate-governancestructuur van een bedrijf belangrijke verklarende factoren zijn voor de hoogte van beloning. Prestaties zijn minder sterk gerelateerd aan beloning.

door Nils Kok en Piet Eichholtz

Een onderwerp dat de afgelopen jaren veel stof heeft doen opwaaien is de beloning van topmanagers. Tijdens de ict-hype op de beurs gingen extreme beloningen nog gepaard met hoge rendementen voor aandeelhouders, maar toen na de beurscrash de lonen van topmanagers bleven stijgen, ontstond grote maatschappelijke onrust.

Beloningsstructuur is een integraal deel van corporate governance en wordt gebruikt als oplossing voor het agency-probleem - het probleem dat ontstaat wanneer eigenaar en manager van een bedrijf niet één en dezelfde persoon zijn. Ook in de vastgoedsector wordt corporate governance steeds belangrijker, nu institutionele en privé-investeerders hun kapitaal steeds vaker indirect - via private equity of beursgenoteerd fonds - in vastgoed beleggen dan direct in stenen. Wanneer deze indirecte beleggingsvehikels niet transparant zijn, kan dat leiden tot ongelijke informatie voor aandeelhouders en managers, en dus tot de mogelijkheid van suboptimaal gebruik van middelen. Een goede corporate-governancestructuur kan ervoor zorgen dat het rendement voor aandeelhouders wordt gemaximaliseerd tegen zo laag mogelijke kosten.

Een analyse van de beloningsstructuur in vastgoedfondsen kan inzicht bieden in factoren die de hoogte van beloning van het management verklaren. Echter, de Code Tabaksblatt die in Nederland is ingevoerd om onder meer de beloningsstructuur meer transparant te maken, begint pas nu zijn vruchten af te werpen. Een diepgaande analyse is daarom alleen mogelijk voor Britse en Amerikaanse vastgoedfondsen, waar de rapportering al jaren aan strenge eisen moet voldoen. Voor de periode 1998-2003 onderzoeken wij de invloeden van prestaties, portfoliostructuur en governancestructuur op de hoogte van de beloning van het topmanagement in Britse vastgoedfondsen. Daarnaast gaan we dieper in op de specifieke relatie tussen prestaties en beloning, de zogenoemde 'pay-performance sensitivity', en op de vraag hoe verschillende governancemechanismen deze relatie beïnvloeden.

Bestaande literatuur

In de bestaande literatuur is veel geschreven over de beloning van het management in een beursgenoteerd bedrijf. De literatuur heeft voornamelijk betrekking op de Verenigde Staten en er zijn weinig vastgoedgerelateerde studies. Een analyse van de bestaande vastgoedstudies laat zien dat de grootte van een bedrijf een significant positieve invloed heeft op de hoogte van beloningen. Prestaties van managers, gemeten naar rendement op het aandeel, lijken een minder belangrijke verklarende factor te zijn. De onderliggende portefeuillestructuur, gemeten naar het type vastgoed waarin wordt geïnvesteerd, heeft een significant effect op de hoogte van beloning (Scott, Anderson en Loviscek 2001). Daarnaast leiden een goed gestructureerde board of directors en de aanwezigheid van andere governancemechanismen tot een lagere beloning (Ghosh en Sirmans 2003). Wat betreft de specifieke relatie tussen prestaties en beloning vinden Jensen en Murphy (1990) in hun studie, die toonaangevend is voor deze stroming van onderzoek, dat een \$1000 toename in aandeelhouderskapitaal leidt tot een \$3,25 toename in de beloning van de CEO. Deze relatie wordt voornamelijk gedreven door de opties in het beloningspakket, vanwege de sterke relatie die opties met de aandelenmarkt hebben. Voor vastgoedfondsen is dit tot op heden nog niet uitgezocht.

Resultaten: de hoogte van beloning

Voor een steekproef van 39 Britse vastgoedfondsen in de tijdsperiode van 1998-2003 analyseren wij de invloed van verschillende groepen variabelen op de hoogte van de beloning van topmanagers. De data betreffende beloning is verkregen uit de beloningsrapporten in jaarverslagen, terwijl de overige data afkomstig zijn uit Datastream. Compensatie is opgesplitst in drie delen:

- de cash compensatie, bestaande uit een basissalaris, cash bonus, pensioenbijdrage en voordelen zoals een auto van de zaak;
- langetermijn-compensatie, bestaande uit de waarde van aandelen en toegekende opties - berekend met de Black-Scholes optieformule;
- totale compensatie, namelijk het totaal van de twee afzonderlijke delen.

Alleen voor Britse vastgoedfondsen is het mogelijk om een dermate inzicht te krijgen in de beloningsstructuur.

Tabel 1 geeft een overzicht van de beloningsstructuur in de tijd, waarbij duidelijk zichtbaar is dat aandelenopties na de crash van de aandelenmarkt aan populariteit hebben ingeboet. De oorzaak hiervan zijn de lage beurskoersen, die hebben geleid tot een waardedaling van opties. De waarde van het totale beloningspakket in 2003 is omgerekend ongeveer € 2 mln gemiddeld per executive. Dit is min of meer gelijk aan de beloning van topmanagers in het Nederlandse bedrijfsleven (FD 03/03/2005).

Tabel 1: Ontwikkeling beloningsstructuur

Jaar	Bonus %	LTIP %	Opties %	Beloning £1.000
1998	74.0	35.3	65.0	769.5
1999	77.9	41.2	82.4	1013.7
2000	80.3	44.1	89.0	1326.6
2001	88.2	44.1	91.2	1511.1
2002	74.4	47.1	79.5	1340.1
2003	79.4	49.8	79.5	1418.9

Toelichting tabel 1:
In de kolommen 2 tot en met 4 staan de statistieken betreffende het percentage van de bedrijven dat een incentive plan geïmplementeerd heeft tijdens de periode van de steekproef. Bonus is het variabele deel van cash beloning, LTIP en opties staan respectievelijk voor het deel lange termijn beloning in de vorm van aandelen en opties. In kolom 5 representeert compensatie de gemiddelde totale beloning van een topmanager in de steekproef.
Bron: jaarverslagen.

THEMA BELEGGINGEN - CORPORATE GOVERNANCE

De resultaten van de analyses zijn onderverdeeld in drie groepen variabelen. De invloed van prestaties op beloning is weergegeven in tabel 2. De resultaten zijn aangepast voor invloeden van tijd en omvang van het fonds. Het huidige rendement en het rendement van het vorige jaar zijn positief en significant gerelateerd aan langetermijn-compensatie. Ook het rendement relatief aan twee benchmarks - de FTSE Small Cap Index en de FTSE Real Estate Index - heeft een positieve invloed op de hoogte van langetermijn-beloning. De waarde van opties en aandelen fluctueert met het rendement op aandelen, wat de relatie tussen langetermijn-compensatie en rendement verklaart. De uitbetaling van dividend heeft een negatieve invloed op alle elementen van compensatie. Dit zou kunnen worden veroorzaakt door het signaal dat hoge dividendbetalingen afgeven: er ontbreken winstgevendende investeringsprojecten in de nabije toekomst, wat leidt tot lagere huidige beloning voor managers. De accountingmaatstaf earnings-per-share (EPS) is een zwakke doch positieve verklarende variabele voor de hoogte van cash beloning.

Tabel 2: Relatie tussen beloning en prestatie

	Cash	Cash	Cash	LT	LT	LT	Tot.	Tot.	Tot.
Prestaties	beloning	beloning	beloning	beloning	beloning	beloning	beloning	beloning	beloning
	log	log	log	log	log	log	log	log	log
Constante _t	2.70 (7.37)	2.79 (7.60)	2.77 (7.56)	-3.40 (-2.96)	-2.51 (2.09)	-2.50 (-2.07)	2.06 (4.35)	2.30 (4.71)	2.30 (4.67)
Absoluut rendement _t	0.14 (1.13)	-	-	2.62 (5.00)	-	-	0.61 (3.33)	-	-
(Absoluut rendement) _{t-1}	0.05 (0.34)	-	-	1.53 (2.91)	-	-	0.35 (1.73)	-	-
Jensen Alpha FTSE SMC _t	- (-0.27)	-0.04	-	- (2.57)	1.69	-	- (1.15)	0.30	-
Jensen Alpha FTSE RE _t	- (0.11)	-	0.01	- (2.58)	-	2.00	- (1.40)	-	0.36
Earnings-per-share _t	0.01 (2.22)	0.05 (2.48)	0.01 (2.45)	-0.01 (-2.02)	-0.01 (-1.25)	-0.01 (-1.37)	0.00 (-0.36)	0.00 (0.60)	0.00 (0.50)
Dividend yield _t	-0.08 (-4.13)	-0.07 (-3.97)	-0.07 (-4.07)	-0.29 (-4.17)	-0.26 (-3.83)	-0.26 (-3.77)	-0.15 (-5.64)	-0.14 (-5.36)	-0.14 (5.44)
R ² adj.	0.41	0.41	0.41	0.33	0.23	0.26	0.45	0.42	0.42
# observaties	217	217	217	217	217	217	217	217	217

Toelichting tabel 2:

Resultaten zijn aangepast voor invloeden van tijd en omvang van een fonds. Cash beloning is de som van basis salaris, pensioenbijdrage, cash bonus en voordelen als een auto van de zaak. LT beloning bevat beloning in de vorm van aandelenopties en aandelen. Tot. beloning is de som van voorgenoemde elementen. Vanwege multicollineariteit worden de verschillende prestatie variabelen apart geresseerd.

Heteroskedasticiteit-robuste t-statistieken tussen haakjes. Een waarde van 1.96 of groter duidt op een significantie niveau van 5%.

Dikgedrukte coëfficiënten zijn significant op het 5%-niveau.

De relatie tussen corporate-governancestructuur en de hoogte van beloning is weergegeven in tabel 3. Grote aandeelhouders lijken efficiënte toezichthouders te zijn, daar de hoeveelheid aandelen in bezit van de vijf grootste aandeelhouders een negatief effect heeft op het salaris van topmanagers. De aanwezigheid van institutionele investeerders leidt daarentegen tot hogere lange-termijnbeloning. Enerzijds kan dit duiden op disfunctioneren als governancemechanisme, anderzijds is bekend dat institutionele investeerders lange-termijncompensatie prefereren boven cash beloning. De enorme waardeinstijging van opties en aandelen tijdens de ict-bubble heeft echter gezorgd voor een bovenmatige stijging van lange-termijncompensatie.

In de one-tier boardstructuur in Engeland hebben onafhankelijke directeuren in de board of directors de taak toezicht te houden op het management. Daarom zou men verwachten dat de aanwezigheid van meer onafhankelijke directeuren in de board een lagere beloning tot gevolg heeft. De resultaten tonen echter het tegenovergestelde: de aanwezigheid van meer onafhankelijke directeuren leidt tot een hogere beloning. Wij stellen dan ook dat de efficiëntie van onafhankelijke directeuren daarmee twijfelachtig is, in navolging van Ghosh en Sirmans (2003) en Core, Larcker en Holthausen (1999).

Een andere governancestructuur die niet in Nederland, maar wel in Engeland mogelijk is, is een CEO die gelijktijdig fungeert als voorzitter van de board of directors. Dit creëert een machtsvacuüm, wat zou kunnen leiden tot hogere beloning van het management. Echter onze resultaten tonen aan dat deze situatie juist tot lagere beloning leidt: de overduidelijke mogelijkheid tot machtsmisbruik zorgt wellicht voor intensief toezicht van aandeelhouders en dus voor een lagere beloning.

Tabel 3: Relatie tussen beloning en governance structuur

	Cash beloning	LT beloning	Tot. beloning
	log	log	log
Constante _t	2.81 (6.54)	-2.34 (-1.82)	1.92 (3.29)
% Aandelen in bezit 5 grootste aandeelhouders _t	-0.32 (-1.16)	-0.82 (-1.17)	-0.09 (-0.30)
Institutionele investeerders _t	0.06 (0.77)	1.00 (4.26)	0.34 (3.05)
# Onafhankelijke directeuren _t	0.50 (2.06)	2.92 (3.07)	0.92 (2.73)
CEO = chairman _t	-0.18 (-2.07)	-2.46 (-6.88)	-0.53 (-5.49)
% Aandelen in bezit managers _t	0.91 (0.86)	4.36 (2.39)	1.89 (1.87)
Debt-ratio _t	-0.26 (-1.20)	-0.62 (-0.70)	-0.26 (-0.86)
R ² adj.	0.37	0.45	0.42
# observaties	217	217	217

Toelichting tabel 3:

Resultaten zijn gecontroleerd voor invloeden van tijd en omvang van een fonds. Cash beloning is de som van basis salaris, pensioenbijdrage, cash bonus en voordelen als een auto van de zaak. LT beloning bevat beloning in de vorm van aandelenopties en aandelen. Tot. beloning is de som van voorgenoemde elementen.

Heteroskedasticiteit-robuste t-statistieken tussen haakjes. Een waarde van 1.96 of groter duidt op een significantie niveau van 5%. Dikgedrukte coëfficiënten zijn significant op het 5%-niveau.

THEMA BELEGGINGEN - CORPORATE GOVERNANCE

Tabel 4 (zie pagina 37) toont de invloed van de verschillende karakteristieken van de portfoliostructuur op de compensatie van het management. De sector waarin wordt geïnvesteerd, heeft een duidelijk gevolg voor de beloningshoogte: managers die investeren in industrieel vastgoed en woningen verdienen minder dan hun collegae die investeren in winkelpanden. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat retailvastgoed meer 'glamour' heeft en risicovoller is dan investeringen in industrie en woningen. Het 'glamour'-argument lijkt te worden ondersteund door onze bevindingen betreffende de rol van vastgoedkwaliteit. Het blijkt dat investeringen in vastgoed die in jaarverslagen worden aangeduid als kwalitatief goed, een hogere beloning voor het management opleveren. Investeren over de grens of in meer dan één sector resulteert over het algemeen in een lagere beloning. Dit is in lijn met empirisch bewijs dat gediversifieerde fondsen over het algemeen minder goed renderen dan fondsen met focus (Boer, Brounen en Op 't Veldt 2002; Eichholtz, Koedijk en Schweitzer 2001). Tenslotte blijkt dat het positieve effect van de omvang van een fonds op de beloning van managers ook geldt voor de vastgoedsector. Uit onze analyse blijkt echter dat compensatie niet lineair gerelateerd is aan grootte: de variabele marktwaarde-kwadraat is negatief, wat betekent dat de lonen van managers in een klein bedrijf snel stijgen met de toename in marktwaarde, waar de lonen van managers in een groot bedrijf maar weinig stijgen als de marktwaarde omhoog gaat.

Resultaten: leveren prestaties geld op voor managers?

De vorige sectie toont aan dat we de hoogte van beloning van topmanagers voornamelijk kunnen verklaren aan de hand van de onderliggende portfolio en governancestructuur. Prestaties lijken minder sterke verklarende factoren te zijn. Om een nog beter inzicht te krijgen in de relatie tussen beloning en prestaties passen we de 'pay-performance sensitivity' methode (PPS) toe (Jensen and Murphy 1990):

$$\Delta(\text{Beloning})_t = A_t + \beta \Delta(\text{Marktwaarde})_t + E_t$$

De formule verklaart de toename in beloning van het management aan de hand van toename in marktwaarde. De totale PPS is opgebouwd uit cash PPS, langetermijn-PPS en het percentage aandelen dat in bezit is van een manager. Het laatstgenoemde element is van belang omdat dit kapitaal van de manager direct relateert aan de marktwaarde van het bedrijf. Uit onze resultaten blijkt dat een £1000 toename in marktwaarde van een vastgoedfonds leidt tot een £2,41 stijging in beloning van managers (tabel 5, zie pagina 38). Dit is een lagere PPS dan gevonden door bijvoorbeeld Jensen en Murphy, die een waarde van 3,15 vonden in hun Amerikaanse studie. Eerder bewezen echter Conyon en Murphy (2000) al dat Engeland een lagere 'pay-performance sensitivity' heeft dan de Verenigde Staten, voornamelijk vanwege minder gebruik van opties en aandelen als beloningsinstrument.

Verdere analyse van de relatie tussen prestatie en beloning laat zien dat kleinere bedrijven een sterkere PPS hebben dan grote bedrijven. Kleine bedrijven zijn dus beter in staat dan grote bedrijven om het agency-probleem op te lossen. Verder neemt de PPS over de sampleperiode licht toe, wat erop duidt dat de beloning van managers steeds gevoeliger wordt voor de geleverde prestaties.

Tabel 4: Invloed karakteristieken portfoliostructuur op compensatie management

	Cash beloning	LT beloning	Tot. beloning
	log	log	log
Constante _t	2.90 (10.03)	-4.13 (-3.80)	2.50 (6.83)
Industrieel vastgoed _t	-0.15 (-2.09)	-0.64 (-2.44)	-0.13 (-1.37)
Kantoren vastgoed _t	0.02 (0.17)	-0.01 (-0.03)	0.22 (1.42)
Residentieel vastgoed _t	0.07 (1.03)	-1.14 (-2.21)	0.03 (0.35)
Overig vastgoed _t	-0.27 (-3.08)	-0.16 (0.32)	0.20 (1.40)
Kwaliteit _t	0.09 (1.09)	0.85 (3.21)	0.10 (1.00)
Sector diversificatie _t	-0.03 (-0.30)	-0.16 (-0.45)	-0.22 (-1.17)
Internationaal vastgoed _t	-0.35 (-3.91)	-0.02 (-0.07)	-0.31 (-2.62)
Marktwaarde _t	0.89 (8.19)	2.49 (6.40)	0.99 (6.09)
(Marktwaarde) _t ²	-0.07 (-6.44)	-0.18 (-4.91)	-0.07 (-3.79)
R ² adj.	0.52	0.39	0.49
# observaties	217	217	217

Toelichting tabel 4:

Resultaten zijn gecontroleerd voor invloeden van tijd en omvang van een fonds. Cash beloning is de som van basis salaris, pensioenbijdrage, cash bonus en voordelen als een auto van de zaak. LT beloning bevat beloning in de vorm van aandelenopties en aandelen. Tot. beloning is de som van voorgenoemde elementen. Coëfficiënten betreffende de invloed van sector op de hoogte van beloning dienen geïnterpreteerd te worden als verschil ten opzichte van winkelvastgoed. Heteroskedasticiteit-robuste t-statistieken tussen haakjes. Een waarde van 1.96 of groter duidt op een significantie niveau van 5%. Dikgedrukte coëfficiënten zijn significant op het 5%-niveau.

THEMA BELEGGINGEN - CORPORATE GOVERNANCE

Tabel 5: Pay-performance sensitivity

	Δ (Cash beloning)		Δ (LT beloning)		SHRDIR	Totaal
Alle fondsen						
Δ (Marktwaaarde)	0,04	(1.17)	0,20	(1.05)	2,17	2,41
Omvang fonds	Klein					
Δ (Marktwaaarde)	0,22	(1.36)	0,58	(2.51)	2,01	2,81
	Groot					
Δ (Marktwaaarde)	0,03	(0.89)	0,14	(0.90)	1,79	1,96
1999						
Δ (Marktwaaarde)	0,05	(3.49)	0,10	(3.76)	2,00	2,15
2000						
Δ (Marktwaaarde)	0,09	(1.52)	0,35	(0.22)	1,99	2,43
2001						
Δ (Marktwaaarde)	-0,20	(-1.30)	0,34	(2.03)	2,30	2,44
2002						
Δ (Marktwaaarde)	-0,30	(-1.61)	1,01	(1.53)	2,23	2,94
2003						
Δ (Marktwaaarde)	0,12	(3.68)	0,81	(1.21)	2,29	3,22
Aandeelhoudersconcentratie	Laag					
Δ (Marktwaaarde)	0,01	(0.23)	0,14	(4.06)	1,82	1,97
	Hoog					
Δ (Marktwaaarde)	0,03	(0.28)	1,14	(1.14)	2,74	3,91
Debt-ratio	Laag					
Δ (Marktwaaarde)	-0,01	(-0.23)	0,25	(3.20)	0,87	1,11
	Hoog					
Δ (Marktwaaarde)	0,06	(1.63)	0,17	(0.58)	3,76	3,99
# Onafhankelijke directeuren	Laag					
Δ (Marktwaaarde)	-0,01	(-0.19)	0,10	(1.06)	2,01	2,10
	Hoog					
Δ (Marktwaaarde)	0,10	(4.30)	0,51	(0.50)	2,71	3,32
Institutionele investeerders	Nee					
Δ (Marktwaaarde)	0,02	(0.60)	0,10	(2.80)	2,17	2,29
	Ja					
Δ (Marktwaaarde)	0,06	(1.28)	0,31	(0.50)	2,10	2,47

Toelichting tabel 5:

Δ (Cash beloning) is toename in de som van basis salaris, pensioenbijdrage, cash bonus en voordelen als een auto van de zaak. Δ (LT beloning) is de toename van beloning in de vorm van aandelenopties en aandelen. SHRDIR betreft het gemiddeld percentage van de aandelen van een fonds in handen van een topmanager. Δ (Marktwaaarde) is berekend door vermenigvuldiging van fondsrendement in jaar t met marktwaaarde van een fonds in jaar t-1.

Heteroskedasticiteit-robuste t-statistieken tussen haakjes. Een waarde van 1.96 of groter duidt op een significantie niveau van 5%.

Dikgedrukte coëfficiënten zijn significant op het 5%-niveau.

Eerder bleek dat de invloed van de corporate-governancestructuur in een bedrijf op de hoogte van beloning niet eenduidig is. Dit wordt mede veroorzaakt door de voorkeur van sommige governancemechanismen voor lange-termijncompensatie. De resultaten in tabel 5 tonen echter aan dat de invloed van de governancestructuur op de relatie tussen beloning en prestaties consistent positief is: aanwezigheid van institutionele

investeerdere, blokaandeelhoudere met veel aandelen, een groot aantal onafhankelijke directeuren in de board en een hoge debt-equity-ratio leiden tot een sterkere invloed van prestatie op beloning.

Conclusie

Institutionele en privé-investeerdere beleggen steeds minder direct in stenen en investeren in plaats daarvan in vehikels als private equity- en beursgenoteerde fondsen. Deze institutionalisering van de vastgoedsector heeft als gevolg dat een goede corporate-governancestructuur onvermijdelijk is om het rendement voor aandeelhoudere te optimaliseren. Een corporate-governancemechanisme waarvan de werking de afgelopen jaren in twijfel is getrokken, is de beloning van topmanagers. In dit artikel werd onderzocht of de salarishoogte van het management van vastgoedfondsen verklaard kan worden aan de hand van drie groepen variabelen. Naast bedrijfsgrootte als belangrijke verklarende factor, zijn ook de governancestructuur en onderliggende portfolio van belang. Managers die in meer dan één sector, het buitenland, of in industrieel en residentieel vastgoed investeren, verdienen minder dan collegae die gespecialiseerd, in kwaliteit of in winkels investeren. Prestaties zijn minder sterk gerelateerd aan de beloningshoogte. Een diepere studie naar de invloed van rendement op beloning toont aan dat een £1000 toename in marktwaarde leidt tot een £2,41 toename in beloning voor een topmanager. Deze zogenoemde 'pay-performance sensitivity' is sterker in kleine bedrijven en neemt licht toe over de sampleperiode. Verder heeft een goede corporate-governancestructuur een positieve invloed op de relatie tussen prestatie en beloning.

Over de auteurs: Nils Kok is promovendus aan de Universiteit Maastricht op het gebied van Real Estate Finance. Zijn proefschrift behandelt corporate governanceproblemen in vastgoedvehikels. Piet Eichholtz is hoogleraar Real Estate Finance aan de Universiteit Maastricht, met het accent op internationale investeringen, portfoliomanagement, demografie en de woningmarkt.

Literatuurselectie

- Boer, B., Brounen, D., Op 't Veld, H (2002): Corporate Focus and Stock Performance: Evidence from International Real Estate Markets. Forthcoming Journal of Real Estate Finance and Economics.
- Conyon, M.J., Murphy, K.J. (2000): The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. The Economic Journal 110:640-671.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. Journal of Financial Economics 51:371-406.
- Eichholtz, P.M.A., Koedijk, K, Schweitzer, M (2001): Global Property Investment and the Costs of International Diversification. Journal of International Money and Finance 20:349-67.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983): The Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics 26:301-28.
- Ghosh, C., Sirmans, C.F. (2003): On REIT CEO compensation: Does Board Structure Matter? Working Paper. University of Connecticut.
- Jensen, M.C., Murphy K.J. (1990): CEO Incentives -- It's Not How Much You Pay, but How. Harvard Business Review 68:138-56.
- Rappaport, A. (1999): New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance. Harvard Business Review 72:91-101.
- Scott, J.L., Anderson, R.I., Loviscek, A.L. (2001): Are REIT CEOs Rewarded for Performance? Another Look. Journal of Real Estate Portfolio Management 7:247-53.

Objectspecifieke risico's zijn uit te vlakken

Voor analysedoeleinden ten behoeve van vastgoedbeleggingen wordt in veel gevallen de standaard afwijking van de performance als risicomaatstaf gehanteerd. In dit artikel worden de resultaten uiteen gezet van onderzoek van de ROZ naar de karakteristieken van specifieke risico's van vastgoedbeleggingen en hoe deze in portefeuillevverband weggediversifieerd kunnen worden.

door Bert Teuben en Ralph van Polanen Petel

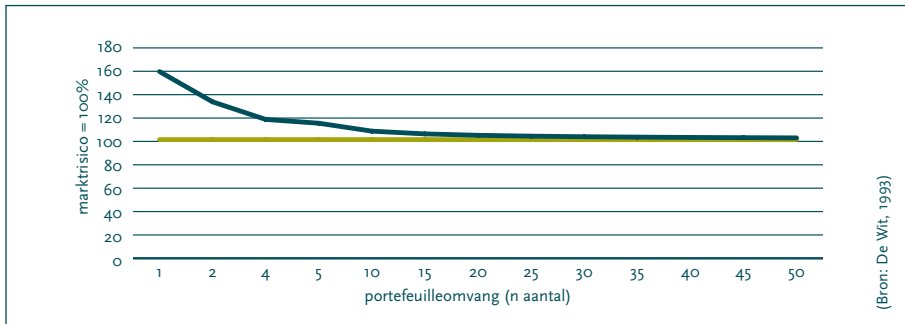
Naast rendement maakt risico een belangrijk onderdeel uit in het allocatie- en selectieproces bij beleggers. Bij het begrip risico kan onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds het marktrisico ofwel systematisch risico en anderzijds het specifiek risico. Belangrijk doel van het onderliggende onderzoek is het verkennen van de relatie tussen de hoeveelheid vastgoedobjecten in de portefeuille en de afname van het object specifieke risico op portefeuilleniveau voor de sectoren kantoren en woningen. Het onderzoek is uitgevoerd door de stichting ROZ vastgoedindex en Altera Vastgoed.

Het systematisch risico hangt samen met algemene (sub)marktfactoren en heeft geen betrekking op de karakteristieken van een individueel vastgoedobject. Een van de belangrijkste factoren die bepalend is voor het systematisch risico is de marktvraag, afkomstig van huurders dan wel van beleggers. Het specifiek respectievelijk het objectrisico hangt in grote mate samen met de eigenschappen van het desbetreffende object. Volgens de moderne portefeuilletheorie kan dit type risico in vergaande mate worden verlaagd door te beleggen in een portefeuille bestaande uit meerdere vastgoedobjecten met uiteenlopende eigenschappen (locaties, type huurders, aantal huurcontracten, leeftijd van gebouwen e.d.).

Eerder onderzoek naar de relatie tussen portefeuilleomvang en specifiek risico is uitgevoerd voor de Amerikaanse en Europese markt door De Wit (1993). Dit onderzoek is gebaseerd op ongewogen rendementsreeksen van individuele objecten. Uit dit onderzoek blijkt dat circa 75% van het objectspecifieke risico, uitgedrukt in de standaarddeviatie, in een portefeuille kan worden weggediversifieerd bij vijftien objecten. Deze bevindingen zijn in overeenstemming met de bevindingen van de theorie van Markowitz.

Wanneer het objectrisico wordt afgezet tegen het marktrisico, blijkt dat bij tien objecten dit circa 10% van het marktrisico bedraagt (zie figuur 1). Dit betekent niet dat alle portefeuilles met een omvang van meer dan tien objecten geen objectrisico meer bezitten. Dit blijkt uit het feit dat niet bij alle portefeuilles met een omvang van tien objecten het totale risico gelijk is aan dat van de gehanteerde benchmark. Het bewijs hiervoor levert een studie uitgevoerd voor de Britse markt (Lee e.a. 1999); daaruit bleek dat het risico uitsluitend bij portefeuilles met een dominante marktpositie - oftewel minimaal 400 à 500 objecten - aansluit op het marktrisico. Dergelijke portefeuilles bestaan niet voor de Engelse markt, zodat portefeuilles altijd objectrisico's bevatten bovenop het marktrisico.

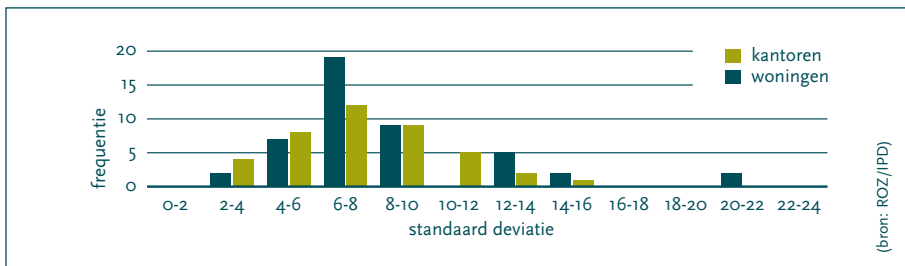
Figuur 1: Portefeullerisico op basis van aantal objecten voor het Europees continent



Toetsing objectrisico voor de Nederlandse markt

Naar aanleiding van de onderzoeken voor de Engelse en Europese vastgoedmarkt, is bekeken of op de Nederlandse markt dezelfde wetmatigheden gelden. Voor het onderzoek is gebruik gemaakt van data afkomstig van de ROZ/IPD vastgoedindex over de periode 1995-2003. Hierbij is het risico gemeten op basis van jaarlijkse totaal rendementen in de 9-jaars periode 1995-2003. Als risicomaatstaf is de standaard deviatie gehanteerd. De standaard afwijking wordt per object berekend door uit te gaan van de gemiddelde performance op jaarbasis over de periode van 1995 tot 2003 van één bepaald object. Ten behoeve van de onderlinge vergelijkbaarheid zijn hierbij uitsluitend objecten geselecteerd met een waarde van € 5 tot € 10 mln in 2003. Op basis van de hiervoor genoemde criteria zijn circa 45 kantoor- en woningobjecten geselecteerd voor de uitvoering van het onderzoek. Voor de bedrijfsruimten en winkels zijn binnen de ROZ-database te weinig waarnemingen die voldoen aan de gestelde criteria. Het marktrisico is in dit onderzoek gelijkgesteld aan de standaard afwijking van de totale performance van de totale populatie in dit onderzoek, te weten de 45 objecten. Voor de uitvoering van het onderzoek is telkens bekeken wat de standaard afwijking is van de performance van een aantal objecten (de portefeuille) en hoe deze zich verhoudt ten opzichte van het marktrisico. Het onderzoek is uitgevoerd afzonderlijk voor de sector kantoren en woningen. In figuur 2 is de verdeling van de standaard deviaties voor de afzonderlijke objecten weergegeven.

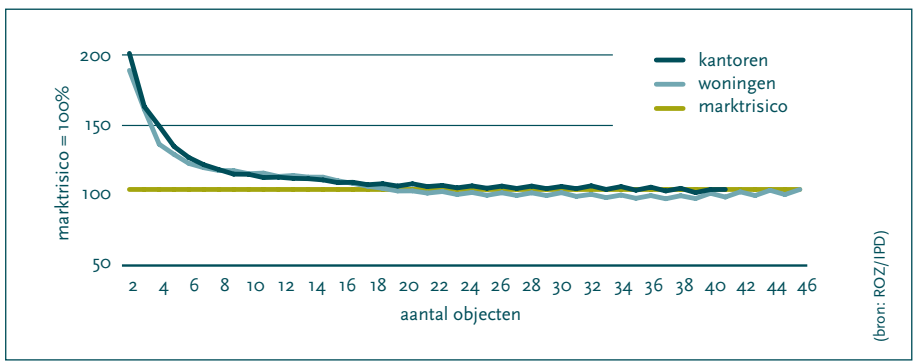
Figuur 2: Histogram standaard deviaties voor individuele objecten



THEMA BELEGGINGEN - RISICOANALYSE

In eerste instantie is onderzocht of dezelfde wetmatigheden gelden voor de Nederlandse markt als het onderzoek verricht door De Wit. Om deze wetmatigheden te toetsen is ervoor gekozen om het gemiddelde risico te berekenen van de fictieve portefeuilles. Echter: het vereist immens rekenwerk om een daadwerkelijk gemiddelde te berekenen. Daarom is gekozen voor een benadering op basis van de mediaan (de middelste waarneming). Voor de benadering van het gemiddelde risico is als eerste object de mediaan van de standaard deviatie voor alle afzonderlijke 45 objecten geselecteerd. Vervolgens wordt een tweede object geselecteerd uit de overgebleven 44 objecten. De selectie vindt plaats op basis van de mediaan van de standaardafwijking van het reeds geselecteerde eerste object in combinatie met de overgebleven 44 objecten, enz. Dit resulteert in 44 nieuwe standaard deviaties voor de portefeuille met twee objecten, waarvan de mediaan wordt geselecteerd als het tweede object in de portefeuille. Vervolgens wordt dezelfde exercitie herhaald totdat alle objecten in de portefeuille zijn opgenomen. Dit resulteert in een risicoafname naarmate de portefeuille groter wordt. In figuur 3 zijn de resultaten weergegeven van deze benadering, voor zowel de kantoren als de woningen.

Figuur 3: Opbouw risico voor kantoren en woningen, verdeeld in specifiek en marktrisico



In figuur 3 is aangegeven wat het objectspecifieke risico voor kantoren en woningen is en welke reductie daarbij wordt behaald. Aan de hand van de weergave kan worden afgeleid dat bij omstreeks twaalf objecten een groot gedeelte van het objectspecifieke risico is weggediversifieerd. Dit lijkt overeen te komen met de bevindingen die gelden voor het onderzoek uitgevoerd door De Wit.

Wanneer het verloop van het objectrisico voor de woningen en de kantoren, zoals dit in figuur 3 is weergegeven, rekenkundig wordt benaderd resulteert dit in de volgende formule:

$$\sigma_{\text{objectaantal}} = (n)^{-0.9} \text{ als percentage van het marktrisico}$$

n = aantal objecten

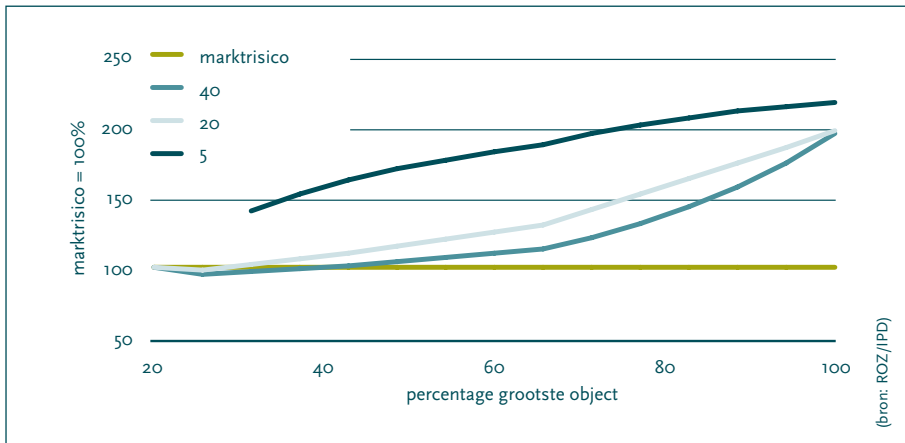
σ = object risico bovenop het marktrisico

Afwijking door verschillende omvang van objecten

Naast het aantal objecten speelt tevens de omvang van de objecten een rol. Doordat de totale rendementen voor de portefeuilles worden berekend op basis van de waarde, speelt de weging van de verschillende objecten een rol. Wanneer een object 99% van de totale portefeuille uitmaakt, is de risicoreductie nihil. Het grootste object heeft een aanzienlijke invloed op het totale objectrisico. Met name bij kleine portefeuilles blijkt dat de totale risicoreductie beperkt is door een geringe mate van objectspreading.

De invloed van de objectgrootte wordt gemeten door één object qua weging in de portefeuille te laten veranderen en de overige objecten in de portefeuille een gelijke weging te laten hebben. Het geselecteerde object, dat qua weging verandert, vormt de mediaan van de objecten op basis van de standaarddeviaties. Vervolgens is bekeken wat het risico is voor de totale portefeuille voor de verschillende wegingen van het geselecteerde object en verschillende portefeuilleomvangs, uitgedrukt in objecten (zie figuur 4). In figuur 4 is de relatie tussen het aandeel van het grootste object in de portefeuille en het objectrisico weergegeven. In de grafiek wordt het objectrisico voor portefeuilles met een verschillende omvang van het grootste object in de portefeuille getoond. Aangezien een groot aantal van de institutionele Nederlandse vastgoedbeleggers een portefeuille heeft met een omvang van meer dan veertig objecten, zijn deze waarden van toepassing voor de institutionele vastgoedbeleggers. Echter: voor kleinere portefeuilles met een beperkt aantal objecten is het objectrisico omvangrijker.

Figuur 4: Relatie omvang grootste object en specifiek risico



Wanneer het verloop van het objectrisico met een portefeuilleomvang van veertig objecten, zoals dit in figuur 4 is weergegeven, geldt rekenkundig bij benadering de volgende formule:

$\sigma_{\text{objectgrootte}} = 1,12 \times (w_{\text{grootste object}})$ als percentage van het marktrisiko

σ = object risico bovenop het marktrisiko

w = waarde grootste object in totale waarde portefeuille (%)

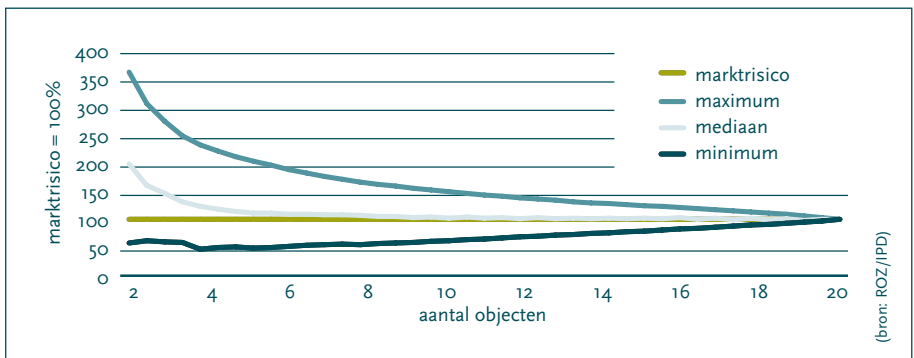
THEMA BELEGGINGEN - RISICOANALYSE

Objectkeuze

Het onderzoek van Lee e.a. (1999) voor de Engelse markt toont aan dat het specifieke risico pas is weggediversifieerd bij een portefeuilleomvang van meer dan 400 objecten. De reeds uitgevoerde exercitie, waarvan de resultaten zijn weergegeven in figuur 3, gaat uit van de mediaan van het totaal van de waarnemingen. De daadwerkelijke standaard afwijking (het risico) van de portefeuille kan echter afwijken, doordat de betreffende portefeuille uitsluitend objecten omvat met ofwel nagenoeg geen volatiele rendementsontwikkeling dan wel zeer volatiele ontwikkeling. Het verschil in objectkeuze vormt hierbij bijvoorbeeld het verschil tussen kantoren op centrumlocaties in vergelijking tot kantoren op bedrijventerreinen, waarbij met name de laatste situatie grotere schommelingen laat zien door een beweeglijker marktvrage. Daarnaast speelt bij de objectkeuze het effect van covariantie een rol. Wanneer objecten met een synchrone rendementsontwikkeling worden toegevoegd, treedt geen voordeel op door een toename van het aantal objecten. In het onderzoek van Lee worden verschillende sectoren eveneens gecombineerd, zoals kantoren en winkels waardoor een nog groter aantal verschillende karakteristieken wordt gecombineerd. Daarnaast treden verschillen op doordat sprake kan zijn van multi-tenant dan wel single tenant gebouwen.

De invloed van de objectkeuze op het te lopen risico is eveneens onderzocht. Op basis van de data van de 41 kantoorobjecten is vastgesteld wat het maximaal en minimaal te lopen risico was. De benadering van het maximaal te lopen risico is analoog aan de vaststelling van het gemiddelde objectrisico. Allereerst is het object geselecteerd met de grootste standaard afwijking. Vervolgens is een tweede object aan de portefeuille toegevoegd dat in combinatie met het eerste object de grootste standaard deviatie laat zien, enz. Dezelfde methodiek is gehanteerd voor de berekening van het minimale risico. In figuur 5 zijn de resultaten van de uitgevoerde benadering voor de sector kantoren weergegeven. Wanneer echter het totale aantal kantoorobjecten van de index wordt meegenomen, is de veronderstelling dat de spreiding tussen het minimum en het maximum groter is.

Figuur 5: Specifiek risico op basis van min/max voor kantoren



Zoals blijkt uit figuur 5 hoeft het niet te betekenen dat bij de selectie van een object met een zeer geringe standaardafwijking geen voordelen optreden wanneer objecten worden

toegevoegd. Wel kan worden gesteld dat zelfs objecten met een gering risico diversificatievoordelen kunnen opleveren, omdat de rendementsontwikkeling van objecten nooit synchroon loopt in de tijd, de zogenaamde covariantie. Uit de figuur blijkt eveneens dat de objectkeuze een grote invloed heeft op het te lopen specifiek risico. Er bestaat een aanzienlijk verschil tussen het minimum en het maximum te lopen risico ten opzichte van de mediaan. De kans dat de minimum of maximum lijn wordt gerealiseerd, is echter minimaal.

Conclusie

Verskillende factoren zijn van invloed op het risico. Hierbij valt te denken aan het aantal objecten in portefeuille, covariantie tussen objecten, het aandeel van het grootste object en de samenstelling van de portefeuille (naar sectoren, segmenten, type huurders enz.). Aangezien portefeuilles niet perfect corresponderen met de samenstelling van de gehanteerde benchmark, zullen hierdoor verschillen in het objectrisico ontstaan. Om een totaalbeeld te krijgen van het te belopen risico volgt een benadering op basis van de hiervoor genoemde risico. Het te lopen risico voor een portefeuille bestaat uit het marktrisico en opslagen voor het aantal objecten in portefeuille, het aandeel van het grootste object in de portefeuille en de objectkeuze. Optelling van de genoemde formules kan leiden tot dubbelstellingen. Hieromtrent dient verder onderzoek te worden gepleegd evenals onderzoek naar de invloed van de objectkeuze.

Over de auteurs: Bert Teuben is als vastgoedbeleggingsanalist verbonden aan de ROZ vastgoedindex. Ralph van Polanen Petel was verbonden aan Altera vastgoed voor de uitvoering van zijn afstudeeronderzoek. De auteurs danken Gert-Jan Kapteyn (hoofd research en strategie bij Altera vastgoed) voor zijn commentaar.

Literatuurselectie:

- Lee, S.L., Byrne, P.J. (1999): Risk reduction and real estate portfolio size
- Markowitz, H.M. (1959): Portfolio selection
- Wit, D.P.M. de, (1993): Real estate diversification benefits.

Diversification through global securitized real estate

THE IMPORTANCE OF BEING DIVERSIFIED

It is well known that indirect real estate is an asset class that helps diversify portfolios invested mainly in other asset classes such as stocks and bonds. A recent study by Hamelink and Hoesli (2004) investigates which factors drive the returns on securitized real estate on a global level. This is important, not only to better understand indirect real estate as an asset class, but also in the portfolio construction process, where a manager needs to build a portfolio of individual real estate stocks.

door Foort Hamelink

The benefits from international diversification are well known. Extensive research was initiated in the early seventies and originally focused on diversification by means of global stock indices, that is, diversification within stocks as an asset class. Today, institutional portfolios are typically diversified both over asset classes and internationally. While the diversification over asset classes is usually done by combining stocks and bonds, other asset classes are more and more considered in the portfolio: private equity, hedge funds, and in particular real estate. For the latter asset class, international diversification has been shown to be useful both for direct and indirect real estate, although with direct real estate, it is very difficult to get satisfactory data (Quan and Titman 1997). International indirect real estate through publicly traded real estate stocks is therefore the often chosen investment vehicle to gather exposure to the asset class.

For the portfolio manager who considers investing in international securitized real estate, it is important to evaluate correctly not only the expected returns and the sources of risk at the asset class level, but also at the level of the individual securities. It is well known from the theory that any source of risk to which an investor is exposed should be rewarded in terms of expected returns. It is therefore crucial that the manager has a good understanding of the risk factors that drive securitized real estate returns.

Identifying the risk factors is not an easy task. Take for instance hedge funds, which are nowadays a popular portfolio diversifying asset class. All investors know how difficult it is to correctly evaluate the risk and return characteristics of these often opaque investment vehicles; but for sure standard deviation of historical returns is not!¹ This can be seen from the following hypothetical example: assume a hedge fund manager who has as unique (and simplistic) investment strategy to sell every month an out-of-the-money put option on the S&P500 index. This strategy will generate, month after month, a good positive return for the hedge fund, until the moment the S&P500 drops significantly. But what is the perception of a typical investor who only measures monthly returns during a period of bull

¹ Numerous academic studies have dealt with the risk of hedge funds. For a good overview, see, for instance, Agarwal V. and N. Y. Naik, "Risks and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds", 2004, *Review of Financial Studies* 17: 63-98.

market? He will be fooled by the low standard deviation and high return figures he observes, dramatically underestimating the true risks taken by the hedge fund manager. If the strategy of the hedge fund is known, it would of course be easy to assess to what risk factors the hedge fund is exposed to.

Factors influencing securitized real estate returns

In the case of real estate stocks, the investment strategies of these companies are much more transparent than is the case for most hedge funds. Nevertheless, little is generally known by the portfolio manager about the risk factors that influence the returns on these stocks, as well as their exposures to the factors. Identifying these factors in terms of risk, return and correlations was exactly the purpose of the study by Hamelink and Hoesli (2004) who develop a methodology to disentangle the effects of various factors on international real estate security returns. Besides a common factor, pure country, property type, size, and value/growth factors are considered. Using data from the Global Property Research database for the period February 1990-April 2003, the authors find that country factors are the dominant factors and that the size factor has a negative impact on returns. The implication for portfolio managers is that failing to recognize the importance of the various factors leads to the portfolio being exposed to systematic risk.

The inclusion of this value/growth factor and its impacts on international real estate security returns is one of the main contributions of the study. The authors match the original GPR database with the Salomon Smith Barney (SSB) Developed World Equity database (recently taken over by S&P). The SSB database provides for each stock a growth and a value "probability" weight; the total of weights for each stock being equal to one. Any given stock is therefore not either a growth stock or a value stock as is the case when other style classifications are used, but is some combination of both attributes.

A cross-sectional model to estimate "pure" factor returns

The model assumes that security returns are influenced on one hand by a number of systematic risk factors to which each stock is more or less exposed, and on the other by the stock specific component. Formally, the model is written as follows:

$$R_{i,t} = F_t + \sum_{k=1}^{NC} D_{i,k}^C \times F_{k,t}^C + \sum_{h=1}^{NS} D_{i,h}^S \times F_{h,t}^S + p_{i,t}^G \times F_t^G + p_{i,t}^V \times F_t^V + S_{i,t} \times F_t^S + \varepsilon_{i,t}$$

In this equation the unknowns are F_t (the return on the common factor, which is equivalent to the weighted average of all real estate stock returns), $F_{k,t}^C$ and $F_{h,t}^S$ (the returns on the pure country factors and property type factors), F_t^G and F_t^V (the returns on the pure growth and value factors), and F_t^S (the return on the pure size factor). $R_{i,t}$ is the return on stock i at time t . NC is the number of countries. $D_{i,k}^C$ is a dummy variable, set to one if stock i belongs to country k , with $k = 1, \dots, NC$. NS is the number of property types. $D_{i,h}^S$ is a dummy variable, set to one if stock i belongs to property type h , with $h = 1, \dots, NS$. $p_{i,t}^G$ and $p_{i,t}^V$ are the Salomon Smith Barney's (SSB) Growth and Value probability weights of stock i at time t . $S_{i,t}$ is the size exposure of stock i at time t . The last term, $\varepsilon_{i,t}$ is the stock-specific return, which means the return on stock i at time t once its country, property type, value/growth and size attributions are taken into account.

The above model is estimated under the constraint that for the market portfolio (i.e. the

THEMA BELEGGINGEN - PORTFOLIOANALYSE

portfolio containing all stocks in the sample weighted by their relative market caps), the value-weighted sums of exposures to the country factors, to the property type factors, to the value/growth factors and to the size factor are all equal to zero. In other words, the market portfolio does not have any global country, property type, value/growth, nor size exposure.²

Results

It is important to realize that the estimated factor returns are “pure” in the sense that that each factor return represents what really pertains to that given factor, and has been cleaned for the influences from all other factors. For instance, the return on the pure Japanese country factor takes into account the property type exposure which is specific to Japanese real estate stocks. Similarly, the return on the pure “retail” property type factor, for instance, measures the additional return one can expect on a stock, only because it belongs to the “retail” property type group of stocks, and taking into account the stock’s exposures to the county, size and value/growth factors. The pure factors constitute the risk factors to which the portfolio is exposed, and therefore the correlations between these factors represent a main contribution to the portfolio’s total risk.

Table 1 represents the correlation coefficients between the pure country factors, while Table 2 gives the correlations between the pure property type factors. Correlation coefficients between pure country factors are generally low, many are even negative. Even the correlations between the most correlated pure factors are not that high. For instance, there is a 0.61 correlation between Germany and Switzerland, and 0.34 between France and the Netherlands. The correlations indicate that diversification opportunities exist within continents, and unreported results show that correlations across pure continental factors are even lower³. The correlations between pure property type factors are in several instances negative, but the average of the correlations is only marginally lower than the average of the cross-country correlations (-0.11 vs. -0.03).

Table 1: Cross-country correlation coefficients for real estate securities

	US	Ger	UK	Aus	Fr	Sw	NI	C	HK
United States	1								
Germany	-0.396	1							
United Kingdom	-0.252	-0.243	1						
Australia	-0.011	-0.027	-0.186	1					
France	-0.332	0.387	-0.033	0.054	1				
Switzerland	-0.317	0.609	-0.185	0.048	0.239	1			
Netherlands	-0.218	0.299	-0.132	0.17	0.341	0.201	1		
Canada	0.192	-0.22	-0.104	0.148	-0.173	-0.065	0.027	1	
HongKong	-0.069	-0.333	-0.061	0.149	-0.273	-0.238	-0.165	0.009	1
Japan	-0.246	0.036	0.111	-0.062	0.094	-0.013	-0.062	-0.030	-0.069

² It is worthwhile noting that the number of property type and country factors is equal to NS + NC, and not to NS x NC if property type factors would be considered within each country.

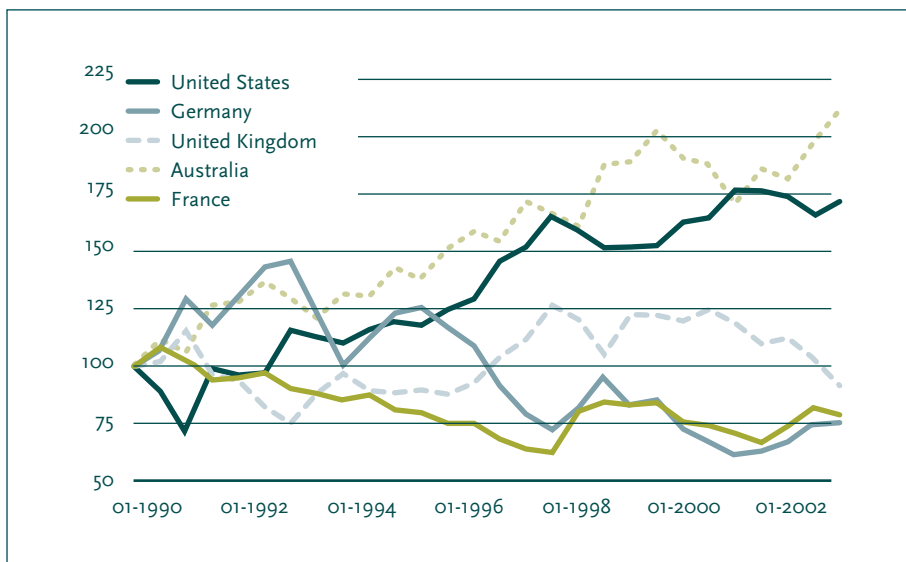
³ This is consistent with the conclusions by Eichholtz, P. and R. Huisman (1998).

Table 2: Cross-Property Type correlation coefficients for real estate securities

	Office	Retail	Diversified	Residential	Industrial	Health Care	Hotel
Office	1						
Retail	-0.403	1					
Diversified	-0.238	-0.273	1				
Residential	-0.094	-0.156	-0.356	1			
Industrial	-0.033	-0.12	-0.087	0.031	1		
Health Care	-0.309	0.312	-0.335	0.082	-0.031	1	
Hotel	-0.2	-0.202	-0.093	-0.063	-0.179	-0.097	1
Other	-0.127	0.072	-0.084	-0.002	-0.084	0.262	-0.275

We now focus on the cumulative returns for the various factors. Figure 1 shows the cumulative returns for the pure country factors for the five largest countries and suggest substantial gains or losses may be made by the portfolio manager by taking active country bets. The cumulated pure property type factors displayed in Figure 2 also indicate substantial differences across property types.

Figure 1: Cumulated return on the five largest pure country factors.

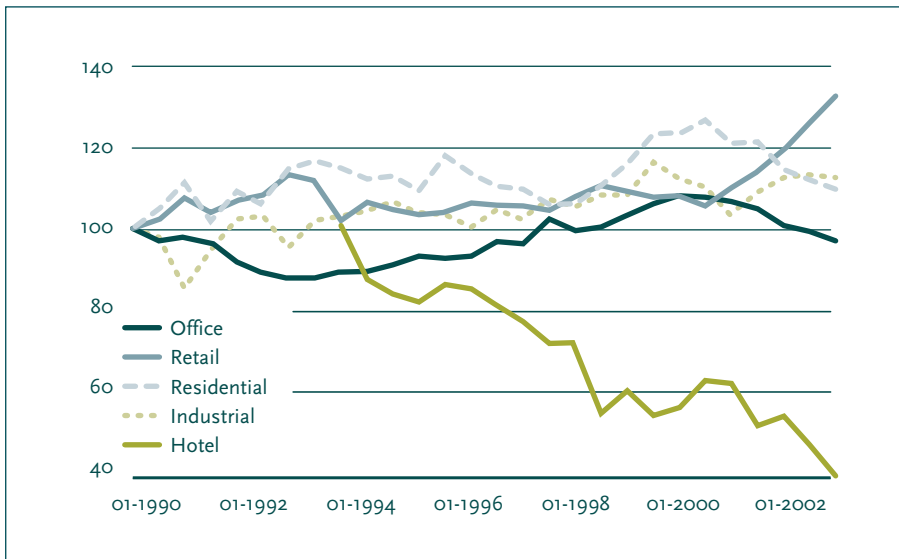


Two other factors not shown here are worthwhile discussing. The size factor, to begin with, shows a negative trend, especially in the second half of the period. This indicates that portfolios that are overweighted in large capitalization stocks would have significantly underperformed during that period. This may very well happen, for instance, when a portfolio manager does not have enough expertise and selects the “big names” in the various countries or continents. By doing so, the resulting portfolio will have an overexposure to the size factor, and underperform when the latter factor is negative. Unless the

THEMA BELEGGINGEN - PORTFOLIOANALYSE

manager has a specific (bearish) view on the size factor, he/she should make sure to have the same size exposure as the benchmark against which the portfolio is evaluated. The second factor not shown here is the value/growth factor. The plot of this factor also reveals that the manager runs a potentially large risk when this factor is unaccounted for.

Figure 2: Cumulated return on the pure property type factors.



Hidden factors

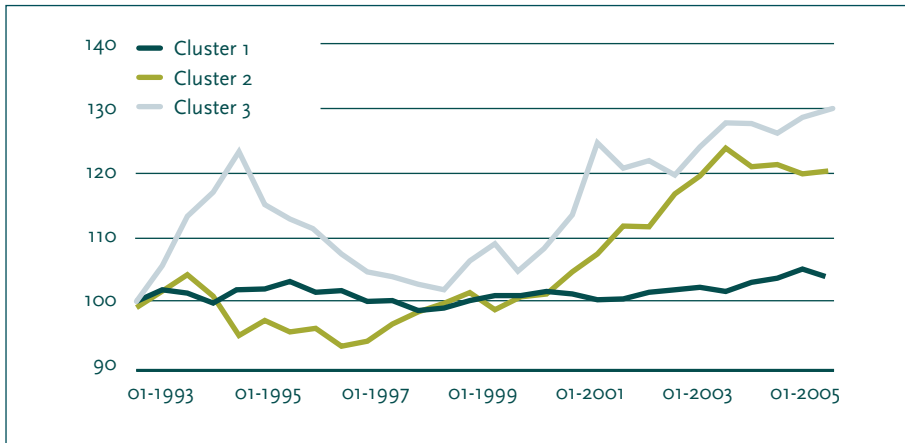
The study by Hamelink and Hoesli (2004) also introduces a technique to estimate the returns on statistical factors that explain some of the real estate returns unexplained by the cross-sectional model detailed above. Although little is known about these factors in terms of what they represent economically, or to what economic factors they are linked, the cumulated returns on the three additional statistical factors are given in Figure 3. While the first factor is not very volatile, the two other factors exhibit a high degree of volatility, as well as pronounced trends. Again, the portfolio manager may not be able to take any active bet on these factors, but as they definitely represent a source of risk, he/she had better make sure no important bet is implicitly taken on these factors.

¹ Numerous academic studies have dealt with the risk of hedge funds. For a good overview, see, for instance, Agarwal V. and N. Y. Naik, "Risks and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds", 2004, *Review of Financial Studies* 17: 63-98.

² It's worthwhile noting that the number of property type and country factors is equal to NS + NC, and not to NS ? NC if property type factors would be considered within each country.

³ This is consistent with the conclusions by Eichholtz, P. and R. Huisman (1998).

Figure 3: Cumulated return on the three statistical factors obtained through cluster analysis.



Concluding remarks

Understanding the factors that generate the returns on securitized real estate stocks is crucial not only for an assessment of the level of the indirect real estate as an asset class, but also for constructing a portfolio of real estate stocks that reflects the manager's convictions toward the factors. The techniques used in the study allow estimating the returns on a set of a priori defined factors, as well as on three statistical factors. These factors show low levels of correlation, which increase the diversification benefits of taking multiple bets on these factors. By carefully selecting both factor bets and stock picking, the manager should have the ingredients to decently manage a global portfolio of securitized real estate stocks and outperform the benchmark against which he/she is evaluated. Analyzing ex-post the factor returns over the period 1990-2004 shows some striking bets the manager should have taken: overweighting offices between 1993 and 2001 and retail after 2001, underweighting hotels over the full period. Other good country bets include overweighting Australia and the United States over the full period and underweighting Germany between 1993 and 2001.

On the author: Foort Hamelink works for Lombard Odier & Cie (Geneva), Vrije Universiteit (Amsterdam) and FAME, email: foort@hamelink.com.

Selected bibliography

- Eichholtz, P., Huisman, R. (1998): The Cross Section of Global Property Share Returns. In: S.J. Brown, Liu, C.H. (editors): A Global Perspective on Real Estate Cycles, chapter 5, pp. 89-101. Kluwer Academic Publishers (Boston).
- Hamelink, F., Hoesli, M. (2004): What factors determine international real estate security returns?. Real Estate Economics, Volume 32, Issue 3, 437-462.
- Quan, D.C., Titman, S. (1997): Commercial Real Estate Prices and Stock Market Returns: An International Analysis. Financial Analysts Journal 53(3): 21-34.

De toekomst van de Nederlandse vastgoedbeleggersmarkt

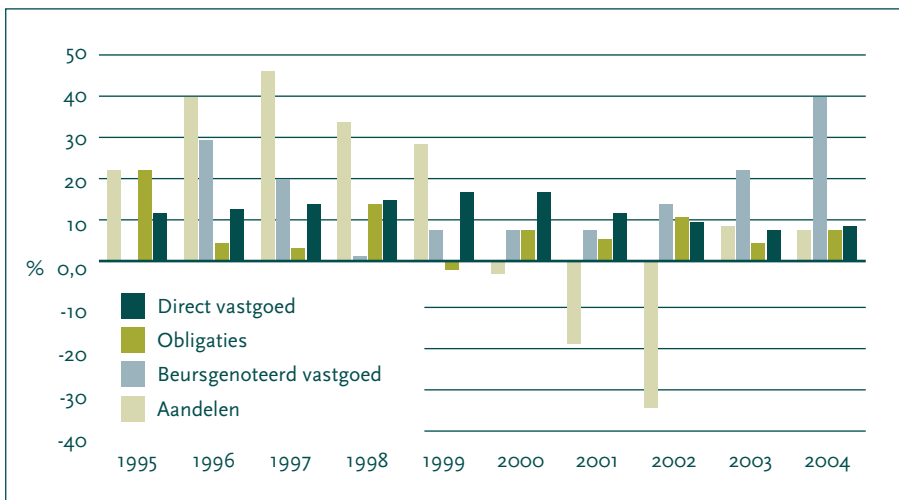
Vastgoed mag zich de laatste jaren verheugen in een groeiende beleggersbelangstelling. Zo verhoogden de pensioenfondsen van de Architecten en de Apothekers hun vastgoedallocatie recentelijk naar maar liefst 18 respectievelijk 20%, maar diverse berichten in de media over soortgelijke veranderingen laten zien dat verhogingen zeker geen uitzonderingen zijn. De bomen leken de afgelopen jaren voor vastgoed tot in de hemel te groeien, maar wat staat ons de komende jaren te wachten?

door George Jautze, Lisette van Doorn en Marcel Theebe

Vlucht naar vastgoed

Er is de laatste tijd veel geld naar vastgoed gestroomd. Een belangrijke drijver achter deze vlucht naar vastgoed en de resulterende druk op de markt is ongetwijfeld de mager renderende aandelenmarkt, die na 1999 nog niet éénmaal boven de 10% rendement is uitgekomen. Privaat vastgoed zat hier de eerste jaren na de eeuwwisseling fors boven, en de laatste twee jaar waren het vooral de aandeelhouders van beursgenoteerde vastgoedfondsen die goed boerden. Figuur 1 toont details voor de afgelopen 10 jaar.

Figuur 1: Rendementen van aandelen, obligaties, direct vastgoed en beursgenoteerd vastgoed in Nederland



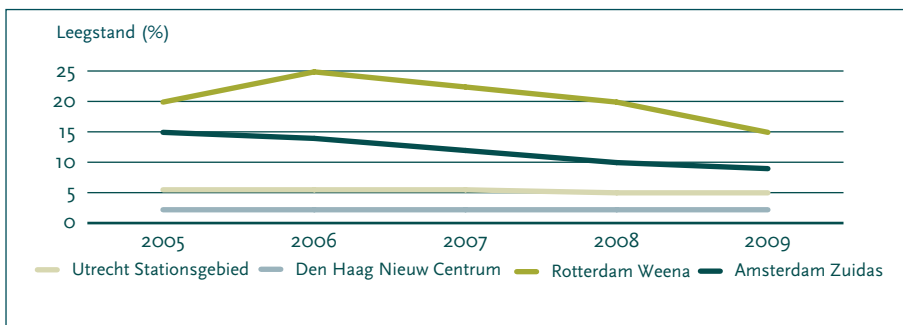
Bron: ROZ/IPD, Thomson Financial Datastream (AEX, Meryll Lynch Dutch all maturities, EPRA Netherlands)

Ook de lage rente heeft in het voordeel van vastgoed gewerkt; deze is sinds de vroege jaren '60 niet meer zo laag geweest. Daarnaast zorgde de invasie van buitenlandse open-ended fondsen voor nog meer druk op de Nederlandse beleggersmarkt. Zo namen Duitse partijen op de Nederlandse markt al genoeg met voor Nederlandse begrippen relatief lage BARren en NARren vanwege de lage aanvangsrendementen in hun thuisland. Maar sluit bij een verklaring van de gestegen beleggersvraag ook de particuliere beleggers niet uit. Sinds lange tijd zijn zij verantwoordelijk voor het grootste deel van het vastgoedbeleggingsvolume. Onder andere gedreven door de lage rente en de slechte aandelenmarkten is hun activiteit met het jaar gestegen. In 2004 belegden zij bijvoorbeeld al het vijfvoudige van de nummer twee in activiteit, de vastgoedfondsen.¹ Vooral woning-uitponddportefeuilles van instituten bleken voor c.v.'s, maatschappen en beleggingsclubs aantrekkelijke objecten.

De kering van het tij?

Blijven de bomen nu tot in de hemel groeien? Dat is niet waarschijnlijk. Er lijken enkele bomen op de weg te liggen, waarvoor de vastgoedsector alert moet zijn. Gezien het historische verloop is het niet erg waarschijnlijk dat aandelen nog eens vijf jaar ver beneden hun lange-termijngemiddelde zullen renderen, zodat de veilige haven-reputatie van vastgoed op termijn minder relevant zal worden. Ook biedt de verwachte aantrekking van de economie straks ruimte voor een rentestijging, al heeft de Europese Centrale Bank daarvoor nog geen signalen afgegeven. De actiefste beleggersgroep, de particulieren, is extra gevoelig voor een rentestijging vanwege de vaak forse financiering, zeker als de rente voor slechts korte termijn is vastgelegd. Bovendien is op den duur geen enkel aanvangsrendement bestand tegen een stijgende rente. De experts die deelnamen aan de door ING Real Estate georganiseerde bijeenkomst voor kantorenmarktoorspellingen verwachten dan ook dat de nu nog steeds lichte yielddalingen voor de beste kantorenlocaties vanaf 2007 zullen omslaan in lichte stijgingen², zoals weergegeven in figuur 2. Voor alle locaties gemiddeld dalen aanvangsrendementen al enige jaren niet meer.³ Daarnaast zal de mogelijk verdergaande terugtrekking van Duitse open-ended fondsen nog wat meer druk van de ketel halen.

Figuur 2: Verwachte aanvangsrendementen en leegstand voor prime locaties



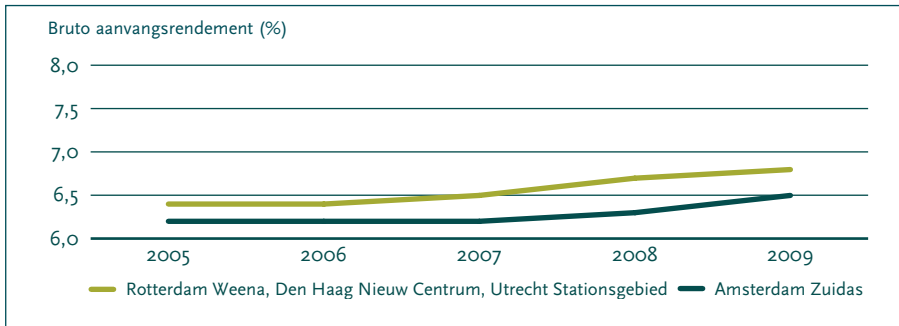
Bron: ING Real Estate Dutch Office Market Forecasts 2005

¹ Bron: DTZ Cijfers in Perspectief 2005

² ING Real Estate Dutch Office Market Forecasts 2005

³ ROZ/IPD 2005

THEMA BELEGGINGEN - KRITISCH BEKEKEN



Maar er liggen meer uitdagingen op de vastgoedsector te wachten, in de vorm van een veranderende omgeving. Die veranderingen hoeven niet altijd negatief door te werken. Zo kan de verscherpte regelgeving van de IFRS het vastgoedimago versterken en daarmee nieuwe beleggers aantrekken, en kan het bovendien leiden tot een ruimer aanbod van interessant vastgoed, als meer ondernemingen via sale-lease-backconstructies waardefluctuaties uit hun boeken wensen te houden. En hoe druk moet de vastgoedsector zich maken over sluimerende omgevingsveranderingen als bedrijfsverhuizingen naar lage-lonenlanden en een vergrijzende bevolking?

Belangstelling blijft

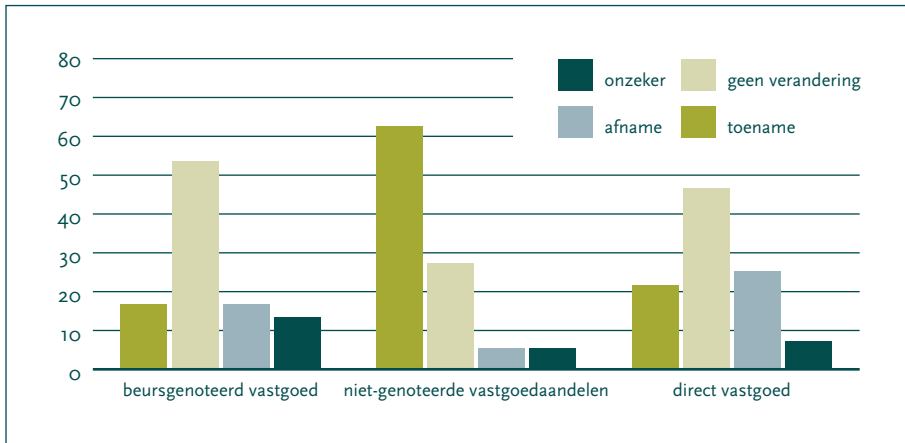
Vooralsnog is de belangstelling voor indirect vastgoed groeiende, en gaat de internationalisering steeds verder. Zoals figuur 3 laat zien, voorziet een overgrote meerderheid van de respondenten van de ING Real Estate Investor Survey 2004 voor het huidige jaar een toename van hun belegd vermogen in niet-beursgenoteerde vastgoedaandelen. Dat sluit aan bij de waargenomen explosieve groei van het aantal Europese niet-genoteerde vastgoedfondsen: dit aantal is tussen 1994 en 2003 verachtvoudigd en groeit nog steeds.⁴ De Nederlandse belegger kijkt ook meer over de grens. Daarbij wordt hij niet alleen gedreven door schaarser wordend kwaliteitsvastgoed in Nederland, maar ook door toenemende kennis over buitenlandse markten en convergentie van regelgeving, waardoor er ook gemakkelijker gebruik kan worden gemaakt van geografische diversificatiemogelijkheden. Ondanks de steeds verdergaande Europese integratie bestaan er nog steeds grote verschillen in groei en economische fundamenteën van Europese regio's.

Ook gloort er licht aan de horizon in de vorm van economisch herstel: de experts uit de eerder genoemde bijeenkomst verwachten dat dit herstel zich in sommige Nederlandse kantorenmarkten al vanaf 2006 uit via aantrekkende huurniveaus en dalende leegstandscijfers. De leegstandsprognose in figuur 2 laat zien dat de ene markt wat sneller zal aantrekken dan de andere.⁵

⁴ PVD, OPC, December 2003 en INREV 2005

⁵ ING Real Estate Dutch Office Market Forecasts 2005

Figuur 3: Beleggersvoorkeuren in een enquête: “Wat zijn uw plannen ten aanzien van het door u belegde vermogen in vastgoed?”



Bron: ING Real Estate Investor Survey 2004

Voor de toekomst van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt zijn de aandelen en de rente waarschijnlijk het meest bepalend. Op korte termijn zien wij weinig veranderen in de vastgoedmarkt, maar op een wat langere termijn zal de totale beleggingsdruk bij een aantrekkende aandelenmarkt en een stijgende rente waarschijnlijk niet blijven zoals die nu is. De vraag naar goede panden op goede locaties zal echter sterk blijven, mits de vastgoedsector zichzelf enigszins in het gareel weet te houden. Het spreekt voor zich dat er dan alleen panden en fondsen moeten worden ontwikkeld die de markt daadwerkelijk kan opnemen. De beleggersbelangstelling voor kwalitatief goed vastgoed, direct en indirect, zal zeker aanblijven.

Over de auteurs: George Jautze is CEO van ING Real Estate, Lisette van Doorn-Gröniger is Managing Director van Research & Strategy ING Real Estate Investment Management, en Marcel Theebe is senior researcher ING Real Estate Investment Management en universitair docent real estate finance aan de Universiteit van Amsterdam.

Over de grenzen

Voor u ligt het tweede nummer van Property Research Quarterly. Wij zijn trots op de doorstart van ons wetenschappelijk tijdschrift. Wie het in een paarse kaft gehulde, op A4-formaat gekopieerde VOGON-journaal uit de beginperiode van onze vereniging nog eens doorbladert, zal merken dat we een forse stap vooruit hebben gezet. Niet alleen is uitstraling aanzienlijk verbeterd, ook de inhoud is van een veel hoger niveau dan tien jaar geleden. De deskundige, onafhankelijke redactie staat daar borg voor.

Een nieuwe service is dat VOGON-leden via onze website www.vogon.nl pdf-bestanden van gepubliceerde artikelen kunnen downloaden. Bent u uw gebruikersnaam en wachtwoord vergeten, bel of mail dan even met onze secretaresse, Ciska van Agthoven, van de Amsterdam School of Real Estate. Op het voor iedereen toegankelijke deel van onze website is trouwens ook veel informatie te vinden over andere activiteiten van de VOGON. De VOGON begeeft zich steeds meer buiten de landsgrenzen. Een nieuwe activiteit dit jaar was het gezamenlijke symposium van GIF (onze Duitse zustervereniging) en VOGON op 18 maart. Een interessante dag, waarop Duitse en Nederlandse vastgoedonderzoekers vanuit een groot aantal invalshoeken inzicht gaven in hun vastgoedmarkten. We gaan dit zeker herhalen en wellicht zelfs verbreden. Op dit moment overleggen we hierover met de GIF en de SPR (onze Engelse zuster).

Internationaal zijn we ook nauw betrokken bij de activiteiten van de European Real Estate Society (ERES). Van 15 tot 18 juni heeft het jaarlijkse congres van de ERES in Dublin plaatsgevonden. Het programma (met circa 300 papers en deelnemers) voldeed in alle opzichten aan de doelstelling om een internationaal platform en netwerk te bieden voor onderzoekers op universiteiten en in de praktijk over de volle breedte van de vastgoedmarkt. Een groot aantal VOGON-leden leverde een bijdrage.

De activiteitencommissie is in 2005 voortvarend gestart. Dit voorjaar is een kleine enquête gehouden onder de leden over de studiemiddagen. Het beeld is positief. Met twee à drie studiedagen per jaar zitten we op de goede frequentie. Ook over de keuze van onderwerpen en over het tijdstip van de bijeenkomsten (vrijdagmiddag) zijn de meeste leden tevreden. Er is een groot aantal suggesties gedaan voor onderwerpen en opzet van de studiemiddagen. Daarmee gaan we aan de slag.

Dit jaar hebben inmiddels twee studiedagen plaatsgevonden. In februari presenteerde een aantal promovendi de resultaten van hun onderzoek. De studiedag op 9 juni stond in het teken van de steeds verder in elkaar grijpende vastgoed- en kapitaalmarkt. Het verslag van deze dag treft u in dit nummer aan.

VOGON sluit het jaar af op 18 november met het jaarlijkse symposium in Amsterdam. Het thema voor dit symposium is actueel: toezicht op de vastgoedsector. Natuurlijk maken we dan ook de winnaar bekend van de VOGON/PropertyNL Research Award 2005 voor het beste Nederlandse vastgoedartikel.

Vastgoed en kapitaal meer vervlochten

De vastgoed- en kapitaalmarkt grijpen steeds verder in elkaar. Op verschillende manieren wordt vastgoed steeds vaker gebruikt als onderlegger voor producten op de financiële markten. Dit schept nieuwe mogelijkheden voor zowel de vastgoed- als kapitaalmarkt. Maar hebben vastgoedderivaten ook toekomst in Nederland?

door Martijn Scholten

Tijdens de zeventiende VOGON-studiemiddag stond de relatie tussen vastgoed en de kapitaalmarkt centraal. Aan de hand van presentaties van Joop Klufft, Jeroen den Otter en Maarten Vermeulen kwamen verschillende aspecten aan de orde. Joop Klufft, fiscalist bij Deloitte, onderscheidde in zijn inleiding twee belangrijke trends. Enerzijds neemt de vraag naar vastgoedgerelateerde producten toe, een kwantitatieve ontwikkeling. Anderzijds echter ontstaat ook een ander type vraag naar vastgoedgerelateerde producten, een meer kwalitatieve ontwikkeling. Beide ontwikkelingen hebben alles te maken met het volwassen worden van de markt. Ze manifesteren zich op drie gebieden: een toenemende variëteit aan vastgoedfondsen, nieuwe ontwikkelingen op het gebied van financiering van vastgoed en nieuwe ontwikkelingen bij andersoortige vastgoedderivaten.

Jeroen den Otter (KFN) schetste in zijn presentatie de totstandkoming van de eerste Commercial Mortgage Backed Security (CMBS) in Nederland. KFN heeft haar kernportefeuille in een aparte structuur ondergebracht; deze portefeuille heeft vervolgens als onderpand gediend voor een uitgegeven obligatielening. Dit heeft KFN in staat gesteld haar financieringslasten substantieel te verlagen met behoud van de operationele flexibiliteit. Den Otter voorziet een groeiende markt voor CMBS-constructies in Europa. De markt zal snel volwassen worden en dit biedt steeds meer mogelijkheden. Voor een belegger als KFN leiden de lagere financieringslasten bijvoorbeeld tot een sterk verbeterde concurrentiepositie in een steeds scherper wordende kantorenmarkt, waar de rendementen onder druk staan. Maarten Vermeulen (Bouwfonds Asset Management) presenteerde de resultaten van zijn recente onderzoek naar de operationalisering van vastgoedderivaten. Vermeulen voorziet een gebrek aan aanbod van derivaten: de vraag naar afgeleide vastgoedproducten is groot, het aanbod blijft vooralsnog schaars. Er zijn grote vastgoedportefeuilles nodig, die als basis kunnen dienen voor de afgeleide producten. Deze zijn echter nog niet voldoende voorhanden. Door de eenwording van Europa, regelgeving zoals IFRS en de ontwikkeling van betrouwbare indices zal het aanbod wel langzaam toenemen.

De discussie met de zaal maakte duidelijk dat het onderwerp actueel is en verschillende mogelijkheden biedt voor zowel de vastgoed- als kapitaalmarkt. Een transparante vastgoedmarkt zal verder moeten bijdragen aan de succesvolle en toenemende verstrengeling van de vastgoed- en kapitaalmarkt. De vraag of de toenemende transparantie de specifieke beleggingskarakteristieken van vastgoed ondertussen niet substantieel verandert, bleef voorlopig echter onbeantwoord.

Over de auteur Martijn Scholten werkt als Acquisiteur Onroerend Goed Nederland bij Mn Services en is tevens lid van de activiteitencommissie van de VOGON

SIGNALERING - VOOR U GESELECTEERD

Kansen voor uitponden in Duitsland? | W. Bakker, 2005

Onderzoek naar de vraag of uitponden in Duitsland dezelfde ontwikkeling zal doormaken als in Nederland. Op het gebied van de vraag is de ontwikkeling in Duitsland tot 2020 een positieve factor voor de uitpondmarkt. Of de markt voldoende vraag zal krijgen moet onderzocht worden op basis van de ontwikkelde behoefte aan kwaliteit en ruimte. Thesis in het kader van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate.

The emerge of REITs in Asia: is Asia heading in the right direction? | M. van Eldik, 2005

This study has focused on how the Asian REIT regimes are currently structured, a comparison of these several REIT regimes, and what will drive future development. Five Asian countries have been selected: Japan, Singapore, Malaysia, Korea and Hong Kong. It is expected that the Asian REIT industry will grow further within a short timeframe from the introduction phase towards a real growth phase. It does not look unrealistic to double the total market capitalization from EUR 20 billion to over EUR 40 billion. A list of practical recommendations is provided to further stimulate growth and improve the Asian REIT regimes/market. Thesis for the MSRE-cours of the Amsterdam School of Real Estate.

Kantorenbeleggingen aan de Amsterdamse grachten, puur emotie of een goed rendement? | F. Heeneman, 2005

Onderzoek naar de vraag of emotie deel uitmaakt van de beslissingsaspecten om te beleggen in een kantoorpand aan de Amsterdamse grachten. Op basis van relevante theorieën is een conceptueel model ontwikkeld met betrekking tot een vastgoedbeleggingsbeslissing in het algemeen. De positie van de grachten is vastgesteld door middel van een sterkte-zwakte analyse. Door middel van een enquête zijn de aspecten benoemd waarop een beleggingsbeslissing genomen wordt. Thesis in het kader van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate.

Kwaliteitsmeting vastgoedmanagementorganisaties: de visie van een pensioenfonds op bestaande relaties | W. de Nijs, 2005

Systeem voor het meten van de kwaliteit van de vastgoedmanager en van de samenwerking met de eigenaar van het vastgoed op een zodanige wijze dat de meting een jaarlijks terugkerend proces wordt. Daarnaast wordt er onderzocht hoe de kwaliteit meetbaar gemaakt kan worden en op welke wijze wegingen toegekend kunnen worden. De disciplines Commercieel, administratie en Techniek zijn vastgesteld als criteria voor het meten van de kwaliteit. Thesis in het kader van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate.

Vastgoedmarketing: op weg naar marktgerichtheid | W.H.K. De Lathauwer, 2005

Een voorstel voor een marketingmatrix waarbij de integratie van marketing in vastgoedorganisaties inzichtelijk wordt gemaakt, rekening houdend met vastgoed als product, vastgoed als proces en de kenmerken van vastgoedorganisaties. Daarnaast worden voorwaarden omschreven voor het succesvol integreren van marketing in vastgoedorganisaties. Aandacht wordt besteed aan mogelijke valkuilen en de organisatorische aspecten van vastgoedmarketing. Thesis in het kader van de MSRE-opleiding aan de Amsterdam School of Real Estate.

*Samengesteld door Amsterdam School of Real Estate
Voor actuele vakliteratuur zie www.vastgoedkennis.nl*

25

26

45th Congress of the European Regional Science Association

23-27 augustus 2005, VU Amsterdam

Informatie: www.feweb.vu.nl/ersa2005

27

Innoveren in de ouderenzorg (serie)

Start: 12 september 2005, Rotterdam

Informatie: www.elseviercongressen.nl

28

PropertyNLretailforum2005

13 september 2005, Amsterdam

Informatie: 020-575 3317

Vastgoedmarkt Noord-Nederland

15 september 2005, Groningen

Informatie: www.vastgoed-instituut.nl**De nieuwe Grondexploitatiewet**

15 september 2005, Nieuwegein

Informatie: www.elseviercongressen.nl**De nieuwe Grondexploitatiewet**

19 september 2005, Rotterdam

Informatie: www.euroforum.nl**5de Nationaal Symposium Woningcorporaties**

27 september 2005, Rotterdam

Informatie: www.sbo.nl**Urban Future: continuities and discontinuities**

49th IFHP World Congress: 2-5 oktober 2005, Rome

Informatie: www.ifph2005rome.it**Doing, thinking, feeling home: the mental geography of residential environments**

14/15 oktober 2005, Delft

Informatie: www.otb.tudelft.nl**Spaces for the Creative Economy**

41st ISoCaRP Congress: 17-20 oktober 2005, Bilbao

Informatie: www.isocarp.org/pub/events/congress/2005/**14de VOGON-Symposium**

18 november 2005, Amsterdam

Informatie: www.vogon.nl

AUTEURSRICHTLIJNEN

Richtlijnen voor auteurs

Grondslag

Aan artikelen liggen de resultaten van concreet onderzoek ten grondslag. Het kan zowel gaan om fundamenteel wetenschappelijk onderzoek als om toegepast wetenschappelijk onderzoek. De resultaten van onderzoek moeten breed toepasbaar zijn. Onderzoek dat betrekking heeft op individuele locaties of regio's, past niet in de formule. 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.

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**