

INVESTERINGSBESLISSINGEN

EEN STUDIE NAAR DE VERANDERINGEN IN HET INVESTERINGSBESLUITVORMINGSPROCES MET DE BIJBEHORENDE GEBRUIKTE METHODES EN BESLISCRIERIA VAN KANTOORPROJECTEN GEDURENDE DE AFGELOPEN TIEN JAAR



INVESTERINGSBESLISSINGEN

Een studie naar de veranderingen in het investeringsbesluitvormingsproces met de bijbehorende gebruikte methodes en beslisriteria van kantoorprojecten gedurende de afgelopen tien jaar

PERSONALIA

Naam	Lisa Klatten
Studentnummer	4143272
Adres	Korvezeestraat 387 2628 DS, Delft
Telefoonnummer	0653888120
Emailadres	lisaklatten@hotmail.com



ORGANISATIE

Universiteit	Technische Universiteit Delft
Faculteit	Architecture and the Built Environment
Adres	Julianalaan 134 2628 BL, Delft
Masterstudie	Management in the Built Environment
Afstudeerlaboratorium	Structural changes in use patterns of offices
Datum	30 juni 2017
Eerste mentor	Dr. Ir. R. (Ruud) Binnekamp
Emailadres	R.Binnekamp@tudelft.nl
Tweede mentor	Ir. H.J.M (Herman) van de Putte
Emailadres	H.J.M.VandePutte@tudelft.nl
Examintor	Drs. D.J. (Dirk) Dubbeling
Emailadres	D.J.Dubbeling@tudelft.nl

Voor u ligt mijn masterscriptie: *Investeringsbeslissingen, een studie naar de veranderingen in het investeringsbesluitvormingsproces met de bijbehorende gebruikte methodes en beslisriteria van kantoorprojecten gedurende de afgelopen tien jaar*. Dit rapport is geschreven naar aanleiding van mijn afstudeerproject voor de master Management in the Built Environment aan de Technische Universiteit Delft.

Vroeger, en eigenlijk nog steeds wel, was mijn droom altijd om docent te worden. Toen ik eenmaal in het tweede jaar van de middelbare school van VMBO/HAVO naar het VWO mocht, zei ik onder het motto docent worden kan je altijd nog: *'mooi, dan ga ik Bouwkunde studeren aan de TU Delft'*. Wat mij trok naar Bouwkunde is de veelzijdigheid. Gebouwen zijn nooit een losstaand object, maar er komen vele aspecten bij kijken en daarom ook vele beroepen. Dat ik geen architect wilde worden, had ik al snel besloten. Vanaf het begin wist ik al dat ik de toen nog genaamde master Real Estate & Housing wilde gaan doen. Ik wilde namelijk net als mijn vader projectmanager worden.

Gedurende mijn master is mijn interesse verschoven van projectmanagement (Design and Construction Management) naar Real Estate Management en de financiële kant van de master. Daarnaast vond ik de problematiek rond de crisis en het ontstaan van de kantorenleegstand altijd erg interessant. Gedurende mijn master heb ik dan ook al vaker onderzoek gedaan naar bijvoorbeeld het KPMG hoofdkantoor en het ontstaan van kostenoverschrijdingen binnen projecten. Dit waren alleen vaak kleine onderzoeken, waardoor veel vragen nog steeds niet beantwoord waren. Ik snapte nog steeds niet waarom het zo fout gaat bij iedere dip in de markt. Daarom heb ik voor mijn afstudeeronderzoek gekozen om dieper in te gaan op dit onderwerp en beide interesses te combineren. Dit heeft geleid tot het onderwerp: veranderingen in investeringsbeslissingen van kantoorprojecten naar aanleiding van de afgelopen kredietcrisis. Ik hoopte met dit afstudeeronderzoek meer inzicht te krijgen in het investeringsbesluitvormingsproces.

En dat is gelukt! Het afstudeerproces is niet altijd even makkelijk geweest, maar uiteindelijk heb ik de finish weten te bereiken. Dat heb ik te danken aan vele mensen. Ten eerste wil ik mijn begeleiders Ruud Binnekamp en Herman van de Putte bedanken voor de nuttige feedback en waardevolle adviezen tijdens het gehele proces. Door jullie enthousiasme en optimisme, kreeg ik meestal weer vertrouwen dat het allemaal niet zo slecht was waar ik mee bezig was. Ik denk dat ik dit af en toe wel nodig had, zeker toen ik geen afstudeerbedrijf kon vinden. Door jullie steun ben ik uiteindelijk toch weer enthousiast verder gegaan, dus veel dank daarvoor. Daarnaast wil ik iedereen bedanken die zijn medewerking heeft verleend gedurende mijn afstudeeronderzoek. Mensen die mij de mogelijkheid hebben geboden om een interview af te nemen. Met die nieuwe inzichten heb ik mijn afstuderen tot een goed einde weten te brengen. Als laatste wil ik mijn familie, vrienden en andere studiegenootjes bedanken, die gedurende deze periode hebben gesteund en gemotiveerd. Alles heeft ertoe geleid dat hier uiteindelijk het rapport van mijn afstudeerscriptie ligt. Ik wens u veel leesplezier.

Lisa Klatten

Delft, 30 juni 2017

ONDERWERP EN PROBLEEMSTELLING

Dit verslag zal een onderzoek beschrijven naar de verandering in de huidige investeringsbeslismodellen ten opzichte van voor de kredietcrisis en het daarbij ontstane overaanbod op de kantorenmarkt. In de jaren voorafgaand aan de kredietcrisis in 2008, was de kantorenmarkt een veilige optie om in te investeren. Kantoorfondsen leken een mooi buitenkansje met goede rendementen en hoge winsten als de panden werden verkocht na maximaal tien jaar (Van Weezel, 2013). Door al deze investeringen ontstond er een ongekennde bouwwoede. 'We zaten op dat moment op een roze wolk, overall werden er kantoorgebouwen gebouwd' zei Wilfred van der Neut, directeur van Dynamis (Rooijers, 2016). Maar toen de crisis ook Nederland raakte, daalde de vraag naar kantoorruimte razend snel, wat resulteerde in een groot overaanbod in kantoren, een leegstandspercentage van 15% en lagere huurprijzen per vierkante meter (CPB, 2012).

Naast de economische crisis speelden ook trends zoals een dalende werkgelegenheid en het nieuwe werken mee wat zorgt voor een nog sterkere dalende vraag naar kantoorruimte. De leegstand op de kantorenmarkt is nog steeds tussen den 15-20% (PBL, 2016). Deze leegstand zal op korte termijn ook niet minder worden als er ondanks een dalende vraag toch nieuwe kantoren worden gebouwd. Dit komt doordat de Nederlandse kantorenmarkt verandert van uitbreidingsmarkt naar vervangingsmarkt. In een vervangingsmarkt stijgt de vraag naar kantoren niet, wat betekent dat organisaties die verhuizen naar nieuwbouw aan het eind van de verhuisketen leegstand creëren in bestaande kantoren. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor de eigenaren van de bestaande kantoren die hierdoor leeg komen te staan (Zuidema & van Elp, p. 30).

Volgens Dynamis is de reden dat er nog steeds nieuwe kantoren worden gebouwd, dat veel huidige kantoorruimte staan op locaties waar deze eigenlijk niet ontwikkeld hadden moeten worden. Het is een utopie dat huurders zich daar nu toch gaan vestigen (Dynamis, 2016, p. 10). Hierdoor bestaat er nog steeds wel een vraag naar kwaliteitsniewbouw. Hoogwaardige kantoorruimte op een aantrekkelijke locatie.

Vanwege het grote aanbod in kantoorruimte dat staat op de minder aantrekkelijke locaties, heeft de huurder voor die locaties alleen maar een sterkere positie gekregen. Daarom zijn huurders momenteel op zoek naar een lagere huur en een maximum van de aangeboden diensten. Zowel leegstand en/of huurverlaging zijn beide nadelig, aangezien dit de waarde van het pand flink verlaagt. Transformatie naar een andere functie kan een oplossing zijn om verlies tegen te gaan, maar dit is niet alle voor panden van toepassing. De IVBN verwacht dat driekwart van de leegstaande kantoren niet geschikt is voor transformatie naar bijvoorbeeld woonruimte, en de komende jaren gesloopt zal moeten worden. *'Er is de afgelopen jaren ongelooflijk veel verlies en pijn genomen in die kantorenmarkt door allerlei beleggers. Het gaat vermoedelijk om miljarden'* zegt Frank van Blokland (van den Berg, 2015). Van de kwart leegstaande kantoren die wel getransformeerd kunnen worden, moeten de eigenaren van de gebouwen op de kansarme/kansloze locaties ook nog veel afwaarderen. Momenteel lopen transformaties spaak, omdat eigenaren de kantoren niet willen afwaarderen naar realistische niveaus (CoBouw, 2014).

Naast het gegeven dat veel kantoorpanden op een minder aantrekkelijke locatie staan, is er in de tijden van voor de crisis vastgoed vaak met te veel vreemd vermogen gefinancierd. Dit heeft er ook toe geleid dat de vastgoedmarkt flink opgeschoond is. *‘Die private investeerders die te veel geleend hebben, zijn bijna allemaal omgevallen tijdens de crisis’* zegt Zeeman, directeur van NSI (Rooijers & Wolzak, 2016). Dit komt doordat bij een hoge financiering met vreemd vermogen er een grote betalingsdruk ontstaat naar de financier. Toen panden geheel of gedeeltelijk leeg kwamen te staan, kan deze financier niet altijd meer betaald worden, wat dan vaak leidt tot een gedwongen verkoop op een slecht moment. Omdat de panden gedaald waren in waarde, maakte de eigenaren vaak flink verlies.

Zoals geconcludeerd kan worden uit de bovenstaande alinea’s, zijn er in tijden voor de crisis niet altijd de beste investeringsbeslissingen gemaakt. Beleggers hebben flinke verliezen moeten verwerken, wat niet iedereen heeft kunnen overleven. Het is door beleggers gewenst dat dit soort problemen voorkomen kunnen worden bij een volgende crisis of dip in de markt. Investeringsbeslissingen moeten op lange termijn rendabel zijn. Het is daarom noodzakelijk dat er meer inzicht wordt verkregen in de investeringsbeslissingen. Om geleerde lessen te kunnen trekken uit de gebeurtenissen van de crisis, is het nuttig om te weten wat er is veranderd en wat niet.

RELEVANTIE

Kennis over investeringsbeslissingen van kantoorprojecten schiet nog te kort en dat is niet alleen een wetenschappelijk, maar een maatschappelijk probleem. Leegstand kan een negatief effect hebben ten aanzien van het vestigingsklimaat van de buurt (Rekenkamer Amsterdam, 2013). Daarbij willen de gemeenten vaak dat nieuwe functies worden gevestigd in de leegstaande kantoorpanden. *‘Voor een buitenlandse belegger is een leegstaand kantoorpand in onze stad een item in een spreadsheet. Wij zien een gebouw dat we een andere functie willen geven.’* aldus Astrid Sanson, directeur stedelijke kwaliteit en binnenstad van de gemeente Rotterdam (CoBouw, 2014).

Het is tevens een maatschappelijk probleem wanneer er wordt gekeken naar de financiële gevolgen. De kennis die toen en nu nog steeds mist(te) kost erg veel geld. Niet alleen de eigenaren betalen hiervoor met afwaarderingen van de panden of lagere huurprijzen, maar ook de gewone burger. Zo zegt Wabe van Enk *‘De slierten leegstaande kantoorcolossen langs snelwegen bewijzen dat kennis tekortschiet. Met uw pensioengeld betaalt u mee aan de kosten van die leegstand, en anders wel via uw belasting, die werd aangewend om de banken te redden die de leegstand financierden’* (van Enk, 2016).

ONDERZOEKSVRAGEN EN DOEL

Om het eerder beschreven probleem te kunnen onderzoeken luidt de hoofdvraag:

Op wat voor manier is het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende modellen en beslisriteria van kantoorprojecten veranderd in de periode van de kredietcrisis tot 2016?

Om deze vraag goed te kunnen beantwoorden, zijn er een aantal deelvragen opgesteld.

1. Hoe kan het huidige investeringsbesluitvormingsproces worden beschreven?
2. Wat voor soort investeringsmodellen bestaan er en wanneer wordt welk model toegepast door een investeerder?
3. Welke beslisriteria spelen een rol in het investeringsproces van kantoorprojecten?
4. Welke beslisriteria zijn het belangrijkste voor de investeerders?

Het soort onderzoek dat antwoord moet geven op de hoofdvraag zal een empirisch onderzoek zijn. Een analyse van de verandering in de investeringsbesluitvormingsmodellen van voor de crisis ten opzichte van na de crisis, zal als doel hebben het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende beslisriteria beter te begrijpen en te kijken wat er is veranderd of nog moet veranderen om investeringsbeslissingen in de toekomst langer rendabel te maken.

HYPOTHESE

Ten opzichte van voor de kredietcrisis gebruiken bedrijven nu meer geavanceerde modellen. Deze modellen kunnen meer historische data verwerken om betere prognoses te maken. De invloed van emotie of onderbuikgevoel op het besluitvormingsproces wordt beperkt door het gebruik van modellen. Daarbij zijn er meer beslisriteria verwerkt in de modellen, zoals sociale en omgevingsfactoren. De gebruikte waardes zijn verlaagd en teruggebracht naar realistischere waardes die aansluiten bij deze tijd/economische welvaart.

ONDERZOEKSMETHODEN

LITERATUUR ONDERZOEK

De uitkomst van het literatuuronderzoek vormt een wetenschappelijk theoretisch kader over investeringsbeslissingen van kantoorpanden. Als eindproduct zal in een overzicht van het investeringsproces met de gebruikte modellen/methodes en criteria worden weergegeven. De aanpak voor de literatuurstudie is een tussenvorm van een deductieve en inductieve aanpak. Dat wil zeggen dat bij het onderzoek wel met een lijst met thema's wordt begonnen die voortkomen uit de literatuur, maar deze worden na de interviews aangevuld met nieuwe thema's en verdeeld in categorieën.

ONDERZOEK IN HET WERKVELD

Het onderzoek in het werkveld moet op dezelfde vragen antwoord geven als de hierboven beschreven vragen. In de opgestelde onderzoeksvragen wordt er niet specifiek naar verandering gepeild. Toch is dit een belangrijk onderdeel in het onderzoek. Tijdens de literatuurstudie kunnen er veranderingen gevonden worden, deze zullen later worden aangevuld door het onderzoek in het werkveld. In het werkveld wordt de verandering in investeringsbeslissingen onderzocht door er specifiek te vragen in interviews wat die persoon denkt dat er veranderd is naar aanleiding van de financiële crisis.

DATA COLLECTIE METHODE - INTERVIEWS

Als kwalitatief onderzoek gedeelte zullen interviews worden afgenomen met personen die over investeringsbeslissingen van kantoorpanden gaan. Dit zullen semigestructureerd interviews zijn. Er is gekozen voor dit type interview aangezien de formulering algemener is en het meer gefocust is op de eigen perspectieven van de geïnterviewde. De vooropgezette vragen dienen meer als richtlijn, maar geïnterviewde kan zelf invloed uitoefenen op wat er voornamelijk wordt besproken. Dit is ook de bedoeling om te kunnen onderzoeken wat de geïnterviewde relevant en belangrijk vindt (Bryman, 2012, p. 470).

Omdat het in dit geval gaat om een breedteonderzoek, worden meerdere verschillende partijen geïnterviewd. De belangrijkste doelgroep is beleggers onderverdeeld in institutionele beleggers, grote private beleggers en middel grote private beleggers. Deze onderverdeling is gemaakt omdat het type belegger nogal van strategie en werkwijze kan verschillen.

Deze doelgroepen kunnen daardoor ook andere veranderingen hebben ondergaan als gevolg van de crisis. Of hier daadwerkelijk verschil in zit moet blijken uit de interviews. Naast de beleggers worden er ook partijen geïnterviewd waar beleggers dagelijks mee te maken kunnen hebben, zoals een vastgoedfinancier. Om ook de kant van het publieke vastgoed te betrekken, wordt ook het Rijksvastgoedbedrijf geïnterviewd. Deze elf interviews moeten gezamenlijk een algemeen beeld geven over de veranderingen in investeringsbeslissingen naar aanleiding van de crisis.

Institutioneel	Privaat (groot)	Privaat (middel groot)	Overig
Syntus Achmea	CBRE Global Investors	Zadelhoff	Rijksvastgoedbedrijf - publiek
APG	NSI (beursgenoteerd)	Cairn Real Estate	ING Real Estate - vastgoedfinancier
BouwInvest	OVG (investeerder & ontwikkelaar)		Propertize - vastgoedfinancier

Tabel 1. Overzicht geïnterviewde bedrijven.

Het is de bedoeling om de interviews via een recorder op te nemen, zodat de volledige interviews kunnen worden uitgetypt. Voor het analyseren van de data, worden de interviews gecodeerd. De transcripties van de interviews worden verkort naar een interview verslag met de belangrijkste bevindingen en conclusies. In het gedeelte data interpretatie worden onderlinge verbanden tussen de interviews bepaald. Voor de data analyse wordt er onderscheid gemaakt in veranderingen in proces en veranderingen in beslisriteria. Om te bepalen welke beslisriteria belangrijk zijn voor beleggers wordt geanalyseerd of criteria uit de vooropgestelde lijst in de interviews worden genoemd. Daarnaast wordt er gekeken naar de waardeverandering van de criteria's. Hieruit kan een lijst bepaald worden naar welke criteria beleggers voor de crisis keken en welke criteria momenteel belangrijk zijn.

CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Het doel van dit afstudeeronderzoek was een verkenning in beslissingscriteria en modellen van kantoorprojecten. Om dit doel te bereiken worden eerst de deelvragen beantwoord om vervolgens de hoofdvraag te beantwoorden.

BEANTWOORDING VAN DEELVRAGEN

1. Hoe kan het huidige investeringsbesluitvormingsproces worden beschreven?
2. Wat voor soort investeringsmodellen bestaan er en wanneer wordt welk model toepast door een investeerder?

Het investeringsbesluitvormingsproces bij de geïnterviewde bedrijven komt op grote vlakken overeen met het investeringsproces beschreven in het boek *Strategisch inzet van vastgoed* (van Driel & van Zuijlen, 2016). De eerste stap is het formuleren van een strategie. Daarin wordt vaak de focus bepaald qua type vastgoed, beleggingsstijl, maar ook de gewenste locatie en andere eisen waar de investering aan moet voldoen. De strategie die vaak voor lange termijn wordt opgesteld, wordt verder vertaald naar een portefeuilleplan waarin de doelstelling van dat jaar beschreven staan. Vervolgens gaat het om een kans, een mogelijkheid tot investeren, die langskomt. Meestal komen proposities zelf terecht bij beleggers, maar in enkele gevallen zijn beleggers er zelf actief naar op zoek.

Bij een mogelijke investering wordt er eerst gekeken of de investering past binnen de strategie van het bedrijf. Daarnaast wordt er vaak een quick scan gemaakt van het gebouw, de locatie en de omliggende markt. Hierbij wordt er gekeken naar de mogelijkheid om waarde toe te voegen in het gebouw, de huurprijzen, de leegstand in het gebied, groeimogelijkheden van de locatie, potentiële gebruikers, concurrentie/competitie etc. Naast dit onderzoek wordt er vaak een eerste taxatie gemaakt om de marktwaarde van het gebouw te bepalen. Op basis van al deze informatie wordt er een kasstroom model of liquiditeitsvoorspelling gemaakt meestal over een periode van vijf tot tien jaar. De rendementseis, de IRR, is hierin een belangrijke factor. Op het model worden verder scenario- en gevoeligheidsanalyses uitgevoerd om de risico's te bepalen. Hierbij wordt er uitgegaan van een 'base case' scenario waarop bepaalde risicofactoren worden getest om het 'worst case' scenario te bepalen. Mocht de uitkomst van deze studies positief zijn, volgt er een dieper onderzoek naar technische, fiscale en juridische aspecten. Alle informatie over het investeringsvoorstel wordt opgeschreven in een onderbouwingsdocument (underwriting). Binnen het bedrijf wordt dit document uitgebreid besproken en gaat het voorstel uiteindelijk naar de investeringscommissie. Deze commissie beslist of de investering wordt gedaan of niet.

Stap	Methode
Strategie Direct beleggingen/indirecte beleggingen Beursgenoteerd/niet-beursgenoteerd Segmentatie → risicoreductie Geëist rendement (BAR & IRR) Vastleggen maximale risico's	Asset Liability Matching Moderne Portefeuille Theorie Capital Asset Pricing Model
Strategie vertalen naar doelstelling Vorming portefeuille plan	Asset Liability Matching Moderne Portefeuille Theorie Capital Asset Pricing Model
Mogelijk investering (kans) Acquisitievoorbereiding Marktonderzoek (intern & extern) Zoektocht naar een financier	
<u>Financiële haalbaarheid</u>	Taxatie DCF methode of liquiditeitsvoorspelling BAR/NAR methode Kapitalisatie methode
<u>Scenario- en gevoeligheidsanalyses</u>	Uitkomst financiële analyse vormt 'base case' Risico factoren testen om 'worst case' te bepalen
Diepgaander onderzoek <u>Onderzoek naar locatie, gebouw en contract</u> Commercieel Technisch Juridisch Fiscaal	
<u>Ontwikkelingen</u> Economische factoren Politieke factoren Maatschappelijke factoren	
Voorstel met onderbouwing gaat naar de investeringscommissie	
Definitief besluit	

Tabel 2. 7 stappen plan investeringsproces kantoorpanden.

3. Welke beslisriteria spelen een rol in het investeringsproces van kantoorpanden?
4. Welke beslisriteria zijn het belangrijkste voor de investeerders?

Nr.	Criteria	Toelichting	Voorgekomen in interviews
Markt			
1	Beleggingsbedrag	Aankoopprijs	6
2	Beleggingshorizon	Is de aankoop voor korte termijn of lange termijn	10
3	Geëist rendement	Minimaal te behalen rendement. Bestaande uit direct en indirect rendement. BAR of IRR	10
4	Huurprijs/m2	Huurprijs/m2 die gevraagd kan worden aan potentiële huurders	8
5	Huursituatie	Volledig verhuurt, deels verhuurd of volledig leegstaand. Wat is de looptijd van de huidige huurcontracten?	8
6	Kwaliteit huurstream	Is het gebouw specifiek voor 1 huurder of geschikt voor meerder doelgroepen. Dit heeft invloed op het feit of er makkelijk nieuwe huurders te vinden zijn	9
Locatie			
7	Geografische ligging	Demografie (waar wonen/werken de mensen?), regio, plaats, plek in de stad	11
8	Bereikbaarheid auto	Dichtbij vervoersknooppunten	5
9	Bereikbaarheid OV	Dichtbij intercity stations	7
10	Imago locatie en de aanwezige voorzieningen	Wat voor soort gebied is?	3
11	Levendigheid van de locatie	24/7 levendigheid. Kantorenlocatie of functiemix?	3
Gebouw			
12	Technische staat gebouw	Onderhoud en andere technische aspecten.	9
13	Functionele staat	Flexibiliteit van het gebouw. Mogelijkheid om er een multi-tenant gebouw van te maken indien nodig	9
14	Identiteit/imago	Onderscheidend in architectuur/concept etc.	5
15	Services	Serviceconcepten. Faciliteiten in het gebouw	4
16	Duurzaamheid	Energielabel/energiezuinigheid	8
17	Toekomstbestendigheid	De potentie in het gebouw. De aantrekkelijkheid in de toekomst	5
18	Welzijn van de gebruiker	Levendigheid en vitaliteit in het gebouw	3

Tabel 3. Lijst met belangrijkste beslisriteria.

BEANTWOORDING VAN DE HOOFDVRAAG

De beantwoording van de deelvragen zijn een onderdeel van de beantwoording van de hoofdvraag:

Op wat voor manier is het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende modellen en beslisriteria van kantoorprojecten veranderd in de periode van de kredietcrisis tot 2016?

In de gehouden interviews zijn veel veranderingen besproken. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen verandering in het beslisproces en verandering in de beslisriteria.

VERANDERINGEN IN HET BESLISPROCES

PROFESSIONALISERING VOOR EEN BETER ONDERBOUWING

Uit de vele interviews van de bedrijven blijkt dat er voor de crisis of helemaal geen beslismethodiek was of dat deze vrij primitief was. De investeringen werden voornamelijk beoordeeld op een simpele financiële calculatie. Deze berekening was een kapitalisatieberekening of een doorrekening van het gebouw in Excel op het gebied van kasstromen. Op portofolio niveau werd er nog niet gekeken. Dit komt ook doordat de tools en de software toentertijd nog niet bestonden. Momenteel is het investeringsproces flink uitgebreid met verschillende analyses om de beslissing goed te kunnen onderbouwen. Doordat de transparantie is toegenomen is er veel data beschikbaar. Het gebruik van big data wordt dan ook goed ingezet om onderzoek te doen. Financiële analyses zijn gedegener geworden en alle uitkomsten van de analyses worden meegenomen in de onderbouwing van de investering.

Deze verandering is zeker een effect van de crisis. In de crisis zijn veel beleggers en banken in de problemen geraakt. Wanneer het slecht gaat, stijgt de druk op de administratieve verslaglegging. Dit blijkt ook uit het boek *Strategisch inzet van vastgoed*. 'Er ontstaat een toename van het aantal vereiste financiële rapportages en een verhoging van de opgelegde kwaliteit. Als eerste reactie op de ingevallen crisis gaan beleggers dus op zoek naar meer en betere controle. Doordat de financiële situatie beter inzichtelijk wordt, worden ook de risico's binnen de portefeuilles blootgelegd. Er wordt intensiever gekeken naar de invloed van investeringen op de cashflow van de portefeuille' (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 50).

TOENAME VAN CONTROLE EN TOEZICHT

Dat het toezicht is verscherpt komt ook terug in vijf interviews. Niet alleen de bedrijven zelf willen de beslissing goed onderbouwen, maar tegenwoordig kijkt ook de autoriteit financiële markten (AFM) en de Nederlandse Bank mee bij grote beleggers. Bedrijven worden tegenwoordig gecontroleerd op uitvoering van de juiste procedures. Strengere controles komt niet alleen door de crisis, maar dit is waarschijnlijk ook deels het gevolg van de vastgoedfraudes. De mate van controle blijkt ook uit het feit dat tegenwoordig meer personen binnen het bedrijf bij de beslissing betrokken zijn.

Controle komt ook terug in de manier van financiering. In tijden voor de crisis werden projecten te hoog met vreemd vermogen gefinancierd. Wanneer een pand geheel of gedeeltelijk leeg kwam te staan, kon de financier al snel niet meer worden betaald. Dit leidt dan vaak tot een gedwongen verkoop op het slechtste punt in de markt. Om dit te voorkomen wordt er tegenwoordig meer gefinancierd met eigen vermogen. Daarnaast moeten panden op lange termijn aantrekkelijk blijven, zodat een mogelijke dip in de markt makkelijk uitgezet kan worden. Daarbij is de manier van het managen van de vastgoedportefeuille een stuk proactiever geworden om leegstand bij voorbaat te voorkomen.

SCHERPERE EN ONDERSCHIEDENDE STRATEGIE

Voor de crisis hadden de meeste beleggers nog geen duidelijke scherpe strategie. Overal in het land en soms ook in het buitenland werden er panden in verschillende segmenten aangekocht. Aangezien er hierdoor een hoop verschillende markten in de gaten gehouden moesten worden, maakte dit het managen van de panden niet gemakkelijker. Toen de crisis Nederland raakte, merkten bedrijven dat panden buiten de Randstad of andere verkeerde locaties snel leeg kwamen te staan. Na de crisis zijn veel bedrijven hun strategie gaan aanscherpen. Om een meer toekomstbestendige portefeuille op te bouwen, richten veel beleggers zich op de Randstad. Aangezien er zich een structurele trend van de trek naar de stad plaatsvindt, is de vraag naar kantoorruimte hoger dan buiten de Randstad.

In de strategie is ook terug te zien dat veel bedrijven zich richten op de value-added beleggingsstijl. Veel bedrijven zoeken panden waar nog waarde aan toegevoegd kan worden. Dit is een resultaat van het toenemende aandeel buitenlandse beleggers op de Nederlandse kantorenmarkt (PBL, 2016). Door de grote vraag van binnenlandse en buitenlandse investeerders gecombineerd met een beperkt aanbod ontstaat er een grote beleggingsdruk (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 118). Dit resulteert erin dat prijzen van voornamelijk core/core-plus beleggingen momenteel heel hoog liggen. Beleggers zijn daarom geneigd om meer de value-added beleggingsstijl te volgen om zo toch hun rendementen te kunnen behalen.

VERANDERINGEN IN BESLISCRIPTERIA

Naast dat er veel dingen veranderd zijn in het beslisproces is er ook een hoop veranderd in de beslisriteria. In vergelijking tussen de tijdsperiodes zijn er vijf criteria bijgekomen. Daarnaast zijn er ook twee criteria afgevallen die nu als minder belangrijk worden beschouwd.

LOCATIE EN BEREIKBAARHEID

De locatietekenen en daaraan toegekende kwaliteiten zijn dominant binnen het besluitvormingsproces (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 138). Dit blijkt ook uit de interviews. De geografische ligging van het gebouw, de locatie, blijft voor alle beleggers het belangrijkste criterium. Dit heeft onder andere te maken met de bereikbaarheid van het pand. Het lijkt erop dat de bereikbaarheid met de auto iets minder belangrijk aan het worden is dan de bereikbaarheid met het OV (5 auto tegen 7 OV). In de interviews komt vaak terug dat het pand dicht bij een intercity station moet liggen. Over het beschikbare aantal parkeerplekken is in slechts één interview gesproken.

KLANT IS KONING

Wanneer de vraag naar kantoorruimte daalt en er een overaanbod op de markt ontstaat, krijgt de huurder een sterke onderhandelingspositie. Beleggers zijn steeds meer bezig met de panden aantrekkelijk te maken voor huurders. De bron van financieel rendement voor de eigenaar van vastgoed ligt bij de tevredenheid van de gebruikers (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 61). Het aantrekkelijk maken van een pand gebeurt vaak met huurstimulansen, maar het komt ook zeker terug in de toename in services en in de flexibiliteit die beleggers aanbieden. Deze flexibiliteit wordt gezocht in de inrichting en indeling van het kantoor. Hiervoor moet het bouwkundig en installatietechnisch eenvoudig zijn om ruimtes te vergroten of te verkleinen (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 54-55). Dit is ook terug te zien in de resultaten uit de interviews. Negen beleggers vonden de technische en functionele staat van een gebouw belangrijk.

DUURZAAMHEID EN WELL-BEING

Om huurders tevreden te houden en nieuwe huurders aan te trekken ontstaat er een focus op toekomstbestendigheid. Trends die waarschijnlijk verder zullen ontwikkelen in de toekomst zijn aspecten op het gebied van duurzaamheid en well-being. Het welzijn van de gebruiker komt steeds meer centraal te staan. Hieronder wordt de levendigheid en vitaliteit van werknemers bedoeld. Bij een gezonde werkomgeving neemt de productiviteit van de werknemers toe, wat natuurlijk gunstig is voor de huurders van het gebouw. Duurzaamheid komt momenteel het meest terug in de energieprestatie en labels. In bestaande panden is het logistiek lastig en erg kostbaar om het pand te verduurzamen. Bij nieuwbouwprojecten worden duurzaamheidsmogelijkheden wel meer geïmplementeerd.

Kijkend naar het type locatie ontstaat er toch een voorkeur voor multifunctionele locaties ten opzichte van monotone kantoorgebieden. Aangezien er zich een hoop mensen bevinden voor verschillende doeleinden op dit soort locaties ontstaat er 24/7 levendigheid. Daarnaast is het voorzieningenniveau vaak hoger dan op monotone kantoorgebieden.

Organisaties staan steeds meer stil bij de locatie- en vestigingskeuze. De keuze kan invloed hebben op het aantrekken van nieuw personeel (van Driel & van Zijl, 2016, p. 60). Dit blijkt ook uit de interviews. Volgens de heer Copier bepaalt uiteindelijk de medewerker waar het bedrijf komt. Ook de heer van der Lubbe ziet het gebouw steeds meer als een tool om medewerkers te trekken. Mensen willen zich toch identificeren met een bepaald bedrijf identiteit (van Driel & van Zijl, 2016, p. 60).

Naast de multifunctionaliteit op locaties, is dit ook terug te zien in gebouwen. Gebouwen moeten tegenwoordig geschikt zijn voor multi-tenant. Het doel is om een positieve sociale cohesie te creëren tussen huurders. Dit is terug te zien in het ontstaan van de vele kantoorconcepten zoals Het Nieuwe Kantoor van NSI of het World Trade Center van CBRE GI. Met dit soort concepten wordt de kwaliteit van de huidige huurders minder belangrijk, aangezien bedrijven niet afhankelijk zijn van die ene huurder.

TERUGKOPPELING HYPOTHESE

De hypothese die aan het begin van het onderzoek is vastgesteld is onderverdeeld in vier gedeeltes en schuingedrukt weergegeven. Ieder gedeelte wordt apart besproken

1. *Ten opzichte van voor de kredietcrisis gebruiken bedrijven nu meer geavanceerde modellen. Deze modellen kunnen meer historische data verwerken om betere prognoses te maken.*

Dit blijkt waar te zijn. In het investeringsbesluitvormingsproces worden meer analyses en methodes gebruikt om de beslissing te ondersteunen. In deze analyses wordt gebruik gemaakt van big data om goede aannames te kunnen maken.

2. *De invloed van emotie of onderbuikgevoel op het besluitvormingsproces wordt beperkt door het gebruik van modellen.*

Dit geldt niet voor alle bedrijven. Door het gebruik van veelvoudige analyses wordt de onderbouwing van de beslissing sterker. Maar de huidige gebruikte analyses zijn nog steeds makkelijk te beïnvloeden door de aannames die verwerkt worden in de modellen. Niet alles valt te objectiveren. Veel bedrijven geven ook aan dat het gevoel bij een investering nog steeds erg belangrijk is. Het gevoel wordt tegenwoordig gecombineerd met de analyses om te komen tot de best onderbouwde beslissing.

3. *Daarbij zijn meer beslisriteria verwerkt in de modellen, zoals sociale en omgevingsfactoren.*

Uiteindelijk zijn er niet heel veel meer beslisriteria die een rol spelen in het besluitvormingsproces. Het is wel zo dat veel ontwikkelingen in de gaten worden gehouden. Demografische, economische, politieke, sociale en maatschappelijke factoren worden in kaart gebracht om te bepalen of de investering ook op lange termijn toekomstbestendig is. Bedrijven geven aan dat er niet per se meer beslisriteria bij zijn gekomen. De onderbouwing moet namelijk overzichtelijk blijven.

4. *De gebruikte waardes zijn verlaagd en teruggebracht naar realistischere waardes die aansluiten bij deze tijd/economische welvaart.*

Dit gebeurt eigenlijk automatisch. Er wordt altijd gerekend met een marktwaarde. In de crisistijd zijn de waardes van gebouwen flink gedaald. Dit zorgde er ook voor dat de huurprijzen daalden en dat de rendementen onder druk kwamen te staan. Momenteel herstelt de markt weer en dit is terug te zien in de gebruikte waardes. Op de Zuid-as wordt er weer gerekend met waardes die nog nooit behaald zijn. Realistischere waardes worden blijkbaar niet overal nagestreefd.

AANBEVELINGEN

Door de afgelopen crisis hebben de beleggers in ieder geval voor de korte termijn veel geleerd en is er een hoop veranderd. Mochten de veranderingen op lange termijn stand houden, dan zou een dip in de markt hierdoor waarschijnlijk beter worden opgevangen.

AANBEVELINGEN VOOR BELEGGER

- Huidige veranderingen op lange termijn vast houden. Het is belangrijk dat beleggers niet in hun oude patronen terugvallen mocht de markt verbeteren.
- Vasthouden van een goede onderbouwing van de investeringsbeslissing aan de hand van analyses. De gebruikte aannames in de analyses moeten zo objectief mogelijk gehouden worden. 'Gekleurde informatie' moet worden vermeden. In plaats daarvan moet er zelf onderzoek worden gedaan of onafhankelijke data worden ingekocht om de investeringsbeslissing te onderbouwen.
- Voorzichtig blijven met financiering met vreemd vermogen. Dit zorgt ervoor dat beleggers minder snel in betalingsproblemen komen. Beleggers moeten daarbij bewust blijven van de genomen risico's. 'Worst case' scenario moeten de beleggers kunnen overleven.
- Beleggers moeten investeringen doen die toekomstbestendig zijn en daarom op lange termijn rendabel kunnen blijven. Daarvoor is niet alleen een gedegen analyse vooraf noodzakelijk, maar moeten alle opkomende trends en ontwikkelingen goed in de gaten worden gehouden. Daarnaast is er pro-actiever management nodig om snel te kunnen reageren bij een veranderde vraag.

AANBEVELINGEN VOOR VERDER ONDERZOEK

- Kleinere (particuliere) investeerders onderzoeken om een completer idee te krijgen over de veranderingen door de crisis. Deze doelgroep komt in dit afstudeeronderzoek weinig terug, omdat deze niet open stonden voor een interview.
- Meer onderzoek naar de manier van overheidsinterventie is gewenst. Om de kantorenleegstand niet verder te laten groeien, zou het uitgifte beleid voor nieuwe kantorenlocaties (indien nodig) boven regionaal afgestemd moeten worden. Provinciaal gronduitgifte zou er voor kunnen zorgen dat gemeentes niet met elkaar concurreren. Verder zou de overheid leegstand kunnen aanpakken met sloop- of transformatiepremies op plekken waar de ruimtelijke kwaliteit verbeterd kan worden.

SUMMARY

RESEARCH DESIGN

SUBJECT AND PROBLEM STATEMENT

This report will describe a research about the changes in investing decision models due to the credit crisis and the resulting oversupply on the Dutch office market. In the years before the credit crisis in 2008, the Dutch office market was a safe option for investment. Office funds seemed an opportunity with good returns and profits when the properties were sold after a maximum period of ten years (van Weezel, 2013). Due to the many investments, there was an unprecedented level of construction. 'We were on a pink cloud at that time. Office buildings were built everywhere' said Wilfred van der Neut, director of Dynamis (Rooijers, 2016). But when the crisis hit also the Netherlands, the demand for office space dropped sharply, resulting in a large oversupply in office space, a vacancy level of 15% and lower rents per square meter (CPB, 2012).

In addition to the economic crisis, trends such as declining employment and the introduction of flexible working (het nieuwe werken) triggered an even stronger decline in demand for office space. The vacancy rate in the office market is still between 15-20% (PBL, 2016). This vacancy rate will not be reduced in the short term if new offices are being built despite a falling demand. This is because the Dutch office market has changed from an expansion market to a replacement market. In a replacement market, the demand for office space does not rise, which means that organizations that move to new a building will create vacancy in the existing offices at the end of the chain. This may adversely affect owners of existing offices that result empty (Zuidema & van Elp, p. 30).

According to Dynamis, the reason this day still new offices are being constructed is that a lot of the current office buildings stand at locations where they actually should not have been developed. It is a utopia that tenants will settle there (Dynamis, 2016, p. 10). As a consequence, there is still a demand for high-quality newly built office space at an attractive location.

Due to the high supply of office space at the less attractive locations, the tenants for those locations have gained a stronger negotiation position. Therefore, tenants are currently looking for a lower rent and a maximum of offered services. Both vacancy and/or rent reduction are disadvantageous as this reduces the value of the property significantly. Transformation to another function can be a solution to counteract loss, but this does not apply to all properties. The IVBN expects that three quarters of vacant office buildings are not suitable for transformation into, for example into residential space, and will have to be demolished in the coming years. *'In recent years, there has been a lot of loss and pain in office market for many investors. It's is supposed to be about billions'* says Frank van Blokland (van den Berg, 2015). Of the quarter of vacant office buildings that is technically suitable for transformation, the owners of the buildings at an underprivileged or prospectless location must devalue their properties. Current transformation project are running aground because owners do not want to devalue their offices to realistic levels (CoBouw, 2014).

In addition to the fact that many office buildings are located at a less attractive location projects are often financed with loan capital in the times of crisis. This has resulted in a clean-up in the real estate market. *'Those private investors who borrowed too much have almost gone bankrupt during the crisis'* says Zeeman, director of NSI (Rooijers & Wolzak, 2016).

This is due to the fact that financing with high loan capital causes a large payment pressure to the financier. When the property became completely or partially vacant, this financier cannot always be paid anymore, which often leads to a forced sale at a bad moment in time. Because the properties decreased in value, the owners often made a lot of loss.

As can be concluded from the previous section, the investment decisions made before the crisis were not always future-proof. Investors have suffered significant losses, which not everyone could survive. It is desirable for investors that these types of problems can be prevented in a next crisis or dip in the market. Investment decisions must be profitable in the long run. It is therefore necessary that more knowledge about investment decisions will be obtained. To be able to draw learned lessons from the events of the crisis, it is useful to know what has changed and what not.

RELEVANCE

Knowledge about investment decisions of office building is still lacking and this is not just a scientific but a social problem. Vacancy can be a negative effect factor on determining the location of a business in the neighbourhood (Rekenkamer Amsterdam, 2013). In addition, the municipalities often want new functions to be located in the vacant office building. *'For an international investor, a vacant office building in our city is an item in a spreadsheet. We see a building that we want to give a different function.'* according to Astrid Sanson, director of urban quality and city centre of the municipality of Rotterdam (CoBouw, 2014).

It is also a social issue when looking at the financial consequences. The knowledge that still lacks costs a lot of money. Not only the owners pay for this with the devaluation of the properties or lower rent prices, but also the common citizens. That says Wabe van Enk *'The trails of vacant office colossus along highways proves that knowledge is inadequate. With your pension fees, you pay the costs of that vacancy, and otherwise through your tax, which was used to save the banks that financed the vacancy'* (van Enk, 2016).

RESEARCH QUESTIONS AND GOAL

In order to investigate the problem described above, the main question is:

In what way has the investment decision process with the corresponding models and criteria of office projects changed during the credit crisis period up to 2016?

To answer this main question, a number of sub questions have been formulated.

1. How can the current investment decision-making process be described?
2. What type of investment models exists and when is each model applied by an investor?
3. Which decision criteria play a role in the investment process of office projects?
4. Which decision-making criteria are the most important for investors?

The type of research that should answer the main question will be empirical research. An analysis of the changes in the investment decision-making models will aim to better understand the investment decision-making process and the associated decision-making criteria and see what has changed or has to change in order to make investment decisions in the future longer profitable.

HYPOTHESIS

In comparison to the time before the credit crisis, companies now use more advanced models. These models can process more historical data to make better forecasts. The influence of emotion or gut feeling on the decision-making process is limited by the use of models and big data. In addition, more decision criteria are incorporated into the models, such as social and environmental factors. The used values have been reduced to more realistic values that match this time/economic prosperity.

RESEARCH METHODS

LITERATURE REVIEW

The outcome of the literature research forms a scientific theoretical framework on investment decisions of office buildings. As a final product, an overview of the investment process with the methods and criteria used will be given. The approach to the literature study is an intermediate form of a deductive and inductive approach. Which means the research will start with a list of themes that emerge from literature, but these are complemented with new themes by the interviews and divided into categories.

FIELD RESEARCH

The field research must answer the same questions as the literature review. The question do not specifically ask about change. Nevertheless, this is an important part of the research. Changes can be found during the literature study. These can be supplemented later by the research in the field of work. In practice, the change in investment decisions is investigated by asking specifically in the interviews what the person thinks has changed in response to the financial crisis.

DATA COLLECTION METHOD - INTERVIEWS

As a qualitative research section, interviews will be conducted with people who make investment decisions for office projects. These interviews will be semi-structured. This type of interview has been chosen because the formulation is more general and it is more focused on the interviewee's own perspectives. The pre-formulated questions serve as a guideline, but interviewed ones can influence what is mainly discussed during the interview. This is also intended to investigate what the interviewee considers relevant and important (Bryman, 2012, p. 470).

The research is set up as a width research. Therefore several different parties are interviewed. The main target group is investors subdivided into institutional investors, large private investors and medium-sized private investors. This subdivision has been made because the type of investor can influence the strategy and method used in the investment decision process. These target groups may also have undergone other changes as a result of the crisis. Whether there is really a difference between the types of investors can be found through the interviews. In addition to investors, other parties are interviewed that investors can co-operate with, such as a financier or a developer. In order to involve the public real estate, the Rijksvastgoedbedrijf is also interviewed. These eleven interviews should together give an overview of the changes in investment decisions in response to the crisis.

Institutional	Private (large)	Private (medium sized)	Others
Syntus Achmea	CBRE Global Investors	Zadelhoff	Rijksvastgoedbedrijf - public
APG	NSI (quoted)	Cairn Real Estate	ING Real Estate - financier
BouwInvest	OVG (investor & develop)		Propertize - financier

Table 4. Overview interviewed companies.

The intention is to record the interviews so that the complete interviews can be extracted. For analysing the data, the interviews are encoded. The transcriptions of the interviews are shortened to an interview report with the main findings and conclusions. In the data interpretation section, interrelationships between the interviews are determined. Data analysis makes a distinction between changes in process and changes in decision criteria. To determine which decision criteria are important to investors, it is analyzed whether criteria from the preposed list are mentioned in the interviews. In addition, a look at the value change of the criteria will be done. From these changes, a list can be made of which criteria investors considered for the crisis and which criteria are currently important.

CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

The goal of this graduation process was exploration of the decision process, decision criteria and methods of office projects. To reach this goal, firstly the sub questions will be answered. Subsequently the main question will be answered.

ANSWERING SUB QUESTIONS

1. *How can the current investment decision-making process be described?*
2. *What type of investment models exists and when is each model applied by an investor?*

The investment decision-making process among the interviewed companies corresponds in large part to the investment process described in the book *Strategisch inzet van vastgoed* (van Driel & van Zuijlen, 2016). The first step is to formulate a strategy. It often focuses on the type of property, investment style, but also the desired location and other requirements that the investment must meet. The long-term strategy is further translated into a portfolio plan describing the goals of that year. The next step is the arising of an opportunity, a possible investment which comes by. Mostly, propositions come by the investors themselves, but in some cases investors are actively looking for them. In the case of a possible investment, it is first tested whether the investment fits within the company's strategy. In addition, a quick scan of the building, the location and the surrounding market is often made. This includes the possibility of adding value to the building, rental rates, vacancy in the area, potential growth opportunities, potential users, competition etc. In addition to this research, a first assessment is often made to determine the market value of the building. Based on all this information, a cash flow model or liquidity forecast is usually made for five to ten years. The internal rate of return is an important factor in this analysis. On the model also scenario and sensitivity analyses are being done to determine the risks. This assumes a base case scenario that assesses certain risk factors to determine the worst case scenario. If the outcomes of these studies are positive, there is a deeper research into technical, fiscal and legal aspects.

All information about the investment proposal is written in an underwriting. Within the company, this document is discussed extensively and the proposal is ultimately passed to the investment committee. This commission decides whether the investment is being done or not.

Step	Method
Strategy	Asset Liability Matching
Direct investments/indirect investments	Modern Portfolio Theory
Listed/non-listed real estate	Capital Asset Pricing Model
Segmentation→ risk reduction	
Required yield (GIY & IRR)	
Determining maximum risk	
Translating strategy to goals	Asset Liability Matching
Forming portfolio plan	Modern Portfolio Theory
	Capital Asset Pricing Model
Opportunity, possible investment	
Acquisition preparation	
Market research (intern & extern)	
Finding financier	
Financial feasibility	Taxation
	DCF method or liquidity forecast
	GIY/NIY method
	Cap rate method
Scenario- and sensibility analysis	Outcome financial analysis forms 'base case'
	Risk factors testing to determine 'worst case'
Deeper research	
Research location, building and contract	
Commercial	
Technical	
Legal	
Tax	
Developments	
Economic factors	
Political factors	
Social factors	
Proposal with underwriting goes to investment committee	
Final decision	

Table 5. 7 step plan for investing process of office projects.

3. Which decision criteria play a role in the investment process of office projects?
4. Which decision-making criteria are the most important for investors?

Nr.	Criteria	Explanation	Counted in interviews
Market			
1	Investment	Purchase price	6
2	Investment horizon	Is the purchase short time or a long term investment	10
3	Required return	Minimum return to be achieved. Consisting of direct and indirect returns. GIY or IRR	10
4	Rent price/m2	Rent price/m2 that could be asked of potential tenants	8
5	Occupation	Fully rented, partially rented or fully vacant. What is the duration of the current leases?	8
6	Quality of the rent flow	Is the building specific for 1 tenant or suitable for multiple tenants? This could be of influence by finding a new tenant	9
Location			
7	Geographic location	Demography (where do the people live/work?), region, place, location in the city	11
8	Accessibility by car	Close to important transport nodes	5
9	Accessibility by public transport	Close to intercity stations	7
10	Image of the location and services	What kind of area is it?	3
11	Liveliness of the location	24/7 liveliness. Office location or function mix?	
Building			
12	Technical state of the building	Maintenance and other technical aspects	9
13	Functional state	Flexibility of the building. Possibility to transform the building to a multi-tenant office	9
14	Identity/image	Distinctive in architecture/concept etc.	5
15	Services	Service concepts. Facilities in the building	4
16	Sustainability	Energy label/energy performance	8
17	Future resistance	Potential of the building. Attractiveness in the future	5
18	Well-being of the user	Liveliness and vitality in the building	3

Table 6. List with important decision criteria.

ANSWERING THE MAIN QUESTION

Answering the sub questions are part of answering the main question:

In what way has the investment decision process with the corresponding models and criteria of office projects changed during the credit crisis period up to 2016?

Many changes have been discussed in the interviews that are being held. A distinction is made between changes in the decision-making process and changes in the decision-making criteria.

CHANGES IN THE DECISION MAKING PROCESS

PROFESSIONALIZATION FOR BETTER UNDERWRITING

The many interviews of the companies show that there was no decision-making method before the crisis or that it was quite primitive. The investments were mainly assessed with a simple financial calculation. This calculation was a capitalization calculation or a cash flow calculation on building level in Excel. Calculations on portfolio level were not made. This is also because the tools and software did not yet exist. Currently, the investment process has been expanded with various analyses to underwrite the decision. Because transparency has increased, a lot of data is available. The use of big data is therefore well implemented to conduct research. Financial analyses have become more thorough and all the results of these analyses are included in the underwriting of the investment.

This change is certainly an effect of the crisis. In the crisis, many investors and banks have been in trouble. When times are bad, the pressure on administrative reporting increases. This is also stated in the book *Strategisch inzet van vastgoed*. 'There is an increase in the number of financial reports required and an increase in the quality imposed. As a first response to the crisis, investors are therefore looking for more and better control. As the financial situation becomes more insightful, the risks within the portfolios are also exposed. The impact of investment on the cash flow of the portfolio is intensified' (Driel & van Zuijlen, 2016, p. 50).

INCREASE OF CONTROL AND SUPERVISION

The tightening of supervision is also reflected in five interviews. Not only the companies themselves want to underwrite the decision very well, but today the Authority Financial Market (AFM) and the Dutch Bank are also watching big investors. Companies are now being monitored to follow the proper procedures. Stricter controls are not only due to the crisis, but this is probably as well partly an effect of fraud. The degree of control also appears from the fact that today more people within the company are involved in the decision.

Control also comes back in the way of financing. In times of the crisis, projects were funded too high with loan capital. When a property became completely or partially vacant, the financier could no longer be paid. This often leads to a forced sale at the worst point in the market. To prevent this, project are now more funded with own equity. In addition, properties must remain attractive on the long term so that a possible dip in the market can easily be sat out. In addition, the way of management of the portfolio has become more proactive to prevent vacancy in advance.

SHARPENED AND DISTINCTIVE STRATEGY

Before the crisis, most investors did not have a clear sharp strategy. Everywhere in the country and occasionally abroad, properties were bought in different segments. As a lot of markets had to be monitored, this makes the management process not easier. When the crisis hit the Netherlands, companies found out that properties outside of the Randstad or other less attractive locations became quickly vacant. After the crisis, many companies have sharpened their strategy. To build a more future-proof portfolio, many investors have a focus on the Randstad. As there is a structural trend of migration to the city, demand for office space is higher in the four big cities than outside the Randstad.

The strategy also shows that many companies focus on the value-added investment style. Many companies are looking for properties where value can be added. This is a result of the increasing participation of international investors in the Dutch office market (PBL, 2016).

Due to the large demand of national and international investors combined with a limited good quality product, there is a big investment pressure (Van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 118). As a result, prices of mainly core/core plus investments are currently very high. Investors are therefore inclined to follow more the value-added investment style in order to achieve their returns.

CHANGES IN DECISION CRITERIA

Besides the fact that many things have changed in the decision-making process, there has also been a lot of change in the decision-making criteria. Comparing time periods, five criteria have been added. But in addition, two criteria have been dropped, which are now considered to be less important.

LOCATION AND ACCESSIBILITY

The location characteristics and qualities assigned to them are dominant in the decision making process (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 138). This is also shown in the interviews. The geographical location of the building remains the most important criteria for all investors. This has to do with the accessibility of the property. It seems that accessibility by car is less important than the accessibility with the public transport (5 car to 7 public transport). The interviews often indicate that the property must be close to an intercity station. The available number of parking spaces was only mentioned in one interview.

CUSTOMER IS KING

When the demand for office space declines and there is a surplus on the market, the tenant gets a strong negotiating position. Investors are increasingly making the property attractive to tenants. The source of financial returns for the owner of real estate lies with the satisfaction of the users (Van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 61). Attracting a property often happens with rent incentives, but it is certainly as well visible in the increase in services and the flexibility offered by investors. This flexibility can be found in the layout of the office. For this purpose, layout of and installations in the building must allow easy increment or reduction of (Driel & van Zuijlen, 2016, p. 54-55). This is also reflected in the results from the interviews. Nine investors considered the technical and functional state of a building important.

SUSTAINABILITY AND WELL-BEING

To keep tenants satisfied and attract new tenants, there is a focus on future attractiveness. Trends that are likely to be further developed in the future are aspects of sustainability and well-being. The welfare of the user is becoming increasingly central. With this the liveliness and vitality of the users is meant. With a healthy working environment, the productivity of the employees increases, which is of course beneficial to the tenants of the building. Sustainability is currently most reflected in energy performance and labels. In existing buildings, difficulty with logistics and the fact that it is very expensive makes it harder to make the building more sustainable. In new construction projects, sustainability is better implemented.

VALUE OF LOCATION AND THE OFFICE BUILDING

Looking at the type of location, there is still a preference for multifunctional locations over monotonous office areas. Since there are a lot of people for different purposes in this kind of locations, there is a 24/7 livelihood. In addition, the level of facilities is often higher than in monotone office areas.

Organizations are also becoming increasingly aware of location choices. The choice may affect attracting new staff (Driel & van Zuijlen, 2016, p. 60). This is also mentioned in the interviews. According to Mr. Copier, the employee ultimately determines where the company resides. Also Mr. van der Lubbe sees the building more and more as a tool for attracting employees. People still want to identify themselves with a particular company identity (Driel & van Zuijlen, 2016, p. 60). In addition to the multifunctionality at locations, this can also be seen in buildings. Buildings must now be suitable for multi-tenants. The goal is to create a positive social cohesion between tenants. This is reflected in the emergence of many office concepts such as NSI's 'het nieuwe kantoor' or the World Trade Centre of CBRE GI. With these types of concepts, the quality of current tenants is less important, as companies are not dependent on that one tenant.

VERIFICATION OF HYPOTHESIS

The hypothesis that was stated at the beginning of the study is divided into four sections and shown in italics. Each section is discussed separately.

1. With regard to the credit crisis, companies now use more advanced models. These models can process more historical data to make better forecasts.

This proves to be true. In the investment decision-making process, more analyzes and methods are used to support the decision. These analyzes make use of big data to make good assumptions.

2. The influence of emotion or gut feeling on the decision-making process is limited by the use of models.

This does not apply to all companies. The use of multiple analyses increases the underwriting of the decision. But the current analyses used are still significantly influenced by the assumptions that are being processed in the models. Not everything can be objectivized. Many companies also indicate that the feeling of investment is still very important. At present feeling is combined with analyses to make the best sustained decision.

3. In addition, more decision criteria have been incorporated into the models, such as social and environmental factors.

Ultimately, there are not many more decision-making criteria that play a role in the decision-making process. It is true that many developments are being monitored. Demographic, economic, political and social factors are mapped to determine whether the investment is also future-proof in the long term. Companies indicate that there have not been any more decision criteria. The underwriting must remain clear.

4. The values used are reduced to more realistic values that match current time/economic prosperity.

This actually happens automatically. A market value is always calculated. During the crisis, the values of buildings have decreased sharply. This also meant that rental prices fell and that yields were under pressure. Currently, the market is recovering and this is reflected in the used values. On the Zuid-as Amsterdam, investor are counting again with values that have never been achieved. Realistic values are apparently not pursued everywhere.

RECOMMENDATIONS

Due to the recent crisis, investors have learned a lot and therefore a lot has changed, at least in the short term. In case the changes will hold for the long term, a new dip on the market will probably be more easily survived.

RECOMMENDATIONS FOR INVESTORS

- Retaining the current changes in the long term. It is important that investors do not fall back into their old patterns when the market improves and money can be earned easily.
- Holding on to a good substantiation of the investment decision based on analyses. The assumptions used in analyses should be kept as objective as possible. Colored information should be avoided. Instead, it is necessary that companies conduct their own research or purchase independent data to support the investment decision.
- Still be careful in financing with loan capital. This ensures that investors do not get problems with payment. Investors must stay aware of the involved risks of a project. Investors must be able to survive the 'worst case' scenario.
- Investors could be investing in properties that are future-proof and therefore can remain profitable in the long term. This requires not only a solid analysis in advance, but it is important to keep an eye on all emerging trends and developments. In addition, proactive management is required to respond quickly to a changing question.

RECOMMENDATIONS FOR FURTHER RESEARCH

- Investigate smaller private investors to get a more complete idea of changes during the crisis. This target group does not come back in this graduate research.
- More research is desirable about the way of government intervention. In order not to increase the vacancy on the office market, land policy for new office locations (when necessary) should be fine-tuned above regional level. Provincial land policy could make it possible that municipalities stop competing with each other. Furthermore, the government could deal with resolving vacancy by giving demolition or transformation premiums in places where spatial quality can be improved.

INHOUDSOPGAVE

Personalia	2
Organisatie	2
Voorwoord	3
Samenvatting.....	4
Summary	14
1. Introductie	28
2. Onderzoekskader.....	29
Probleemstelling.....	29
Relevantie.....	30
Onderzoeksvragen.....	30
Soort onderzoek	31
Hypothese	31
3. De werking van de Nederlandse kantorenmarkt	33
Het vierkwadrantenmodel	33
Kwadrant 1 – Ruimtemarkt	33
Kwadrant 2 – Beleggingsmarkt.....	33
Kwadrant 3 – Bouwmarkt.....	34
kwadrant 4 – Aanpassing voorraad.....	34
Vastgoedcyclus	34
4. Fenomenen in tijd	36
Ontwikkelingen op de kantorenmarkt van Nederland.....	36
Voor crisistijd – T1 (2006/2007)	37
Bouwwoede van kantoren	37
Verandering in vierkwadrantenmodel in crisis tijd 2008	37
Na crisistijd – T2 (2016/2017)	38
Het oplossen van de kantorenleegstand.....	38
Nieuwbouw duurzame kantoren.....	38
Rol van big data en transparantie op investeringsbeslissingen	39
5. Vastgoed als belegging	40
Soorten beleggingen	40
Directe vastgoedbeleggingen	40
Indirecte vastgoedbeleggingen	40
Soorten beleggers	42
Institutionele beleggers.....	42
Private beleggers.....	42

Verschil institutionele beleggers en private beleggers	42
Beleggingsstijlen	43
Managementniveau's vastgoed als belegging	43
Investment Management	44
Portfolio management	45
Asset Management	46
Proces investeringsbeslissingen	48
6. Investeringsbeslismethodes	50
Beslissingscriteria	50
Resultaten uit de literatuur en van vorige studies naar besliscriteria	50
Lijst met belangrijkste investeringsbesliscriteria	52
Verbanden tussen de criteria	52
Financiële basis methodes voor investeringsbeoordelingen	54
Bruto aanvangsrendement berekening.....	54
Discounted cash flow	54
7. Onderzoeksmethoden	56
Literatuur onderzoek.....	56
Onderzoek in het werkveld	56
Data collectie methode - interviews	56
8. Bevindingen	58
Data Collectie	58
Interview 1. APG.....	58
Interview 2. BouwInvest.....	59
Interview 3. Cairn real Estate	60
Interview 4. CBRE Global Investors	63
Interview 5. ING Real Estate.....	67
Interview 6. NSI	68
Interview 7. OVG	69
Interview 8. Propertize	71
Interview 9. Rijksvastgoedbedrijf	73
Interview 10. Syntrus Achmea.....	75
Interview 11. Zadelhoff	77
Data interpretatie.....	80
Beschrijving van het investeringsbesluitvormingsproces en de methodes	80
Belangrijkste besliscriteria.....	81
Veranderingen in besliscriteria	83

Procesveranderingen.....	85
9. Conclusies en aanbevelingen	86
Beantwoording van deelvragen	86
Beantwoording van de hoofdvraag.....	88
Terugkoppeling hypothese.....	91
Nabeschouwing.....	92
Kwadrant 1: ruimtemarkt/gebruikersmarkt.....	92
Kwadrant 2: beleggingsmarkt.....	93
Kwadrant 3: bouwmarkt.....	94
Kwadrant 4: aanpassing van de voorraad	94
Is er wel echt iets geleerd?.....	94
Aanbevelingen.....	95
Aanbevelingen voor beleggers	95
Aanbevelingen voor verder onderzoek	95
10. Literatuurlijst	96
12. Bijlage	100
Concept interview vragen	100

1. INTRODUCTIE

Dit verslag zal een onderzoek beschrijven naar de verandering in de huidige investeringsbeslismodellen ten opzichte van voor de kredietcrisis en het daarbij ontstane overaanbod op de kantorenmarkt. In de jaren voorafgaand de kredietcrisis in 2008, was de kantorenmarkt een veilige optie om in te investeren. Kantoorfondsen leken een mooi buitenkansje met goede rendementen en hogen winsten als de panden werden verkocht na maximaal tien jaar (Van Weezel, 2013). Door al deze investeringen ontstond er een ongekeerde bouwwoede. 'We zaten op dat moment op een roze wolk, overal werden er kantoorgebouwen gebouwd' zei Wilfred van der Neut, directeur van Dynamis (Rooijers, 2016). Maar toen de crisis ook Nederland raakte, daalde de vraag naar kantoorruimte razend snel, wat resulteerde in een groot overaanbod in kantoren, een leegstandspercentage van 15% en lagere huurprijzen per vierkante meter (CPB, 2012).

Naast de economische crisis speelden ook trends zoals een dalende werkgelegenheid en het nieuwe werken mee wat zorgt voor een nog sterkere dalende vraag naar kantoorruimte. De leegstand op de kantorenmarkt is nog steeds tussen den 15-20% (PBL, 2016). Deze leegstand zal op korte termijn ook niet minder worden als er ondanks een dalende vraag toch nieuwe kantoren worden gebouwd. Dit komt doordat de Nederlandse kantorenmarkt verandert van uitbreidingsmarkt naar vervangingsmarkt. In een vervangingsmarkt stijgt de vraag naar kantoren niet, wat betekent dat organisaties die verhuizen naar nieuwbouw aan het eind van de verhuisketen leegstand creëren in bestaande kantoren. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor de eigenaren van de bestaande kantoren die hierdoor leeg komen te staan (Zuidema & van Elp, p. 30).

Door het ontstaan van een vervangingsmarkt en de dalende vraag naar kantoorruimte, hebben veel beleggers hun panden moeten afwaarderen en hierdoor verlies gemaakt. Om kantoorinvesteringen in de toekomst ook rendabel te houden is het goed om te weten wat er is veranderd in het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende criteria. Daarom is de hoofdvraag van dit onderzoek: *Op wat voor manier is het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende modellen en beslisriteria van kantoorprojecten veranderd in de periode van de kredietcrisis tot 2016?*

2. ONDERZOEKSKADER

PROBLEEMSTELLING

Het aanbod in kantoren was in de vier grote Randstad steden in 2015 4.581.000 m² en dit is in 2016 gedaald tot 4.297.000 m². Het percentage nieuwbouw kantoorprojecten is ook gedaald van 3% naar 2% in 2016. Aangezien het opnamevolume stabiel is gebleven in de afgelopen 5 jaar, is capaciteitsnieuwbouw niet meer nodig (Dynamis, 2016). Volgens de directeur van IVBN (de vereniging van institutionele beleggers in vastgoed), Frank van Blokland, kunnen de meeste bedrijven worden ondergebracht in de bestaande of herontwikkelde kantoren. *'Hun wensen zijn niet zo uniek als ontwikkelaars soms willen doen geloven'* (Rooijers, 2016). Volgens Dynamis is de reden dat er nog steeds nieuwe kantoren worden gebouwd, dat veel huidige kantoorruimte staan op locaties waar deze eigenlijk niet ontwikkeld hadden moeten worden. Het is een utopie dat huurders zich daar nu toch gaan vestigen (Dynamis, 2016, p. 10). Hierdoor bestaat er nog steeds wel een vraag naar kwaliteitsnieuwbouw. Hoogwaardige kantoorruimte op een aantrekkelijke locatie.

Vanwege het grote aanbod in kantoorruimte dat staat op de minder aantrekkelijke locaties, heeft de huurder voor die locaties alleen maar een sterkere positie gekregen. Daarom zijn huurders momenteel op zoek naar een lagere huur en een maximum van de aangeboden diensten. Zowel leegstand en/of huurverlaging zijn beide nadelig, aangezien dit de waarde van het pand flink verlaagt. Transformatie naar een andere functie kan een oplossing zijn om verlies tegen te gaan, maar dit is niet voor alle panden van toepassing. De IVBN verwacht dat driekwart van de leegstaande kantoren niet geschikt is voor transformatie naar bijvoorbeeld woonruimte, en de komende jaren gesloopt zal moeten worden. *'Er is de afgelopen jaren ongelooflijk veel verlies en pijn genomen in die kantorenmarkt door allerlei beleggers. Het gaat vermoedelijk om miljarden'* zegt Frank van Blokland (van den Berg, 2015). Van de kwart leegstaande kantoren die wel getransformeerd kunnen worden, moeten de eigenaren van de gebouwen op de kansarme/kansloze locaties ook nog veel afwaarderen. Momenteel lopen transformaties spaak, omdat eigenaren de kantoren niet willen afwaarderen naar realistische niveaus (CoBouw, 2014).

Naast het gegeven dat veel kantoorpanden op een minder aantrekkelijke locaties staan, is er in de tijden van voor de crisis vastgoed vaak met te veel vreemd vermogen gefinancierd. Dit heeft er ook toe geleid dat de vastgoedmarkt flink opgeschoond is. *'Die private investeerders die te veel geleend hebben, zijn bijna allemaal omgevallen tijdens de crisis'* zegt Zeeman, directeur van NSI (Rooijers & Wolzak, 2016). Dit komt doordat bij een hoge financiering met vreemd vermogen er een grote betalingsdruk ontstaat naar de financier. Toen panden geheel of gedeeltelijk leeg kwamen te staan, kan deze financier niet altijd meer betaald worden, wat dan vaak leidt tot een gedwongen verkoop op een slecht moment. Omdat de panden gedaald waren in waarde, maakte de eigenaren vaak flink verlies.

Zoals geconcludeerd kan worden uit het vorige gedeelte, zijn er in tijden voor de crisis niet altijd de beste investeringsbeslissingen gemaakt. Beleggers hebben flinke verliezen moeten verwerken, wat niet iedereen heeft kunnen overleven. Het is door beleggers gewenst dat dit soort problemen voorkomen kunnen worden bij een volgende crisis of dip in de markt. Investeringsbeslissingen moeten op lange termijn rendabel zijn. Het is daarom noodzakelijk dat er meer inzicht wordt verkregen in de investeringsbeslissingen. Om geleerde lessen te kunnen trekken uit de gebeurtenissen van de crisis, is het nuttig om te weten wat er is veranderd en wat niet.

RELEVANTIE

Hoewel er veel geschreven is over vastgoed en de effecten van de crisis hierop, zijn de meeste stukken erg oppervlakkig. Globale redenen waarom het zo fout is gegaan, zoals dat er te hoog was gefinancierd, veel te veel is gebouwd en gemeenten elkaar te veel beconcurrerden met grond, zijn bekend. Maar welke beslissingscriteria achter genomen beslissingen zitten worden weinig benoemd. Laat staan dat we weten wat er precies veranderd is naar aanleiding van de crisis en het ontstaande overaanbod. Mocht er überhaupt iets veranderd zijn. Zeeman (directeur NSI) zegt namelijk dat we helemaal niets hebben geleerd van de vastgoedcrisis. *'Het is een cirkel. Iedere gemeente wil voor elke prijs haar grond kwijt. Of het nu winkels of kantoren zijn, ze gaan maar door ook al staat er veel leeg in de directe omgeving. Gemeenten beconcurreren elkaar ook. Als de ene het niet doet, doet de ander het wel.'* (Rooijers & Wolzak, 2016). Kennis schiet dus nog te kort en dat is niet alleen een wetenschappelijk, maar een maatschappelijk probleem. Leegstand kan een negatief effect hebben ten aanzien van het vestigingsklimaat van de buurt (Rekenkamer Amsterdam, 2013). Daarbij willen de gemeenten vaak dat nieuwe functies worden gevestigd in de leegstaande kantoorpanden. *'Voor een buitenlandse belegger is een leegstaand kantoorpand in onze stad een item in een spreadsheet. Wij zien een gebouw dat we een andere functie willen geven.'* aldus Astrid Sanson, directeur stedelijke kwaliteit en binnenstad van de gemeente Rotterdam (CoBouw, 2014).

Het is tevens een maatschappelijk probleem wanneer er wordt gekeken naar de financiële gevolgen. De kennis die toen en nu nog steeds mist(te) kost erg veel geld. Niet alleen de eigenaren betalen hiervoor met afwaarderingen van de panden of lagere huurprijzen, maar ook de gewone burger. Zo zegt Wabe van Enk *'De slierten leegstaande kantoorkolossen langs snelwegen bewijzen dat kennis tekortschiet. Met uw pensioengeld betaalt u mee aan de kosten van die leegstand, en anders wel via uw belasting, die werd aangewend om de banken te redden die de leegstand financierden'* (van Enk, 2016).

Ook door de overheid wordt het probleem rond de kantorenleegstand erkend. Om dit probleem aan te pakken is er in 2012 een convenant getekend, Convenant aanpak leegstaand kantoren. Het doel van dit convenant is dat er een markt ontstaat die beter inspeelt op kwantitatieve en kwalitatieve aspecten van de vraag, het economisch vestigingsklimaat verbetert, de internationale concurrentiepositie van Nederland versterkt en zorgt voor waarde creatie op de lange termijn (Rijksoverheid, 2012). Kennis over de genomen beslissingen en het huidig beslissingsproces zouden een bijdrage kunnen leveren aan het verhelpen en voorkomen van het probleem.

ONDERZOEKSVRAGEN

Om het eerder beschreven probleem te kunnen onderzoeken luidt de hoofdvraag:

Op wat voor manier is het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende modellen en beslisriteria van kantoorprojecten veranderd in de periode van de kredietcrisis tot 2016?

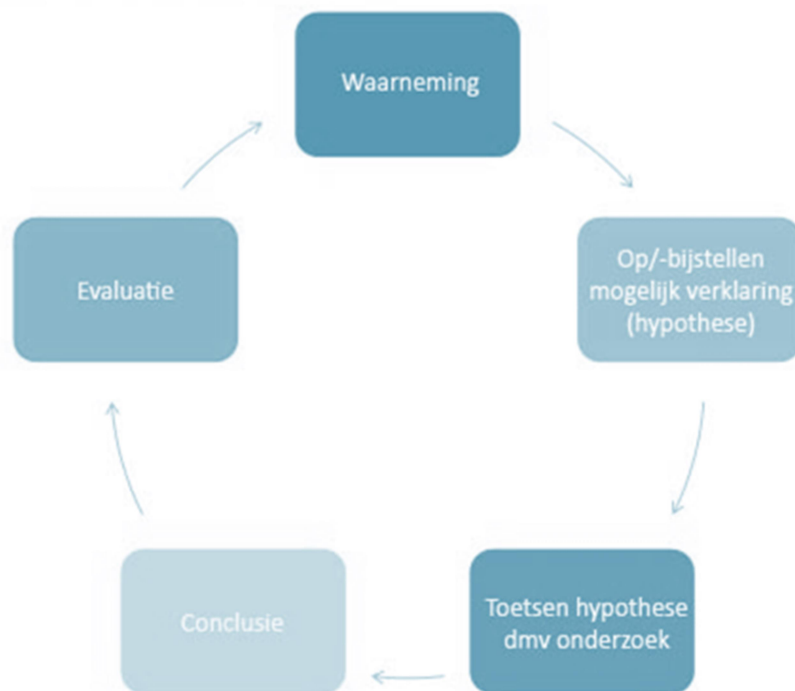
Om deze vraag goed te kunnen beantwoorden, zijn er een aantal deelvragen opgesteld.

1. Hoe kan het huidige investeringsbesluitvormingsproces worden beschreven?
2. Wat voor soort investeringsmodellen bestaan er en wanneer wordt welk model toegepast door een investeerder?
3. Welke beslisriteria spelen een rol in het investeringsproces van kantoorprojecten?
4. Welke beslisriteria zijn het belangrijkste voor de investeerders?

SOORT ONDERZOEK

Het soort onderzoek dat antwoord moet geven op de hoofdvraag zal een empirisch onderzoek zijn. Een analyse van de verandering in de investeringsbesluitvormingsmodellen van voor de crisis ten opzichte van na de crisis, zal als doel hebben het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende beslisriteria beter te begrijpen en te kijken wat er is veranderd of nog moet veranderen om investeringsbeslissingen in de toekomst langer rendabel te maken.

De empirische cyclus begint met de waarneming van een probleem. Daarna wordt er een hypothese opgesteld, die wordt getoetst in de praktijk. Hieruit vormt een conclusie, waarmee de hypothese geverifieerd of gefalsificeerd kan worden.



Afbeelding 1. Empirische cyclus. Clement (2016).

HYPOTHESE

Gedurende de laatste decennia hebben er veel economische, sociale en technologische veranderingen plaatsgevonden die ertoe hebben geleid tot een toenemende onzekerheid en instabiliteit van de financiële zakenwereld (Doumpos & Zopounidis, 2002; 2014). Dit maakt het beslissen over nieuwe investeringen alleen maar moeilijker, aangezien er steeds meer criteria mee spelen in het besluitvormingsproces.

Nieuwe trends als het gebruik van big data zal vragen om verandering naar methodes die meer data kunnen verwerken om betere beslissingen te kunnen maken. Ik verwacht daarom in de praktijk te ontdekken dat bedrijven inspelen op deze trends door het gebruik van nieuwe methodes, software of andere soort modellen.

De variabelen die gebruikt worden in de modellen zijn in de basis denk ik hetzelfde gebleven. Na de crisis zijn waarschijnlijk variabelen als risico nog belangrijker geworden. Ook worden sociale en omgevingsfactoren steeds belangrijker voor bedrijven (Doumpos & Zopounidis, 2002). Trends als duurzaamheid en flexibiliteit verwacht ik ook terug te zien als variabelen in investeringsbeslissingen.

De waardes van de variabelen zullen op sommige gebieden ook veranderd zijn. Neem bijvoorbeeld de huurprijzen. Na de crisis hebben veel eigenaren hun huren moeten verlagen om leegstand te voorkomen. Behalve op de top locaties, verwacht ik dat voor nieuwe investeringen ook met lagere waardes wordt gerekend qua huuropbrengsten en rendement.

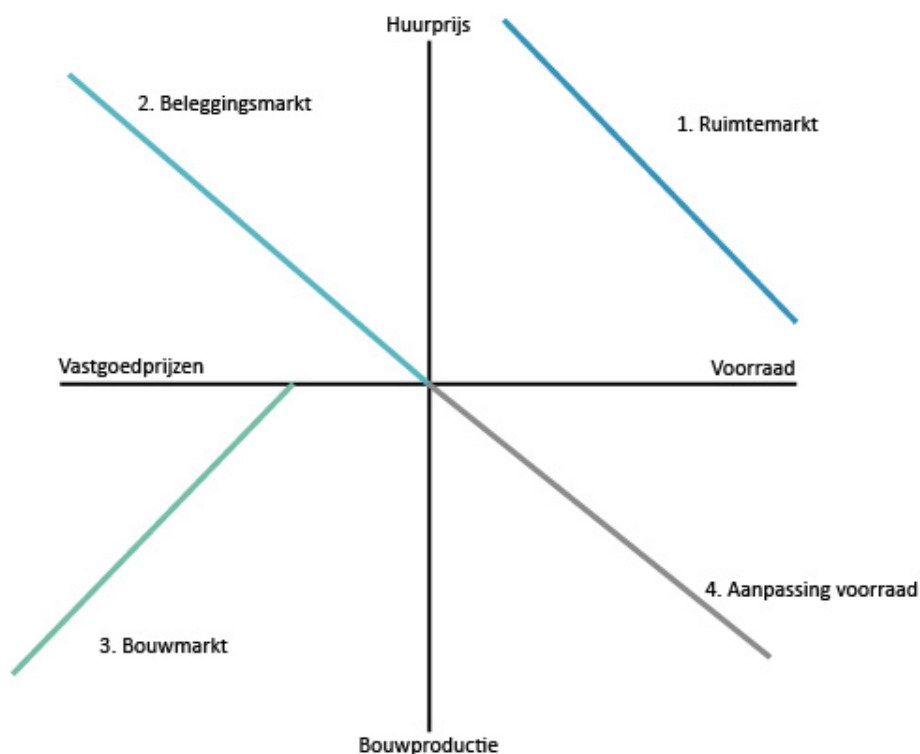
Samengevat is de hypothese die getest wordt in het onderzoek:

Ten opzichte van voor de kredietcrisis gebruiken bedrijven nu meer geavanceerde modellen. Deze modellen kunnen meer historische data verwerken om betere prognoses te maken. De invloed van emotie of onderbuikgevoel op het besluitvormingsproces wordt beperkt door het gebruik van modellen. Daarbij zijn er meer besliscriteria verwerkt in de modellen, zoals sociale en omgevingsfactoren. De gebruikte waardes zijn verlaagd en teruggebracht naar realistischere waardes die aansluiten bij deze tijd/economische welvaart.

3. DE WERKING VAN DE NEDERLANDSE KANTORENMARKT

HET VIERKWADRANTENMODEL

De werking van de kantorenmarkt is het beste uit te leggen aan de hand van het vierkwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton (1992). Dit model integreert de verschillende deelmarkten van de kantorenmarkt in één grafisch model met vier kwadranten. De vier kwadranten representeren de ruimtemarkt, de beleggingsmarkt, de bouwmarkt en de aanpassing voorraad (figuur X). Het model maakt duidelijk wat de relatie is tussen de verschillende deelmarkten.



Afbeelding 2. Het vier kwadranten model van DiPasquale & Wheaton (1996).

KWADRANT 1 – RUIMTEMARKT

Dit kwadrant beschrijft de ruimtemarkt. De ruimtemarkt wordt bepaald door de relatie tussen de vraag naar ruimte gedefinieerd als de totale voorraad in m^2 en de huurprijs in euro's. In de basis stijgen de prijzen als de vraag naar kantoorruimte toeneemt. Wanneer ontwikkelaars reageren op de prijsverhoging door de bouw van een groter aanbod, verhoogt dit de concurrentie en drijft dit de prijs naar beneden (Shapiro, Mackmin & Sams, 2013).

KWADRANT 2 – BELEGGINGSMARKT

De beleggingsmarkt wordt in het tweede kwadrant beschreven. Vastgoed is naast gebruiksobject ook te zien als een vermogensobject waarbij de inkomstenstroom centraal staat. Deze inkomstenstroom bestaat hoofdzakelijk uit huurinkomsten die de belegger middels zijn rendementseis vertaalt naar een beleggingswaarde. De beleggingswaarde wordt dus bepaald door twee factoren, de huurprijzen die de huurder bereid is te betalen voor de gebruikte ruimte en de rendementseisen van een belegger die zijn vertaald in de waarde van een pand. In deze prijs zitten vaak risico's in verwerkt die gelden voor de kantoorlocatie (Zuidema & van Elp, 2010, p. 13).

De lijn representeert de relatie tussen de huur en de beleggingswaarde, ook wel kapitalisatiefactor genoemd. De kapitalisatiefactor is de koopsom van een bedrijfspand gedeeld door de jaarhuur wat het pand oplevert. In de praktijk worden de kapitalisatiefactor van vergelijkbare panden gebruikt om de waarde/vraagprijs van het pand te bepalen (Ostraka, 2013).

KWADRANT 3 – BOUWMARKT

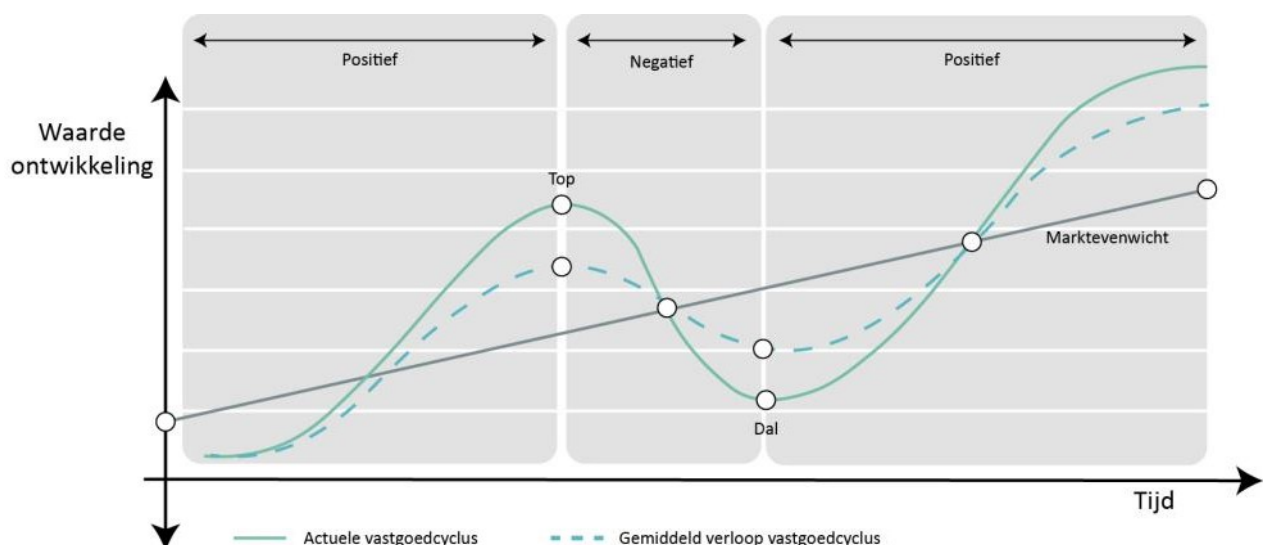
Het derde kwadrant vertegenwoordigt de bouwmarkt. Dit model gaat er vanuit dat bij meer bouwactiviteit/meer gebouwde m² de prijs/waarde van het gebouw stijgt. De lijn begint niet in de oorsprong, maar pas later op de as van de prijs, aangezien er een minimale waarde per m² nodig is om de ontwikkeling op gang te krijgen. Dit komt door de ontwikkelingskosten en grondkosten.

KWADRANT 4 – AANPASSING VOORRAAD

In het vierde kwadrant wordt de bouwproductie afgezet tegenover de huidige voorraad. Hierbij is over een bepaalde periode de verandering in voorraad = bouwproductie – onttrekking van de voorraad (DiPasquale & Wheaton, 1996, p. 189). De helling van de lijn wordt bepaald door de afschrijvingen. Hoe hoger de afschrijvingen, hoe verticaler de lijn. Oftewel, hoe meer er nieuw gebouwd of gerenoveerd moet worden om de voorraad kwalitatief in stand te houden (Zuidema & van Elp, 2010, p. 14).

VASTGOEDCYCLUS

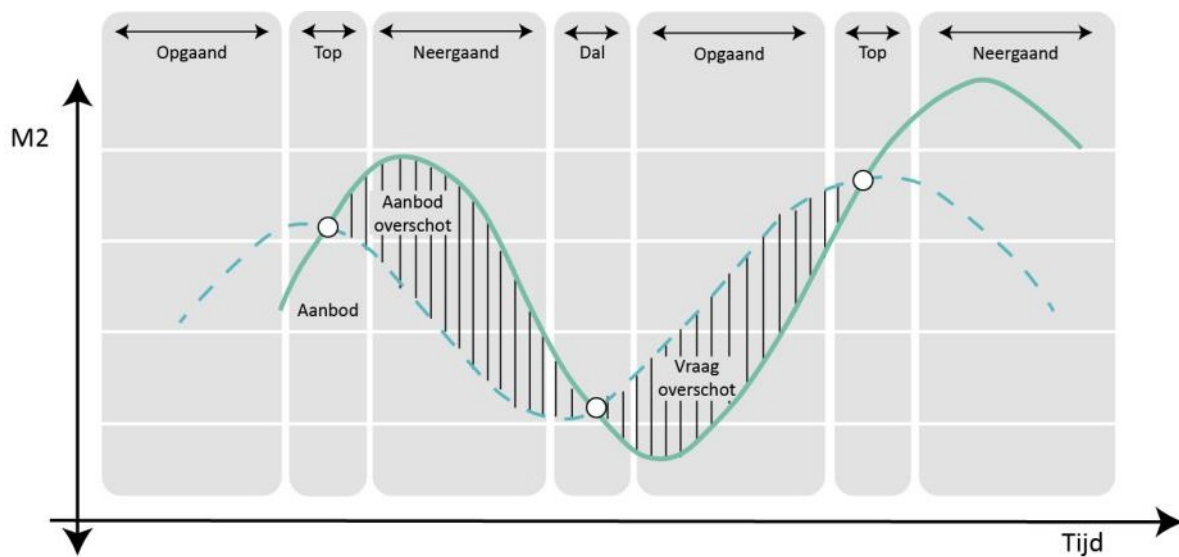
De ontwikkelingen op de vastgoedmarkt zijn afhankelijk van de economische status en daarom vaak moeilijk te voor spelen. Om dit toch enigszins te kunnen doen wordt er gebruik gemaakt van een cyclus, bestaande uit twee belangrijke golven, een lange golf beweging en de “business cycle”. De Russische politicus en wetenschapper Nikolai Kondratieff heeft in 1926 de golventheorie binnen de internationale economie aangetoond. Een lange golfbeweging heeft een gemiddelde looptijd van ca. 54 jaar (45 - 60 jaar). De golfbeweging gaat uit van een expansiefase (ca. 25 – 35 jaar), gevolgd door een overgangperiode en een contractiefase van elk ca. 10 jaar. Naast de internationale lange golfbeweging is er op nationaal niveau een kortere business cycle te ontdekken. De laatste cycli duurde ongeveer tien jaar voor de kantorenmarkt (Keeris, 2008).



Afbeelding 3. Vastgoed golfbeweging. Keeris, 2008

In afbeelding 3 is te zien dat de vastgoedcyclus bestaat uit een positieve fase waarin de gemiddelde leegstand lager is en een negatieve fase. Uit het figuur 3 blijkt ook dat niet alle golfbewegingen hetzelfde zijn. De gebeurtenissen die pieken of dalen veroorzaken in de golfbeweging treden echter nooit op hetzelfde moment op en dus zijn de cycli niet precies aan elkaar gelijk qua golflengte en amplitude. Uit dit soort modellen kunnen daarom voornamelijk bandbreedtes en gemiddeldes worden onttrokken.

Afbeelding 4 laat zien wat de vastgoedcyclus betekent voor de vraag en aanbod op de markt. De vastgoed sector is een onelastische markt, aangezien het veel tijd kost om gebouwen daadwerkelijk te bouwen. Hierdoor kan er niet adequaat gereageerd worden op de markt, waardoor er altijd een aanbodoverschot of een vraagoverschot ontstaat.



Afbeelding 4. Vraag en aanbod in de vastgoedmarkt. Keeris 2008

4. FENOMENEN IN TIJD

De ontwikkeling van de kantorenmarkt gedurende tijd levert belangrijke inzichten op. Crisissen zijn niet geheel negatief, want vaak veroorzaakt het een positieve verandering in het proces. Om beter te begrijpen hoe de laatste crisis is ontstaan, is het goed om eerst te kijken wat er gebeurde in de tijd. Een korte geschiedenis en de belangrijkste fenomenen van voor en na de crisis worden in dit hoofdstuk besproken.

ONTWIKKELINGEN OP DE KANTORENMARKT VAN NEDERLAND

Bedrijfsgebouwen waren tot begin jaren zestig vrijwel altijd eigendom van de onderneming zelf. Aangezien bedrijven steeds vaker hun financiële middelen wilde vrijspelen voor bedrijfsactiviteiten, ontstond er een grote vraag naar huurpanden. Huurpanden moeten worden beheerd. De taak werd opgenomen door belegger en bestond in die tijd voornamelijk uit het onderhoud en administratie (van Driel & van Zijl, 2016, p. 27).

Gedurende jaren tachtig ontstaat er een spectaculaire groei in aanbod van kantoorruimte. De acquisitie van panden wordt een corebusiness voor beleggers die bezig zijn met het opbouwen van een totale beleggingsportefeuille. Theorieën zoals de moderne portefeuilletheorie ontstaan en breken door. Deze tijd kenmerkt zich ook dat er volop 'op risico' wordt belegd zonder overleg tussen overheidsinstanties, ontwikkelaars en/of beleggers. Dit leidt eind jaren tachtig tot het feit dat een aantal locaties langdurig leegstaan (van Driel & van Zijl, 2016, p. 28).

De leegstand stijgt door tot schrikbarende cijfers begin jaren negentig. Omdat veel projecten al te ver in de pijplijn zitten, neemt de voorraad alleen nog verder toe. Om het verlies op de kantorenmarkt te compenseren, zoeken beleggers compensatie in het woning- en winkelsegment. Nieuwe kantoorontwikkelingen vinden nauwelijks plaats en de huurprijzen voor kantoorruimtes en daarom ook de aanvangsrendementen komen onder druk te staan (van Driel & van Zijl, 2016, p. 29).

Moeilijke tijden leiden vaak tot een omslag in denken. Zo heeft de kantorenleegstand in 1994 tot 1996 geleid tot dynamisch beheer. In deze werkwijze wordt er meer focus gelegd op de behoefte van de huurder ten aanzien van zijn huisvesting, accommodatie en aanvullende voorzieningen die optimaal aan zijn wensen voldoen, tegen minimale kosten. Dynamisch beheer leidt tot de benadering van de huurder als klant met als doel huurverlenging van de zittende huurders (van Driel & van Zijl, 2016, p. 31).

In dezelfde periode (1994/1995) verandert ook het denkproces ten aanzien van het rendement. Er wordt niet alleen maar naar het aanvangsrendement (BAR) gekeken, maar meer naar het totaalrendement voor de lange(re)periode (IRR) en het rendement op jaarbasis (TRR). Het indirecte rendement wordt belangrijker. Het gaat meer om de waardeontwikkeling van het beleggingsobject zelf (van Driel & van Zijl, 2016, p. 35).

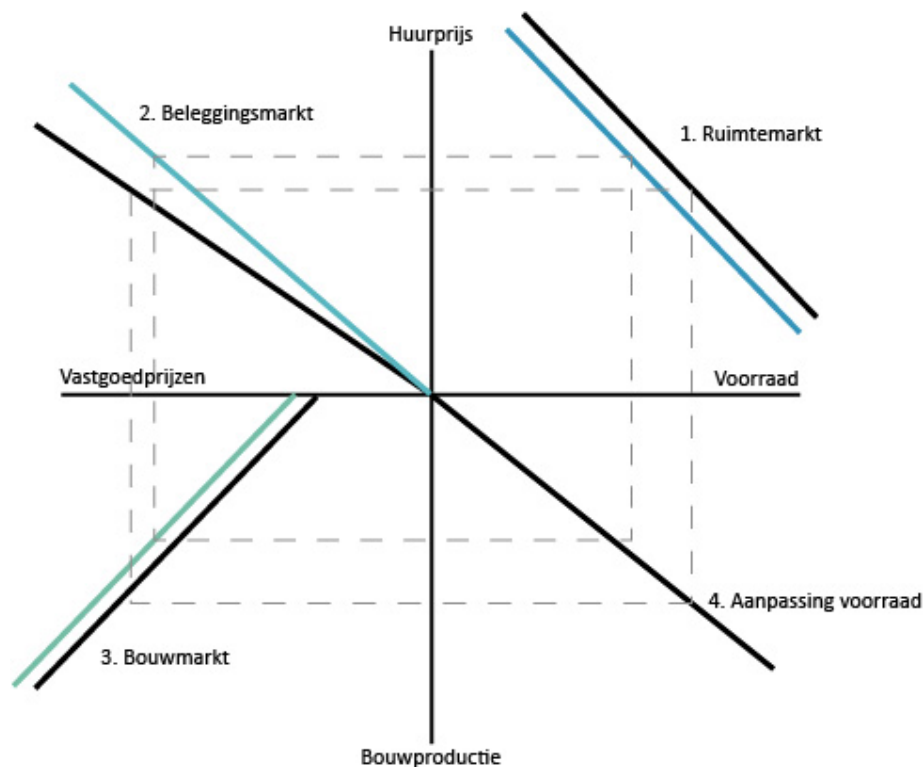
BOUWWOEDE VAN KANTOREN

In de jaren voor de crisis was vastgoed een goede manier om geld te beleggen. Kantoorfondsen leken een mooi buitenkansje met goede rendementen en de winst als de panden werden verkocht na maximaal tien jaar (Van Weezel, 2013).

Vele beleggingsrecords werden verbroken en door de vele investeringen ontstond er een ongekeerde bouwwoede. Door het hele land verrezen nieuwe kantoren, of er in de toekomst wel behoefte aan zou zijn deed niet ter zake (Rooijers, 2015). De banken speelden ook een belangrijke rol door financieringen te verstrekken, die niet altijd verantwoord waren. Banken spelen in op innovatie en proberen daar winst uit te halen. Hierdoor wordt kredietverlening soms te soepel en rentes te laag. De groei schiet dan door, wat uiteindelijk kan omslaan naar een financiële crisis (Hoogduin, 2008).

VERANDERING IN VIERKWADRANTENMODEL IN CRISIS TIJD 2008

In 2008 slaat de kredietcrisis toe, waardoor er een forse daling ontstaat in de groei van het Bruto Binnenlands Product (BBP). Door deze crisis daalt de werkgelegenheid en daarbij daalt ook het aantal m² kantoorruimte per werkplek van 22,6 naar 18,5 m² (NFC, 2011). Door de verminderde vraag naar kantoorruimte, daalt de ruimtemarkt. Door een forse stijging in grondkosten, neemt het aanbod op de bouwmarkt af, waardoor ook de voorraad krimpt (van Eijk, 2011). Om deze daling te compenseren zullen de huurprijzen stijgen. Hierdoor stijgt ook de beleggingsmarkt aangezien het bruto aanvangsrendement (BAR) ook stijgt. Het bruto aanvangsrendement wordt in de vastgoed wereld vaak gebruikt om de waarde en de kwaliteit van een investering te berekenen. Dit wordt berekend door de huuropbrengsten van het eerste jaar te delen door de totale investering. Hoe hoger de BAR, hoe hoger het risicoprofiel is voor de investering.



Afbeelding 5. Vierkwadrantenmodel in 2008-2010. Van Eijk, 2011

HET OPLOSSEN VAN DE KANTORENLEEGSTAND

Door de crisis is de vraag naar kantoorruimte gedaald. Door een dalende werkgelegenheid en trends als het nieuwe werken, daalde de vraag naar kantoorruimte alleen maar meer. Hierdoor is er een grote kantoren leegstand ontstaan. Momenteel wordt er gewerkt aan het oplossen van de kantorenleegstand. Dit gebeurt voornamelijk door drie manieren:

1. Renovatie/moderniseren van huidige kantoorruimte

Voornamelijk voor het kanshebbend aanbod wat betreft het pand zelf of de omliggende voorzieningen kan het pand worden geüpdatet (Roodenburg, 2012). Beleggers investeren in kwaliteitsverbetering en verduurzaming van de kantoren. Daarbij proberen ze huurders actief te betrekken om de kans op een nieuwe huurder te vergroten (Rijksoverheid, 2012).

2. Transformatie naar woningen

Voor panden vanaf 5000m² die drie jaar of langer voor meer dan 80% leegstaan, is een transformatieplan noodzakelijk (Rijksoverheid, 2012). Hoewel de vraag naar kantoorruimte daalt, is er in veel gemeentes wel een grote vraag naar woonruimte. Om snel woningen te realiseren, is het transformeren van kantoorruimte een goede optie, aangezien nieuwbouw langer duurt (de Boer, 2016a).

3. Verouderde panden waarvoor het financieel niet haalbaar is om te moderniseren worden gesloopt

Deze optie is uiteraard het minst gewenst voor beleggers en gemeentes, omdat dit grote financiële gevolgen heeft (Roodenburg, 2012).

NIEUWBOUW DUURZAME KANTOREN

Ondanks dat er al veel kantoren leegstaan, worden er nog steeds nieuwe kantoren gebouwd. Motieven als geld spelen hier een belangrijke rol. Niet alleen eigenaren verdienen veel op nieuwbouw, maar ook de gemeente speelt een belangrijke rol door middel van het gronduitgifte beleid. Dit maakt het oplossen van de kantorenleegstand erg moeilijk. Als gemeentelijke inkomsten in het geding zijn, kunnen de belangen van de met elkaar concurrerende regionale overheden nogal uit elkaar lopen (Roodenburg, 2012).

Daarnaast willen grote toonaangevende huurders vaak ook een nieuw pand betreden. Dit komt voornamelijk door het imago van een ander bedrijf dat aan een huidig kantoorpand kan zitten. “Je wilt niet dat de belangrijkste referentie van je nieuwe kantoor in de markt is dat het vroeger het hoofdkantoor was van een ander bedrijf” zegt Willem Jarigsmas van Loyens & Loeff (de Boer, 2016b).

Een andere drijfveer voor nieuwbouw zijn trends in de kantorenmarkt. Veel bedrijven willen in een duurzaam kantoor gevestigd zijn, waardoor ook het circulair bouwen steeds meer opkomt. Daarnaast moeten ontwikkelaars duurzamer omgaan met de panden die ze ontwikkelen. In het geval van verplaatsingen van een huurder naar een nieuwbouwpand moet er een visie worden ontwikkeld op het gebouw dat wordt achtergelaten. Daarnaast mogen ontwikkelaars geen meters toevoegen in zogenaamde beperkings- en transformatiegebieden (Rijksoverheid, 2012).

Zelfs op het gebied van financiering van de nieuwe kantoorpanden is er iets veranderd. In het verleden werden projecten soms tot wel 90% gefinancierd met vreemd vermogen. Daarnaast meldt De Nederlandsche Bank in zijn halfjaarlijkse Overzicht Financiële Stabiliteit van mei 2012 dat voor ca. een kwart van de leningen die banken in het Nederlands vastgoed hebben uitstaan, de lening hoger is dan de waarde van het onderpand (CPB, 2012).

Momenteel is 70% geleend geld het maximum om een project te financieren (Rooijers, 2015). Ook blijft het bruto-aanvangsrendement de komende maanden verder te dalen en accepteren beleggers lagere looptijdrendementniveaus (Kooijman & Wessels, 2016).

ROL VAN BIG DATA EN TRANSPARANTIE OP INVESTERINGSBESLISSINGEN

Een ander duidelijk fenomeen is de opkomst van big data. Door een toenemende transparantie is er tegenwoordig veel meer data beschikbaar dan vroeger en deze hoeveelheid zal alleen maar groeien. *“Ook de mogelijkheden om reusachtige databestanden betaalbaar te analyseren, nemen dankzij nieuwe software enorm snel toe.”* Zegt Arjan Knibbe, managing partner van de Amsterdamse vastgoedadviseur en dataspecialist KR&A. Het gebruik van big data zal exponentieel groeien als rol in het besluitvormingsproces van vastgoedbeleggers. Uit onderzoek blijkt dat in 1990 ongeveer 5 procent van de totale input bij vastgoedbeslissingen bestond uit data, waar dat in 2010 al zo’n 20 procent was, in 2016 30 procent en over vier jaar zal dat opgelopen zijn tot maar liefst 65 procent (Wiegerinck, 2016). Deze groei bestaat voornamelijk uit andere data naast de traditionele data zoals de looptijd van huurcontracten, huurgroei, kwaliteit huurders, leegstand, aanvangsrendementen, financieringskosten etc. Momenteel worden ook data verwerkt zoals de inkomensopbouw, bedrijvigheid, verhuisbewegingen, vervoersstromen, levensstijl, consumentengedrag etc. op verschillende niveaus. Het concurrentievoordeel zit hem in het goed analyseren van dit soort data.

Big data heeft dus een grote invloed op het nemen van investeringsbeslissingen. Deze trend komt voort als les uit de crisis. *‘Beleggers eisen van het management op harde data gefundeerde investeringsbeslissingen’*, zegt Knibbe. Big data wordt dus voornamelijk gebruikt om de investeringsbeslissing beter te onderbouwen. Het relatieve belang van ervaring en intuïtie bij investeringsbeslissingen wordt steeds verder teruggedrongen ten gunste van data, concludeert Knibbe. Ook Wabe van Enk is het hiermee eens. *‘De onderbuikgevoelens van de trits gemeenten, ontwikkelaars, makelaars en beleggers kunnen de mooiste gebouwen opleveren, maar helaas ook veel missers. Te veel gebouwen waarop niemand zit te wachten’* (van Enk, 2016). Maar door het bestaan van ‘gekleurde informatie’ blijft intuïtie, gestoeld op kennis en ervaring, wel degelijk waardevol in de vastgoedsector. Daarnaast blijft de vraag naar transparantie en onafhankelijke data groot, maar er moet een balans worden gevonden. Door bijvoorbeeld een toenemende transparantie op het gebied van huurprijzen kan het huurniveau in de toekomst onder druk komen te staan (Jagersma, 2015).

5. VASTGOED ALS BELEGGING

Het doel van beleggen in vastgoed is om uit de exploitatie en verkoop van onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren (Van Gool, Brounen, Jager & Weisz, 2007). Redenen om volgens Cuppen (Cuppen, 2011; van Driel & van Zijl, 2016) te beleggen in vastgoed zijn;

- Samenstelling van het rendement. Het rendement van vastgoed bestaat uit het directe rendement, wat wordt gegeneerd uit de exploitatiekosten (netto huurinkomen) en het indirecte rendement dat ontstaat door de waarde stijging of daling van het pand.
- Rendement- en risicokarakteristieken van vastgoed. Vastgoed is een redelijk stabiel object om in te investeren in vergelijking met aandelen en obligaties die sterk afhankelijk zijn van beursfluctuaties.
- Diversificatie van de vastgoedportefeuille om het risico te verlagen.
- Bescherming tegen inflatie aangezien de stijging van de huurprijs een relatie heeft tot de landelijke inflatie.
- De vastgoedmarkt kan inefficiënt worden beschouwd, aangezien het niet een perfecte markt is als gevolg van een heterogeen product en de beperkte toegang tot marktinformatie.

SOORTEN BELEGGINGEN

Vastgoedbeleggingen kunnen direct of indirect zijn. Hiervan kunnen de indirecte vastgoedbeleggingen beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd zijn.

DIRECTE VASTGOEDBELEGGINGEN

Bij directe vastgoedbeleggingen wordt de belegger direct eigenaar van het vastgoed. Hierdoor heeft deze partij ook zeggenschap over het management over het vastgoed (Cuppen, 2011, p. 12).

Direct vastgoed

Voordelen	Nadelen
Controle en zeggenschap	Management en kennis intensief
Risicoreductie door lage correlatie	Specialistisch (vaak afgestemd op 1 type huurder)
Aantrekkelijk rendement (direct en indirect)	Lage liquiditeit
	Schaarste
	Hoge transactiekosten
	Risico markt/object

Tabel 7. Voordelen en nadelen direct vastgoed. Gebaseerd op van Driel en van Zijl, 2016, p. 121, Cuppen, 2011 & Claeys en Vincke, 2009.

INDIRECTE VASTGOEDBELEGGINGEN

Bij indirecte vastgoedbeleggingen wordt de belegger niet direct eigenaar van het vastgoed. De belegger wordt wel eigenaar van een financiële vermogenstitel die recht geeft op de opbrengsten uit de exploitatie van het vastgoed.

Indirecte vastgoedbeleggingen kunnen beursgenoteerd of niet beursgenoteerd zijn. Onder beursgenoteerde vastgoedbeleggingen vallen de investeringen in beursgenoteerde activa op een bepaalde beurs. De voordelen hiervan zijn de liquiditeit en de mogelijkheid van quick wins. Echter, vanwege de relatie met de aandelenmarkt is de volatiliteit van de beleggingen vrij hoog. Beursgenoteerde vastgoedbeleggingen worden gekenmerkt door een korte-termijn handel met lage transactiekosten.

De niet beursgenoteerde vastgoedbeleggingen staan ook wel bekend als Real Estate Investment Trusts (REIT's) in de VS. Bij niet beursgenoteerde vastgoedbeleggingen zijn er twee verschillen soorten typen vastgoedfondsen te onderscheiden, de open-end investeringsondernemingen en de closed-end investeringsondernemingen (Claeys & Vincke, 2009). Een open-end fonds heeft een onbeperkt aantal aandelen om uit te geven waardoor het onbeperkt kan groeien. De verkoop en aankoopprijs worden vooraf gedefinieerd door eisen van het fonds ten aanzien van participatie, prijs en de periode van betaling. De waarde van het fonds is gebaseerd op de totale waarde van het fonds of de intrinsieke waarde (Investopedia, 2012).

Closed-end fondsen hebben juist een vast aantal publieke verhandelde aandelen en hierdoor ook een maximaal bedrag aan kapitaalwaarde. Het belangrijkste verschil tussen closed-end en open-end fondsen is dat open-end fondsen meer liquide zijn dan close-end fondsen (Cuppen, 2011, p. 15).

Indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

Voordelen	Nadelen
Diversificatiemogelijkheid	Geringe zeggenschap
Risicoreductie door lage correlatie	Binding aan partners
Complementair aan direct vastgoed	Minder transparantie
	Risico markt/fund

Tabel 8. Voordelen en nadelen indirect niet-beursgenoteerd vastgoed. Gebaseerd op van Driel en van Zijl, 2016, p. 121, Cuppen, 2011 & Kroot, n.d.

Indirect beursgenoteerd vastgoed

Voordelen	Nadelen
Hoge liquiditeit – inspringen op trends	Geen zeggenschap
Diversificatiemogelijkheid	Beurswaarde fluctueert
Geringe deelname mogelijk (kleine bedragen)	Waarde ongelijk aan intrinsieke waarde
Geen eigen vastgoedmanagement nodig	Rendement fluctueert (volatiliteit)
Vastgoedkennis is niet per se noodzakelijk	

Tabel 9. Voordelen en nadelen indirect beursgenoteerd vastgoed. Gebaseerd op van Driel en van Zijl, 2016, p. 121, Cuppen, 2011 & Kroot, n.d.

SOORTEN BELEGGER

Op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt zijn twee hoofdtypen beleggers actief, namelijk institutionele en private beleggers. Deze typen verschillen voornamelijk in professionaliteit, het beleggingsvermogen, de beleggingsdoelstellingen en het termijn waarop zij beleggen (Cuppen, 2011, p. 10).

INSTITUTIONELE BELEGGER

Institutionele beleggers zijn onder anderen pensioenfondsen, banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen (Van Gool e.a., 2007). Het doel van institutionele beleggers is om hun toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen, zoals pensioenen of verzekeringsgelden uitkeren. In Nederland zijn de grote institutionele beleggers, met een investeringsomvang van ten minste 100 miljoen euro, lid van de Vereniging voor Institutionele Beleggers in Nederland (IVBN).

PRIVATE BELEGGER

Private beleggers zijn een heterogene groep en daarom zijn ze niet als een groep te definiëren. Binnen de private beleggers verschilt het niveau van professionaliteit, de investeringsperiode, de risicobereidheid, de rendementsdoelstellingen en de omvang van de financiële investering mogelijkheden (Borst, 2014, p. 38). De private beleggers kunnen worden onderverdeeld in drie groepen;

1. Grote beleggers: beleggen in indirect vastgoed, zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd
2. Kleine beleggers: beleggen in direct vastgoed en in indirect beursgenoteerde beleggingen
3. Familiefondsen

Een private belegger wordt als groot en professioneel beschouwd bij een beleggingsvermogen van €100.000. Deze groep belegt zowel beide typen indirect vastgoed, maar voornamelijk in niet beursgenoteerd vastgoed. De kleine beleggers investeren voornamelijk in direct vastgoed of in indirect beursgenoteerde beleggingen, aangezien dat ook met kleine bedragen kan. Kleine beleggers kunnen ook private vastgoedfondsen investeren. Met een beleggingsvermogen onder de grens van €100.000, komen deze beleggers onder toezicht te staan van het Autoriteit Financiële Markten (AFM) om ze te beschermen en waarschuwen voor de risico's van beleggen in vastgoed.

Familiefondsen zijn organisatie die het privévermogen van families beheren. De organisatie worden gekenmerkt door een hoge expertise en professionaliteit. Familiefondsen hebben een lange termijn beleggingshorizon en een groot vermogen. Hierdoor zijn ze ook wel te vergelijken met institutionele beleggers (Cuppen, 2011, p. 10).

VERSCHIL INSTITUTIONELE BELEGGER EN PRIVATE BELEGGER

Het grootste verschil tussen de institutionele beleggers en de private beleggers is dat de institutionele beleggers een homogene groep vormen die allemaal beleggen voor de lange termijn om te voldoen aan hun toekomstige verplichtingen. Hierdoor bepalen ze rendementsdoelstellingen die weinig afwijken van de andere institutionele beleggers. Daarnaast worden de particuliere beleggers beschouwd als meer opportunistische beleggers dan institutionele beleggers (Cuppen, 2011, p. 11).

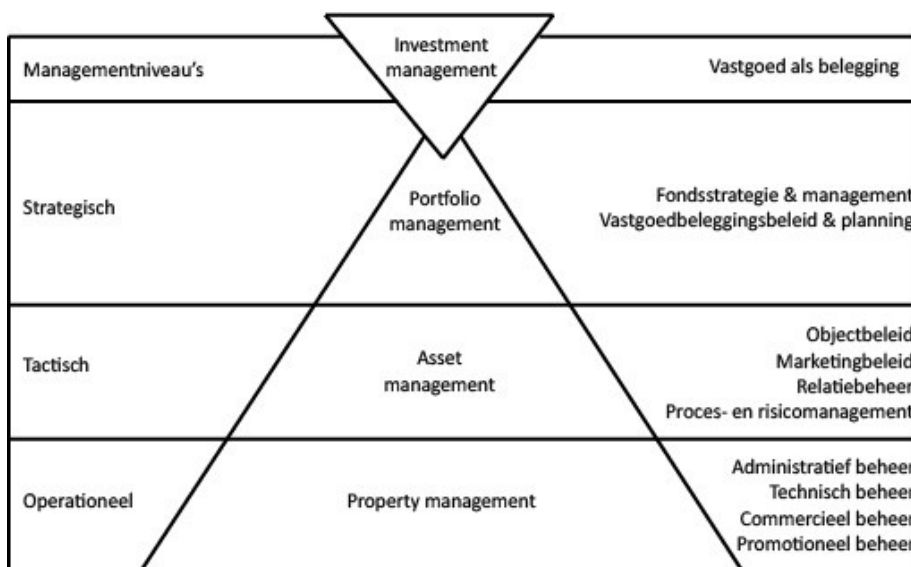
BELEGGINGSSTIJLEN

Bij de keuze van een vastgoedbelegging is een belangrijk element de beleggingsstijl, aangezien dit een rendement-risico profiel en het type belegging bepaalt. In Nederland worden vier beleggingsstijlen onderscheiden (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 125):

1. Core: dit is een laag risico/laag rendement beleggingsstijl → 6-8% rendement, 0-50% financiering. De beleggingsstijl richt zich op stabiele en voorspelbare kasstromen. Hieronder vallen stabiele, volledig verhuurde, multi-tenant gebouwen gelegen in sterke lokale markten van grootstedelijke gebieden.
2. Core plus: dit is een gematigd risico/gematigd rendement strategie → 8-11% rendement, 50-60% financiering. Deze beleggingen zijn vergelijkbaar met core beleggingen, maar dragen iets meer risico.
3. Value added: dit is een middel tot hoog risico/middel tot hoog rendement strategie → 11-15% rendement, 50-75% financiering. Met actief management is het de bedoeling om waarde toe te voegen waardoor de investering substantieel verbeterd. Dit kan zijn door middel van een fysieke verbetering, het oplossen van operationele problemen, het verbeteren van de marketing en verhuurstrategie en/of het verbeteren van de financiering.
4. Opportunistic: dit is een hoog risico/hoog rendement strategie → 15%+ rendement, 65%+ financiering. Dit kan gaan om nieuwe gebouwen of bestaand vastgoed waar veel gerenoveerd, uitgebreid of herontwikkeld dient te worden. Het gevolg hiervan is dat er aan het begin veel geïnvesteerd moet worden. Pas tegen het einde van de beleggingsperiode wordt het rendement ontvangen. Bij deze beleggingsstijl wordt er ook gebruik gemaakt van een hogere externe financiering.

MANAGEMENTNIVEAU'S VASTGOED ALS BELEGGING

Vastgoedmanagement behandelt de eigenaarszijde van het managen van vastgoed. Corporate real estate management juist de gebruikerszijde. Binnen het vastgoedmanagement werd er een onderverdeling gemaakt op drie niveaus: strategisch, tactisch en operationeel (Van Driel & van Zijlen, 2016, p. 36). In dit verslag wordt er voornamelijk gefocust op het strategische en tactische niveau, aangezien deze niveaus direct invloed hebben op het nemen van investeringsbeslissingen. De beheerfase is hiervoor minder relevant en daarom wordt daar verder niet dieper op ingegaan.



Afbeelding 6. Managementniveaus vastgoed als belegging (van Driel & van Zijlen, 2016)

INVESTMENT MANAGEMENT

Het investment management vormt de beleggingsstrategie. Het beleidsniveau wordt ook wel financieel vermogensbeheer genoemd en is verantwoordelijk voor het behalen van een optimaal rendement afgezet tegen een aanvaardbaar risico. Financieel vermogensbeheer bestaat uit het bepalen van de beleggingsstrategie op basis van doelstellingen, het afzetten van de inkomende kasstromen en bezitten tegenover de verplichtingen (asset liability matching) en het bepalen van de juiste balans tussen de verschillende beleggingscategorieën. Het resultaat wordt gemeten door de portefeuille gedurende een reeks van jaren te vergelijken met het geregistreerde gemiddelde rendement van alle vergelijkbare beleggingen (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 87-102).

In de strategie worden veel beleggingskeuze vastgelegd, zoals investeren in direct of indirect vastgoed, nationaal of internationaal vastgoed, beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd vastgoed en de segmentatie (woningen, kantoren, winkels, zorgvastgoed, etc.). Daarbij is het belangrijk om risicoreductie te bereiken. Dit kan door een combinatie te maken van beleggingscategorieën die onderling laag correleren en beleggingen en soorten risico's te spreiden. Het inschatten van toekomstige kasstromen en de timing van investeringen op basis van informatie en visie zijn twee andere belangrijke aandachtspunten voor het vaststellen van de strategie (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 103). In de strategie worden ook de geëiste rendementen (BAR & IRR) en de maximale risico's vastgesteld. Dit wordt jaarlijks geactualiseerd en gespecificeerd in nieuwe budgeten en concrete doelstellingen (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 115).

Investeringsbeslissingen zijn afhankelijk van deskundigheid en visie. Op besluitvormingsniveau wordt algemeen erkend dat financiële beslissingen de toepassing vereist van meerdere factoren, variabelen en criteria die ook nog eens flexibel en aanpasbaar moeten kunnen zijn. Daarom is toepassingsvaardigheid van moderne portefeuilletheorieën belangrijk (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 105).

MODERNE PORTEFEUILLE THEORIE

Door het ontstaan van complexiteit was in 1952 Markowitz de eerste onderzoeker die de diversificatie in beleggen modelmatig verwerkte in zijn Moderne Portefeuille Theorie (MPT) (Markowitz, 1959). De MPT gaat ervan uit dat er een verband bestaat tussen het te verwachten rendement en het te lopen risico. Hoge rendementen kunnen alleen worden behaald bij het accepteren van een groter risico. De essentie van de MPT is diversificatie met als doel de portefeuillerisico's te verkleinen. Er kan onderscheid worden gemaakt tussen diversificatie in segmentatie en in geografie. Een gevolg van diversificatie is wel dat de volatiliteit van de beleggingsportefeuille afneemt (van Overhagen, 2014, p. 12).

Het model van Markowitz gaat uit van een normale verdeling van rendementen. Aan de hand van historische en te verwachten rendementen, wordt er een gewogen gemiddelde rendement bepaald waarop standaardafwijkingen bepaald kunnen worden. Het risico van een portefeuille wordt berekend door de individuele risico's op te tellen, waarbij er rekening wordt gehouden met de correlatie tussen de projecten. De verhouding risico/rendement is afhankelijk van de percentuele verdeling van het belegd vermogen, de correlatie tussen de individuele beleggingen en de risico's van de individuele beleggingen. Hierdoor kan de optimale portfoliomix worden bepaald (van Overhagen, 2014, p. 13; van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 105).

CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Het Capital Asset Pricing Model (CAPM) is een financiële beleggingstheorie gebaseerd op de MPT om de rendementseis te bepalen. De rendementseis is opgebouwd uit een zogenaamd risicovrij rendement en een opslag als (systematisch) marktrisico. CAPM gaat er vanuit dat het risico bestaat uit twee delen. Een systematisch risico dat onvermijdbaar is voor elk individueel beleggingsobject en een ander deel, het specifieke risico wat geëlimineerd kan worden door diversificatie (Wikipedia (n.d.-b)).

Het rendement kan worden berekend door $E(R) = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$.

$E(R)$ = expected return (vereist rendement)

R_f = risicovrij rendement

β = Bèta-coëfficiënt (systematisch risico)

$E(R_m)$ = expected return on market (verwacht marktrendement)

PORTFOLIO MANAGEMENT

Het portfolio management heeft als hoofdtaak het ten uitvoering brengen van het vastgoedbeleggingsbeleid. De beleggingsstrategie is een lange termijn vastgoedbeleid (3 a 4 jaar) waarin op basis van huidige portefeuille samenstelling, de geëiste rendementen en de rendementsbenchmarks per segment, eerst een verdeling tussen de categorieën vastgesteld wordt. Om de lange termijn doelen te bereiken, wordt er ook een jaarlijks korte termijn beleid geschreven met de doelen voor komend jaar. Dit wordt ook wel het portfolioplan genoemd. Voor iedere investeringsbeslissing wordt er gekeken of het object een positieve toevoeging is voor het behalen van het beoogde rendement (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 138).

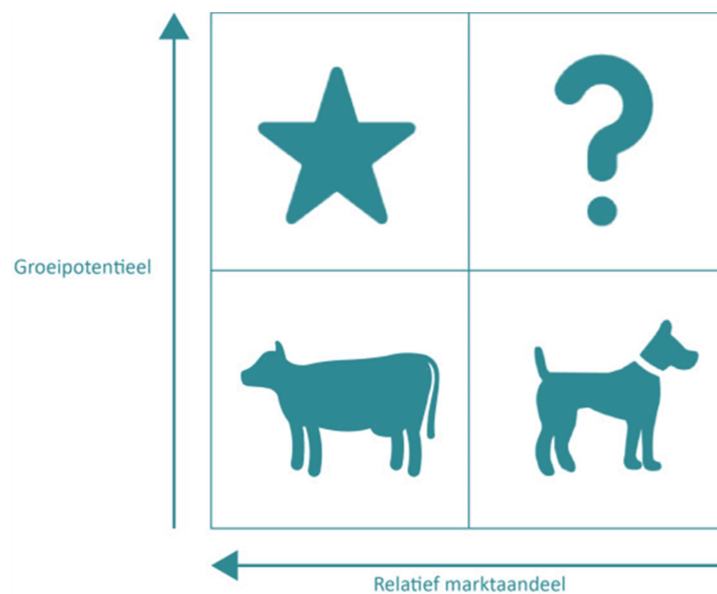
Om het vastgoedbeleid zo goed mogelijk te volgen, wordt het beleid jaarlijks getoetst. Hiervoor maakt het portfolio management goede analyses op basis van performancemeting, marktonderzoek en benchmarking. Voor de performancemeting zijn de taxatiewaarde en de rendementscriteria het belangrijkste. Dit wordt vergeleken met de Investment Property Databank (IPD) index. Portfolio management houdt ook de marktontwikkelingen in de gaten, zoals de werkgelegenheid, bedrijfsverplaatsingen, economische groei, regelgeving etc. Daarbij worden er scenarioanalyses gemaakt om te kunnen anticiperen op de impact van een gebeurtenis. De benoemde risico's worden ingeschat op kans van voorkomen (in %) en het financiële effect op het beleggingsresultaat (in €) mocht het risico zich voordoen (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 149).

BCG MATRIX

Een van de bekendste modellen binnen de portfolio management is de Boston Consulting Group matrix, die ontwikkeld is begin jaren zeventig. Dit model beoordeelt investeringen op twee kenmerken; het relatief marktaandeel en het groeipotentieel van de markt voor het product. Het model verdeelt investeringen in vier categorieën (Knoot, n.d.).

1. Question mark: laag marktaandeel, hoge marktgroei. Producten beginnen meestal als question mark en kunnen laten doorgroeien naar een andere categorie. Een voorbeeld van een question mark zijn de kantoren rond Amsterdam Sloterdijk. Tot twee jaar geleden trokken bedrijven die daar gevestigd waren massaal weg op zoek naar gezelligere plekken. Om verloedering tegen te gaan, is er de laatste tijd veel geïnvesteerd in het gebied. Of het gebied daadwerkelijk weer ging leven was toendertijd nog onduidelijk (Rooijer, 2016b).

2. Stars: hoog marktaandeel, hoge marktgroei. Stars zijn voor commerciële organisaties geliefde producten. Deze producten kunnen nog lange tijd veel omzet opleveren. Een voorbeeld van een star is een kantoorpand op de Zuid-as in Amsterdam.
3. Cash cows: hoog marktaandeel, lage marktgroei. Deze producten leveren nog veel omzet op, wat gebruikt kan worden om nieuwe question mark investeringen te doen. Een voorbeeld is de kantorenlocatie Weena in Rotterdam. Al sinds de jaren 90 zijn er grote namen op de Weena gevestigd en tot op heden is de locatie nog steeds populair.
4. Dogs: laag marktaandeel, lage marktgroei. Dogs zijn producten waarvan de markt stagneert of krimpt. Een voorbeeld van een dog zijn de kantoorpanden op periferielocaties, zoals Brainpark in Rotterdam. De panden staan voornamelijk leeg en kosten meer dan dat ze opleveren. Het is daarom raadzaam om deze dogs af te stoten.



Afbeelding 7. Boston Consultant Group matrix. Eigen illustratie

ASSET MANAGEMENT

Het asset management vormt een belangrijke schakel tussen het operationele niveau (property management) en het vastgoedvermogensbeheer (portfolio management). Het asset management voorziet de portfolio management van de lokale marktinformatie en geeft de portfolio manager advies omtrent het te voeren objectbeleid. Het asset management formuleert een concreet beleid per vastgoedobject om zo tot een optimalisatie van zowel de directe rendementen als de maximale waardeontwikkeling gedurende de periode te komen (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 88 & 159). Asset management bestaat uit drie fases; acquisitie, exploitatie en dispositie.

ACQUISITIE

Voor het formuleren van een acquisitieplan geeft de gekozen beleggingsstijl richting aan de vereiste huurderskwaliteit, het risico, het geëiste rendement (BAR & IRR) en de wijze van financiering (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 161).

De acquisitievoorbereiding bestaat uit marktonderzoek met behulp van een intern onderzoeksteam en externe adviseurs en de zoektocht naar mogelijke financiers. Om uiteindelijk te komen tot een selectie van een pand, wordt het aanbod eerst getest op financiële aspecten. De waardebepaling van het vastgoedobject wordt gedaan door meerdere methodieken tegen elkaar af te wegen.

Hierbij gaat het om de Discounted Cash Flow methode om toekomstige kasstromen en restwaarde door te rekenen, de BAR-en/of NAR-methode om te kijken naar de actuele waarde van het pand en een vergelijkingsmethode van transactie van vergelijkbare vraag en bod. Om de restwaarde te bepalen wordt ook nog wel de cap rate methodiek toegepast. Deze methode kapitaliseert de markthuur op jaarbasis en deelt deze door een rentevoet. Of omgekeerde door de huurwaarde te vermenigvuldigen met een kapitalisatiefactor corresponderend met die geëiste rente (van Driel & van Zijl, 2016, p. 161-166).

Na de eerste screening worden enkele objecten diepgaander geanalyseerd. Om een rendementsbandbreedte te ontwikkelen worden scenarioanalyses toegepast waarbij enkele belangrijke parameters positiever of negatiever worden ingeschat. Verder wordt er nog dieper ingegaan op commerciële en juridische aspecten, zoals de inhoud van huurcontracten, het bestemmingsplan en eventuele eigenaarslasten. Ook duurzaamheidsaspecten kunnen worden meegenomen. Als laatste wordt er ook nog dieper ingegaan op de technische aspecten. Dit gaat voornamelijk over de staat van het onderhoud en het te verwachten niveau van onderhoud voor de komende jaren (van Driel & van Zijl, 2016, p. 166-170). De uiteindelijke aankoopbeslissing berust bij het portfolio management in samenspraak met het investment management (van Driel & van Zijl, 2016, p. 162).

EXPLOITATIE

De exploitatiefase is de periode tussen het moment van aankoop tot de fase van verkoop van het object. In deze fase wordt er geprobeerd een maximaal rendement te behalen op de objecten. Hiervoor wordt een objectbeleid vastgesteld wat tot stand komt in vier fasen (van Driel & van Zijl, 2016, p. 172, 182, 183):

1. Het doen van een performanceanalyse per object.
2. Het doen van beleidsvoorstellen op basis van de performanceanalyse en een SWOT- en confrontatieanalyse.
3. Het doorrekenen van scenario's.
 - a. Scenario's waarbij er wordt uitgegaan van door exploiteren in 'ongewijzigde vorm' en afgezet tegen toekomstscenario's. 'normal case', 'best case' en 'worst case' scenario.
 - b. Gevoeligheidsanalyses/scenario's waarbij er naar het totale rendement wordt gekeken indien het verkopen op korte of op lange termijn.
4. Het vaststellen van het objectbeleid en de bijbehorende budgeten door het portfolio management.

Daarnaast worden de ontwikkelingen goed in de gaten gehouden door de asset manager. Er wordt gekeken naar (van Driel & van Zijl, 2016, p. 175-177):

1. Economische factoren
 - a. Inflatie
 - b. Rente
 - c. Degradatie en depreciatie: technische en economische veroudering wat leidt tot degradatie van het aangeboden prestatieniveau. Depreciatie bevat de daling van de huurwaarde
 - d. Economische groei

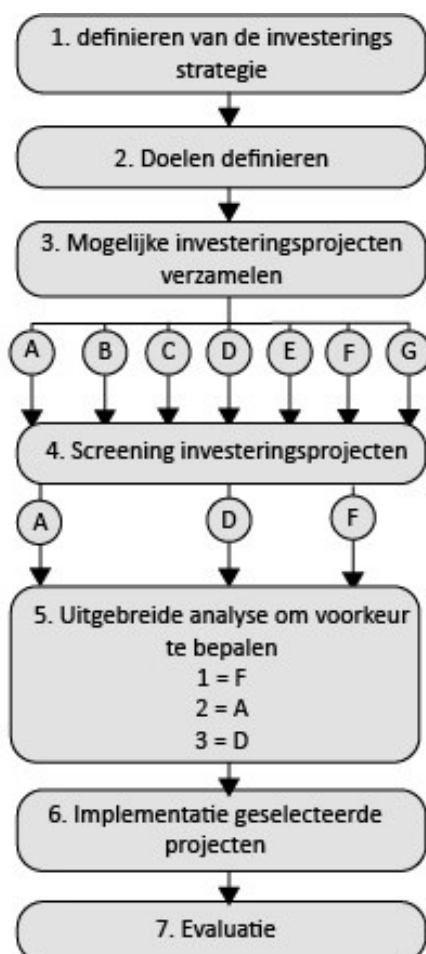
2. Politieke factoren
 - a. Politiek beleid
 - b. Juridische regelgeving
 - c. Fiscale regelgeving
3. Maatschappelijke factoren
 - a. Demografische ontwikkelingen
 - b. Trends

Als laatste taak van een asset manager is het relatie beheer heel belangrijk. Zeker bij kantoren, aangezien het hier gaat om grote volumes qua vierkante meters en financiën (van Driel & van Zijl, 2016, p. 192).

DISPOSITIE

Om te bepalen welke panden aangehouden worden en welke er worden verkocht, wordt een hold-sell analyse gedaan. Hiermee kan het effect van een pand aanhouden of verkopen worden bepaald op de rendement-risicoverhouding van de gehele portefeuille. Indien een negatief effect, dan wordt het pand in de dispositiefase verkocht (van Driel & van Zijl, 2016, p. 171).

PROCES INVESTERINGSBESLISSINGEN



Het proces van lange termijn investeringen wordt in het Engels 'capital budgeting' genoemd. Het doel van de lange termijn investeringen is het opbouwen van een effectief kapitaal met de hoogste netto contante waarde voor een acceptabel risiconiveau (Rebiasz, Gawel & Skalna, 2014). Veel auteurs delen het proces op in verschillende fases. Zo verdeelt Rebiasz, Gawel & Skalna, het proces in drie fases; definiëren van een strategie, individuele analyse van de projecten en portfolio selectie (Rebiasz, et al, 2014).

Götze, Northcott & Schuster beschrijven het proces als een 7-delig stappenplan, dat kunnen onderverdeeld worden in de fases planning, uitvoering en evaluatie. Dit onderzoek focust zich op het beslissingsproces van investeringen. Daarom zijn voornamelijk de stappen in de fase planning belangrijk. In deze fase wordt de strategie bepaald en doelen gesteld met betrekking tot de investering. Daarnaast worden er projecten gezocht waarover prognoses worden gemaakt om deze te beoordelen. Uiteindelijk wordt er een beslissing genomen om in één om meer panden te investeren (Götze, Northcott & Schuster, 2008, p. 19).

Afbeelding 8. Proces investeringsbeslissingen. Götze, Northcott & Schuster, 2008

De strategie in dit proces zorgt voor een focus, aangezien het bepaalt in wat voor soort producten, markten en ontwikkelingen de organisatie in wilt investeren. Als onderdeel van de strategie worden er doelen gesteld, zoals het minimale aanvaardbare rendement, het risiconiveau, liquiditeitsvoorkeuren en de groei eisen met betrekking tot het inkomen en vermogenswaarde (Hargitya & Yu, 1993, p. 10). Aan de hand van dit soort doelen worden een aantal projecten geselecteerd. Deze projecten worden in de volgende stap gescreend op een aantal criteria. Dit proces kan gedaan worden door de berekening van de netto contante waarde of het bruto aanvangsrendement. Door dit soort simpele methodes kunnen de eerste projecten worden weggestreept waardoor in de volgende stap minder projecten uitgebreid geanalyseerd hoeven te worden (Götze et al., 2008, p. 26). In de laatste stap van de planning fase worden de projecten uitgebreid geanalyseerd op financiële en niet-financiële doelstellingen. Een gebalanceerde evaluatie van kosten en baten kunnen worden gemaakt en worden afgezet tussen de concurrerende projecten. De fase wordt afgesloten als er een beslissing is genomen.

Roberts en Henneberry (2007) beschrijven het investeringsbesluitvormingsproces op een vergelijkende wijze. Ze hebben aan de hand van hun kwalitatieve case studies ontdekt dat de echte besluitvorming aanzienlijk eenvoudig is. Ten eerste, stellen de beleggers de besluitvormingscriteria, doelstellingen en de formulering van een volledig gedefinieerde strategie vast. Ten tweede, ondergaan de beleggers een zoektocht naar de geschikte geografische gebieden, of naar specifieke gebouwen in deze vastgestelde gebieden. Als derde stap wordt er door het doen van marktanalyse een eerste selectie gemaakt van mogelijke gebouwen. In de vierde fase worden andere externe adviseurs geraadpleegd. Een voorbeeld hiervan is een onafhankelijke taxateur. Dit is belangrijk om draagvlak voor de acquisitie te creëren binnen het eigen bedrijf. Ten slotte kan de belegger een definitieve selectie maken qua pand en overgaan tot de onderhandeling wat betreft de aankoop.

6. INVESTERINGSBESLISMETHODES

Dit hoofdstuk beschrijft de belangrijkste beslisriteria voor een investeringsbeslissing van een kantoorproject. Daarnaast worden verschillende methodes voor het maken van investeringsbeslissingen besproken. De methodes zijn onderverdeeld in financiële basis methodes voor investeringsbeoordelingen en Multi criteria beslismethodes.

BESLISSINGSCRITERIA

Een investeringsbeslissing wordt nooit genomen aan de hand van één criterium. Altijd spelen meerdere criteria mee om uiteindelijk tot een goede beslissing te komen. Om te onderzoeken wat er veranderd is in deze criteria, wordt er een lijst met belangrijkste criteria gevormd aan de hand van vorige studies over beslissingscriteria van kantoorpanden. Deze criteria kunnen uiteindelijk getest worden in de interviews. Beslissingscriteria worden ingedeeld in drie niveau, namelijk markt, locatie en gebouw niveau.

RESULTATEN UIT DE LITERATUUR EN VAN VORIGE STUDIES NAAR BESLISSINGSCRITERIA

In het boek *Strategisch inzet van vastgoed* gaan van Driel & van Zijlen kort in op beleggingscriteria. Ze benoemen de volgende criteria die belangrijk zijn voor een belegger.

Markt	Locatie	Gebouw
Beleggingsvolume	Gewenste regio/plaats	Kwaliteit van het gebouw
Huursituatie (verhuurd/leegstand)		
Stabiliteit van de huurstroom		
Geëist rendement		

Tabel 10. Beleggingscriteria volgens van Driel & van Zijlen. (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 162)

Götze, Northcott & Schuster hebben het over aspectencriteria. Tijdens een investeringsproces moeten er vele belangrijke beslissingen genomen worden (Götze et al., 2008, p. 24). Deze aspecten voornamelijk markt gerelateerd en kunnen worden vertaald naar beslisriteria.

Markt	Toelichting
Strategie → optimaal financieel investeringsprogramma	Welke investeringen en financiële projecten moeten worden uitgevoerd, in welke sectoren, welke aantallen en bedragen en op welk moment?
Absolute winstgevendheid	Wordt een investering ondernomen of afgewezen?
Relatieve winstgevendheid	Welk project heeft de voorkeur in het geval van tegenstrijdige investeringsprojecten?
Optimale economische levensduur	Hoe lang moet een investeringsproject worden gebruikt?
Optimaal investeringsstartpunt in tijd	Wanneer moet het investeringsproject gestart worden?
Optimum investeringsprogramma	Welke van de investeringsprojecten zou de voorkeur moeten krijgen en dient uitgevoerd te worden wanneer er een beperkt financieel budget is waardoor er niet meerdere projecten gekozen kunnen worden op hetzelfde moment?

Tabel 11. Beleggingscriteria op markt niveau. (Götze et al., 2008, p. 24).

van Eijkeren heeft in 2012 onderzoek gedaan naar de kansen op de kantorenmarkt. Voor zijn onderzoek had hij ook beleggingscriteria van kantoorpanden nodig. Aangezien ook van Eijkeren vond dat deze moeilijk te vinden waren in de literatuur heeft hij vier beleggers geïnterviewd met als doel het achterhalen wat voor beleggers in de huidige kantorenmarkt de (minimale) investeringscriteria zijn om te investeren in nieuwbouw kantoorruimte en dan vooral de criteria op gebouw- en locatieniveau (van Eijkeren, 2012, p. 53). Op de huurprijs van het gebouw na, ontbreken verdere marktcriteria 's daarom ook in dit lijstje.

Locatie	Gebouw
Ligging in de Randstad	Flexibiliteit (verhuurbaarheid en geschikt voor het nieuwe werken)
Bereikbaarheid met de auto	Duurzaamheid
Bereikbaarheid OV	Huurprijs gebouw
Locatie ten opzichte van het centrum	Hoogwaardige technische infrastructuur
Kwalitatief hoogwaardige & dynamische omgeving (functiemix)	Voorzieningenniveau gebouw
Onderscheidende architectuur – imago van het gebied	Onderscheidende architectuur – imago pand

Tabel 12. Beleggingscriteria onderzoek van Eijkeren (van Eijkeren, 2012, p. 53 & 59)

Borst combineert voor haar afstudeeronderzoek ongeveer tien literatuur onderzoeken om de besliscriteria voor investeerders van kantoorprojecten te bepalen. De lijst van criteria zijn opgesteld om de geschiktheid van het kantoorgebouw te bepalen. Hierin zijn studies naar criteria van voor en na de crisis verwerkt.

Markt	Locatie	Gebouw
Dynamiek van de kantorenmarkt	Geografische locatie	Bezit
Mogelijkheden in bestemmingsplan gemeente	Bereikbaarheid OV	Identiteit en imago gebouw
Verhuurbaarheid en concurrentiekracht	Bereikbaarheid auto	Functionele kwaliteit/flexibiliteit
	Leegstand in het gebied	Energieverbruik
	Parkeermogelijkheden	Technische kwaliteit
	Faciliteiten in de directe omgeving	
	Ruimtelijke en visuele kwaliteit locatie	

Tabel 13. Criteria Fitness for use. (Borst, 2011, p. 59).

LIJST MET BELANGRIJKSTE INVESTERINGSBESLISCRIPTERIA

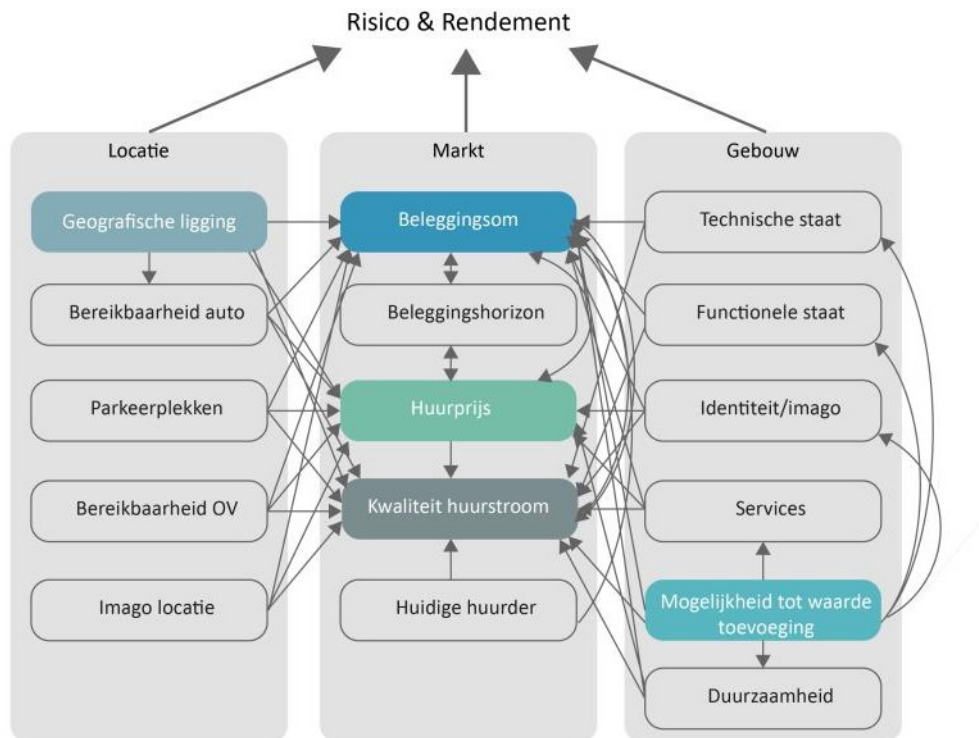
Om een richtlijn qua investeringsbesliscriteria te bepalen, zijn de lijsten uit de literatuur gecombineerd tot één lijst. Deze lijst criteria zal getest worden in interviews met beleggers. Naast deze criteria spelen uiteraard nog vele andere factoren een rol, zoals economische, politieke en maatschappelijke factoren. Maar ook aspecten als de financiering van de belegging of juridische aspecten kunnen belangrijk zijn. Om de lijst met criteria overzichtelijk te houden, wordt er gefocust op de belangrijkste criteria, wat resulteert in een lijst met 18 criteria.

Nr.	Criteria	Toelichting
Markt		
1	Beleggingsbedrag	Aankoopprijs
2	Beleggingshorizon	Is de aankoop voor korte termijn of lange termijn
3	Geëist rendement	Minimaal te behalen rendement. Bestaande uit direct en indirect rendement. BAR of IRR
4	Huurprijs/m2	Huurprijs/m2 die gevraagd kan worden aan potentiële huurders
5	Huursituatie	Volledig verhuurt, deels verhuurd of volledig leegstaand. Wat is de looptijd van de huidige huurcontracten?
6	Kwaliteit huurstream	Is het gebouw specifiek voor één huurder of geschikt voor meerder doelgroepen. Dit heeft invloed op het feit of er makkelijk nieuwe huurders te vinden zijn
7	Kwaliteit huidige huurder	Imago/betrouwbaarheid dat de huidige huurder met zich mee brengt.
Locatie		
8	Geografische ligging	Demografie (waar wonen/werken de mensen?), regio, plaats, plek in de stad
9	Bereikbaarheid auto	Dichtbij vervoersknooppunten
10	Beschikbare parkeerplekken	Voldoende beschikbare parkeerplekken op loopafstand van het gebouw
11	Bereikbaarheid OV	Dichtbij intercity stations
12	Imago locatie	Wat voor soort gebied is? Kantorenlocatie of functiemix?
Gebouw		
13	Technische staat gebouw	Onderhoud en andere technische aspecten
14	Functionele staat	Flexibiliteit van het gebouw. Mogelijkheid om er een multi-tenant gebouw van te maken indien nodig
15	Identiteit/imago	Onderscheidend in architectuur/concept etc.
16	Services	Serviceconcepten. Faciliteiten in het gebouw
17	Mogelijkheid tot waarde toevoeging	Waarde toevoeging door bijvoorbeeld het oplossen van leegstand of een upgrade
18	Duurzaamheid	Energielabel/energiezuinigheid

Tabel 14. Eigen lijst investeringsbesliscriteria.

VERBANDEN TUSSEN DE CRITERIA

De besliscriteria staan niet op zichzelf, maar hebben ook onderling invloed op elkaar. Dit heeft effect op hoe belangrijk een criteria kan zijn voor een belegger. Uiteindelijk draait het om het rendement-risico verhouding, maar dit is afhankelijk van eigenlijk de andere 17 criteria. Om een beter overzicht te krijgen van de onderlinge verbanden is er een schema gemaakt.



Afbeelding 9. Verbanden tussen de beslisriteria. Eigen illustratie.

Vijf criteria zijn in het schema extra uitgelicht, omdat deze criteria veel invloed hebben op andere criteria. Deze criteria zullen kort worden besproken.

GEOGRAFISCHE LIGGING

De ligging van het gebouw heeft invloed op de beleggingsom en de huurprijs vanwege de grondprijzen die voor een gebied gelden. De grond in Amsterdam is veel duurder dan grond in bijvoorbeeld Groningen. Dit vertaalt zich in de grondkosten, wat mee speelt in de bepaling van de beleggingsom en daarom ook in de huurprijs. Daarnaast heeft de ligging van het object invloed op de bereikbaarheid met auto en OV.

BELEGGINGSOM, HUURPRIJS/M² EN DE KWALITEIT VAN DE HUURSTROOM

De beleggingsom, de huurprijs/m² en de kwaliteit van de huurstream hebben een directe relatie met elkaar. De prijs van het object vertaalt zich in een huurprijs/m² die gevraagd moet worden of andersom een huurprijs/m² bepaald de maximale beleggingsom die een belegger voor het object kan betalen. De aantrekkelijkheid/verhuurbaarheid van het object heeft effect op de beleggingsom, de huurprijs en ook de kwaliteit van de huurstream. De hoogte van de huur is een belangrijk criterium voor het vinden van een nieuwe huurder. Daarnaast spelen eigenlijk alle locatie en gebouw criteria een rol in hoe aantrekkelijk een pand is voor een huurder. De huidige huurder kan ook invloed hebben op de kwaliteit van de huurstream, aangezien nieuwe huurder soms niet met het hoofdkantoor van de oude huurder geassocieerd wilt worden.

MOGELIJKHEID TOT WAARDE TOEVOEGING

Steeds vaker zijn belegger op zoek naar panden waar ze zelf nog waarde aan toe kunnen voegen. Dit kan gebeuren door een renovatie of update van het pand. Hiervoor zijn de technische en functionele staat en duurzaamheid belangrijk. Maar waarde toevoeging kan ook door het oplossen van leegstand in het pand, dus het verbeteren kwaliteit van de huurstream. Daarnaast kunnen serviceconcepten zorgen voor een onderscheidende identiteit, dat resulteert in waarde toevoeging.

BRUTO AANVANGSRENDEMENT BEREKENING

Het bruto aanvangsrendement (BAR) is de verhouding tussen de bruto markthuur in het eerste jaar en de totale investering. Het wordt gebruikt om de marktwaarde en kwaliteit van een investering uit te drukken. De BAR wordt uitgedrukt in procenten en wordt berekend door de huuropbrengsten van het eerste jaar te delen door de totale investeringssom.

Hoe lager de BAR is, hoe hoger de investering is ten opzichte van de jaarlijkse huur. Een laag risicoprofiel of een grote potentie vertaalt zich dus in een lage BAR. In de Nederlandse kantorenmarkt kennen locaties als de Zuid-as in Amsterdam en het Weena in Rotterdam de laagste BAR (Gebiedseconomie, n.d.).

Een voordeel van de BAR-methode is dat het een eenvoudige methode betreft met weinig variabelen. Een beperking van de methode is dat het geen inzicht geeft in kasstromen, zoals de NCW-methode wel doet. De BAR-methode is dan ook vooral geschikt om het rendement te bepalen van een langdurig verhuurd vastgoedpand met relatief stabiele kasstromen (Wikipedia, n.d.).

Besliscriteria die verwerkt zijn in de BAR-methode zijn de beleggingsom, de huurprijs en het rendement.

DISCOUNTED CASH FLOW

De discounted cash flow is een dynamisch model voor investeringsbeoordelingen. Investeringsprojecten kunnen worden beschreven als stromen van (verwachte) in- en uitstromen over een bepaalde periode. De waarde van de kasstromen zijn tijdsafhankelijk. Om de kasstromen te kunnen vergelijken op een specifiek tijdstip, moeten ze verdisconteerd of gecombineerd worden. Door middel van verdiscontering worden alle toekomstige kasstromen omgerekend naar hun waarde aan het begin van het investeringsproject. Door middel van combinatie (compounding), worden de kasstromen omgezet in hun waarde aan het einde van het investeringsproject (Götze, Northcott & Schuster, 2008, p. 51).

Met de discount cash flow kan dus de actuele waarde van het begin of aan het eind van de looptijd worden bepaald met het bijbehorende rendement. Dit wordt verder uitgelegd in de netto contante waarde methode en de internal rate of return (IRR) methode.

NETTO CONTANTE WAARDE METHODE

De netto contante waarde methode is een van de meest bekende en gebruikte methoden in zowel de theorie als de praktijk. De methode richt zich op het selecteren van projecten die de maximale netto contante waarde genereren voor het bedrijf. De netto contante waarde (NCW) is de netto monetaire winst (of verlies) uit een project, door alle huidige en toekomstige geldstromen (in en uit) te berekenen die gerelateerd zijn aan het project. Alle toekomstige kasstromen worden teruggerekend naar $T=0$, het begin van het investeringsproject.

Binnen een NCW methode wordt er gerekend met een geëist rendement (IRR). Een project voldoet aan het rendement als de NCW gelijk is aan nul. Als de NCW groter is dan nul, dan wordt er een hoger rendement behaald dan geëist, wat voordelig is.

In de berekeningen wordt er gerekend met een vast rentepercentage. De NCW formule is weergegeven hieronder (Götze, Northcott & Schuster, 2008, p. 55). CW= contante waarde

$$\text{CW van de kasstromen} = \frac{\text{Kasstroom}^t}{(1 + \text{rentevoet})^1} + \frac{\text{Kasstroom}^{t2}}{(1 + \text{rentevoet})^2} + \frac{\text{Kasstroom}^{t3}}{(1 + \text{rentevoet})^3} + \dots$$

CW van de investering = CW van de kasstromen – bedrag van de investering

Hoewel de methode simpel toe te passen is, vereist de NCW methode veel prognoses zoals van de initiële investeringskosten, alle toekomstige kasstromen, economische levensduur van het project, de restwaarde aan het einde van de economische levensduur en de rentevoet (Götze et al., 2008, p. 62).

INTERNE RENTABILITEITSMETHODE (IRR)

De interne opbrengstvoet is een methode die het netto rendement berekent dat leidt tot een netto contante waarde van nul. Hoe hoger het rendement, hoe aantrekkelijker een project is om in te investeren.

De formule voor deze methode is hetzelfde als die voor de NCW methode. Eigenlijk wordt er precies het omgekeerde berekend. De uitkomst van de NCW methode is alleen in absolute getallen en het rendement wordt weergegeven in een percentage.

Besliscriteria die verwerkt zijn in de NCW & IRR berekening zijn de beleggingsom, de beleggingshorizon, de huurprijs en de kwaliteit van de huurstream. Ook aspecten als de technische en functionele staat kunnen meegenomen worden in bijvoorbeeld onderhoudskosten of voor een mogelijke update/renovatie van het gebouw. Dit kan ook met andere aspecten om waarde toe te voegen, zoals duurzaamheidsmaatregelen. Alle mogelijke kosten en opbrengsten worden verwerkt in het model en uitgezet tegen de tijd.

7. ONDERZOEKSMETHODEN

De onderzoeksmethodes voor dit afstudeerproject zijn zowel kwalitatief als kwantitatief. Het afstudeeronderzoek bestaat uit twee gedeeltes. Het eerste gedeelte is een literatuuronderzoek om een theoretisch kader te vormen van de bestaande wetenschappelijke kennis over het onderwerp. Het tweede gedeelte is een onderzoek in het werkveld. Dit bestaat uit het houden van interviews (kwalitatief) met belegger en andere relevante partijen.

LITERATUUR ONDERZOEK

De literatuurstudie moet antwoord geven op de meeste deelvragen:

1. Hoe kan het huidige investeringsbesluitvormingsproces worden beschreven?
2. Wat voor soort investeringsmodellen bestaan er en wanneer wordt welk model toegepast door een investeerder?
3. Welke beslisriteria spelen een rol in het investeringsproces van kantoorpanden?
4. Welke beslisriteria zijn het belangrijkste voor de investeerders?

De uitkomst van het literatuuronderzoek vormt een wetenschappelijk theoretisch kader over investeringsbeslissingen van kantoorpanden. Als eindproduct zal in een overzicht van het investeringsproces met de gebruikte modellen/methodes en criteria worden weergegeven. De aanpak voor de literatuurstudie is een tussenvorm van een deductieve en inductieve aanpak. Dat wil zeggen dat bij het onderzoek wel met een lijst met thema's wordt begonnen die voortkomen uit de literatuur, maar deze worden na de interviews aangevuld met nieuwe thema's en verdeeld in categorieën.

ONDERZOEK IN HET WERKVELD

Het onderzoek in het werkveld moet op dezelfde vragen antwoord geven als de hierboven beschreven vragen. In de opgestelde onderzoeksvragen wordt er niet specifiek naar verandering gepeild. Toch is dit een belangrijk onderdeel in het onderzoek. Tijdens de literatuurstudie kunnen er veranderingen gevonden worden, deze zullen later worden aangevuld door het onderzoek in het werkveld. In het werkveld wordt de verandering in investeringsbeslissingen onderzocht door er specifiek te vragen in interviews wat die persoon denkt dat er veranderd is naar aanleiding van de financiële crisis.

DATA COLLECTIE METHODE - INTERVIEWS

Als kwalitatief onderzoek gedeelte zullen interviews worden afgenomen met personen die over investeringsbeslissingen van kantoorpanden gaan. Dit zullen semigestructureerd interviews zijn. Er is gekozen voor dit type interview aangezien de formulering algemener is en het meer gefocust is op de eigen perspectieven van de geïnterviewde. De vooropgezette vragen dienen meer als richtlijn, maar geïnterviewde kan zelf invloed uitoefenen op wat er voornamelijk wordt besproken. Dit is ook de bedoeling om te kunnen onderzoeken wat de geïnterviewde relevant en belangrijk vindt (Bryman, 2012, p. 470).

Omdat het in dit geval gaat om een breedteonderzoek, worden meerdere verschillende partijen geïnterviewd. De belangrijkste doelgroep is beleggers onderverdeeld in institutionele beleggers, grote private beleggers en middel grote private beleggers. Deze onderverdeling is gemaakt omdat het type belegger nogal van strategie en werkwijze kan verschillen. Deze doelgroepen kunnen daardoor ook andere veranderingen hebben ondergaan als gevolg van de crisis. Of hier daadwerkelijk verschil in zit moet blijken uit de interviews. Naast de beleggers worden er ook partijen geïnterviewd waar beleggers dagelijks mee te maken kunnen hebben, zoals een vastgoedfinancier. Om tevens de kant van het publieke vastgoed te betrekken, wordt ook het Rijksvastgoedbedrijf geïnterviewd. Deze elf interviews moeten gezamenlijk een algemeen beeld geven over de veranderingen in investeringsbeslissingen naar aanleiding van de crisis.

Institutioneel	Privaat (groot)	Privaat (middel groot)	Overig
Syntrus Achmea	CBRE Global Investors	Zadelhoff	Rijksvastgoedbedrijf - publiek
APG	NSI (beursgenoteerd)	Cairn Real Estate	ING Real Estate - vastgoedfinancier
BouwInvest	OVG (investeerder & ontwikkelaar)		Propertize - vastgoedfinancier

Tabel 15. Overzicht geïnterviewde bedrijven.

Het is de bedoeling om de interviews via een recorder op te nemen, zodat de volledige interviews kunnen worden uitgetypt. Voor het analyseren van de data, worden de interviews gecodeerd. De transcripties van de interviews worden verkort naar een interviewverslag met de belangrijkste bevindingen en conclusies. In het gedeelte data interpretatie worden onderlinge verbanden tussen de interviews bepaald. Voor de data analyse wordt er onderscheid gemaakt in veranderingen in proces en veranderingen in beslisriteria. Om te bepalen welke beslisriteria belangrijk zijn voor beleggers wordt geanalyseerd of criteria uit de vooropgestelde lijst in de interviews worden genoemd. Daarnaast wordt er gekeken naar de waardeverandering van de criteria. Hieruit kan een lijst bepaald worden naar welke criteria beleggers voor de crisis keken en welke criteria momenteel belangrijk zijn.

BEPERKINGEN

Het doel was eerst om cases te vergelijken van voor en na de crisis. Dit zou concrete informatie opleveren wat vertaald kan worden in veranderingen. Aangezien het niet mogelijk was om binnen te komen bij een bedrijf, zijn de interviews nu de enige vorm van data collectie. Deze interviews leveren minder concrete informatie op dan een vergelijking van waardes. Veranderingen door de crisis zijn hierdoor moeilijker te peilen.

8. BEVINDINGEN

In dit hoofdstuk worden de bevindingen van de interviews beschreven. Het hoofdstuk bestaat uit de data collectie en de data interpretatie. Bij de data collectie wordt alle interviews besproken, bestaande uit een korte omschrijving van het geïnterviewde bedrijf en de belangrijkste bevindingen. Bij de data interpretatie worden de relaties tussen de interviews onderzocht.

DATA COLLECTIE

INTERVIEW 1. APG

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Institutionele belegger APG is een pensioenfonds met een pensioenvermogen van circa 451 miljard. Om dit goed te diversifiëren wordt er belegd in vele segmenten wereldwijd. Het vastgoed is verdeeld over twee vastgoedpools, strategisch en tactisch. Hiervan is in het strategisch fonds 14% belegd in kantoren. In het tactische fonds is 23% belegd in kantoren. Het interview is gehouden met Rutger van der Lubbe, het hoofd beursgenoteerd vastgoed Europa.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

APG beheert zelf geen kantoren, maar belegt altijd alleen maar in indirecte vastgoedbeleggingen. Hierbij ligt de focus ook niet per se op Nederland. In bijvoorbeeld London of Parijs is er een mogelijkheid om veel internationaal kapitaal aantrekken, wat voor APG interessant kan zijn. Het bedrijf beschrijft het investeringsbesluitvormingsproces tweeledig. Eerst is het een top down proces, waar wordt bepaald welke regio's, sectoren, trends aantrekkelijk zijn om in te investeren. Vervolgens is het een bottom-up proces. Er wordt een samenwerking gesloten met operationele partij. Daar komt eigenlijk de asset/portefeuille selectie ter sprake.

Besliscriteria & methodes

Bij indirecte vastgoedbeleggingen is de kwaliteit van het vastgoed net zo belangrijk als de samenwerking met de operationele partner. *'Die twee dingen in relatie met elkaar moeten kloppen. Anders zie je ons geen investering doen'*. Belangrijke vastgoed gerelateerd criteria zijn de verhuurbaarheid en aantrekkelijkheid voor potentiële huurders. Dit begint bij de locatie. APG richt zich op locaties met levendigheid en functiemix. Liquiditeit is daarbij ook een belangrijke. Een kantorenpand moet op lange termijn aantrekkelijk blijven. Hierbij gaat het om een looptijd van 10-15 jaar.

Er wordt niet echt een specifieke methode gebruikt. Om te beslissen wat het juiste vastgoed is, verwerft het bedrijf heel veel data. Het doen van marktonderzoek wordt gecombineerd met hun eigen vastgoedkennis om uiteindelijk te bepalen in welke objecten ze geloven en in welke niet. Daarnaast worden ook scenario analyses uitgevoerd. Verder vindt meneer van der Lubbe het moeilijk de beslissing te generaliseren/objectiveren over wat het juiste vastgoed is. *'Je kunt een inschatting maken van hoe bepaalde criteria of gebeurtenissen zich vertalen, maar verder niet. Je moet het meer zien als een art en geen science'*.

Veranderingen door de crisis

Een verandering die in het gesprek wordt aangekaart is onder andere de financieringsstructuur. Er wordt minder gefinancierd met vreemd vermogen. *‘Je ziet dat de markt prudenter geworden is.’*

Tegelijkertijd als gevolg van het beperkte financierbaar krijgen van vastgoed, met name ontwikkelingsprojecten, ontstaat er een gematigder beeld vandaag de dag in het plegen van nieuwbouw. Ten aanzien van financiering gaat er absoluut wel wat volatiliteit uit het systeem.

Het besef bestaat ook steeds meer bij de gemeentes dat het geen zin heeft om gelijktijdig meerdere kantorenlocaties te willen ontwikkelen, dat een heel hoop kantorenlocaties überhaupt nooit ontwikkeld hadden mogen en dat het veel meer geconcentreerd moet worden. Landelijk zou er eigenlijk meer coördinatie moeten zijn. Feitelijk concurreert nog steeds gemeente Amsterdam met gemeente Utrecht om een huurder binnen hun gemeentegrenzen binnen te halen. Als gevolg daarvan kunnen er toch vreemde besluitvormingsprocessen tot stand komen.

Vastgoed wordt ook steeds operationeler. Dat is terug te zien in alle co-working concepten die nu actief zijn. Voorheen werd vastgoed echt gezien als een investeringstitel, maar die tijden zijn voorbij. *‘Je zult nu toch echt je vastgoed anders moeten managen, wil je succesvol blijven op lange termijn.’*

Daarbij is de toezichhouding en transparantie aangescherpt in de vastgoedmarkt. Er is meer overzicht. Verder is het investeringsbeslisproces niet per se veranderd. APG doet het niet wezenlijk anders dan voor de crisis.

Een verandering in criteria is wel dat het kantorengebruik veranderd. Het imago van de locatie en het pand worden belangrijker. *‘Vroeger kon je ergens huisvesten en dan kwam het wel, maar tegenwoordig is het kantoorgebruik steeds meer een tool geworden om mensen aan je te binden. Een fysieke plek om arbeid te verrichten’.* Het imago van het gebied en pand zijn hiervoor belangrijk.

INTERVIEW 2. BOUWINVEST

OMSCHRIJVING BEDRIJF

BouwInvest is ook een institutionele belegger. Dit pensioenfonds focust zich voornamelijk op vastgoed. Het bedrijf beheert vijf sectorfondsen: een retail fund, residential fund, een office fund, hotel fund and health care fund. Het belegd vermogen bedraagt 7,9 miljard euro. Dit interview was een telefonisch interview met Bas Jochims, het hoofd van het Nederlandse kantoren en hotel fonds.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces en beslisriteria

BouwInvest heeft als strategie te focussen op alleen de beste locaties in de vier grote steden. Van deze locaties worden rankings gemaakt in samenwerking met hun research afdeling. Hiervoor zijn factoren als leegstand in het gebied, groeimogelijkheden van de locaties, huurprijzen van de locatie en gebruikers die op die locatie gevestigd zitten belangrijk. Daarnaast wordt er ook gekeken naar regionale economische groei, werkgelegenheid en opleidingsniveau, maar dat is meer op gemeentelijk niveau. Op de beste locatie probeert BouwInvest onderscheidende gebouwen qua architectuur, historie of concept te vinden. Hiervan wordt een selectie goede gebouwen gemaakt en er wordt gekeken of die beschikbaar zijn of niet. Wanneer er een stuk of tien gebouwen gevonden zijn, wordt daarvoor een risico inschatting gemaakt. Factoren die een rol spelen zijn de markthuur, de kwaliteit van de huurder, ligging van het gebouw etc.

Alle criteria zijn ingedeeld in vier categorieën: locatie, bereikbaarheid, markt en duurzaamheid. Met locatie wordt bedoeld de locatie qua gemeente en als de echte kantorenlocatie. Bereikbaarheid gaat over de bereikbaarheid met het openbaar vervoer en met de auto, maar ook hoeveel parkeerplaatsen heeft een gebouw, of wat is de loopafstand tot het dichtbij zijnde intercity station. Zo wordt bereikbaarheid gevormd door wel vier verschillende factoren, waarvan ieder factor zijn eigen weging heeft. Met al deze criteria en wegingen wordt het risico bepaald en ingedeeld op laag, midden of hoog. Bij ieder risicoprofiel hoort een rendementsprofiel.

Beslismethodes

Methodes om de investeringsbeslissing te ondersteunen bestaat voornamelijk uit software om rendementsberekeningen te maken. In de rendementsberekening worden alle opbrengsten en kosten ingevuld voor de komende tien jaar. De IRR die eruit komt moet hoger zijn dan het minimum rendement dat het bedrijf eist voor zo'n investering. Daarnaast heeft BouwInvest veel data tot hun beschikking. Daarmee worden ook gevoeligheidsanalyses en concurrentieanalyses gemaakt. Vergelijkingen tussen de gebouwen wordt niet heel vaak gedaan. *'In acquisitie is het vaak niet zo luxe dat je drie opties hebt en je gaat voor de beste. Je hebt altijd wel een voorkeur voor een gebouw dat je graag zou willen hebben. En dan ben je eerder geneigd daar iets minder rendement te halen, dan dat je genoeg neemt met een minder gebouw'.*

Veranderingen door de crisis

Tijdens de crisis, van 2009 tot 2013, hebben er heel weinig transacties plaatsgevonden. Het was moeilijk om gebouwen te waarderen, aangezien er geen transacties plaatsvonden en er dus heel weinig referentiemateriaal was. Daarbij was er ook heel veel onzekerheid in de markt over of de prijs nog verder ging dalen. De economische crisis heeft de prijzen onder druk gezet. Los daarvan was in Nederland ook erg veel leegstand in de kantorenmarkt. Dat maakte het extra zwaar om te besluiten om in kantoren te investeren of niet.

Aspecten die zijn veranderd door de crisis is de methodiek van beslissen. *'We zijn van geen methodiek naar een beslismethodiek gegaan.'* Het hele proces is geprofessionaliseerd. De vastgoedfraude kan hier in rol hebben gespeeld. Daarbij wordt er nu flexibeler gebruik gemaakt van de modellen. Los van de modellen en methodes is de markt ook erg veranderd. Er is veel geld in de markt dat zijn weg zoekt naar goede beleggingen. Door een behoorlijke schaarste in beleggingsproducten zijn de prijzen enorm gestegen afgelopen jaren.

Daarbij is men meer waarde gaan hechten aan draagvlak voor een bepaalde investering. Dit komt ook door het verscherpte toezicht van AFM en de Nederlandse bank en vergunning.

INTERVIEW 3. CAIRN REAL ESTATE

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Cairn Real Estate is een onafhankelijke, strategische multi-asset- en investmentmanager werkzaam vanuit Amsterdam. Cairn Real Estate initieert, structureert en beheert investeringsprojecten voor institutionele beleggers en (inter)nationale family offices in commercieel vastgoed in de Benelux en Duitsland. Cairn Real Estate beheert momenteel een vastgoedportefeuille van circa 800.000 m², bestaande uit kantoorgebouwen, winkelcentra en logistiek/bedrijfsmatig vastgoed (Cairn Real Estate, 2015). Het interview is gehouden met Fabian Marchand en Martijn van den Einden.

BEVINDINGEN

Financieringsbesluitvormingsproces, beslismethodes & criteria

Cairn beheert beleggingsportefeuilles voor klanten en belegt tevens zelf ook mee in sommige projecten. Dit gebeurt vaak in samenwerking met een van de andere partijen. Het investeringsproces begint met een mogelijkheid op de markt die kenbaar wordt bij het bedrijf. Daarvan kijkt het bedrijf wat is interessant voor hun investeerders of voor hen zelf. Cairn is nog steeds op zoek naar nieuwe investeerders die willen beleggen in Nederland.

Om te bepalen of het een interessante investering is, wordt er eerst een quick scan van de markt gemaakt. Hierbij is het belangrijk om te kijken naar wat het potentieel is van het object, wat de omliggende markt is en of het past bij wat een belegger (klant) zelf zoekt. Dit kan een gestabiliseerd gebouw zijn die volledig verhuurd is, maar het kan ook iets zijn met meer risico. Daarnaast wordt er gekeken naar de ontwikkelingen op de markt en de mogelijke concurrentie. Met de uitkomsten van de quick scan wordt er een pitch gehouden bij een investeerder om interesse te wekken. Als het project er positief uitziet, doet Cairn in de volgende fase een eerste bod wat nog niet bindend is. Hiermee probeert het bedrijf exclusiviteit te krijgen, zodat Cairn de enige partij is waarmee de aanbieder van het pand onderhandeld. In deze fase worden ook de grote analyses gedaan. Het gaat hier om drie belangrijke analyses die alle drie een go moeten krijgen voor het bedrijf verder gaat. Er wordt een competitie analyse gedaan van het omliggende gebied. Daarnaast wordt er marktanalyses gedaan. Punten die dan belangrijk zijn, is waar ligt het object, wat is de bereikbaarheid en past het binnen de strategie van hun of van hun klant. Daarnaast wordt er een financiële rendementsanalyses gedaan. Dit is een Discounted Cash Flow over 5 jaar, waarbij de IRR de belangrijkste leidraad is. De financiële analyse is wel het belangrijkste, maar de uitkomsten van de markt- en competitie analyse worden gebruikt in het financiële model om de aannames beter te onderbouwen.

Als het project positief uit de analyses komt, breekt de fase van due dilligence aan. Aangezien hier serieuze kosten aan verbonden zitten, moet Cairn en de klant al echt vertrouwen hebben in het project. In deze fase wordt er dieper onderzoek gedaan op technisch, juridisch, fiscaal en commercieel gebied. Deze onderzoeken worden voornamelijk uitbesteed. De kosten hiervoor zijn voornamelijk voor de investeerder en dus in sommige gevallen deels voor ook het bedrijf zelf. Op basis van dit diepgaande onderzoek wordt er een definitief bod gedaan.

Cairn focust zich op de regio Amsterdam, aangezien het bedrijf daar de markt heel goed kent. In de regio Eindhoven of Utrecht kunnen ook wel investeringen worden gedaan, maar dan gaat er wel een hele gedegen analyse aan vooraf. Daar komt een ja of nee uit, maar daar is tot nu toe nog geen ja uitgekomen. *‘Dat is toch nog een te nieuwe markt voor ons.’* De projecten waar Cairn zelf in mee investeert zijn bijna altijd projecten waar het bedrijf zelf iets aan kan toevoegen. Het moeten dan projecten zijn waar nog leegstand in zit of waar nog een renovatie/update moet worden gedaan. Dat is meer beleggingsprofiel van Cairn zelf, aangezien daar ook een hogere IRR te behalen is als het goed gaat.

Investeringsbeslissingen worden altijd benaderd als individuele casussen. Projecten worden niet echt vergeleken met elkaar. Als er twee goede investeringsmogelijkheden zijn, dan zorgt Cairn ervoor dat beide projecten gekoppeld kunnen worden aan een klant waarvoor het interessant is.

Naast de veelvoudige analyses wordt er geen software gebruikt om hun beslissing te modelleren. Er wordt gekeken naar de individuele casus en daarbij blijft het financiële model toch wel het belangrijkste als basis. Daarnaast wordt er binnen het bedrijf gekeken wat iedereen er van vindt. De mate van mening/onderbuikgevoel blijft nog steeds heel belangrijk. *'We hebben heel veel onderbouwing in de analyses, maar daarnaast speelt je ervaring en gevoel toch ook echt een rol. Harde analyses worden eigenlijk gecombineerd met het gevoel'*. Een investeringsbeslissing moet altijd naar de investeringscommissie, naar de partners zijn investeringscommissies en naar de directie. Uiteindelijk zijn er dus heel veel mensen die betrokken zijn bij zo'n beslissing.

Veranderingen door de crisis

Er is heel veel veranderd bij Cairn naar aanleiding van de crisis. Vier jaar geleden is de strategie volledig omgegooid. Daarvoor werd er echt op een andere manier belegd. Zo werden er bijvoorbeeld toen nog CV structuren opgesteld waarin particuliere beleggers geld bij elkaar stopten wat enkel in kantoren werd belegd. Waar het pand precies stond maakte niet eens iets uit. Nu is het bedrijf actief in alle segmenten om hun beleggingen juist wel te spreiden. Daarnaast wordt er nu een selectievere locatiekeuze gehanteerd. *'Voor de crisis werd overal in het land geïnvesteerd, dus ook in bijvoorbeeld Deventer. Toen waren het voornamelijk objecten die net opgeleverd waren en volledig verhuurd waren, waar je tien jaar lang op kon zitten en daar gebeurt verder niks mee, behalve het onderhoud. Uiteindelijk blijken dat toch niet zulke veilige beleggingen te zijn. Al die huurders gaan eruit na tien jaar en je kunt geen nieuwe huurders meer vinden, dus het blijft gewoon leeg'*. Met de nieuwe strategie is die trend er helemaal uit. Cairn is geswitcht naar objecten waarvan ze denken dat in tijden waarin het minder goed gaat, de gebouwen nog steeds wel blijven renderen. Daarvoor wordt er een ander type vastgoed aangekocht, wat dus meer toekomstbestendig moet zijn. De gehele portefeuille is meer geoptimaliseerd in toekomstbestendig vastgoed. Momenteel bezit het bedrijf nog steeds ook wel een grote portefeuille buiten de Randstad, maar dan wel op stationslocaties. Locaties die het in de toekomst ook nog goed doen. Tot nu toe gaat de uitvoering van die strategie heel goed. *'Locaties in de Randstad zijn natuurlijk heel veilig, maar het kan zich zelf niet overtreffen (outperformen)'*. Nieuwe investeringen moeten in ieder geval op stationslocaties liggen. Het beleggingstermijn is alleen maar korter geworden. Vroeger werd iets altijd voor tien jaar belegd en nu is dat verkort naar vijf jaar. Na dat termijn wordt er opnieuw naar de situatie gekeken. De korte termijn dat Cairn nu hanteert zorgt er ook voor dat het bedrijf makkelijker kan inspelen op nieuwe trends. Alle nieuwe innovaties en tools worden besproken en iedereen kan er over meedenken.

Naast dat de strategie scherper is geworden, is het nemen van investeringsbeslissingen ook iets veranderd. De hele financiële analyse die voor de crisis vooraf ging aan de definitieve beslissing is toen gewoon veel minder gedegen uitgevoerd. Dit komt misschien ook wel omdat je de partijen minder hoefde te overtuigen. Partijen als family fondsen of private equity partijen zijn nu echt super veeleisend en Cairn zelf ook. Daardoor wordt het bedrijf scherper in hun strategie, de analyses en eigenlijk de hele onderbouwing. *'In een CV fonds met particulieren ging het allemaal veel gemakkelijker. Ze hebben minder kennis van vastgoed, dus ze stellen ook minder vragen. Wanneer de markt goed gaat, worden mensen niet zo kritisch'*.

Het type analyses is ook wel anders geworden. Alles is nu veel transparanter geworden. Aangezien er meer te onderzoeken is, gebeurt dat ook. Soms gaan analyses gaan wel heel ver. Zo vroeg een Aziatische partij om een regressieanalyse van de olieprijs en het effect op de kantorenmarkt. Dat soort partijen vertrouwt niet op een gevoel, maar die willen alles onderbouwd hebben. De hoeveelheid analyses en onderbouwing ligt dus ook aan het soort partij en hun cultuur. In ieder geval zijn er de laatste 1,5-2 jaar veel buitenlandse investeerders die geïnteresseerd zijn in Nederlands vastgoed.

‘Er is bijna niks meer te kopen in Amsterdam, dus dan moet je wel gaan uitwijken naar de meer value-added kant.’ Sommige partijen durven daar nog niet aan, omdat het toch iets meer risico is met zich mee brengt.

Beslissingen worden nu door meer mensen genomen. Vooral bij de CV structuren werd de beslissing waarschijnlijk genomen door één of twee mensen. Vroeger werden dat soort managers aangenomen om gewoon panden te kopen, zodat er direct fee getrokken konden worden. Hoe meer, hoe beter! De belangen liepen toen ook uit elkaar. Nu worden de belangen van de partijen veel meer samengevoegd. Er zijn ook andere afspraken over de verdienmodellen, waarbij Cairn soms ook gevraagd wordt mee te investeren, zodat beide bedrijven er ook echt samen inzitten als partners van A tot Z. *‘Er is veel minder een scheiding. Je doet het nu echt samen. Dit leidt waarschijnlijk ook wel tot betere beslissingen. Het gaat boven verwachting goed.’*

Momenteel zijn er toch weer partijen die weer nieuwe kantoren gaan bouwen op locaties als Schiedam of Rijswijk, terwijl er in Den Haag en Rotterdam nog veel panden leegstaan. Dus eigenlijk begint het gewoon weer, want er is helemaal geen vraag naar extra kantoorruimte. De markt heeft een kort geheugen! Gemeentes spelen hierin een belangrijke rol. Aan de andere kant biedt het ook wel mogelijkheden voor partijen zoals Cairn om panden die minder courant zijn om te bouwen naar een andere functie. Met de mogelijkheid om waarde toe te voegen, kan zo’n object heel interessant zijn.

Kijkend naar de beslisriteria zijn er veel criteria bijgekomen op gebied van duurzaamheid, energielabels, maar ook mogelijkheden om een gebouw levendiger en vitaler te maken. Dat was er vijf jaar geleden niet, maar dat is nu super actueel. Levendigheid, vitaliteit en duurzaamheid zijn alle drie echt heel belangrijk. Bijna even belangrijk als een locatie criteria. Alle panden gaan naar de hoogste standaard qua duurzaamheid en dat lukt niet in één jaar, maar het staat wel op de lange termijn planning. Op het gebied van flexibele kantoren werkt Cairn veel samen met hun partners. Daarnaast gaat het bedrijf met hun huurders in gesprek over hoe een gebouw gezonder en beter kan functioneren. Niet alleen de huurders willen dit, maar ook de investeerders, aangezien het zich vertaalt in het financieel model in rendement. Daarbij moet Cairn een mogelijkheid hebben tot waarde toevoeging, aangezien anders de rendementen niet worden behaald en het dan dus geen interessante investering is.

INTERVIEW 4. CBRE GLOBAL INVESTORS

OMSCHRIJVING BEDRIJF

CBRE Global Investors is een van de werelds grootste vastgoedbeleggingsmaatschappijen met 86,8 miljard dollar in beheer activa. Het bedrijf belegt in allerlei segmenten wereldwijd. Doordat CBRE GI zo groot is, worden ook alle vier de bewegingsstijlen gehanteerd. Voor de Nederlandse kantoren bestaat er een Dutch Office Fund. Het Dutch Office Fund focust zich op kantoorruimte op de beste locaties in Nederland: duurzame gebouwen, gebouwd onder architectuur, uitstekend bereikbaar met auto en openbaar vervoer. Een kantoorgebouw van Dutch Office Fund staat voor integrale kwaliteit, een persoonlijke benadering en een duurzaam karakter. Tot in de details wordt aandacht besteed aan een zeer hoogwaardig opleverings- en serviceniveau (Dutch Office Fund, n.d.). Het interview is gehouden met Jaap Snellen.

BEVINDINGEN

Financieringsbesluitvormingsproces & besliscriteria

Het investeringsproces begint met een investeringsbeleid dat jaarlijks wordt gemaakt voor elk fonds en mandaat. In mandaten worden vastgoedportefeuilles opgezet voor klanten, zoals institutionele beleggers. In samenwerking met de klant wordt er een beleid gevormd, waarin de klant bepaalt wat hij/zij wilt en CBRE GI hierover adviseert. Het beleid bepaalt de soort beleggingen en welk beleggingsprofiel erbij hoort. Bij een mogelijke investering wordt er gekeken of het object past binnen de strategie en of het juiste rendement behaald kan worden. Indien het passend is, dan gaat het voorstel naar de investeringscommissie. Afhankelijk van de omvang van het object is dat de Europese investeringscommissie of de commissie op wereld niveau.

Beslismethodes

In een investeringsbeslissing gaat het uiteindelijk om het risico-rendement verhouding, maar dit is afhankelijk van het type object. CBRE GI hanteert zowel value-added strategieën, terwijl het bedrijf voor andere klanten juiste echte core beleggingen zoekt. Het hangt specifiek af voor welke klant iets gezocht wordt. Dat maakt het voor makelaars soms lastig om te bepalen wat bij CBRE GI past. In Amsterdam kan het bedrijf bijna alles kopen, zo lang de panden maar toekomstbestendig zijn. Dit begint bij een goede locatie. Verder wordt er bij value-added mogelijkheden gekeken of de risico's beheersbaar zijn en of het bedrijf zelf de juiste partij is om de investering te doen. De huidige kwaliteit van een pand is soms ondergeschikt, omdat er meer gekeken wordt naar de potentie in kwaliteit die een pand kan krijgen. Uiteindelijk komt het uit op een financiële waardering.

Voor ieder investering wordt er een onderbouwingsdocument gemaakt waarin ook aannames worden gedaan in wat ze denken dat de markt gaat doen. Wat is de ontwikkeling van de huur? Wat voor bedrag kan geïnvesteerd worden om het pand geschikt te maken voor een huurder? Dit soort aannames worden verwerkt in een model gebaseerd op kasstromen (DCF). Meestal wordt dit gedaan op termijn van tien jaar, maar dat is afhankelijk van de klant. Uit dit model komt een IRR die moet voldoen aan de klant zijn eis en wat CBRE GI denkt dat de IRR ongeveer zou moeten zijn in de huidige markt. Op de uitkomst van het model worden ook nog scenario analyses gemaakt.

Verder worden er geen onderbouwende beslismodellen gebruikt. Het is voornamelijk gebaseerd op de cijfers en het gevoel dat CBRE GI er zelf bij heeft. Bij de investeringscommissie wordt een behoorlijk uitgebreid verhaal ingeleverd met de risico's, de marktontwikkelingen etc. om alles wel goed te onderbouwen.

Een keuze tussen verschillende panden gebeurt de laatste tijd nauwelijks. *'Die luxe positie is er helaas niet'*. In het verleden kwam dat wel voor. Toen werden panden voornamelijk financieel beoordeeld. Wat levert het hoogste rendement op? In het verleden heeft het bedrijf wel eens moeten kiezen tussen twee logistiek hallen die ongeveer hetzelfde rendement opleverde. Toen was de locatie doorslaggevend. Uiteindelijk bleek dit de verkeerde keuze, aangezien de markt op die locatie instortte wat resulteerde in twee jaar leegstand. Maar als de mogelijkheid bestaat om een pand lang aan te houden en het pand wel toekomstbestendig is, dan is hoogstens het rendement iets minder, maar dan blijft het wel een goede investering.

Voor het Dutch Office Fund bestaat er een hele duidelijke strategie. Het fonds investeert uiteraard in kantoren in alleen de vier grote steden op bepaalde locaties. Die locaties wisselen nog wel naar mate wat de markt doet. Verder moeten de panden dicht bij een station liggen.

Het moeten ook multi functionele locaties zijn met een hoog voorzieningenniveau. Ook het gebouw moet geschikt zijn voor multi tenant met tevens veel voorzieningen. Het liefst moet gebouw ook toekomstgericht zijn. Trends die CBRE GI in de kantorenmarkt ziet ontstaan worden verwerkt in het investeringsbeleid. Het bedrijf probeert op de hoogte te blijven door af en toe een studiereis te maken naar andere steden om te kijken wat er daar speelt op de kantorenmarkt. Ook algemene trends, zoals sharing economy, worden in de gaten gehouden, aangezien ook dat een impact kan hebben op de kantoren en het gebruik hiervan.

Veranderingen door de crisis

In de huidige markt zijn de prijzen dermate hoog dat je eigenlijk heel weinig beloond wordt voor het nemen van extra risico. Value-add projecten zijn gewoon te duur geprijsd om er nog echt iets van te maken. Qua core beleggingen is het momenteel een hacheloos werk door de grote concurrentie.

Ten opzichte van de crisis zijn er niet per se meer besliscriteria erbij gekomen, maar er wordt wel nauwkeuriger naar gekeken. In 2006 werd er voor een investering een onderbouwing van 5/6 pagina's meegestuurd naar de investeringscommissie. Vlak daarvoor was het niet meer dan 1,5 pagina. Tegenwoordig komt het soms neer op 70 slides. Het bedrijf vindt zelf dat ze daarin een beetje zijn doorgeslagen, dus dat wordt nu weer teruggebracht. Het was vooral in de crisis dat iedereen over alles wilde mee beslissen. Nu moet er meer gedegen informatie worden aangeleverd. De regelgeving is natuurlijk ook toegenomen. Er zijn nu partijen die CBRE GI controleren of het bedrijf de juiste procedures volgt. Alle aspecten zijn ook gedetailleerder geworden en het bedrijf merkt dat de focus is toegenomen. Maar terugkomend op de criteria zijn er dus niet meer criteria, maar is het bedrijf wel strenger geworden in bijvoorbeeld in welke locaties willen ze investeren. Dus een duidelijkere strategie en een betere onderbouwing.

De strategie van het bedrijf is verder aangescherpt. CBRE GI belegt sinds 2005/2006 echt alleen nog maar in de tien grootste steden van Nederland. Buiten de grote vier wordt er alleen maar belegd in stationslocaties. Binnen de grote vier steden bezat het bedrijf nog best veel andere gebouwen, maar mede door de crisis zijn ze daar echt vanaf gestapt. Tegenwoordig worden alleen nog maar de beste gebouwen op de allerbeste plekken in Nederland gekocht. Daarnaast is ook de financiering met vreemd vermogen naar beneden gesteld. Er wordt nu er meer gefinancierd met eigen vermogen. *'Voor de rest zie je wel dat iedereen het verleden alweer vergeten is. Iedereen is alweer als een idioot aan het kopen. Dus daaruit blijkt toch wel dat er niet zo heel veel veranderd is.'*

Sharing economy wordt steeds meer de trend. Het zorgt voor lager servicekosten, dus de huurders zijn er tevreden mee. Zo wordt er bijvoorbeeld al gewerkt met deelauto's. Het kan ook zijn dat in de toekomst back office functies, zoals secretariële ondersteuning gedeeld gaan worden door de huurders. CBRE GI probeert over dit soort trends na te denken en te bepalen wat de impact is op het vastgoed. Daarnaast ziet het bedrijf ook dat de contracttermijnen korter worden. Er ontstaat meer een flexibele schil. Door de trends goed in de gaten te houden, probeert het bedrijf altijd de markt een stap voor te blijven.

Op dit moment is er heel veel Aziatisch geld in de Nederlandse kantorenmarkt. Het Atrium is ook gekocht door een Aziatische belegger. Dat is het meest verkochte pand op de Zuid-as. Als belegger ben je dan altijd winnaar en verliezer. Dat gaat weer een keer echt goed fout, want de rendementen liggen alweer structureel lager dan voor de crisis. Panden worden ingekocht op het hoogtepunt en verkocht op het dieptepunt, terwijl als je tijd hebt om het uit te zitten komt het wel goed.

Het fenomeen blijft bestaan dat beleggers in paniek raken wanneer de markt verslechtert. Beleggers willen hun panden dan niet verkopen onder de boekwaarde, dus wordt er nog langer gewacht tot ze uiteindelijk verkopen op juist het dieptepunt. Er moet meer belegd worden op de cyclus. Bedrijven moeten juist sneller reageren om ergere verliezen te voorkomen. Dit in combinatie met financiering met meer eigen vermogen zorgt voor minder gedwongen verkopen, waardoor de markt minder snel naar beneden gaat. Daarnaast helpt het beleggen op lange termijn ook om een crisis uit te zitten.

Voor de crisis waren de opbrengsten tussen steden hetzelfde met ongeveer dezelfde marktbevingen. Tegenwoordig zijn de bevingen nog steeds redelijk hetzelfde, maar als de correlaties zijn nu veel minder hoog. De opbrengsten (yields) in Rotterdam en Den Haag liggen nog hoger dan voor de crisis, terwijl Amsterdam (onder de 4%) er dik onderdoor is gegaan. In Utrecht ligt het rond de 5%, Rotterdam 5,75% en bij Den Haag is het de vraag of je daar überhaupt wel wilt zitten. Amsterdam is heel duur geworden en gaat eigenlijk mee in de trend van London, Parijs, Frankfurt etc. Dat is een bekende markt voor buitenlandse investeerders. Er wordt nu heel weinig belegd met Nederlands geld op de Zuid-as. Nederlandse partijen zijn eigenlijk te lang blijven hangen in het idee dat de Nederlandse kantorenmarkt zo slecht is. Terwijl buitenlandse partijen wel genoeg kansen zagen en panden kochten voor lagere rendementen. De Nederlandse partijen reageerde eigenlijk te laat, terwijl de markt alweer omhoog ging.

Binnen de bedrijven wordt er gedetailleerder gekeken naar investeringsbeslissingen. Vroeger werd er een simpele calculatie gemaakt, zoals 10x de huur, niet te duur. Nog steeds begint het daar vaak mee, maar daarna wordt er veel beter naar de investering gekeken. Maar ook vandaag de dag is het kasstroom model voor een groot gedeelte te sturen. Deze modellen worden nu wel gecontroleerd, zodat de aannames niet al te gek kunnen zijn. In principe is de basis eigenlijk hetzelfde gebleven, alleen verschaft het bedrijf meer informatie en is de onderbouwing van de beslissing beter geworden. Wel is er te zien dat er momenteel weer heel veel geld in de markt is en dat daardoor de druk bij investeringsmanagers toeneemt. Dat kan er worden zorgen dat er weer dingen worden gedaan waarvan de managers weten dat het niet goed gaat komen. De heer Snellen kijkt nu meer of de investering wel realistisch is qua bedrag, los van of het een goed gebouw is en of het een goede locatie is en of het object bij een klant past. Uiteindelijk moet het plan wel haalbaar zijn, dus de weergave moet wel realistisch zijn met wat de markt gaat doen. Daarnaast blijft het afhankelijk van wat de klant zelf wilt.

Over het algemeen wordt de beleggingshorizon langer, maar de looptijd van de huren worden korter. In het WTC Amsterdam is de gemiddelde huurtermijn 2,5 tot 2,75 jaar, maar omdat er zoveel kleine huurders inzitten, blijft het risico heel laag. Er is weinig leegstand in die panden.

De markt wordt meer Angelsaksisch. Dit is terug te zien in het onderbouwingsdocument. Deze markt loopt gewoon voor op de Nederlandse markt. Het is een professionele markt en de Nederlandse markt volgt daarin. Hierdoor komt het actiever management ook steeds meer op. De trend is om meer op portefeuille niveau en meer op strategisch niveau te kijken naar de investeringen.

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Beleggers financieren vaak investering niet geheel met eigen vermogen. Om ook de kant van de vastgoedfinanciers te betrekken in het onderzoek, is dit interview gehouden met Martijn Kuysters, senior relatiemanager bij ING Real Estate.

BEVINDINGEN

Financieringsbesluitvormingsproces & besliscriteria

Het besluitvormingsproces begint bij het verdelen van de financieringsmandjes. ING financieren zo onder anderen scheepvaart, landbouw, industrie en vastgoed. Binnen het vastgoed is er ook segmentatie tussen woningen, kantoren en winkels. Op dit moment worden het liefst woningen gefinancierd, aangezien daarop meer op te verdienen valt en het risico ligt lager. Kantoren worden slechts mondjes maat gefinancierd. Momenteel kijkt het bedrijf ook enkel naar de topkantoren op de beste locatie van Nederland. Daarnaast moeten de kantoren duurzaam zijn om de wetgeving voor te blijven. ING financiert alleen maar objecten met A, B of C labels of met een BREEAM certificering. Kantoorpanden worden maximaal tot 60-65% van de waarde gefinancierd, maar voor verduurzaming stelt het bedrijf financieringen ter beschikking tot 100%. Naast de topkantoren worden ook altijd nog monumentale panden gefinancierd.

Met een financieringsaanvraag wordt er gekeken naar de bezettingsgraad van het pand. Heb je één huurder of meerdere, hoe lang is dan het huurcontract en hoe goed is zijn financiële positie? *‘Hoe zekerder de huur, hoe zekerder onze inkomsten’*. Ook wordt er gekeken naar de gemiddelde huurtermijn en wat het huurvervalkalender is.

Ondanks dat ING eigenlijk een objectfinancier is wordt er altijd gekeken naar de totale debiteuren. De gehele portefeuille wordt onder de loep genomen en ook de financieringen van de portefeuille. Wat heeft bank A en B uitstaan en wat is daar de bevoorschotting en betaalbaarheid van? Daarbij spelen ook zachte criteria een rol, zoals de betrokkenheid en vakkennis van de klant/belegger. Maar ook aspecten zoals de bedrijfsopvolging zijn van invloed op de beslissing om iets wel of niet te financieren.

Beslismethodes

Banken zijn steeds meer dataverzamelaars aan het worden. ING krijgt van de klant alle gegevens van het pand, NEN meetstaten, energielabels, huurcontracten, vierkante meters, servicekosten. Alles! Die informatie wordt uitgezet naar een externe taxateur. Die maakt een rapport voor financieringsdoeleinden met de marktwaarde en mogelijkheid voor extra winst. Daarop worden het voorschot percentages beoordeeld.

Naast de vele informatie die ING verkrijgt via klanten, hebben ze zelf ook een marktonderzoeksbureau. Hier wordt ook veel data verwerkt en trendanalyses gedaan. Ook Asset Liability Management (ALM) studies worden uitgevoerd. Daarin kunnen duizend scenario's worden doorgerekend en zo ziet men dus waarin eventueel geld ik kan worden verdiend, maar ook waar eventuele verliezen te verwachten zijn. Ieder jaar worden alle gegevens en kredietaanvragen opnieuw bekeken. Dit bepaalt ook het beleid of het vastgoedbedrijf kan groeien of moet krimpen.

Veranderingen door de crisis

In 2008 toen de financiële crisis startte is ING veranderd. De raad van bestuur had besloten dat het vastgoedbedrijf moest krimpen. De ontwikkelingsstak moest stoppen, dus dat was een sterfhuiscstructie. Ook de investeringstak is verkocht. De focus ging terug op het bankieren, maar ook daar moest er gekrompen worden. Dit had als effect dat vanaf 2008 ING alleen maar bestaande klanten wilde bedienen. In deze tijd vindt er ook een verschuiving naar het woningsegment plaats. Kantoren worden nog maar mondjes maat gefinancierd. Ook grote obligatiefondsen worden niet meer gefinancierd. Dat is één ter bescherming tegenover de onwetende obligatiehouders en twee het voorkomen van reputatierisico aan, want ING wekt vertrouwen richting die participanten.

Het proces is flink geprofessionaliseerd. *'Toen ik net begon bij het vastgoedbedrijf in 2006, kreeg ik letterlijk een belletje van: He ik ben dit pand aangekocht. En dan kreeg je letterlijk het bierviltje. Die tijd is echt compleet voorbij, daar gaan we nu echt niet meer in mee'*. De verandering heeft ook te maken met dataverzameling, het steeds meer willen weten. Zowel voor ING zelf, maar ook de Nederlandse Bank die dat soort dingen wil weten. Het toezicht is verscherpt. Vanuit de Nederlandse Bank bestaan er hertaxateringscriteria, dus een keer in de zoveel tijd moet je alles hertaxateren.

INTERVIEW 6. NSI

OMSCHRIJVING BEDRIJF

NSI is een beursgenoteerde belegger. De doelstelling is om met haar sterke en efficiënte organisatie een maximaal resultaat voor aandeelhouders te realiseren. Dit doet het bedrijf door waarde toe te voegen met proactief asset management en het herinvesteren van kapitaal, ondersteund door een sterke balans. Het interview was een telefonisch interview met Mohammed Amlal, met het hoofd asset management kantoren.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

NSI richt zich momenteel alleen maar op de kantorenmarkt om daar een specialist in te worden. Het bedrijf bezit 122 kantoren en nog een aantal winkels. NSI is een beursgenoteerde belegger met een core/core-plus beleggingsstijl. Daar hoort een bepaalde rendementsverwachting bij. Als bedrijf durven ze iets meer gecalculeerd risico te nemen dan sommige andere beleggers. Soms koopt NSI panden die deels leegstaan, omdat er geloofd wordt in de potentie van die panden. NSI denkt meestal in een tijdhorizon van 10-12 jaar.

Het investeringsbesluitvormingsproces begint bij de strategie wat richtlijnen bepaald. Indien er een aantal potentiële panden gevonden zijn, wordt er eerst een onafhankelijke taxatie gemaakt. Daarnaast wordt er een uitgebreide locatie analyse gedaan. De IRR wordt berekend en er wordt altijd gekeken op wat voor manier er waarde toegevoegd kan worden aan het pand. Mocht dit allemaal positief zijn, dan wordt er een investeringsvoorstel gedaan. Wanneer het bedrijf een selectie moet maken tussen één of meerdere panden, worden deze panden dieper geanalyseerd. Zo wordt er bijvoorbeeld ook een juridisch adviseur ingeschakeld om naar de contracten te kijken. *'We investeren pas echt als we het idee hebben dat een pand de gehele cycli kan doorstaan. We kijken dus wel verder dan alleen naar het rendement.'*

Besliscriteria & methodes

In het begin worden er voornamelijk IRR modellen in Excel gemaakt. Daarnaast werkt NSI nog veel met eigen software/modellen. Scenario planning wordt toegepast om te kijken wat er bijvoorbeeld gebeurt met de inflatie en hoe bepaalde scenario's zich vertalen in het rendement.

Als belangrijkste besliscriteria gaat het eigenlijk altijd om de verhuurbaarheid van het object. NSI kijkt daarvoor naar locatie, bereikbaarheid, maar ook naar de huidige gebruikers van het pand en de toekomstige gebruikers. Ook technische aspecten, zoals de staat van het pand of het type gebouw zijn belangrijk.

Veranderingen door de crisis

Er is heel veel veranderd na de crisis. Ten eerste is er veel meer data beschikbaar dan vroeger. Iedereen gebruikt ook big data om de markt inzichtelijk te maken. NSI probeert haar netwerk te combineren met bestaande openbare bronnen om net iets meer te weten dan je concurrenten. Hieraan gekoppeld is de transparantie ook enorm toegenomen.

Wat ook door de crisis is gebleken is dat de strategie onderscheidend moet zijn. Het bedrijf moet kunnen inspelen op verschillende gebruikers. NSI doet dat onder andere door het introduceren van 'Het Nieuwe Kantoor' (HNK's). Een concept waar meerdere gebruikers in een pand gecombineerd worden die elkaar positief kunnen stimuleren. Als NSI nu nieuwe kantoorpanden aankoopt, worden er gekeken of het pand zich leent voor een HNK. Een combinatie van kapitaal en talent is nodig om goede panden te kunnen selecteren. Het draait allemaal om het bepalen van een gecalculeerd risico, waar het rendement aangekoppeld wordt. Daarbij moet is het bedrijf scherp de asset rotatie. *'Je moet op tijd afscheid nemen van de objecten die niet meer voldoen aan je strategie.'*

INTERVIEW 7. OVG

OMSCHRIJVING BEDRIJF

OVG Real Estate is het grootste Real Estate Technology bedrijf in Nederland. Het bedrijf ontwikkelt intelligente, high-tech kantoorgebouwen, altijd met een duurzaam karakter. De missie is om een gezondere werk-, leef- en leeromgevingen te creëren door de toepassing van slimme technologie. Sinds vijf jaar heeft dit bedrijf naast het ontwikkelbedrijf ook een investeringsbedrijf (OVG, n.d.).

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

OVG is van oudsher een ontwikkelaar en daar ligt ook de focus, maar sinds vier jaar geleden heeft het bedrijf ook een investeringsbedrijf opgericht. In de toekomst wil OVG een kleine co-investment houden in een aantal zelfontwikkelde panden.

Het investeringsbesluitvormingsproces ontstaat meestal omdat mensen een mogelijkheid (opportunity) zien in de markt. Soms gaat dit via het netwerk, of via de traditionele kanalen, via de brokers, of via de Jones Lang Lasalle's en de CBRE's van deze wereld. Direct en indirect is OVG op de hoogte van wat is er gaande in de markt. Wat er te koop is en wat potentieel interessant is. Om dat te bepalen is de strategie gefocust op bepaalde sub markten in de vier grote steden.

Buiten de Randstad heeft het bedrijf nog een aantal specifieke plekken en gebouwen op het oog mochten deze objecten ooit naar de markt komen. Samengevat is de focus gedefinieerd als Randstad en de as A2.

Naast de strategie heeft OVG een bepaalde visie op hoe het bedrijf beleggingen wilt doen. OVG zal bijvoorbeeld nooit een droge belegging kopen. Er wordt een meer value added/opportunistische beleggingsstijl gehanteerd met de daarbij horende returns in tegenstelling tot een core belegger die een bepaald rendement wil halen en het maar moet doen met de locatie, het gebouw en de huurders die daarin zitten. Het proces is totaal dus markt gedreven, gebouw specifiek gedreven en propositie gedreven. Vervolgens wordt er gekeken als een pand ergens te koop staat wat binnen de doelstellingen valt.

‘Je hebt de markt en daarover heen leg je je eigen strategie. Als een soort filter kijk je daar wat komt daar doorheen. Er zijn periodes dat daar heel veel doorheen komt en er zijn periodes dat er heel weinig doorheen komt.’

Besliscriteria & methodes

Belangrijke besliscriteria zijn locatie, het gebouw zelf en de aankoopsom. Daarnaast moet het mogelijk zijn om waarde te kunnen toevoegen door ofwel een complete renovatie of een gedeelte verhuurrisico dat het bedrijf neemt. Daarbij is het belangrijk dat de visie van OVG, het aanbieden van de technologie en services, toepast kan worden op het gebouw. Hierbij ligt de focus op het welzijn van de gebruiker (well-being). *‘We hebben het idee dat het co-working gedeelte, de services, de faciliteiten en het gebruik van big data in de bediening van je klant, centraal komt te staan’.* Ook de duurzaamheidsfactor is onderdeel van het DNA van OVG en dus ook onderdeel van de gebouwen.

OVG heeft een bepaalde visie op de markt en een bepaalde strategie. Binnen die strategie wordt er gekeken of panden wel of niet voldoen. In het algemeen moet het bedrijf een goed gevoel hebben dat ze bij het pand huurders kunnen vinden die voor een bepaalde prijs in het gebouw willen stappen.

De methodes die worden toegepast om een gebouw te waarderen is voornamelijk een taxatie. Dit kan op verschillende manieren worden uitgevoerd. De eerste wordt een soort hardcore top slice methode genoemd en de tweede manier is een Discounted Cash Flow methode (DCF). De DCF methode is wat specifiek en wat nauwkeuriger. In de hardcore top slice worden een aantal variabelen verwerkt in de opbrengst (yield) oftewel in de kapitalisatie ratio. Meestal wordt dit gewoon in een spreadsheet programma gedaan of het zit verwerkt in standaard taxatie software. Uiteindelijk werkt het op dezelfde manier. Een gebouw wordt aangekocht met bijvoorbeeld een huurcontract. Dit gebouw met huurcontract wordt gewaardeerd en daarnaast wordt er een visie bepaald voor wanneer het huurcontract afloopt. Er wordt dus een visie geformuleerd op de aannames, wat wordt uitgezet in de tijd en wordt verdisconteerd. Dit alles wordt meegenomen in de onderbouwing van de investering.

Daarnaast wordt er een quick scan van het gebouw gemaakt om vervolgens een base case scenario te maken. Daarop kan er een bepaalde waardering gemaakt worden van het gebouw. In combinatie met een rendementseis wordt er naar zo’n casus gekeken. Op dit base case scenario worden verder nog gevoeligheidsanalyses gedaan om bandbreedtes te bepalen.

Veranderingen door de crisis

Doordat dit bedrijf zowel ontwikkeld als belegd kan het bedrijf door de gehele cycli heen opereren. Op ieder moment in de vastgoedcyclus is er geld te verdienen. Voor de crisis werd er niet belegd. In een tijd dat de markt omhoog gaat heeft het heel veel zin om zelf te ontwikkelen en product toe te voegen. Dit komt omdat er op dat moment heel veel vraag naar nieuwbouw is en omdat de beleggers bereid zijn lage yields te betalen voor nieuwbouw. Gedurende de crisis, is er een periode dat panden redelijk goedkoop zijn, dus kunnen er bepaalde portefeuilles worden gekocht. Momenteel trekt de markt weer aan en is het dus weer aantrekkelijker om te ontwikkelen. De beleggingsproposities door de cyclus heen veranderen en dat resulteert er ook in dat OVG momenteel niet koopt. Dit komt ook door de schaarste aan beleggingsproduct. Het is te zien dat bedrijven de strategie gaan verschuiven al gebeurt dit minder dan tijdens de hausse periode voorafgaand aan de financiële crisis. Wat er toen gebeurt is, was dat mensen een strategie hadden. Vervolgens geen product kon vinden en daarom maar hun strategie gingen opschuiven. Dit gebeurt dus minder, maar men is bijvoorbeeld nog wel bereid om nieuwbouwwontwikkelingen in een vroeg stadium te kopen. Zo lang de ontwikkeling al aan een huurder verhuurd is, is men bereid het ontwikkelrisico te nemen, omdat men anders überhaupt niet aan product komt.

Daarnaast is er veranderd dat er veel meer eigen vermogen beschikbaar is. Dit resulteert erin dat er minder vreemd vermogen wordt gebruikt. Hierdoor zijn de financieringsrentes lager. De heer Pereboom zijn gevoel is, is dat de markt toch wel iets geleerd heeft van de crisis. *'Ik denk dat ook op het moment dat we nu weer naar beneden zouden gaan, dat het een stuk minder heftige schok zou zijn'.*

Daarbij gaan de regio's niet zo hard omhoog als bij de vorige crisis. Er is een hele sterke focus op concentratie, consolidatie en daar tegenover polarisatie.

Door de crisis heeft de vastgoedmarkt een enorme professionaliseringsslag gemaakt. Tijdens de aflopen crisis was het de eerste keer dat buitenlandse private equity partijen in de markt zijn gestapt. Dit heeft de Nederlandse markt veranderd door te gaan werken met een heleboel analyses. Grote buitenlandse financiële partijen kijken anders naar de markt. De investeringsanalyses en de onderbouwing van de beslissing worden een stuk grondiger gedaan dan hoe vroeger Nederlandse partijen het deden op de achterkant van de sigarenkist.

INTERVIEW 8. PROPERTIZE

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Propertize is een bedrijf gericht op private equity. Het is het asset management platform voor de Benelux van Lone Star Funds. De fondsen beleggen in onroerend goed met afwijkende risicoperceptie en (her) ontwikkeling, renovatie en land. Er wordt geïnvesteerd in kantoren, woningen, winkels, industriële en logistieke, hotels en recreatie, gezondheidszorg, en seniorenwoning en studentenwoningen. Het interview is gehouden met Hans Copier, de CEO van Propertize.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

In het begin was Propertize een staats gehouden bank. Het bedrijf was voornamelijk bezig met de bestaande portefeuille i.p.v. uitbreiding, dus er werden geen nieuwe investeringen gedaan. Het bedrijf focust zich op private equity. Dat betekent dat ze een hoog rendement nodig hebben op het eigen vermogen. De idee van private equity is aankopen en verkopen op korte termijn, het liefst met meerwaarde door het creëren van waarde toevoeging. *'In private equity eet het rendement de waarde weg. Kan je het niet lang houden.'*

De kern van private equity is dat er geen strategie is. Er wordt alleen gekeken naar mogelijkheden op de markt. Dit gebeurt wel op wereldwijde schaal, dus er wordt niet alleen op Nederland gefocust. Propertize is onderdeel van een groter fonds en richt zich zelf wel voornamelijk op de Benelux. Aangezien de Belgische en Luxemburgse markt redelijk gesloten zijn, is het bedrijf momenteel voornamelijk actief in de Nederlandse markt. Bij private equity gaat het om het behalen van rendement. Dit kan alleen bereikt worden door goed te inkopen op het juiste moment (timing play), groot in te kopen of gedeeltelijk risico lopen.

Beslisriteria & methodes

Uiteraard wordt er gekeken naar de waarde van het pand. Hiervoor wordt meestal taxatie gebruikt, maar er wordt gestreefd naar een economische waardebeoordeling van het gebouw. Wat is het altijd waard? Er wordt gekeken of er meer upside potentiaal of downside risico's in een pand zit. Dit wordt omgezet naar scores en dat wordt dan gemodelleerd. Er wordt zoveel gerekend als er kan, maar het blijft er ook om gaan wat het bedrijf verwacht. Deels kunnen er factoren worden berekend, maar zeker niet alles. Tot ongeveer 90-95% kunnen aspecten worden geobjectiveerd. *'Het onderbuikgevoel gaat steeds meer weg, maar hiervoor moet je wel eigen kennis en mening hebben over de producten.'*

Daarnaast worden er relatieve concurrentie berekeningen gemaakt. Ook worden er scenario analyses gedaan om bijvoorbeeld het risico ongeveer te bepalen. Het risico helemaal precies bepalen is niet mogelijk. Er ontstaan geen absolute waarden, alleen bandbreedtes. *'Als die bandbreedte te breed wordt, dan is het gewoon een te speculatief risico. Waar je heel erg op let, is of het binaire posities zijn. Of het niet de dood of de gladiolen is.'*

Het belangrijkste criteria blijft toch wel de rendementseis. Dit is een dwingende voor het bedrijf. Daarnaast zijn locatie en bereikbaarheid vooral met openbaar vervoer altijd belangrijke criteria. Het gebouw moet dichtbij belangrijke stations knooppunten liggen. Duurzaamheid is momenteel nog niet beslissend, maar het komt wel steeds meer op vanuit de huurders als eis. De huurders worden uiteindelijk de beslissende factor. *'Uiteindelijk bepaalt de medewerker waar het bedrijf komt. Een goede locatie kan weer nieuw personeel trekken. Als medewerkers zeggen dat ze in een duurzaam gebouw willen zitten, zullen de gebouwen duurzamer moeten worden.'*

Veranderingen door de crisis

In de laatste tijden van de crisis ging het meer om productie draaien. Het maakte niet eens uit of het een kwalitatief goed product was. Alleen als er geen vraag is naar dat product, blijft iemand uiteindelijk met het gebouw zitten, dus het bedrijf moet ervoor zorgen dat ze niet de laatste eigenaar zijn.

Er wordt nog steeds heel weinig de totale vraag en het totale aanbod meegenomen in investeringsbeslissingen. Er wordt nog steeds vaak gekeken op object niveau. Daardoor gebeurt het nog steeds dat er wordt geproduceerd voor een niet bestaande vraag. Ook nu ontstaat er weer een grote druk op nieuw product, terwijl de markt niet heel hard is toegenomen. De vraag naar kwaliteit daarin tegen neemt wel toe. Dat kan zorgen voor druk op de markt. Kwaliteitsnieuwbouw is dan ook prima, maar er is geen capaciteitsnieuwbouw nodig. De overheid had bijvoorbeeld moeten tegenhouden dat iedere kleine gemeente een eigen kantorenpark heeft, want er is geen vraag naar. Beleggers spelen hierin ook een rol. *‘Beleggers zouden moeten denken op lange termijn. Zolang er beleggers zijn die dat opkopen, dan heeft de ontwikkelaar gelijk. De beleggers moeten dan niet piepen.’* Maar de vraag naar kwaliteit neemt dus toe. Als investeerder wordt er ook altijd gezocht naar kwaliteit, aangezien je nooit afhankelijk wilt zijn van dat ene contract.

Verder is de financierbaarheid veranderd. Er wordt meer gefinancierd met eigen vermogen. Het ging vroeger tot 90% financiering met vreemd vermogen. Dat is nu niet meer. Er zit nu een dubbele bescherming op. Een omdat er veel meer eigen vermogen beschikbaar is en twee wordt het onderzoek gedegener en het risico daardoor beter ingeschat. Verder blijft de vastgoedmarkt erg opportunistisch. *‘De vastgoedmarkt heeft een geheugen van een goudvis. De crisis heeft niet bestaan. Dat is vandaag al.’*

INTERVIEW 9. RIJKSVASTGOEDBEDRIJF

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Het Rijksvastgoedbedrijf is de vastgoedorganisatie van en voor de Rijksoverheid en is onderdeel van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. Het bedrijf is verantwoordelijk voor het beheer en de instandhouding van de grootste en meest diverse vastgoedportefeuille van Nederland. Het gesprek was met Rutger de Gier van de directie van het Rijksvastgoedbedrijf.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

Het Rijksvastgoedbedrijf beheert en ontwikkelt kantorenpanden. Over het algemeen neemt het Rijksvastgoedbedrijf zelf de investeringsbeslissingen. Eigenlijk voor alle huisvesting, behalve van de ministeries zelf. Dat kan soms zo persoonlijk worden, dat dit in de ministerraad wordt besloten. Het Rijksvastgoedbedrijf heeft dan alleen een adviserende rol.

Grote investeringen (vanaf 25 miljoen) lopen via publieke private samenwerkingen. Momenteel worden er geen nieuwe kantoren ontwikkeld. Twee jaar na het ontstaan van de crisis, 2010, stond er zoveel leeg, dat het absurd was om nog gebouwen nieuw te bouwen. Het huidige kabinet heeft er daarom voor gekozen zo min mogelijk nieuw te bouwen, dus zoveel mogelijk her te ontwikkelen binnen het Rijksvastgoed. Grote investeringen zijn vaak marktontwikkelingen waarbij de prestatiespecificaties worden geformuleerd.

Het Rijksvastgoedbedrijf is bezig met het bereiken van een optimale portefeuille. Het bedrijf heeft het streven om te concentreren in provincie hoofdsteden en nog wat anderen steden, zodat er meer uitwisselingsmogelijkheden zijn tussen diensten. Het beleid is om te vestigen in de buurt van de stations.

Besliscriteria & methodes

De focus van het Rijksvastgoedbedrijf is dus concentratie en optimalisatie van het portfolio. Hierbij spelen locatiefactoren een belangrijke rol. Bij concentratie is de bereikbaarheid met OV belangrijk. De locaties liggen meestal binnenstedelijk en waardoor er ook een aantrekkelijk vestigingsklimaat is. Naast het bereikbaarheidsargument en aantrekkelijk werkgeverschap, spelen ook maatschappelijke factoren een rol. Een ontwikkeling kan namelijk een impuls zijn voor de stad. *'Als ik kijk naar de Kop van Zuid in Rotterdam. Die hele ontwikkeling is mogelijk gemaakt, omdat wij met ons Belastingkantoor en een rechtbank daar ging zitten.'* Daarnaast wordt er ook gekeken naar bijvoorbeeld stedelijke landbouw in kantoren of naar de huisvesting van asielzoekers in oude Rijksgebouwen.

Uiteindelijk gaat het toch om het leveren van huisvesting. De gebruikers spelen daarbij een centrale rol. Aan de ene kant willen ze hun grond optimaal bezetten om gebouwen leeg te spelen en te kunnen verkopen. Aan de andere kant betekent dat dat verhuishbewegingen toenemen. Dat kan leiden tot belangenverstrengeling. Een gebouw moet ook geschikt zijn om zijn primaire proces uit te kunnen voeren. Daarvoor kijkt het Rijksvastgoedbedrijf ook naar technische aspecten. *'Wat je natuurlijk heel veel ziet bij de oudere gebouwen is een vrij ondiepe stramien maat, wat heel onhandig is bij het flexibiliseren.'* Bij het intensiveren speelt ook mee dat de vrijgekomen kantoorruimte eigenlijk niet aan de markt verhuurd mag worden. Dat betekent dat er geen miljoen wordt geïnvesteerd om het gebouw flexibel te maken, zodat de bovenverdieping afgesloten kan worden om daar voortdurend verlies op te leiden.

Naast functionele eisen spelen ook energiedoelstellingen een rol. Qua energiebeleid probeert het bedrijf altijd zeer vooruitstrevend te zijn. *'Als je nu energieneutraliteit kan inbouwen, vertaalt zich dat naar een toekomstwaarde, dus heel zinnig om te doen.'* Daarnaast spelen ook veiligheidseisen een rol. Uit gevoel van onveiligheid door terrorisme, is er een streng veiligheidsbeleid voor sommige panden. Dit kan soms veel geld kosten, dus de beslissing of het noodzakelijk is moet wel helder worden gemaakt. Er bestaat een soort discrepantie is tussen budget en veiligheidsgevoel. Daarbij moeten alle veranderingen in vraag worden verwerkt in de gebouwen. Er bestaat dan altijd de afweging om één gebouw optimaal te maken en de rest te laten of alle gebouw een klein stapje te verbeteren.

Om de juiste beslissing te maken wordt er een business case model gebruikt, wat eigenlijk neer komt op een vergelijking van kasstromen. Een DCF over 10 of 20 jaar. Financiële situaties worden via scenario's doorberekend. Hierin wordt voornamelijk gekeken wat de goedkoopste oplossing is. Maar daarbij wordt er goed gekeken naar welke optie het primair proces het beste dient.

Veranderingen door de crisis

Eigenlijk niet ten gevolgen van de crisis, maar ten gevolgen van de algemene ideeën over ruimtegebruik, is het ontstaan van intensiever ruimtegebruik. Het ontstaan het nieuwe werken, flex werken en het vrijer indeelbaar zijn en het ontstaan van multi-tenant gebouwen. Dit is eigenlijk ook de grootste verandering voor het Rijksvastgoedbedrijf. De intensivering heeft er toe geleid dat het bedrijf in het kantorenmasterplan voor de huisvesting van 2,8 miljoen m² naar 1,6 miljoen m² zijn gegaan. Dit is overigens alleen mogelijk als wanneer er blijvend wordt geïnvesteerd in het huidige portfolio. Er wordt momenteel niks nieuwgebouwd. Rijkskantoren worden allemaal naar multi-tenant gebouwen omgebouwd voor gemeenschappelijk gebruik. Vroeger had een Rijksdienst allemaal zijn eigen gebouwen. Dat is over. Door het gebruik te intensiveren kan er afscheid worden genomen van de oude voorraad.

Persoonlijk kijkt deze persoon genuanceerder naar de uitkomsten van de business cases. *‘Er werd altijd wel heel erg nauwkeurig gekeken naar de NCW berekeningen. Die zouden niet per se doorslaggevend moet zijn.’* De kwalitatieve argumenten zijn nu belangrijker. *‘Dat is toch wel deels een nieuw besef, want daarvoor legde je de opties naast elkaar en dan kwam er een als het gunstigste eruit, terwijl het verschil misschien 2% was.’*

Wat ook wel duidelijk anders is als gevolg van de intensivering van het ruimtegebruik is de afname van een flexibele schil die het bedrijf huurde op de markt. Er wordt geconcentreerd op de eigendomspannen en daardoor minder van de markt afgenomen. Dit komt omdat het Rijksvastgoedbedrijf zelf een bijna onvervreemde eigendomsvoorraad heeft. Neem bijvoorbeeld de ministeriekernen van 60.000 m² of groter. De panden zijn eigenlijk altijd te groot voor de markt en daarbij zijn de panden beeldbepalend, waardoor het bedrijfsleven er niet in wilt. Er wordt ook gefocust op de eigendomspannen, omdat eigendom eigenlijk het meest flexibele is, aangezien het altijd verkocht kan worden. Van een huurcontract of een PPS contract afkomen is veel moeilijker. Daarbij is het zijn van eigenaar toch altijd wel goedkoper dan huren. *‘Halen we dezelfde kwaliteit uit de markt, dan is het duidelijk duurder. En zijn we even duur, dan hebben we meer kwaliteit.’* Dit komt omdat het bedrijf geen winstdoelstelling heeft en omdat ze de goedkoopste financier van het land hebben. *‘We financieren onze voorraad voor 0,5%. Een ontwikkelaar die iets uit de markt moet halen zit toch echt niet onder de 6%.’*

INTERVIEW 10. SYNTRUS ACHMEA

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Syntrus Achmea is een institutionele belegger met een totale beleggingsportefeuille van ruim € 15 miljard en daarmee is het bedrijf één van de grootste vastgoedbeleggers in Nederland. Hiervan is het kantorenfonds ongeveer 200 miljoen en er zitten 9 objecten in, maar de wens is om daarin nog te groeien. De geïnterviewde is Onno Hoff, de director fundmanagement vastgoed.

BEVINDINGEN

Investeringsbesluitvormingsproces

Een investeringsproces begint altijd bij de strategie. Syntrus Achmea heeft de keuze gemaakt om te focussen op de 4 grote steden. Binnen die G4 zijn voor elke stad locaties vastgelegd waar het bedrijf graag panden wilt hebben. In het maken van een investeringsbeslissing gaat het ten eerste om de strategie, dan de locatie, dan de microlocatie en uiteindelijk wordt er afgedaald naar objectniveau.

De strategie wordt vertaald in een portefeuilleplan, wat één jaar vooruit kijkt. Hierin wordt bepaald wat het bedrijf het komende jaar gaan doen met de doelen voor volgend jaar in het achterhoofd.

Besliscriteria & methodes

Bij kantoren wordt er het meest gekeken naar kasstromen. Risico en rendement worden tegen elkaar afgewogen. Daarbij wordt er gekeken naar de kwaliteit van de huurder, de looptijd van het huurcontract en vraagprijs van de koper. *‘Of het pand verhuurd is of niet bepaalt toch voor het grootste gedeelte de waarde.’* Naast de vraagprijs van de koper, formuleert het bedrijf ook eigen waarde. Daarbij wordt het pand ook getaxeerd door een externe taxateur. Die informatie wordt onder andere gebruikt in een eigen rekenmodel. Dit is eigenlijk gewoon een DCF met kasstromen voor de komende jaren. Het systeem Return wordt hiervoor gebruikt. Uit dit programma komt uiteindelijk een looptijd rendement wat vergeleken wordt met de looptijd rendementseis op portefeuilleniveau.

In samenwerking met de afdeling research worden alle marktontwikkelingen in de gaten gehouden. Hiervoor worden outlooks geschreven die meegenomen kunnen worden in het investeringsbesluitvormingsproces. Beslissing worden altijd genomen door te kijken wat het effect is van het object op de totale portefeuille. In het portefeuilleplan hanteert het bedrijf een bepaald risico-rendementsprofiel. Op de gehele portefeuille wordt ieder jaar een hold sell analyse gedaan. Dat bepaalt welke objecten er onder de rendementscijfers vallen en welke onder de risicocijfers. Deze objecten worden ingedeeld in vier kwadranten. Kwadrant 1: Gaat prima, dus door exploiteren. Kwadrant 2: risico is goed, maar rendementsprofiel voldoet niet. Daarvoor wordt er gekeken wat er gedaan kan worden om dit rendementsprofiel wel te behalen. Bij de andere twee kwadranten voldoet het risico niet. Dat zijn de objecten, die Syntrus goed in de gaten moet houden of waarvan het bedrijf afscheid van moeten nemen. Op zo'n manier worden objecten in kaart gebracht. Objecten worden ook gecombineerd met verschillende scenario's om de mogelijkheden in de toekomst te bepalen. Scenario's worden verwerkt in het programma Result. Hiermee kan effect worden berekend op de gehele portefeuille. Ook worden er gevoeligheidsanalyses gedaan. Het risico van een object wordt bepaald door 15-20 criteria te laten wegen om een uiteindelijke score te bepalen. Deze criteria zijn verdeeld tussen markt, locatie, object niveau en duurzaamheid. Scores worden zo objectief mogelijk bepaald door marktonderzoek. Het geven van scores is ook een manier om gesprekken over het object op gang te brengen. Waarom is iets een 3? Uiteindelijk zijn de belangrijkste criteria toch financieel gedreven. Naar duurzaamheid wordt ook wel gekeken, omdat aandeelhouders dat belangrijk vinden.

Veranderingen door de crisis

Er is echt een duidelijk verschil tussen de kantorenmarkt van voor de crisis en de kantorenmarkt van tijdens en na de crisis. In de crisis zijn veel beleggers allemaal hard geraakt. Zowel de fondsen als de particulieren beleggers zijn beide hard geraakt. Er zijn jaren geweest dat er overal kantoren neergezet zijn, waarvan sommige op risico. Dat is nu niet meer. Nu worden er niet zo maar heel veel kantoren gebouwd. *'Sommige beleggers hebben kantoren in hun portefeuille waar ze nooit meer vanaf komen. Ze staan op de verkeerde plek, zoals uitleggebieden, waar niemand meer wilt zitten. En ja, dat is gewoon niks meer waard.'* Nu worden er veel kantoren getransformeerd naar woningen om de leegstand op te lossen. Maar er blijven ook altijd veel kantoren die gewoon gesloopt moeten worden. Daar moet iemand een keer zijn verlies op nemen. Omdat de vraag naar kantoren minder is en beleggers nog steeds op zoek zijn naar rendement, vind er ook een verplaatsing plaats naar het woningsegment.

Bedrijven zijn ook veel scherper geworden in hun strategie. In het verleden hielden partijen die zich niet zo vast aan een strategie. Tegenwoordig moeten objecten echt voldoen aan de strategie en op de goede plek liggen, wil Syntrus Achmea nog investeren. De beslissingen moeten namelijk uitlegbaar zijn. Hier alleen aan een investeringscommissie, maar ook tegenover hun klanten. Bij institutionele beleggers is vaak terug te zien dat beslissingen om panden te verkopen en verlies te lijden veel meer voor zich uit geschoven wordt. Beursgenoteerde bedrijven pakken sneller door. Daarom is het belangrijk om als bedrijf een onderscheidende strategie te hebben en deze ook echt uit te voeren. Bedrijven zijn hierin scherper op geworden, hebben andere mensen binnen gehaald, afscheid genomen van mensen en besluitvormingsprocessen zijn veranderd, zodat er sneller gereageerd kan worden op marktveranderingen.

Het model denken is ook veranderd. *'In het verleden deden we dat niet, kon het ook niet, want je had de tools er nog niet voor. Dus toen zat je alles in Excel te doen. Dan was je blij als je op object niveau een doorrekening kon maken.'* Ook komt het actief asset management steeds meer terug bij partijen.

Ook de vraag in kantoorpanden zelf verandert. Ondanks dat mensen steeds meer gaan thuiswerken, blijft het kantoor toch een ontmoetingsplek. Het komt steeds vaker voor dat bedrijven nog maar één hoofdkantoor hebben en daarbij nog wat kleinere flexkantoren. Dit resulteert er ook in dat gebouwen steeds meer geschikt worden voor multi tenant. Alleen de grote corporate bedrijven willen nog hun eigen (singel tenant) pand. Het liefst wil het bedrijf ook huurders bij elkaar zetten die samen kunnen werken, zodat er een sociale smeltkroes ontstaat. Het gaat namelijk steeds meer om belevingswaarde van een kantoorpand. Hierbij spelen ook de faciliteiten een belangrijke rol.

Een andere verandering door de crisis is het verscherpte toezicht. *‘De Nederlandse bank en AFM die kijken allemaal over onze schouder met ons mee. Dus wij komen er ook niet meer mee weg om zomaar wat op papier te zetten of een beslissing niet te onderbouwen.’* De verantwoordelijkheid is bij de bedrijven toegenomen. *‘Je bent er een hoop tijd aan kwijt, maar het heeft er wel toe geleid dat we veel meer stilstaan bij de risico’s.’*

INTERVIEW 11. ZADELHOFF

OMSCHRIJVING BEDRIJF

Zadelhoff is de beleggingsholding van Cor van Zadelhoff. Het bedrijf ontwikkelt en beheert panden. De exploitatieportefeuille bevat ongeveer 40 middelgrote kantoorgebouwen en bedrijfsruimten op goede locaties, voornamelijk in West Nederland. Daarnaast bezit Zadelhoff ook woningen en diverse bijzondere objecten. De ontwikkelingsportefeuille bestaat thans uit twee grote projecten aan de Zuid-as in Amsterdam (Noma House / Gershwin Brothers), enkele kleinere (her)ontwikkelingen en diverse grondposities. In zowel de exploitatie- als ontwikkelingsportefeuille investeert ze op eigen kracht, maar ook via samenwerkingsbanden.

Zadelhoff onderscheidt zich door een lange termijn horizon, langdurige en intensieve relaties met huurders, partners en adviseurs, door een financiële stabiliteit met relatief weinig vreemd vermogen en zijn in staat snel beslissingen te nemen (Zadelhoff, n.d.). Het interview is gehouden met Maarten Feilzer, de algemeen directeur van Zadelhoff.

BEVINDINGEN

Financieringsbesluitvormingsproces, methodes & beslisriteria

Zadelhoff investeert voornamelijk in kantoorprojecten in Amsterdam. Het bedrijf ziet zich meer als een ondernemer dan een belegger. Een ondernemer focust en een belegger die spreidt. Hiervoor moet er veel kennis in huis zijn over de markt. De visie en strategie van het bedrijf is daarom aangepast. Voor de crisis belegde het toen nog genaamde Brouwershoff in van alles wat. Na de crisis moest de strategie eenvoudiger worden en is er voor gekozen om volledig op Amsterdam te focussen. Hiervoor zijn objecten in het buitenland verkocht. Hetzelfde geldt voor woningen die nog in het bezit waren over heel Nederland. Inmiddels is Zadelhoff hier 8 jaar mee bezig, zodat de focus ook echt op kantoorpanden in Amsterdam komt te liggen. De focus voor Amsterdam is gekozen, omdat de Amsterdamse markt met de beste locaties het beste blijft presteren in mindere tijden. Aangezien men steeds minder vierkante meter kantoorruimte nodig heeft per persoon, neemt landelijk de vraag naar kantoorruimte af. Daarbij gaat een kantoor gaat ook niet eeuwig mee. Na 20-25 jaar is het noodzakelijk om een kantoor te upgraden. Dat is alleen zinvol als het kantoor op een goede plek ligt.

Momenteel heeft Zadelhoff een portefeuille van 300 miljoen. Nieuwe investeringen liggen vaak tussen de 10-20 miljoen. Het bedrijf doet één a twee per jaar zo'n transactie. Uiteraard moet er af en toe ook wat verkocht worden, anders is het geld snel op. Het investeringsproces begint met een mogelijkheid. Veel investeringen worden zelf aangeboden. Heel af en toe gebeurt het dat het bedrijf zelf een eigenaar benadert om een object te kopen. In gedachte worden er continue keuzes gemaakt tussen meerdere panden. *'Als je het een gaat doen, dan kan je niet ook het andere doen. Dus je bent altijd keuzes aan het maken.'* Aspecten die de keuze beïnvloeden zijn de investeringssom en de kans op het binnen halen van de transactie. Hoewel de focus ligt op Amsterdam, zijn panden ook niet altijd te vergelijken, aangezien het soms hele andere beleggingen zijn. Belangrijk voor Zadelhoff is in ieder geval dat het object staat op eigen grond (geen erfpacht). Door de erfpacht is het niet waard om het gebouw te verbeteren. Indien er een verdieping bovenop wordt gezet, moet er extra geld worden betaald aan de gemeente. Het moet mogelijk zijn om de sloopkosten/renovatie terug te verdienen. Dat zorgt voor de stadsontwikkeling. Verder kijkt het bedrijf naar wat voor extra waarde (upside) nog in het gebouw zit. Zadelhoff zoekt panden waar ze zelf nog waarde kunnen toevoegen of waar heel weinig risico in zit. Een les van de crisis is ook om te kijken hoe gemakkelijk er uit een project gestapt kan worden. Daar wordt nu meer naar gekeken.

Structurele trends, zoals dat de algemene vraag naar kantoorruimte afneemt, worden wel mee genomen in de investeringsbeslissing. Op de cyclus beleggen wordt eigenlijk niet gedaan. Lange termijn demografische factoren worden wel meegenomen. Momenteel is er een enorme trek naar stad, maar de heer Feilzer verwacht dit ook weer gaat draaien. Aangezien het nu makkelijker is om op afstand te kunnen werken door virtual reality en zelfrijdende auto's. Ook externe factoren als oorlogen en politieke onzekerheid spelen soms een rol op korte termijn, maar op lange termijn eigenlijk totaal niet. Sommige aspecten kunnen er net voor zorgen dat een crisis drie maanden eerder begint. Omdat dit op lange termijn weinig effect heeft, wordt daar in de huidige investeringsbeslissingen niet per se rekening mee gehouden. Er wordt momenteel gekeken op een termijn van maximaal tien jaar.

Zadelhoff beoordeelt investeringsbeslissingen voornamelijk financieel, maar ook wel heel erg op emotie. *'Het is net als een huis of een auto kiezen. Het is toch een heel persoonlijk iets. Mensen willen niet in een lelijk gebouw zitten. Een oud gebouw met een leuk charme is prima, maar een jaren 80 gebouw is nu niet te verhuren. Je moet ook wel naar kwaliteit kijken.'* Daarnaast wordt er gekeken wat er nog van te maken is. In het algemeen heeft het bedrijf meer een passie voor bestaande bouw, dan voor nieuwbouw. Heel af en toe wordt er wel gekozen voor nieuwbouw. Bijvoorbeeld bij Bijlmerbajes. *'Dat moet gewoon plat, want dat is een historische fout geweest.'* In veel beslissingen speelt emotie een belangrijke rol. *'Je kunt heel rationeel naar gebouwen kijken en naar criteria, en dan wordt je verliefd op het gebouw dat daar totaal niet aan voldoet.'*

Alle andere aspecten zijn ook heel subjectief. Zelfs naar een rendement kan niet echt worden gekeken, aangezien ontwikkelaars zoveel incentives en dat soort dingen geven, dat er eigenlijk helemaal geen echte huurniveaus bestaan in Nederland. Daarom is het beter om bijvoorbeeld te kijken naar de waarde/m². Dit bepaalt de marktprijs en daar moet altijd goed naar gekeken worden.

De belangrijke beslisriteria voor Zadelhoff zijn de investeringssom, de locatie, bijzonderheid/aanspreekbaarheid en of het eigen grond is. Natuurlijk wordt er ook wel naar het rendement gekeken, want er moet wel iets aan verdiend kunnen worden. Daarnaast moet het bedrijf er een beetje zin in hebben en blijft het gaan om kansen. *'Soms heb je net iets ingekocht en dan komt er de volgende dag is leukers langs, maar ja dan heb je het al gedaan. Dus je bent per definitie met compromissen bezig.'*

Veranderingen door de crisis

Afgelopen jaren is er veel veranderd door de crisis. In een crisis moet er meer rekening gehouden worden met de financiering. *'Je moet nooit zoveel financiering aantrekken, dat je daardoor in de problemen komt.'* Zadelhoff heeft hier altijd goed opgelet en zijn altijd terughoudend geweest in financieren met vreemd vermogen. Ondanks dat is het bedrijf nu nog voorzichtiger met de financiering van investeringen. Zadelhoff is zich er continue van bewust dat er ooit weer een dip in de markt komt, een nieuwe crisis. Het probleem daarbij is dat een crisis nooit alleen komt, dan gaat alles tegelijkertijd fout. Dan zijn er en geen kopers, geen financiering en de waarde daalt. Dit 'worst case' scenario moeten ze als bedrijf wel kunnen overleven. Om dit te testen worden scenario analyses gemaakt om te kijken wat het effect is. Er wordt eerst een 'base case' scenario gevormd aan de hand van kasstromen. Daarna worden er een aantal risico factoren bepaald en wordt er gekeken naar het effect van deze risico's op de kasstromen. Dit is een liquiditeitsvoorspelling. Mensen gaan failliet aan liquiditeit en niet aan vermogen. Daarnaast is Zadelhoff projecten ook langer gaan financieren. *'Vroeger kocht je een gebouw voor de eeuwigheid en zat de huurder er in voor tien jaar, maar de financiering van de bank ging per vijf jaar en dat werd dan steeds verlengd. In de crisis verlengde de banken het opeens niet meer. Bankten tonen zich dan onbetrouwbaar in de crisis. Voordat een bank pijn heeft, is de belegger al alles kwijt. Daarnaast betalen beleggers een soort verzekering in het risico premie, maar als je van die verzekering gebruik wilt maken, dan trekt de bank zich terug.'* Daardoor werkt Zadelhoff ook niet meer samen met Nederlandse banken. Duitse banken werken met pandbrieven, die meer op lange termijn is. Daarbij zijn Duitse banken zeker twee keer zo goedkoop.

Onbewust worden de investeringsbeslissingen wel anders genomen als er een crisis is geweest. Het beslissingsproces gaat nu toch iets voorzichtiger, aangezien het bedrijf heeft gezien wat de crisis bij andere beleggers heeft gedaan. De onbezonnenheid is er vanaf. Ook de besliscriteria zijn wat veranderd, maar het is niet zeker of dit door de crisis komt of dat de aard van het bedrijf veranderd is. Naast dat de strategie is veranderd, wordt er meer gekeken of het echt vastgoed is. Daarbij is de alternatieve aanwendbaarheid belangrijker geworden. Het object moet mogelijk zijn voor transformatie indien het niet meer voldoet aan de huidige functie. Er wordt nu meer naar de functionaliteit van het pand en de technische staat gekeken. Dit kan ook de mogelijkheid zijn voor sloop-nieuwbouw, wat eigenlijk de ultieme flexibiliteit is. Hiervoor moeten panden wel echt op de goede plek staan.

De onderbouwing van de investeringsbeslissing is redelijk hetzelfde gebleven. De heer Fleizer gelooft niet echt in grote onderbouwingsdocumenten, aangezien je dan juist het grotere plaatje niet meer ziet. *'Het is een beetje gevaarlijk. Het is denken in piramide. Als je redenering in de top fout gaat, dan kan je daarna nog wel 90 pagina's schrijven, maar dat heeft dan ook geen zin.'* Natuurlijk moet het bedrijf de investeringsbeslissing kunnen uitleggen aan de raad van commissarissen. Alleen alle risico's analyseren en ondervangen kan niet. Dan zou er nooit iets gekocht worden, dus dat zou slecht zijn voor het ondernemerschap.

DATA INTERPRETATIE

Om de betekenis te bepalen van de data uit de elf interviews, wordt er een interpretatie geven van de uitkomsten. Hierbij worden de interviews met elkaar vergeleken om onderlinge verbanden te kunnen constateren. De uitkomsten worden aan de hand van extra literatuur verder besproken.

BESCHRIJVING VAN HET INVESTERINGSBESLUITVORMINGSPROCES EN DE METHODES

Stappen investeringsproces	<i>Afbeelding 10. Investeringsproces in stappen. Eigen illustratie</i> Het investeringsbesluitvormingsproces bij de geïnterviewde bedrijven komt op grote vlakken overeen met het investeringsproces beschreven in het boek <i>Strategisch inzet van vastgoed</i> (van Driel & van Zuijlen, 2016). De eerste stap is het formuleren van een strategie. Daarin wordt vaak de focus bepaald qua type vastgoed, beleggingsstijl, maar ook de gewenste locatie en andere eisen waar de investering aan moet voldoen. De strategie die vaak voor lange termijn wordt opgesteld, wordt verder vertaald naar een portefeuilleplan waarin de doelstelling van dat jaar beschreven staan. Vervolgens gaat het om een kans, een mogelijkheid tot investeren, die langskomt. Meestal komen proposities zelf terecht bij beleggers, maar in enkele gevallen zijn beleggers er zelf actief naar op zoek. Bij een mogelijke investering wordt er eerst gekeken of de investering past binnen de strategie van het bedrijf. Daarnaast wordt er vaak een quick scan gemaakt van het gebouw, de locatie en de omliggende markt. Hierbij wordt er gekeken naar de mogelijkheid om waarde toe te voegen in het gebouw, de huurprijzen, de leegstand in het gebied, groeimogelijkheden van de locatie, potentiële gebruikers, concurrentie/competitie etc. Naast dit onderzoek wordt er vaak een eerste taxatie gemaakt om de marktwaarde van het gebouw te bepalen. Op basis van al deze informatie wordt er een kasstroommodel of liquiditeitsvoorspelling gemaakt meestal over een periode van vijf tot tien jaar. De rendementseis, de IRR, is hierin een belangrijke factor. Op het model worden verder scenario- en gevoeligheidsanalyses uitgevoerd om de risico's te bepalen. Hierbij wordt er uitgegaan van een
Strategie Direct beleggingen/indirecte beleggingen Beursgenoteerd/niet-beursgenoteerd Segmentatie → risicoreductie Geëist rendement (BAR & IRR) Vastleggen maximale risico's	
Strategie vertalen naar doelstelling Vorming portefeuilleplan	
Mogelijk investering (kans)	
Acquisitievoorbereiding Marktonderzoek (intern & extern) Zoektocht naar een financier	
<u>Financiële haalbaarheid</u> Taxatie DCF methode of liquiditeitsvoorspelling BAR/NAR methode Cap rate methode → restwaarde bepaling	
<u>Scenario- en gevoeligheidsanalyses</u> Uitkomst financiële analyse vormt base case Risico factoren testen om worst case te bepalen	
<u>Diepgaander onderzoek</u> <u>Onderzoek naar locatie, gebouw en contract</u> Commercieel Technisch Juridisch Fiscaal	
<u>Ontwikkelingen</u> Economische factoren Politieke factoren Maatschappelijke factoren	
Voorstel met onderbouwing gaat naar de investeringscommissie	
Definitief besluit	

'base case' scenario waarop bepaalde risicofactoren worden getest om het 'worst case' scenario te bepalen. Mocht de uitkomst van deze studies positief zijn, volgt er een dieper onderzoek naar technische, fiscale en juridische aspecten. Alle informatie over het investeringsvoorstel wordt opgeschreven in een onderbouwingsdocument (underwriting). Binnen het bedrijf wordt dit document uitgebreid besproken en gaat het voorstel uiteindelijk naar de investeringscommissie. Deze commissie beslist of investering wordt gedaan of niet.

BELANGRIJKSTE BESLISCRIPTERIA

Om te onderzoeken wat de belangrijkste besliscriteria zijn in het investeringsproces van kantoorprojecten is de voorop gestelde lijst met criteria getest op de interviews. De resultaten van de benoemde criteria zijn hieronder weergegeven.

Criteria	APG	BouwInvest	Cairn	CBRE GI	ING	NSI
Markt						
Beleggingsom			X	X		
Beleggingshorizon	x		X	X	X	X
Geëist rendement	x	x	X	X	X	X
Huurprijs/m2	x	x	X	X	X	
Huursituatie			X	X	X	X
Kwaliteit huurstream	x	x	X	X	X	X
Kwaliteit huidige huurder					X	X
Locatie						
Geografische ligging	x	x	X	X	X	X
Bereikbaarheid auto		x	X			X
Beschikbare parkeerplekken		x				
Bereikbaarheid OV		x	X	X		X
Imago locatie	x			X		
Gebouw						
Technische staat gebouw	x		X	X		X
Functionele staat	x		X	X		X
Identiteit/imago	x	x			X	X
Services				X		X
Mogelijkheid tot waarde toevoeging			X	X	X	X
Duurzaamheid	x	x	X		X	

Criteria	OVG	Propertize	Rijksvastgoedbedrijf	Syntus Achmea	Zadelhoff
Markt					
Beleggingsom	x		X	X	X
Beleggingshorizon	x	x	X	X	X
Geëist rendement	x	x		X	X
Huurprijs/m2	x	x		X	
Huursituatie	x	x	X	X	
Kwaliteit huurstream	x	x		X	
Kwaliteit huidige huurder				X	
Locatie					
Geografische ligging	x	x	X	X	X
Bereikbaarheid auto		x		X	

Beschikbare parkeerplekken					
Bereikbaarheid OV	x	x	x		
Imago locatie					x
Gebouw					
Technische staat gebouw	x	x	x	x	x
Functionele staat	x	x	x	x	x
Identiteit/imago		x			x
Services	x		x		
Mogelijkheid tot waarde toevoeging	x	x			x
Duurzaamheid	x	x	x	x	

Tabel 16. Lijst criteria genoemd door bedrijven.

OVERIGE BELANGRIJKE FACTOREN

Naast de vooraf opgestelde lijst met criteria zijn er nog vele andere belangrijke factoren benoemd tijdens de interviews. De meest voorkomende criteria worden kort besproken.

MARKT CRITERIA

In de marktanalyse die gedaan wordt om een investeringsvoorstel te bepalen wordt er ook gekeken naar demografische en economische factoren van het gebied. Trends als de trek naar de stad is daar een goed voorbeeld van. Dit zorgt ervoor dat mensen niet alleen in de grote Randstad steden gaan wonen, maar ook daar willen werken. Voor beleggers is het belangrijk om te weten wat de populaire locaties zijn om kantoren aan te kopen. Daarnaast wordt er ook gekeken naar de werkgelegenheid en het opleidingsniveau in het gebied. Dit kan nieuwe bedrijven aantrekken om zich te vestigen in zo'n gebied. Dit heeft invloed op de vraag naar kantoorruimte. Hetzelfde geldt voor regionale economische groei. Als bedrijven groeien, ontstaat er meer vraag naar kantoorruimte. Om de vraag en aanbod in een gebied goed in de gaten te houden, wordt er ook gekeken naar de leegstand op de locatie. Daarnaast zijn ook de groeimogelijkheden op de locatie belangrijk om mogelijke concurrentie te bepalen.

Concurrentie om een huurder binnen te halen is niet de enige concurrentie waar beleggers mee te maken hebben. Er wordt bij een investering ook gekeken naar de kans om een transactie binnen te halen, dus de concurrentie tussen de beleggers.

Bij een investering wordt er altijd gekeken naar de marktwaaarde van een pand. Aangezien de markt nogal snel veranderd, is het ook verstandig om een intrinsieke of economische waarde te bepalen. Dit is de waarde die minder gevoelig is voor de markt en bepaalt wat het pand altijd waard is. Naast de huidige waarde wordt er gekeken naar de potentie van een pand. Is het aannemelijk dat het pand verder stijgt in waarde of wordt het pand waarschijnlijk minder waard gedurende de beleggingstermijn? (upside of downside risico).

Het laatste aspect dat belangrijk kan zijn geldt voornamelijk voor de vastgoedfinanciers en voor de beleggers die indirecte vastgoedbeleggingen hanteren. Hierbij is de kwaliteit van de partner/klant waarmee er wordt samengewerkt vaak net zo belangrijk als de kwaliteit van het vastgoed zelf. Het gaat hier om de betrokkenheid en de vastgoedkennis van de persoon.

LOCATIE CRITERIA

Andere locatiecriteria zijn niet alleen de bereikbaarheid met het OV, maar ook de loopafstand naar het dichtbij zijnde intercity station. Daarnaast is het belangrijk dat het gebouw staat op een locatie waar de massa zich bevindt. Dit betekent vaak dat het een gemengde leefomgeving moet zijn met een functiemix. Gebieden waar er zich 24/7 levendigheid bevindt.

Op kleiner schaalniveau is het belangrijk dat het gebouw op eigen grond staat. Vooral in de gemeente Amsterdam staan veel panden op grond van de gemeente. Hierover moet dan erfpacht worden betaald.

GEBOUW CRITERIA

De belangrijkste overige gebouwcriterium is toch dat het gebouw toekomstbestendig moet zijn. Om de zoveel tijd zal het kantoorgebouw geüpdatet moeten worden om het aantrekkelijk te houden voor huidige en nieuwe huurders. Het gebouw moet zich lenen om nieuwe trends te kunnen verwerken. Een van die opkomende criteria is het welzijn van de gebruiker. De levendigheid en vitaliteit van de gebruikers werd vaak genoemd in de interviews. Daarbij is de mogelijkheid tot samenwerking tussen verschillende huurders ook steeds belangrijker. Dit kan gaan om zakelijke samenwerking, maar het kan ook gaan om het delen van services en andere faciliteiten.

VERANDERINGEN IN BESLISCRIPTERIA

Naast dat er gekeken wordt welke criteria belangrijk zijn, wordt er ook gekeken naar de waardeverandering van de criteria.

Criteria	T1	Bron	T2	Bron
Markt				
Beleggingsom	5 miljard geïnvesteerd in kantoren.	IVBN, 2007 NVM 2016	Momenteel heel duur op toplocatie in de Randstad door schaarste aan product. Overige locatie gedaald in waarde. 3 miljard geïnvesteerd in kantoren	BouwInvest, CBRE GI, NVM 2016
Beleggingshorizon	10-20 jaar	Zadelhoff	Panden moeten op lange termijn aantrekkelijk blijven (10-15 jaar). De beleggingstermijn wordt langer, maar DCF berekeningen worden op korter termijn (5-10 jaar) bepaald om sneller in te kunnen spelen op trends.	APG, CAIRN,
Geëist rendement	De aanvangsrendementen lagen laag. 7% direct (stabiel), 4,3% indirect (groei), totaal 11,5%	NVM, 2016 IVBN, 2007	Op de toplocaties in de Randstad is het rendement flink gedaald. BAR zit bijna op niveau van voor de crisis. Op overige locatie is de BAR gestegen. Gemiddeld totaal rendement 9,3%	NVM, 2016, BouwInvest, CBRE GI, vastgoedmarkt 2017
Huurprijs/m2	Huurprijzen per regio verschillen sterk. Markthuurtrek weer aan. Gemiddeld €130	NVM, 2016 IVBN, 2007	Groter verschil tussen G4 en steden buiten de Randstad. Amsterdam is duurder geworden. Gemiddeld €115	CBRE GI, NVM 2016
Huursituatie	Volledig verhuurd voor een lange tijd was ideaal	Zadelhoff, Syntus Achema, 2017	Gedeeltelijke leegstand is acceptabel. Het biedt meer volatiliteit. Huurcontracten worden korter	APG, CAIRN, CBRE GI, OVG, Zadelhoff

Kwaliteit huurstroom	Object met een huurcontract van tien jaar was gunstig. Vaak 5 jaar + 5 jaar verlening.	Zadelhoff, Huisman & Roodhof, 2013	Flexibele looptijd huurcontracten. Kortere huurtermijnen (2,5-2,75 bij WTC). Ontstaan van een flexibele schil. Minder afhankelijk van 1 huurcontract	Kooijman & Wessels, 2016 APG, CBRE GI, Propertize
Kwaliteit huidige huurder	Imago en betrouwbaarheid zijn belangrijk. Zeker bij grote singel tenant gebouwen	ING	Betrouwbaarheid blijft belangrijk Wordt minder belangrijk bij veel verschillende huurders in een pand	ING CBRE GI, NSI
Locatie				
Geografische ligging	Periferie locaties	Rijdsdijk, 2015 JLL, 2016	Centrum- of stationslocaties	Alle interviews
Bereikbaarheid auto	Heel belangrijk	PBL, n.d.	Nog steeds belangrijk, maar neemt wel af	
Beschikbare parkeerplekken	Van groot belang	Syntrus Achmea, 2017	Parkeernorm telt minder zwaar dan de bereikbaarheid met OV	BouwInvest, Syntrus Achmea, 2017
Bereikbaarheid OV	Werd al naar gekeken, maar was nog geen harde criteria	PBL, n.d.	Het pand moet op een (intercity) stationslocatie liggen	PBL, 2016b, APG, BouwInvest, CAIRN, CBRE GI, RVB
Imago locatie	Monotone kantoorlocatie was prima	JLL, 2016	Het moeten multifunctionele locatie zijn. 24/7 levendigheid. Hoog voorzieningenniveau	APG, CBRE GI
Gebouw				
Technische staat gebouw	Huidige staat belangrijk	-	Huidige staat minder belangrijk. Er wordt meer gekeken naar wat er gemaakt van kan worden. Welzijn gebruikers	CAIRN, CBRE GI, OVG, RVB, Zadelhoff
Functionele staat	Singel tenant gebouwen waren prima	Camu, 2016	Grote vloeren die flexibel indeelbaar zijn. Gebouw moet geschikt zijn voor multi-tenant	Kooijman & Wessels, 2016 CAIRN, CBRE GI, RVB
Identiteit/imago	-	-	Imago van het pand is belangrijk. Het moet onderscheidend zijn. Bijzonderheid/aanspreekbaarheid	de Boer, 2016b Kooijman & Wessels, 2016 APG, Zadelhoff
Services	Service bleef beperkt tot receptie, schoonmaak en onderhoud	-	Hoog voorzieningenniveau. Horeca gelegenheid, kinderdagverblijf, stomerij etc. Belevingswaarde en gezonde werkomgeving. Nieuwe kantoorconcepten in combinatie met big data gebruik	CAIRN, CBRE GI, NSI, OVG, Syntrus Achmea
Mogelijkheid tot waarde toevoeging	-	-	➔ Value-added stijl Verhuurrisico door leegstand. Renovatie/update van een pand. Implementatie kantoorconcept	CAIRN, CBRE GI, NSI, OVG, Syntrus, 2017
Duurzaamheid	Duurzaamheid kwam op	APG, OVG, RVB	Energiedoelstellingen komen steeds meer op gang als eis van de huurders (en beleggers)	APG, CAIRN, ING, OVG, Propertize, RVB

Tabel 17. Waardeverandering in criteria.

Aan de hand van de waardes is ook te zien dat sommige factoren in T1 of T2 eigenlijk nauwelijks een rol speelden. Hieruit kan de volgende lijst criteria worden opgesteld voor de verschillende tijdsperiodes. De verschillen in criteria tussen de lijsten zijn dikgedrukt aangegeven. Aangezien het een lijst is met investeringsbesliscriteria die in het algemeen gelden voor de meeste beleggers is de mogelijkheid tot waardetoevoeging uit de lijst verwijderd. Dit criterium geldt eigenlijk alleen voor beleggers met een value-added beleggingsstijl.

Criteria T1	Criteria T2
Beleggingsom	Beleggingsom
Beleggingshorizon	Beleggingshorizon
Geëist rendement	Geëist rendement
Huurprijs/m2	Huurprijs/m2
Huursituatie	Huursituatie
Kwaliteit huurstream	Kwaliteit huurstream
Kwaliteit huidige huurder	Geografische ligging
Geografische ligging	Bereikbaarheid auto
Bereikbaarheid auto	Bereikbaarheid OV
Beschikbare parkeerplekken	Imago locatie & voorzieningen
Bereikbaarheid OV	Levendigheid van de locatie
Technische staat gebouw	Technische staat gebouw
Functionele staat	Functionele staat
Services	Identiteit/imago gebouw
Duurzaamheid	Services
	Duurzaamheid
	Toekomstbestendigheid
	Welzijn gebruiker (levendigheid/vitaliteit)
Totaal aantal criteria	
15	18

Tabel 18. Lijsten criteria T1 & T2.

PROCESVERANDERINGEN

Procesverandering die vaak terugkwamen in de interviews zijn weergegeven in de volgende tabel.

Verandering	APG	BI	CIR	CBRE	ING	NSI	OVG	P	RVB	SA	Z	Totaal
Onderbouwing beslissing		X	X	X		X	X	X		X		7
Professionalisering		X	X	X	X		X			X		6
Gebruik big data		X	X		X	X	X			X		6
Schaarste in product		X		X			X	X		X		5
Scherpere en onderscheidende strategie		X	X	X		X	X			X	X	7
Veranderde vraag	X		X	X		X	X	X	X	X		8
Toezicht is verscherpt	X	X		X	X					X		5
Financiering met meer eigen vermogen	X	X		X	X		X	X			X	7
Concentratie op de Randstad		X	X	X		X	X		X	X		7
Minder nieuwbouw	X							X	X	X		4
Actiever management			X	X				X				3
Gebouwen als tool om medewerkers te trekken	X							X				2

Tabel 19. Procesverandering.

9. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Het doel van dit afstudeeronderzoek was een verkenning in beslissingscriteria en modellen van kantoorprojecten. Om dit doel te bereiken worden eerst de deelvragen beantwoord om vervolgens de hoofdvraag te beantwoorden.

BEANTWOORDING VAN DEELVRAGEN

1. *Hoe kan het huidige investeringsbesluitvormingsproces worden beschreven?*
2. *Wat voor soort investeringsmodellen bestaan er en wanneer wordt welk model toepast door een investeerder?*

Het investeringsbesluitvormingsproces kan worden beschreven als een 7-delig stappenplan waarin meerdere analyses en methodes worden gecombineerd om de uiteindelijke beslissing zo goed mogelijk te onderbouwen.

Stap	Methode
Strategie Direct beleggingen/indirecte beleggingen Beursgenoteerd/niet-beursgenoteerd Segmentatie → risicoreductie Geëist rendement (BAR & IRR) Vastleggen maximale risico's	Asset Liability Matching Moderne Portefeuille Theorie Capital Asset Pricing Model
Strategie vertalen naar doelstelling Vorming portefeuilleplan	Asset Liability Matching Moderne Portefeuille Theorie Capital Asset Pricing Model
Mogelijk investering (kans)	
Acquisitievoorbereiding Marktonderzoek (intern & extern) Zoektocht naar een financier	
<u>Financiële haalbaarheid</u>	Taxatie DCF methode of liquiditeitsvoorspelling BAR/NAR methode Kapitalisatie methode
<u>Scenario- en gevoeligheidsanalyses</u>	Uitkomst financiële analyse vormt 'base case' Risico factoren testen om 'worst case' te bepalen
Diepgaander onderzoek <u>Onderzoek naar locatie, gebouw en contract</u> Commercieel Technisch Juridisch Fiscaal	
<u>Ontwikkelingen</u> Economische factoren Politieke factoren Maatschappelijke factoren	
Voorstel met onderbouwing gaat naar de investeringscommissie	
Definitief besluit	

Tabel 20. 7 stappen plan investeringsproces kantoorpanden.

3. Welke beslisriteria spelen een rol in het investeringsproces van kantoorpanden?
4. Welke beslisriteria zijn het belangrijkste voor de investeerders?

Nr.	Criteria	Toelichting	Voorgekomen in interviews
Markt			
1	Beleggingsom	Aankoopprijs	6
2	Beleggingshorizon	Is de aankoop voor korte termijn of lange termijn	10
3	Geëist rendement	Minimaal te behalen rendement. Bestaande uit direct en indirect rendement. BAR of IRR	10
4	Huurprijs/m2	Huurprijs/m2 die gevraagd kan worden aan potentiële huurders	8
5	Huursituatie	Volledig verhuurt, deels verhuurd of volledig leegstaand. Wat is de looptijd van de huidige huurcontracten?	8
6	Kwaliteit huurstream	Is het gebouw specifiek voor 1 huurder of geschikt voor meerder doelgroepen. Dit heeft invloed op het feit of er makkelijk nieuwe huurders te vinden zijn	9
Locatie			
7	Geografische ligging	Demografie (waar wonen/werken de mensen?), regio, plaats, plek in de stad	11
8	Bereikbaarheid auto	Dichtbij vervoersknooppunten	5
9	Bereikbaarheid OV	Dichtbij intercity stations	7
10	Imago locatie en de aanwezige voorzieningen	Wat voor soort gebied is?	3
11	Levendigheid van de locatie	24/7 levendigheid. Kantorenlocatie of functiemix?	3
Gebouw			
12	Technische staat gebouw	Onderhoud en andere technische aspecten.	9
13	Functionele staat	Flexibiliteit van het gebouw. Mogelijkheid om er een multi-tenant gebouw van te maken indien nodig	9
14	Identiteit/imago	Onderscheidend in architectuur/concept etc.	5
15	Services	Serviceconcepten. Faciliteiten in het gebouw	4
16	Duurzaamheid	Energielabel/energiezuinigheid	8
17	Toekomstbestendigheid	De potentie in het gebouw. De aantrekkelijkheid in de toekomst	5
18	Welzijn van de gebruiker	Levendigheid en vitaliteit in het gebouw	3

Tabel 21. Lijst met belangrijkste beslisriteria.

BEANTWOORDING VAN DE HOOFDVRAAG

De beantwoording van de deelvragen zijn een onderdeel van de beantwoording van de hoofdvraag:

Op wat voor manier is het investeringsbesluitvormingsproces en de bijbehorende modellen en beslisriteria van kantoorprojecten veranderd in de periode van de kredietcrisis tot 2016?

In de gehouden interviews zijn veel veranderingen besproken. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen verandering in het beslisproces en verandering in de beslisriteria.

VERANDERINGEN IN HET BESLISPROCES

PROFESSIONALISERING VOOR EEN BETER ONDERBOUWING

Uit de vele interviews van de bedrijven blijkt dat er voor de crisis of helemaal geen beslismethodiek was of dat deze vrij primitief was. De investeringen werden voornamelijk beoordeeld op een simpele financiële calculatie. Deze berekening was een kapitalisatieberekening of een doorrekening van het gebouw in Excel op het gebied van kasstromen. Op portfolio niveau werd er nog niet gekeken. Dit komt ook doordat de tools en de software toentertijd nog niet bestonden. Momenteel is het investeringsproces flink uitgebreid met verschillende analyses om de beslissing goed te kunnen onderbouwen. Doordat de transparantie is toegenomen is er veel data beschikbaar. Het gebruik van big data wordt dan ook goed ingezet om onderzoek te doen. Financiële analyses zijn gedegener geworden en alle uitkomsten van de analyses worden meegenomen in de onderbouwing van de investering.

Deze verandering is zeker een effect van de crisis. In de crisis zijn veel beleggers en banken in de problemen geraakt. Wanneer het slecht gaat, stijgt de druk op de administratieve verslaglegging. Dit blijkt ook uit het boek *Strategisch inzet van vastgoed*. 'Er ontstaat een toename van het aantal vereiste financiële rapportages en een verhoging van de opgelegde kwaliteit. Als eerste reactie op de ingevallen crisis gaan beleggers dus op zoek naar meer en betere controle. Doordat de financiële situatie beter inzichtelijk wordt, worden ook de risico's binnen de portefeuilles blootgelegd. Er wordt intensiever gekeken naar de invloed van investeringen op de cashflow van de portefeuille' (van Driel & van Zuijlen, 2016, p. 50).

TOENAME VAN CONTROLE EN TOEZICHT

Dat het toezicht is verscherpt komt ook terug in vijf interviews. Niet alleen de bedrijven zelf willen de beslissing goed onderbouwen, maar tegenwoordig kijkt ook de autoriteit financiële markten (AFM) en de Nederlandse Bank mee bij grote beleggers. Bedrijven worden tegenwoordig gecontroleerd op uitvoering van de juiste procedures. Strengere controles komen niet alleen door de crisis, maar dit is waarschijnlijk ook deels het gevolg van de vastgoedfraudes. De mate van controle blijkt ook uit het feit dat tegenwoordig meer personen binnen het bedrijf bij de beslissing betrokken zijn.

Controle komt ook terug in de manier van financiering. In tijden voor de crisis werden projecten te hoog met vreemd vermogen gefinancierd. Wanneer een pand geheel of gedeeltelijk leeg kwam te staan, kon de financier al snel niet meer worden betaald. Dit leidt dan vaak tot een gedwongen verkoop op het slechtste punt in de markt. Om dit te voorkomen wordt er tegenwoordig meer gefinancierd met eigen vermogen. Daarnaast moeten panden op lange termijn aantrekkelijk blijven, zodat een mogelijke dip in de markt makkelijk uitgezet kan worden. Daarbij is de manier van het managen van de vastgoedportefeuille een stuk proactiever geworden om leegstand bij voorbaat te voorkomen.

SCHERPERE EN ONDERSCHIEDENDE STRATEGIE

Voor de crisis hadden de meeste beleggers nog geen duidelijke scherpe strategie. Overal in het land en soms ook in het buitenland werden er panden in verschillende segmenten aangekocht. Aangezien er hierdoor een hoop verschillende markten in de gaten gehouden moesten worden, maakte dit het managen van de panden niet gemakkelijker. Toen de crisis Nederland raakte, merkten bedrijven dat panden buiten de Randstad of andere verkeerde locaties snel leeg kwamen te staan. Na de crisis zijn veel bedrijven hun strategie gaan aanscherpen. Om een meer toekomstbestendige portefeuille op te bouwen, richten veel beleggers zich op de Randstad. Aangezien er zich een structurele trend van de trek naar de stad plaatsvindt, is de vraag naar kantoorruimte hoger dan buiten de Randstad.

In de strategie is ook terug te zien dat veel bedrijven zich richten op de value-added beleggingsstijl. Veel bedrijven zoeken panden waar nog waarde aan toegevoegd kan worden. Dit is een resultaat van het toenemende aandeel buitenlandse beleggers op de Nederlandse kantorenmarkt (PBL, 2016). Door de grote vraag van binnenlandse en buitenlandse investeerders gecombineerd met een beperkt aanbod ontstaat er een grote beleggingsdruk (van Driel & van Zijl, 2016, p. 118). Dit resulteert erin dat prijzen van voornamelijk core/core-plus beleggingen momenteel heel hoog liggen. Beleggers zijn daarom geneigd om meer de value-added beleggingsstijl te volgen om zo toch hun rendementen te kunnen behalen.

Structurele veranderingen samengevat:

- Professionalisering in het besluitvormingsproces. Betere onderbouwing van de beslissing in combinatie met het gebruik van big data
- Verscherpt toezicht AFM en Nederlandse Bank
- Financiering met meer eigen vermogen
- Proactiever management
- Scherpere strategie
- Focus op toekomstbestendigheid

VERANDERINGEN IN BESLISCRIPTORIA

Naast dat er veel dingen veranderd zijn in het beslisproces is er ook een hoop veranderd in de besliscriteria. In vergelijking tussen de tijdsperiodes zijn er vijf criteria bijgekomen. Daarnaast zijn er ook twee criteria afgefallen die nu als minder belangrijk worden beschouwd.

LOCATIE EN BEREIKBAARHEID

De locatiekenmerken en daaraan toegekende kwaliteiten zijn dominant binnen het besluitvormingsproces (van Driel & van Zijl, 2016, p. 138). Dit blijkt ook uit de interviews. De geografische ligging van het gebouw, de locatie, blijft voor alle beleggers het belangrijkste criterium. Dit heeft onder andere te maken met de bereikbaarheid van het pand. Het lijkt erop dat de bereikbaarheid met de auto iets minder belangrijk aan het worden is dan de bereikbaarheid met het OV (5 auto tegen 7 OV). In de interviews komt vaak terug dat het pand dicht bij een intercity station moet liggen. Over het beschikbare aantal parkeerplekken is in slechts één interview gesproken.

Wanneer de vraag naar kantoorruimte daalt en er een overaanbod op de markt ontstaat, krijgt de huurder een sterke onderhandelingspositie. Beleggers zijn steeds meer bezig met de panden aantrekkelijk te maken voor huurders. De bron van financieel rendement voor de eigenaar van vastgoed ligt bij de tevredenheid van de gebruikers (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 61). Het aantrekkelijk maken van een pand gebeurt vaak met huurstimulansen, maar het komt ook zeker terug in de toename in services en in de flexibiliteit die beleggers aanbieden. Deze flexibiliteit wordt gezocht in de inrichting en indeling van het kantoor. Hiervoor moet het bouwkundig en installatietechnisch eenvoudig zijn om ruimtes te vergroten of te verkleinen (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 54-55). Dit is ook terug te zien in de resultaten uit de interviews. Negen beleggers vonden de technische en functionele staat van een gebouw belangrijk.

DUURZAAMHEID EN WELL-BEING

Om huurders tevreden te houden en nieuwe huurders aan te trekken ontstaat er een focus op toekomstbestendigheid. Trends die waarschijnlijk verder zullen ontwikkelen in de toekomst zijn aspecten op het gebied van duurzaamheid en well-being. Het welzijn van de gebruiker komt steeds meer centraal te staan. Hieronder wordt de levendigheid en vitaliteit van werknemers bedoeld. Bij een gezonde werkomgeving neemt de productiviteit van de werknemers toe, wat natuurlijk gunstig is voor de huurders van het gebouw. Duurzaamheid komt momenteel het meest terug in de energieprestatie en labels. In bestaande panden is het logistiek lastig en erg kostbaar om het pand te verduurzamen. Bij nieuwbouwprojecten worden duurzaamheidsmogelijkheden wel meer geïmplementeerd.

DE WAARDE VAN DE LOCATIE EN HET KANTOORPAND

Kijkend naar het type locatie ontstaat er toch een voorkeur voor multifunctionele locaties ten opzichte van monotone kantoorgebieden. Aangezien er zich een hoop mensen bevinden voor verschillende doeleinden op dit soort locaties ontstaat er 24/7 levendigheid. Daarnaast is het voorzieningenniveau vaak hoger dan op monotone kantoorgebieden.

Organisaties staan ook steeds meer stil bij de locatie- en vestigingskeuze. De keuze kan invloed hebben op het aantrekken van nieuw personeel (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 60). Dit blijkt ook uit de interviews. Volgens de heer Copier bepaalt uiteindelijk de medewerker waar het bedrijf komt. Ook de heer van der Lubbe ziet het gebouw steeds meer als een tool om medewerkers te trekken. Mensen willen zich toch identificeren met een bepaald bedrijf identiteit (van Driel & van Zijlen, 2016, p. 60).

Naast de multifunctionaliteit op locaties, is dit ook terug te zien in gebouwen. Gebouwen moeten tegenwoordig geschikt zijn voor multi-tenant. Het doel is om een positieve sociale cohesie te creëren tussen huurders. Dit is terug te zien in het ontstaan van de vele kantoorconcepten zoals Het Nieuwe Kantoor van NSI of het World Trade Center van CBRE GI. Met dit soort concepten wordt de kwaliteit van de huidige huurders minder belangrijk, aangezien bedrijven niet afhankelijk zijn van die ene huurder.

Structurele veranderingen samengevat:

- Aantal beslisriteria is iets toegenomen
- Bereikbaarheid OV belangrijker
- Tevredenheid van de huurder staat centraal: flexibiliteit, duurzaamheid & well-being
- Multifunctionele locaties en kantoorgebouwen voor positieve sociale cohesie → nieuwe kantoorconcepten

TERUGKOPPELING HYPOTHESE

De hypothese die aan het begin van het onderzoek is vastgesteld is onderverdeeld in vier gedeeltes en schuingedrukt weergegeven. Ieder gedeelte wordt apart besproken

1. *Ten opzichte van voor de kredietcrisis gebruiken bedrijven nu meer geavanceerde modellen. Deze modellen kunnen meer historische data verwerken om betere prognoses te maken.*

Dit blijkt waar te zijn. In het investeringsbesluitvormingsproces worden meer analyses en methodes gebruikt om de beslissing te ondersteunen. In deze analyses wordt gebruik gemaakt van big data om goede aannames te kunnen maken.

2. *De invloed van emotie of onderbuikgevoel op het besluitvormingsproces wordt beperkt door het gebruik van modellen.*

Dit geldt niet voor alle bedrijven. Door het gebruik van veelvoudige analyses wordt de onderbouwing van de beslissing sterker. Maar de huidige gebruikte analyses zijn nog steeds makkelijk te beïnvloeden door de aannames die verwerkt worden in de modellen. Niet alles valt te objectiveren. Veel bedrijven geven ook aan dat het gevoel bij een investering nog steeds erg belangrijk is. Het gevoel wordt tegenwoordig gecombineerd met de analyses om te komen tot de beste beslissing.

3. *Daarbij zijn meer beslisriteria verwerkt in de modellen, zoals sociale en omgevingsfactoren.*

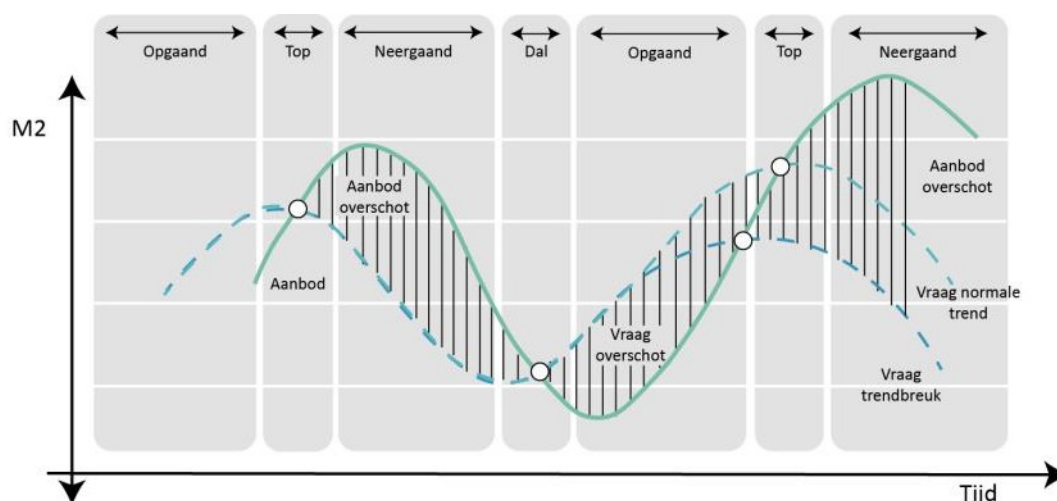
Uiteindelijk zijn er niet heel veel meer beslisriteria die een rol spelen in het besluitvormingsproces. Het is wel zo dat veel ontwikkelingen in de gaten worden gehouden. Demografische, economische, politieke, sociale en maatschappelijke factoren worden in kaart gebracht om te bepalen of de investering ook op lange termijn toekomstbestendig is. Bedrijven geven aan dat er niet per se meer beslisriteria erbij zijn gekomen. De onderbouwing moet namelijk overzichtelijk blijven.

4. *De gebruikte waardes zijn verlaagd en teruggebracht naar realistischere waardes die aansluiten bij deze tijd/economische welvaart.*

Dit gebeurt eigenlijk automatisch. Er wordt altijd gerekend met een marktwaarde. In de crisistijd zijn de waardes van gebouwen flink gedaald. Dit zorgde er ook voor dat de huurprijzen daalden en dat de rendementen onder druk kwamen te staan. Momenteel herstelt de markt weer en dit is terug te zien in de gebruikte waardes. Op de Zuid-as wordt er weer gerekend met waardes die nog nooit behaald zijn. Realistischere waardes worden dus niet overal nagestreefd.

In de periode 1992-1995 was er een vergelijkbare situatie met de afgelopen crisis. De leegstand op de kantorenmarkt was hoog, ongeveer 10%. Er was sprake van een mismatch tussen de vraag naar kwaliteit en aanbod van minder geschikte gebouwen op verkeerde locaties. Het verlies werd door beleggers mondjesmaat genomen, waardoor herontwikkeling moeilijk van de grond kwam. Doordat in de periode van 1995-2001 krapte op de markt ontstaat, liep de leegstand uiteindelijk weer terug. Nieuwbouw wordt op grote schaal gestart en voornamelijk 'op risico'. Als in 2002-2005 door een recessie de vraag weer wegvalt, is leegstand een terugkerend probleem. 2006-2008 wordt gekenmerkt door een grote beleggingsvraag, wat leidt tot hoge prijzen die door beleggers worden betaald. Toen de afgelopen crisis toeslag, veel de nieuwbouwproductie weg en nam het percentage leegstand weer toe tot wel 15% (EIB, 2010, p. 15-17).

Nog verder terugkijkend naar de Nederlandse historie van de kantorenmarkt, is een leegstandspercentage van 15% al eerder voorgekomen, namelijk in de eerste helft van de jaren tachtig. Dit hoeft niet per se problematisch te zijn, aangezien begin jaren negentig deze leegstand weer is opgelost (Romijn, 2000). Maar inmiddels is de situatie wel anders en daardoor eigenlijk niet meer te vergelijken met de historie. Er vindt namelijk een trendbreuk plaats. Kijkend naar de varkenscyclus is het normaal dat vraag en aanbod fluctueren, maar in de afgelopen twintig jaar groeide de vraag uiteindelijk tot een hoger niveau dan bij de voorgaande golfbeweging.



Afbeelding 11. Golfbeweging trendbreuk. Eigen illustratie

In tegenstelling tot het verleden komt er geen hoge uitbreidingsvraag, maar gaat de vraag naar kantoorruimte in de toekomst alleen maar dalen. Aan de hand van het vierkwadrantenmodel wordt dit verder toegelicht.

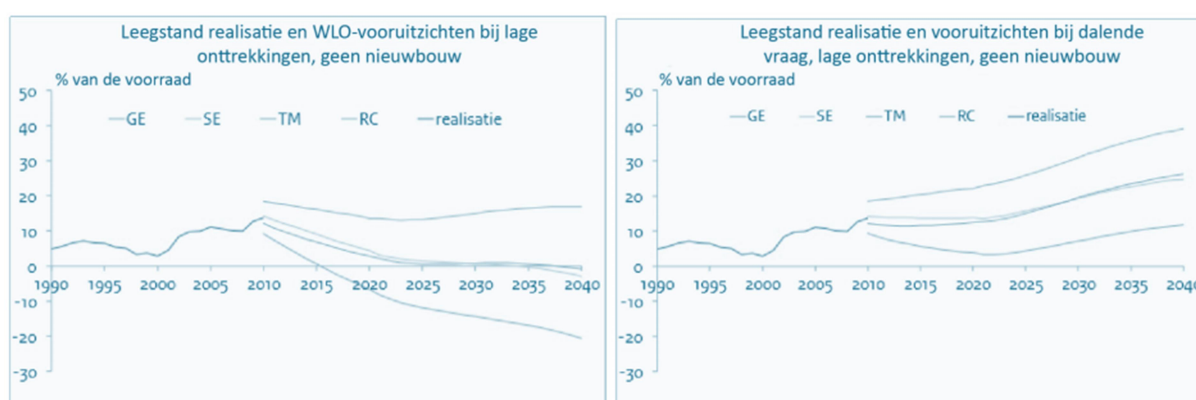
KWADRANT 1: RUIMTEMARKT/GEBRUIKERSMARKT

De vraag naar kantoorruimte wordt bepaald door het aantal kantoorbanen en het ruimtegebruik. De werkgelegenheid wordt bepaald door economische en demografische ontwikkelingen. Momenteel zijn deze aspecten aan het veranderen. De Nederlandse bevolkingsgroei is aan het teruglopen. Ook mede door de vergrijzing, betekent dit een omslag in de werkgelegenheid. Daarnaast zorgen ontwikkelingen zoals het 'nieuwe werken', flexwerken of thuiswerken ervoor dat er gemiddeld steeds minder vierkante meter kantoorruimte per werkende nodig is.

Daarbij groeit het aandeel mensen dat niet op kantoor werkt, zoals zzp'ers (CPB, 2012; EIB, 2010). Dit alles zorgt ervoor dat de vraag naar kantoorruimte is gedaald en de komende tijd waarschijnlijk ook niet zal toenemen.

Het effect van prijsmechanisme kan een kleine corrigerende rol spelen. Een daling van de huurprijs kan ervoor zorgen dat het vloeroppervlak per medewerker weer stijgt, maar andersom ook. Doordat veel gebruikers verhuisd zijn naar relatief duurdere locaties, kan het uit kostenefficiëntie effect hebben op een verminderde afname van kantoorruimte (CPB, 2012; EIB, 2010).

Kijkend naar de toekomstige vraag wordt de leegstand op de kantorenmarkt een structureel probleem. Er is zelfreinigend vermogen nodig van de markt op dit probleem op te lossen. Enerzijds door terughoudend nieuwbouw te realiseren en anders door onttrekkingen (EIB, 2010, p. 23). Maar zelfs bij een complete nieuwbouwstop, zien de voorspellingen er niet goed uit. Aan de hand van vier scenario's zou de leegstand in 2040 tussen 10% en 40% van de voorraad bedragen (CPB, 2012).



Afbeelding 12. Voorspelling leegstandsniveau. CPB, 2012

Vanuit de vraagkant zal de leegstand niet snel verdwijnen, dus moet er iets veranderen vanuit de aanbodkant. Alleen worden afwaarderingen en onttrekkingen belemmerd door institutionele factoren en regelgeving. Aan de institutionele kant speelt neerwaartse prijsstarheid een rol. Het fors afboeken van de waarde van vastgoed kan beleggers en verschaffers van vreemd vermogen in problemen brengen (EIB, 2010, p. 1).

KWADRANT 2: BELEGGINGSMARKT

Na een dip in de markt is de rente vaak laag, wat de vraag naar vermogensproducten omhoog stuwt. Daarnaast werkt de lage rente als een hefboom. Met dit goedkope geld worden de kantoorbeleggingen namelijk gefinancierd. Het leidt tot stijgende prijzen. Een prijsstijging die soms wordt doorgezet tot aan het punt dat de risico's onvoldoende worden meegewogen (EIB, 2010, p. 11). Ook na de afgelopen financiële crisis stijgt de beleggingsdruk door de lage rente en de ruime beschikbaarheid van kapitaal. In 2016 werd zo'n 4 miljard belegd in kantoorgebouwen. De interesse op de beleggersmarkt is snel toegenomen, vooral dankzij de koopkracht van buitenlandse spelers. Een nieuwe internationale 'wall of money' lijkt klaar te staan voor investeringen, wat onwillekeurig herinneringen oproept aan de marktsituatie die direct voorafging aan de afgelopen financiële crisis. (Jagersma, 2015). Dit bevestigt ook Boris van der Gijp, directeur Strategy & Research Syntus Achmea Real Estate & Finance. *'Er is weer geld, en dat geld zoekt projecten. 'The search for yield' wat direct gevolgd wordt door de uitdrukking 'moving up the risk curve' (Hanff, 2015).*

Als gevolg nemen de prijzen vooral binnen het hogere segment flink toe. Daarnaast blijft de beschikbaarheid van core-producten beperkt. Wie in kantoren wil investeren, ontkomt bijna niet aan een value-added of een opportunistische strategie (Syntrus Achema, 2017, p. 47). Ook Dynamis bevestigt dat meer eigenaren welwillend staan tegenover een renovatie om zo te voldoen aan de vereisten van de markt en derhalve de exploitbaarheid van het object te verhogen (Dynamis, 2017, p. 12).

KWADRANT 3: BOUWMARKT

De bouwproductie van kantoren is de afgelopen jaren op een zeer laag pitje komen te staan, ook op goede locaties. Er is alleen een kleine vraag naar nieuwbouw van duurzame, kwaliteitskantoren. Aannemers die de crisis hebben overleefd focussen zich meer op de woningbouw. Toch is het essentieel om te blijven investeren in nieuwbouw en/of vernieuwing. Om de economische groei en werkgelegenheid op peil te houden, is het van belang om een aantrekkelijk vestigingsklimaat te ontwikkelen om zo een goede concurrentiepositie te behouden (NVM, 2017, p. 8).

KWADRANT 4: AANPASSING VAN DE VOORRAAD

Op papier is er meer dan genoeg kantoorruimte, maar niet alles voldoet aan de gevraagde kwaliteit. Aangezien de vraag van kantoren de komende tijd niet stijgt, betekent dat veel kantoren op minder goede locaties hun functie gaan verliezen. In de afgelopen vijf jaar hebben ruim drie miljoen vierkante meter kantoorruimte een nieuwe functie gekregen. Meer dan 80% daarvan is getransformeerd naar woningen (55%) en hotels (18%) en bijna 20% is gesloopt (Syntrus Achmea, 2017, p. 45).

Interventie van de overheid is alleen noodzakelijk wanneer de ruimtelijke kwaliteit wordt verbeterd. Zo kunnen transformaties een sterkere ruimtelijke structuur opleveren. Er kunnen bouwlocaties worden vrijgespeeld voor functies, waardoor andere kostbare ingrepen niet nodig zijn. Daarnaast kan minder leegstand de leefbaarheid in een gebied versterken (EIB, 2010, p. 2). De overheid kan herontwikkeling stimuleren met het tijdelijk afschaffen van de overdrachtsbelasting of het verstrekken van herstructureringsubsidies (slooppremies) (EIB, 2010, p. 36).

IS ER WEL ECHT IETS GELEERD?

Vele professionals uit de vastgoedwereld zeggen dat er echt wel iets geleerd heeft van de afgelopen crisis. Het heeft vooral gezorgd voor een grotere behoefte aan controle en toezicht op en zeggenschap over de strategie, de managers en de beleggingen (Jagersma, 2015; Hanff, 2015). Maar kijkend naar het verleden, zijn er veel patronen herkenbaar, dus is er echt wel iets geleerd?

Slechts weinig mensen zijn zich ervan bewust dat de mentale kaarten die ze gebruiken in hun hoofd, die het handelen sturen, over het algemeen andere zijn dan die waar ze anderen over vertellen (Ruijters, n.d.). Dit is belangrijk om mee te nemen. Als data collectie zijn interviews gebruikt om te kijken wat er precies is veranderd naar aanleiding van de afgelopen crisis. In deze interviews is aan de geïnterviewde gevraagd een manier van handelen te beschrijven. Volgens de Espoused theorie komt dit waarschijnlijk niet overeen met het werkelijke gedrag van die persoon. Espoused theorieën zijn beschrijvingen van wat iemand zegt te doen. Theorieën-in-use zijn beschrijvingen van de acties, zoals die door anderen worden waargenomen. Dit komt dus vaak niet overeen. (Argyris & Schön, 1974).

Het zou daarom heel goed kunnen dat de geïnterviewde zeggen en denken dat er veel veranderd is in het investeringsproces, terwijl eigenlijk dezelfde patronen als voor de crisis worden gevolgd. Een goed voorbeeld hiervan is dat het uiteindelijk bij beleggers gaat om zo veel mogelijk geld verdienen. Hoewel er over veel aspecten wordt gesproken in de interviews, gaat het uiteindelijk toch om de harde euro's. Mocht de vraag naar kantoren opeens wel weer toenemen en het geld gemakkelijk te verdienen zijn, ben ik benieuwd hoeveel veranderingen er structureel blijken te zijn.

AANBEVELINGEN

Door de afgelopen crisis hebben de beleggers in ieder geval voor de korte termijn veel geleerd en is er een hoop veranderd. Mochten de veranderingen op lange termijn stand houden, dan zou een dip in de markt hierdoor waarschijnlijk beter worden opgevangen.

AANBEVELINGEN VOOR BELEGGER

- Huidige veranderingen op lange termijn vast houden. Het is belangrijk dat beleggers niet in hun oude patronen terugvallen mocht de markt verbeteren. Door de concurrentie van buitenlandse beleggers en een groeiende beleggingsdruk, wordt er al snel weer te veel risico genomen. Het is noodzakelijk dat belegger zich vasthouden aan voorafgestelde risico plafonds.
- Vasthouden van een goede onderbouwing van de investeringsbeslissing aan de hand van analyses. De gebruikte aannames in de analyses moeten zo objectief mogelijk gehouden worden. 'Gekleurde informatie' moet worden vermeden. In plaats daarvan moet er zelf onderzoek worden gedaan of onafhankelijke data worden ingekocht om de investeringsbeslissing te onderbouwen.
- Voorzichtig blijven met financiering met vreemd vermogen. Dit zorgt ervoor dat beleggers minder snel in betalingsproblemen komen. Beleggers moeten daarbij bewust blijven van de genomen risico's. 'Worst case' scenario moeten de beleggers kunnen overleven.
- Beleggers moeten investeringen doen die toekomstbestendig zijn en daarom op lange termijn rendabel kunnen blijven. Daarvoor is niet alleen een gedegen analyse vooraf noodzakelijk, maar moeten alle opkomende trends en ontwikkelingen goed in de gaten worden gehouden. Daarnaast is er proactiever management nodig om snel te kunnen reageren bij een veranderde vraag.

AANBEVELINGEN VOOR VERDER ONDERZOEK

- Kleinere (particuliere) investeerders onderzoeken om een completer idee te krijgen over de veranderingen door de crisis. Deze doelgroep komt in dit afstudeeronderzoek weinig terug, omdat deze niet open stonden voor een interview.
- Meer onderzoek naar de manier van overheidsinterventie is gewenst. Om de kantorenleegstand niet verder te laten groeien, zou het uitgifte beleid voor nieuwe kantorenlocaties (indien nodig) boven regionaal afgestemd moeten worden. Provinciaal gronduitgifte zou er voor kunnen zorgen dat gemeentes niet met elkaar concurreren. Verder zou de overheid leegstand kunnen aanpakken met sloop- of transformatiepremies op plekken waar de ruimtelijke kwaliteit verbeterd kan worden.

10. LITERATUURLIJST

- Argyris, C. & D. Schön (1974). *Theory in practice: Increasing professional effectiveness*. San Francisco: Jossey-Bass
- Van den Berg, M. (2015). Vastgoedbeleggers vrezen nog veel meer pijn kantorenmarkt. Gevonden via: <https://www.bnr.nl/nieuws/beurs/10034823/vastgoedbeleggers-vrezen-nog-veel-meer-pijn-kantorenmarkt?disableUserNav=true>
- De Boer, E. (2016a) 'Booming Utrecht blijft zichzelf'. Locus, 2016 wintereditie, pagina 46-59
- De Boer, E. (2016b) 'Bureaucratisch 'We willen een nieuw pand, geen herontwikkeling''. Locus, 2016 wintereditie, pagina 37
- Borst, J.I.M. (2014) NOW HIRING. Wanted: user of tomorrow for space of the future. Master thesis, Delft University of Technology, Delft.
- Bryman, A. (2012). *Social Research Methods* (4th edition. Oxford: Oxford University Press.
- Cairn Real Estate (2015) *We care*. Verkregen via: <http://www.cairn-re.com/?lang=nl>
- Camu, K. (2016) Vastgoedbestuurders: 'Single tenant en lange huurcontracten kantoren niet meer van deze tijd'. Verkregen via: <https://vastgoedjournaal.nl/news/29043/vastgoedbestuurders-single-tenant-en-lange-huurcontracten-kantoren-niet-meer-van-deze-tijd>
- Claeys, L. & Vincke, N. (2009). *De invloed van de financiële crisis op de vastgoedmarkt en de vastgoedbeleggingsfondsen*. Masterproefwerk. Universiteit Gent, Faculteit Economie en bedrijfskunde
- Clement, M. (2016). *Les 1. Wetenschappelijk onderzoek*. Verkregen via: <http://www.slideshare.net/MiekeClement-UCLL/les1-wetenschappelijk-onderzoek-waar-hebben-we-het-over>
- CoBouw (2014) Eigenaren kantoor moeten sneller hun verlies nemen. Verkregen via: <http://www.cobouw.nl/artikel/1026681-%E2%80%98eigenaren-kantoor-moeten-sneller-hun-verlies-nemen%E2%80%99>
- CPB (2012). Kantorenmarkt in historisch en toekomstig perspectief. Verkregen via: <https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/cpb-notitie-29juni2012-kantorenmarkt-historisch-en-toekomstig-perspectief.pdf>
- Cuppen (2011). *Private en institutionele beleggers in één privaat vastgoedfonds?* Masterproefwerk. Amsterdam School of Real Estate, Utrecht.
- DiPasquale, D. & Wheaton, W.C. (1992) The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 1992. V20.1: pp. 181-19
- DiPasquale, D. & Wheaton W.C. (1996), *Urban Economics and Real Estate Markets*, Upper Saddle River, New York: Prentice Hall.
- Doumpos, M. & Zopounidis, C. (2002). 'Multi-criteria Decision Aid in Financial Decision Making: Methodologies and Literature Review'. *Journal of multi-criteria decision analysis*, vol. 11, p 167-186
- Dutch Office Fund, (n.d.) Dutch Office Fund: verhuur van kantoorgebouwen. Verkregen via: <http://www.dutchofficefund.nl/>
- van Driel, A. & van Zuijlen, J. (2016) *Strategisch inzet van vastgoed. Over duurzaamheid beleid en management*. Nieuwegein: Arko Sports Media BV

- Dynamis (2016) *Sprekende cijfers kantorenmarkt 2016*. Onderzoeksrapport. Verkregen via:
<http://dynamis.nl/Nieuws/12425/Sprekende-Cijfers-Kantorenmarkten-2016.html#.WG-naY-cGhc>
- Dynamis (2017) *Sprekende cijfers kantorenmarkt 2017*. Onderzoeksrapport. Verkregen via:
https://dynamis.nl/uploads/media/sprekendecijfers_kantorenmarkt_2017-definitief.pdf
- EIB (2010). *Kantorenleegstand. Probleemanalyse en oplossingsrichtingen*. Amsterdam: Economisch Instituut voor de Bouw
- Van Eijk, H. (2011) *Het ontstaan van de onevenwichtige situatie op de Nederlandse kantorenmarkt. Toepassing van het vierkwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton op de Nederlandse kantorenmarkt gedurende de periode 2000-2010*. Masterscriptie. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam
- Van Eijkeren, J.C.F. (2012). *Kansen op de kantorenmarkt. Een onderzoek naar kansen voor kantoorontwikkelingen, verwoord in een ontwikkelingsstrategie op Strijp-S in Eindhoven*. Masterscriptie. Technische Universiteit Eindhoven, Eindhoven
- van Enk, W. (2016). 'Big data en Ventu'. - Locus, 2016 wintereditie, pagina c
- Gebiedseconomie (n.d.) Bruto aanvangs rendement. Verkregen via:
<http://gebiedseconomie.nl/content/b/bruto-aanvangs-rendement-bar>
- Van Gool, P. van, Brounen, D., Jager, P., Weisz, R.M. (2007) *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff uitgevers B.V. (vierde druk)
- Götze, U., Northcott, D., Schuster, P. (2008). *Investment Appraisal. Methods and Models*. Berlijn: Springer.
- Hanff, P. (2015). Lessen uit de kredietcrisis voor opgaande markt. Verkregen via:
<http://www.vastgoedmarkt.nl/financieel/nieuws/2015/4/lessen-uit-de-kredietcrisis-voor-opgaande-markt-10192178>
- Hargitay, S.E., Yu, Shi-Ming (1993) *Property Investment Decisions. A quantitative approach*. London: E & FN Spon, an imprint of Chapman & Hall
- Hoogduin, L. (2008) Wie is er schuldig aan de huidige financiële crisis [televisie en radio debat] BNR nieuwsradio, Financiële dagblad & NOVA op 4 februari, 2008). Verkregen via:
<https://www.youtube.com/watch?v=zqxWDmfltWI>
- Huisman, R. & Roodhof, J.A. (2013) Flexibele contracten in de kantorenmarkt. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam. Verkregen via:
http://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/publicaties/flexibele_contracten_kantorenmarkt.pdf
- Investopedia (2012) Close-end vs Open-end funds. Verkregen via:
<http://www.investopedia.com/terms/o/open-endfund.asp>
- IVBN (2007) De vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland 2006. Voorburg: IVBN. Verkregen via:
<file:///C:/Users/Lisa%20Klatten/Downloads/IVBN.pdf>
- Jagersma, H. (2015). *Outlook 2015 – 2016. Beleggen in Nederlands vastgoed en hypotheek*. Amsterdam: Syntrus Achmea.
- JLL (2016). Dynamiek Nederlandse kantorenmarkt evenaart recordjaren 2006-2007. Verkregen via:
file:///C:/Users/Lisa%20Klatten/Downloads/JLL_Dynamiek%20Nederlandse%20Kantorenmarkt%20NL.pdf
- Keeris, W.G. (2008). Forecasting van de vastgoedcyclus op basis van de golventheorie. BOSS

Magazine

- Kooijman, P. & Wessels, P. (2016) 'Beleggingen op hoogste niveau sinds 2006'. PropertyNL, 28 oktober 2016, jaargang 16, nummer 20, pagina's 56-59
- Knoot, J. (n.d.) *BCG Matrix*. Verkregen via:
<https://www.strategischmarketingplan.com/marketingmodellen/bcg-matrix/>
- Kroot, K. (n.d.) Directe versus indirect vastgoedbeleggingen. Verkregen via:
<http://www.vastgoedvergelijker.nl/vastgoed-beleggen/soorten-vastgoedbeleggingen/directe-versus-indirecte-beleggingen>
- Markowitz, H.M (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*. New York: Wiley
- Nederlandse Facility Cost (NFC) Index Coöperatie u.a (2011). *NFC jaarbericht kantoren 2010*. Amersfoort: Wilco
- NVM (2016) Stand van zaken Nederlandse kantorenmarkt. Verkregen via: <http://www.hof-bhv.nl/publicaties/2016/kantorenmarkt-maart-2016.pdf>
- NVM (2017) De nieuwbouwmarkt voor kantoren. Verkregen via:
<http://www.expertbibliotheek.nl/rapport/nvm/de-nieuwbouwmarkt-voor-kantoren/3975>
- Ostraka (2013). WOZ waarde en kapitalisatiefactor. Verkregen via:
https://www.ostraka.nl/Nieuws/2013/Huurwaardekapitalisatiefactor_en_WOZ-waarde_bedrijfspande.html
- van Overhagen, F. (2014) *Werkt diversificatie van Nederlandse kantoorbeleggingen door institutionele beleggers over verschillende regionale kantorenmarkten in een crisis?* Masterscriptie. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam
- OVG (n.d.) *Maak kennis met OVG Real Estate*. Verkregen via: <http://ovgrealestate.nl/about-us>
- PBL (2016) Leegstand van kantoren 2000 – 2016. Verkregen via:
<http://www.pbl.nl/infographic/leegstand-van-kantoren-2000-2016#gemnr=0&year=2016&type=kantoren>
- PBL (2016b) Aandeel buitenlandse beleggers op Nederlandse vastgoedmarkt neemt toe maar blijft beperkt ten opzichte van het totale beleggingsvolume. Verkregen via:
<http://www.pbl.nl/publicaties/aandeel-buitenlandse-beleggers-op-nederlandse-vastgoedmarkt-neemt-toe-maar-blijft-beperkt-ten-opzichte-van-het-total>
- Rebiasz, B., Gawel, B., Skalna, I. (2014) 'Hybrid framework for investment project portfolio selection'. Proceedings of the 2014 Federated Conference on Computer Science and Information Systems pp. 1117–1122 DOI: 10.15439/2014F347 ACSIS, Vol. 2.
- Rekenkamer Amsterdam (2013). *Transformatie van leegstaande kantoren. Onderzoek naar beleid en uitvoering*. Rekenkamer Amsterdam, Amsterdam. Via: http://www.rekenkamer.amsterdam.nl/wp-content/uploads/2013/03/leegstand_ONDZrapport1.pdf
- Rijksoverheid (2012) Kantorentop: eensgezinde aanpak leegstand kantoren. Verkregen via:
<https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2012/06/27/kantorentop-eensgezinde-aanpak-leegstand-kantoren>
- Rijsdijk, D. (2015) 'Minder kantoren leeg in Rotterdam'. Verkregen via:
<http://www.metronieuws.nl/binnenland/2015/02/minder-kantoren-leeg-in-rotterdam>
- Roberts, C., & Henneberry, J. (2007). Exploring office investment decision-making in different European contexts. *Journal of Property Investment & Finance*, 25 (3), p. 289 - 305
- Romijn, G. (2000) *Economic dynamics in Dutch construction*. PhD thesis, Tingbergen Institute en

Erasmus Universiteit Rotterdam.

- Roodenburg, H. (2012). 'Afwaaardering noodzakelijk op enorme hoeveelheid leegstaande kantoorpanden'. Verkregen via:
<http://www.vandaagmorgen.nl/nieuws/algemeen/afwaardering-noodzakelijk-op-enorme-hoeveelheid-leegstaande-kantoorpanden.html>
- Rooijers, E. (2015) 'In het vastgoed is 2015 heel anders dan 2007'. Verkregen via:
<https://fd.nl/economie-politiek/1128359/in-het-vastgoed-is-2015-heel-anders-dan-2007>
- Rooijers, E. (2016) 'Taboe moet af van bouw nieuw kantoren'. Verkregen via:
<https://fd.nl/ondernemen/1138117/taboe-moet-af-van-bouw-nieuwe-kantoren>
- Rooijers, E. (2016b) 'Zelfs tussen de kantoren in Amsterdam-Sloterdijk komen woningen'. Verkregen via: <https://fd.nl/economie-politiek/1167380/zelfs-tussen-de-kantoren-in-amsterdam-sloterdijk-komen-woningen>
- Rooijers, E. & Wolzak, M. (2016). 'We hebben niets geleerd van de vastgoedcrisis'. Verkregen via:
<https://fd.nl/ondernemen/1136409/we-hebben-niets-geleerd-van-de-vastgoedcrisis>
- Ruijters, M. (n.d.) Double loop learning. Twynstra Gudde Kennisbank. Verkregen via:
[file:///C:/Users/Lisa%20Klatten/Downloads/Double%20Loop%20learning%20-%20Canon%20van%20het%20leren%20-%202012%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Lisa%20Klatten/Downloads/Double%20Loop%20learning%20-%20Canon%20van%20het%20leren%20-%202012%20(1).pdf)
- Shapiro, E., Mackmin, D., Sams, G. (2013) *Modern Methods of Valuation*. 11^{de} editie. New York: EG Books
- Syntrus Achmea (2017) *Outlook 2017 -2019. Beleggen in Nederlands vastgoed en hypotheek*. Amsterdam: Syntrus Achmea
- Vastgoedmarkt (2017) Vastgoed levert 11 procent rendement op in 2016. Verkregen via:
<http://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2017/3/vastgoed-levert-10-procent-rendement-op-101119957>
- van Weezel, T.G. (2013) 'Beleggen in stenen van lege kantoren'. Verkregen via:
<http://www.volkskrant.nl/archief/beleggen-in-stenen-van-lege-kantoren~a3490043/>
- Wiegerinck, E. (2016) Steeds grotere rol data bij vastgoedbeslissingen. Verkregen via:
<http://www.vastgoedmarkt.nl/geen-categorie/nieuws/2016/11/steeds-grotere-rol-data-bij-vastgoedbeslissingen-2-101101691>
- Wikipedia (n.d.) Bruto aanvangsrendement. Verkregen via:
https://nl.wikipedia.org/wiki/Bruto_aanvangsrendement
- Wikipedia (n.d.-b) Capital asset pricing model. Verkregen via:
https://nl.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model
- Zadelhoff (n.d.) Over ons. Verkregen via: <https://www.zadelhoff.nl/over-ons/>
- Zuidema, M. & van Elp, M. (2010) *Kantorenleegstand. Analyse van de marktwerking*. Onderzoeksrapport van het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB). Verkregen via:
http://www.eib.nl/pdf/kantorenleegstand_analyse_van_de_marktwerking.pdf

CONCEPT INTERVIEW VRAGEN

Introductie

- Kort uitleggen waar het interview over gaat en met welk doel het interview gehouden wordt
- Toestemming vragen om het gesprek op te nemen

Introductievraag

1. Hoe zou u het investeringsbesluitvormingsproces voor dit bedrijf beschrijven?

Vervolg vragen

2. Wat voor investerings- en beslismodellen gebruiken jullie en verschilt dit nog per situatie?
3. Welke besliscriteria voor investeringen van kantoorpanden worden meegenomen in de modellen? (onderverdeling markt, locatie, gebouw niveau)
4. Wat zijn de belangrijkste criteria?
5. Wat voor rol heeft de rest van het portfolio bij het maken van een investeringsbeslissing?

Eindvraag

6. Denkt u dat er iets veranderd is in het investeringsbesluitvormingsproces naar aanleiding van de financiële crisis? Indien, wat is er precies veranderd?

Afsluiting

- Bedanken voor zijn of haar tijd om deel te nemen aan het interview
- Vragen of die persoon nog andere belangrijke personen kent die interessant zijn om te interviewen met betrekking tot dit onderwerp