

# De leegstand van kantoren

Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.



## Colofon

Onderwijsinstelling:	Radboud Universiteit Nijmegen
Faculteit:	Managementwetenschappen
Opleiding:	Master Planologie
Auteur:	Dirk Kastelijn
Studentnummer:	0505773
Email:	dk3000@gmail.com
Begeleider:	Prof. E. van der Krabben
Datum:	November 2011

**Radboud Universiteit Nijmegen**



## Voorwoord

Voor U ligt mijn afstudeerscriptie in het kader van de Master Planologie aan de Radboud Universiteit Nijmegen. Het is een scriptie waar ik de afgelopen maanden met plezier aan heb gewerkt. Door middel van deze scriptie heb ik mij in de laatste fase van mijn studie verder kunnen verdiepen in de Nederlandse kantorenmarkt.

Nadat ik in mijn bachelorscriptie reeds onderzoek heb gedaan naar de problematiek op de markt voor bedrijventerreinen heeft ook de kantorenmarkt mij van begin af aan geboeid. Met name de interviews die ik heb gehouden met experts van verschillende vastgoedfondsen en de discussies die hieruit voortvloeiden hebben mijn enthousiasme voor het onderwerp nog verder aangewakkerd. Graag wil ik hen dan ook zeer bedanken voor hun tijd en moeite.

Daarnaast wil ik uiteraard mijn begeleider, Erwin van der Krabben, bedanken. Zijn ondersteuning en begeleiding hebben er aan bijgedragen dat ik deze scriptie tot een goed einde heb kunnen brengen.

Dirk Kastelijn  
Sint Oedenrode, 6 november 2011

## Samenvatting

In deze studie wordt onderzoek gedaan naar het investeringsgedrag van beleggers met leegstaand kantorenvastgoed. De problematiek met betrekking tot de leegstand van kantoren wordt steeds omvangrijker. Op dit moment staat bijna 7 miljoen vierkante kantooruimte leeg, wat neerkomt op zo'n 14% van de totale voorraad (IVBN, 2010; DTZ, 2011a; NVB, 2011; EIB, 2010a). Van al deze kantoren die leeg staan in Nederland is maar liefst 90% (EIB, 2010b) in handen van beleggers. Beleggers spelen dus een cruciale rol als het gaat om het oplossen van de leegstand. Ondanks het feit dat het voor beleggers ongunstig is om kantoorpanden leeg te hebben staan, zij lopen immers huurinkomsten mis, blijken zij echter niet snel geneigd om te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Gevolg is dat het merendeel van de kantoorpanden leeg blijft staan. Vraag is dus wat de motieven van beleggers zijn om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.

In dit onderzoek is gekozen voor een meer institutionele analyse van de Nederlandse kantorenmarkt. Er wordt gebruik gemaakt van de 'structure of building provision' benadering van Michael Ball (1986). De structure of building provision (SoP) stelt dat de ongewenste uitkomsten op vastgoedmarkten het gevolg zijn van de manier waarop deze vastgoedmarkten zijn georganiseerd. Hiermee beperkt dit onderzoek zich niet tot de verschillen tussen vraag en aanbod die in economische benaderingen centraal staan maar neemt zij ook de instituties die een rol spelen op de Nederlandse kantorenmarkt mee in haar analyse. Aan de hand van de structure of building provision is de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd en de uitkomsten hiervan onderzocht. Hieruit zijn een drietal hypothesen geformuleerd. Deze hypothesen dienen als uitgangspunt voor het empirisch onderzoek. Er zijn in dit onderzoek een vijftal casestudies uitgevoerd van grote vastgoedfondsen. Met experts binnen deze vastgoedfondsen zijn interviews gehouden waaruit de motieven van beleggers om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed duidelijk naar voren zijn gekomen.

De belangrijkste reden voor beleggers om niet te investeren, zo blijkt uit het onderzoek, is dat beleggers vanuit financieel oogpunt niet in staat zijn om iets aan de leegstand te doen. De wijze waarop beleggers hun vastgoedportefeuilles hebben gefinancierd, namelijk met een groot deel vreemd vermogen, is hiervan de oorzaak. Renovatie, transformatie en herontwikkeling zijn voor een belegger pas aantrekkelijk wanneer de boekwaarde van het kantoorpand overeenkomt met de reële waarde. Het verlies aan boekwaarde opgeteld bij de kosten van de investeringen zijn namelijk anders voor de belegger te hoog. Op dit moment zijn veel van de boekwaardes van kantoren aanzienlijk hoger dan de reële waardes. Reden van de hoge boekwaardes zijn te hoge taxaties die het verlies in waarde vertraagd en vervlakt opnemen en de waardedaling van kantorenvastgoed het afgelopen

decennium. Het afboeken op deze hoge boekwaardes vormt echter voor beleggers een probleem. Doordat de financiers van het vreemd vermogen, voornamelijk banken en institutionele beleggers, het geleende bedrag volledig terug eisen dienen beleggers het verlies aan boekwaarde volledig af te schrijven van hun eigen vermogen. Beleggers willen en kunnen vanuit financieel oogpunt, omdat zij anders failliet gaan, dit verlies niet nemen en boeken hierdoor niet af. Deze organisatie van de kantorenmarkt waarbij het merendeel van de kantoren zijn gefinancierd met vreemd vermogen zorgt ervoor dat het leegstandsprobleem zeer moeilijk is op te lossen.

Oplossingen voor de leegstand kunnen pas gevonden worden wanneer de belegger niet meer hoeft af te rekenen met zijn financier, in de meeste gevallen de bank. Om tot een oplossing te komen zal de bank concessies moeten doen. Banken zullen genoegen moeten gaan nemen met het feit dat zij niet hun volledige financiering terugkrijgen. Dit kan echter bij banken voor aanzienlijke problemen zorgen. Wanneer een bank namelijk haar uitstaande leningen niet volledig terugkrijgt vermindert het eigen vermogen van die bank enorm. Dit is de reden dat banken tot nu toe er aan vasthouden dat zij gewoon de volledige financiering terug willen hebben. Een mogelijke oplossing is dat samen met de Centrale Bank wordt gekeken hoe dit verlies voor de banken valt op te vangen. Ook de banken zijn gebaat bij een oplossing want wanneer een belegger daadwerkelijk failliet gaat worden de kantoorpanden geveild en krijgt de bank nog maar 30 of 40 procent van de waarde voor het pand.

Duidelijk is dat binnen afzienbare tijd actie dient te worden ondernomen. Zeker gelet op het feit dat het grootste probleem in vastgoedland nog gaat komen. Het merendeel van de financieringen loopt namelijk af in 2012/2013 en er moet herfinanciering plaatsvinden. Dit terwijl banken aangeven niet meer te willen financieren. Hoe dit gaat aflopen is vooralsnog onbekend. Als banken daadwerkelijk weigeren te financieren vallen een heleboel beleggers om en wordt er over gegaan tot executieveiling. Hierdoor komen er gigantische vastgoedportefeuilles, bestaande uit miljoenen vierkante meters kantoren, op de markt. Het effect hiervan op het leegstandsprobleem is in dat geval niet te overzien.

Dit onderzoek ondersteunt met haar uitkomsten de stelling van de meer institutioneel georiënteerde onderzoekers dat de structure of building provision wel degelijk van invloed is op de uitkomsten op de kantorenmarkt. Geconcludeerd kan worden dat het type eigenaar, en het type financier dat achter deze eigenaar zit, van grote invloed is op het feit of er wel of niet wordt geïnvesteerd in leegstaande kantoorpanden.

## Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b>	<b>3</b>
<b>Samenvatting</b>	<b>4</b>
<b>Inhoudsopgave</b>	<b>6</b>
<b>1. Inleiding</b>	<b>8</b>
1.1 Achtergrond en aanleiding	8
1.2 Doelstelling	10
1.3 Vraagstelling	10
1.4 Maatschappelijke relevantie	11
1.5 Wetenschappelijke relevantie	11
1.6 Leeswijzer	12
<b>2. Theoretisch kader voor de vastgoedmarkt</b>	<b>13</b>
2.1 Economische vastgoedtheorieën	13
2.2 Instituties	14
2.3 Institutionele vastgoedtheorieën	15
2.4 Structure of building provision	17
2.5 Conclusie	20
<b>3 Structure of Office Provision</b>	<b>22</b>
3.1 Structuur van de kantorenmarkt	22
3.2 Historisch perspectief van de Nederlandse kantorenmarkt	24
3.2.1 Varkenscyclus	24
3.3 De huidige situatie op de Nederlandse kantorenmarkt	26
3.4 Actoren op de Nederlandse kantorenmarkt	27
3.4.1 Overheid	27
3.4.2 Gebruiker	30
3.4.3 Ontwikkelaar	30
3.4.4 Financier	31
3.4.5 Belegger	32
3.5 Motieven beleggers	34
3.6 Conclusie	37
<b>4 Eindhovense kantorenmarkt</b>	<b>39</b>
4.1 Karakterisering Eindhovense kantorenmarkt	39
4.2 Opname en aanbod	41
4.3 Leegstand en structurele leegstand	43
4.4 Eigendomsverhoudingen	45
4.5 Conclusie	46

<b>5</b>	<b>Methodologie</b>	<b>47</b>
5.1	Onderzoeksstrategie	47
5.2	Onderzoeksopzet	47
5.3	Onderzoeksmateriaal	48
5.4	Validiteit en betrouwbaarheid	50
<b>6</b>	<b>Onderzoeksresultaten</b>	<b>52</b>
<b>7</b>	<b>Conclusies en oplossing</b>	<b>63</b>
7.1	Overaanbod	63
7.2	Boekwaarde	64
7.3	Beleggingsportefeuille	66
7.4	Overige motieven	66
7.5	Conclusie	67
7.6	Oplossing	68
7.7	Tot slot	68
	<b>Literatuurlijst</b>	<b>69</b>
	<b>Bijlage 1: Aanbiedingsbrief beleggers</b>	<b>73</b>
	<b>Bijlage 2: Stellingen beleggers</b>	<b>75</b>
	<b>Bijlage 3: Overzicht geïnterviewde beleggers</b>	<b>77</b>
	<b>Bijlage 4: Overzicht leegstaande panden regio Eindhoven</b>	<b>78</b>

## 1. Inleiding

### 1.1 Achtergrond en aanleiding

De problematiek rondom de leegstand van kantoren en kantoorlocaties is een thema dat de afgelopen tijd veelvuldig onderwerp is van maatschappelijk en politiek debat. Reden hiervoor is de omvang die deze problematiek de laatste jaren heeft aangenomen. Op dit moment staat bijna 7 miljoen vierkante meter kantoorruimte leeg, wat neerkomt op zo'n 14% van de totale voorraad (IVBN, 2010; DTZ, 2011a; NVB, 2011; EIB, 2010a). In een gezonde markt is het leegstandspercentage niet hoger dan 5% (EIB, 2010a). Naast de zichtbare leegstand van 7 miljoen vierkante meter is er ook nog sprake van verborgen leegstand (werkplekken die onbezet zijn bij bedrijven en organisaties), welke wordt geschat op circa 2 miljoen vierkante meter (DTZ, 2011a). Oplossingen voor de enorme leegstand van kantoren zijn op korte termijn niet in zicht.

Een belangrijke oorzaak van de leegstand is dat de opname van kantoren de afgelopen jaren flink achterblijft bij het aanbod. Het aanbod van kantoorruimte was eind 2010 ongeveer 7 miljoen vierkante meter terwijl het opnamecijfer niet hoger lag dan 1 miljoen vierkante meter (IVBN, 2010). Er is op de markt voor kantoorlocaties dus sprake van een mismatch tussen vraag en aanbod. Deze marktsituatie leidt ertoe dat er een structureel aanbod is (objecten die twee jaar of langer leeg staan) van bijna 2 miljoen vierkante meter (DTZ, 2011a). Een groot gedeelte van dit aanbod loopt het risico nooit meer te worden opgenomen.

Reden van het overaanbod op de kantorenmarkt is dat er jarenlang bij het plannen van kantoorlocaties is uitgegaan van bovengemiddelde groeiscenario's voor economie en werkgelegenheid. Hierdoor zijn in veel steden veel te forse kantoorprogramma's tot stand gekomen. Aanbod en opname van de kantorenmarkt zijn hierdoor ernstig uit balans geraakt. Indien de huidige ontwikkeling zich doorzet zal de leegstand in 2020 zijn opgelopen tot ruim 14 miljoen vierkante meter (IVBN, 2010).

Des te opmerkelijker is het dat er nog steeds op grote schaal plannen worden ontwikkeld voor kantoorlocaties. Het blijven toevoegen van nieuwe meters kantoorruimte aan de huidige voorraad zorgt ervoor dat er een 'verplaatsingsketen' op gang komt. Gebruikers uit een bestaand pand worden verleid te verhuizen naar een nieuw kantoor dat beter aan de eisen van deze tijd voldoet. De kantoorruimte die achterblijft wordt vervolgens 'te huur' aangeboden. De kans dat deze kantoorruimte door de markt wordt opgenomen is, mede door het overaanbod, niet erg groot. In veel gevallen wordt dit gebouw uiteindelijk weer toegevoegd aan de leegstand. De leegstand neemt per saldo dus alleen maar verder toe (EIB, 2010a).



Het overaanbod wordt in stand gehouden doordat gemeenten en regio's niet beschikken over een concreet kantorenbeleid. De meeste gemeenten in Nederland beschikken over een (te) ruime plancapaciteit voor nieuwe kantoren. Een nieuwbouwlocatie is nog niet af of er wordt al begonnen met de uitgifte van gronden op een andere locatie, zo leert de praktijk (IVBN, 2010). De reden hiervoor ligt in het feit dat de ontwikkeling van nieuwe kantoorlocaties voor gemeenten een belangrijke bron van inkomsten is. Gemeenten zijn vaak afhankelijk van de inkomsten uit kantoorontwikkeling voor de financiering van andere ontwikkelingen zoals woningbouw of recreatie. Hierdoor wordt bij de planning van nieuwe kantoorlocaties vaak geen rekening gehouden met de daadwerkelijke vraag naar kantoorruimte binnen de gemeente, laat staan binnen de regio. Daar komt bij dat binnen gemeenten en regio's lange tijd de focus op specifieke kantoorlocaties ontbrak, al verandert dit langzaam. Beleidsmatig was wel veel aandacht voor de problemen op bedrijventerreinen, maar nog niet voor de problematiek op kantoorlocaties (IVBN, 2010).

Een andere oorzaak van de leegstand is dat een belangrijk deel van de kantorenvorraad niet voldoet aan de kwalitatieve eisen van deze tijd. Deze kantoren blijven qua uitstraling, bereikbaarheid en comfort achter op nieuw gebouwde kantoren. Ook duurzaamheid speelt hierbij een steeds belangrijkere rol. Uit onderzoek blijkt dat de helft van de kantorengebruikers binnen vijf jaar duurzaam gehuisvest wil worden (IVBN, 2010). Daarnaast zijn een groot deel van de gebouwde kantoren ontwikkeld als uniforme marktconforme gebouwen. Dit leidt tot een mismatch tussen de wensen van de (eind)gebruikers en de aangeboden vierkante meters (NVB, 2010). Hierdoor is er dan ook vooral in dit segment sprake is van structurele leegstand.

Een derde oorzaak van de leegstand is de veranderende vraag. Demografische ontwikkelingen, zoals het met pensioen gaan van de babyboomgeneratie en de vergrijzing, leiden ertoe dat de beroepsbevolking afneemt. In totaal daalt de beroepsbevolking de komende 20 jaar met circa 620.000 personen naar een totaal van 10,5 miljoen (DTZ, 2011a). Het aantal beschikbare werknemers daalt hierdoor. Een andere oorzaak van de veranderende vraag is dat de groei van de Nederlandse economie de afgelopen jaren, als gevolg van de economische crisis, achterblijft bij voorgaande jaren. Bedrijven zijn door de economische situatie genoodzaakt in te krimpen en de kosten van huisvesting te reduceren. Hierdoor neemt het aantal kantoorbanen af en daalt de bezette kantorenvorraad.

Naast de demografische en economische ontwikkelingen zorgt ook Het Nieuwe Werken ervoor dat werken steeds meer tijd- en plaatsonafhankelijk wordt. Het kantoor wordt in veel gevallen meer een ontmoetingsplaats. Op het moment dat bedrijven hun vierkante meters daadwerkelijk aanpassen als gevolg van Het Nieuwe Werken, gaat de bezettingsgraad van het kantoorgebouw omhoog. Het kantoor wordt dan intensiever gebruikt. De

verwachting is dat, zeker op (middel)lange termijn, het aantal vierkante meters per werkzame persoon zal afnemen. Daarmee daalt ook de vraag naar kantoorruimte. Kijkend naar enkele frontrunners zoals onder andere Microsoft en Enxys, is het te verwachten dat circa 15% tot 30% minder ruimte wordt gebruikt (DTZ, 2010).

De problematiek op de kantorenmarkt is, zoals uit bovenstaande inleiding naar voren komt, aanzienlijk. Het huidige beeld op de kantorenmarkt wordt gekenmerkt door teruglopende opnames, een groeiend aanbod en een toename van het aantal leegstaande en verouderde kantoorpanden (DTZ, 2010). Samengevat kunnen de volgende vijf knelpunten op de kantorenmarkt worden onderscheiden (IVBN, 2010):

- Hoge structurele leegstand
- Te veel meters op te veel plekken
- Onvoldoende beleid en afstemming
- Inzakkende vraag op lange termijn
- Veel plannen op slechte locaties

Van al de kantoren die op dit moment in Nederland leeg staan is maar liefst 90% in handen van beleggers (EIB, 2010b). Beleggers spelen dus een cruciale rol als het gaat om het oplossen van de leegstand. Ondanks het feit dat het voor beleggers ongunstig is om kantoorpanden leeg te hebben staan, zij lopen immers huurinkomsten mis, blijken zij echter niet snel geneigd te zijn te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van hun leegstaand kantorenvastgoed. Gevolg is dat het merendeel van de kantoorpanden leeg blijft staan. Vraag is dus wat de motieven van beleggers zijn om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Dit onderzoek richt zich op de motieven en het handelen van beleggers met leegstaand kantorenvastgoed.

## 1.2 Doelstelling

Doel van dit onderzoek is inzicht te krijgen in het handelen van beleggers met leegstaand kantorenvastgoed. Onderzocht wordt wat de motieven zijn van beleggers om niet te investeren in renovatie, transformatie of herontwikkeling van hun leegstaand kantorenvastgoed.

## 1.3 Vraagstelling

De hoofdvraag van het onderzoek luidt als volgt:

*Wat zijn de motieven van beleggers met kantorenvastgoed om niet te investeren bij leegstand?*

Om deze hoofdvraag te kunnen beantwoorden zijn de volgende deelvragen opgesteld:

- Hoe zijn vastgoedmarkten georganiseerd?
- Hoe is de Nederlandse kantorenmarkt georganiseerd?
- In hoeverre is de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd van invloed op het investeringsgedrag van beleggers?

#### 1.4 Maatschappelijke relevantie

Maatschappelijk gezien worden leegstaande kantoorpanden vaak als onwenselijk ervaren. Veel van de leegstaande kantoorpanden verouderen in rap tempo en hebben hierdoor een negatieve invloed op de omliggende gebouwen en omgeving. Leegstaande kantoren zorgen in steden voor verloedering en hierdoor voor een afname van de leefbaarheid. Daarnaast kunnen leegstaande kantoren leiden tot imagoschade voor een stad of regio en hierdoor tot een verslechtering van de concurrentiepositie. Een ander belangrijk nadelig maatschappelijk effect van de leegstand is het inefficiënt gebruik van de ruimte. Ruimte is in Nederland schaars. Leegstaande kantoren nemen kostbare ruimte in waardoor andere ruimtelijke ontwikkelingen zoals woningbouw geen doorgang kunnen vinden of worden gerealiseerd op tot nu toe nog onbebouwde grond. Het steeds verder vol bouwen van het landschap en de daaruit voortvloeiende verrommeling wordt vaak bekritiseerd en door veel mensen als negatief ervaren. Een onderzoek naar de problematiek op de kantorenmarkt en de mogelijke oplossingen voor de leegstand kan een belangrijke bijdrage leveren aan het oplossen voor bovengenoemde maatschappelijke kwesties. Daarnaast wordt op dit moment door de overheid het nodige geld geïnvesteerd in het stimuleren van de transformatie en herontwikkeling van leegstaande kantoorpanden. Deze transformatie en herontwikkeling komen echter zoals gezegd voorlopig niet van de grond. Een onderzoek naar de motieven van beleggers om niet te investeren in de transformatie en herontwikkeling van hun leegstaand kantorenvastgoed kan inzicht bieden in de wijze waarop de overheidsmiddelen op een effectievere manier kunnen worden ingezet.

#### 1.5 Wetenschappelijke relevantie

Naast de toegevoegde waarde van het onderzoek voor de dagelijkse praktijk, is ook de wetenschappelijke relevantie van het onderzoek van belang. Hoewel er de afgelopen jaren in ruime mate wetenschappelijke aandacht is geweest voor de leegstand van kantoren, zijn de motieven van beleggers relatief onderbelicht gebleven. Veel van het tot op heden uitgevoerde onderzoek naar leegstand maakt gebruik van inzichten uit de mainstream economie. Volgens de mainstream economie zijn de ongewenste uitkomsten op de kantorenmarkt

puur het gevolg van het verschil tussen vraag en aanbod. Dit onderzoek daarentegen maakt bij de analyse van de Nederlandse kantorenmarkt gebruik van de 'structure of building provision' benadering (Ball, 1998). De structure of building provision benadering is een meer institutionele benadering die stelt dat de ongewenste uitkomsten op vastgoedmarkten het gevolg zijn van de manier waarop deze vastgoedmarkten zijn georganiseerd. Hiermee beperkt het onderzoek zich niet tot de verschillen tussen vraag en aanbod maar neemt zij ook de sociale, economische en politieke aspecten die een rol spelen op de Nederlandse kantorenmarkt mee in haar analyse. Het onderzoek dient hiermee twee wetenschappelijke doeleinden. Allereerst tracht het onderzoek, door zich te richten op de manier waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd, een beter inzicht te verkrijgen in de wijze waarop deze markt functioneert. Hiermee vormt het onderzoek een aanvulling op de bestaande literatuur omtrent de Nederlandse kantorenmarkt. Daarnaast toetst het onderzoek de veronderstellingen van de structure of building provision benadering specifiek voor de Nederlandse kantorenmarkt. Hiermee levert het onderzoek een bijdrage aan de ondersteuning van de veronderstellingen van de structure of building provision benadering.

## 1.6 Leeswijzer

In navolging van deze inleiding wordt, om een beter beeld te krijgen van de werking van vastgoedmarkten, in het tweede hoofdstuk ingegaan op de wijze waarop vastgoedmarkten georganiseerd zijn. Hierbij wordt de structure of building provision benadering van Michael Ball uitgelicht en nader besproken (1998). Vervolgens vindt in hoofdstuk drie, aan de hand van deze structure of building provision benadering, een analyse van de Nederlandse kantorenmarkt plaats waarbij de uitkomsten op deze markt uitgebreid worden besproken. Uit deze analyse van de Nederlandse kantorenmarkt komen een aantal hypothesen naar voren. Deze hypothesen dienen als uitgangspunt voor de interviews met de beleggers. De voor dit onderzoek geselecteerde beleggers zijn allen actief op de Eindhovense kantorenmarkt. In hoofdstuk vier wordt daarom eerst de Eindhovense kantorenmarkt besproken. Vervolgens worden in hoofdstuk vijf de onderzoeksopzet en methoden van het onderzoek nader toegelicht. Waarna in hoofdstuk zes een uitgebreide analyse van de onderzoeksresultaten volgt. Tot slot worden in hoofdstuk zeven de belangrijkste conclusies van het onderzoek behandeld en wordt antwoord gegeven op de hoofdvraag van het onderzoek.

## 2. Theoretisch kader voor de vastgoedmarkt

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de manier waarop vastgoedmarkten zijn georganiseerd. Voor de analyse van de organisatie van vastgoedmarkten wordt in dit onderzoek gekozen voor de structure of building provision benadering. Deze benadering wordt in het vervolg van dit hoofdstuk uitgebreid besproken en zal in het volgende hoofdstuk als handvat dienen voor de verdere analyse van de Nederlandse kantorenmarkt.

### 2.1 Economische vastgoedtheorieën

Er is de laatste decennia het nodige onderzoek gedaan naar de analyse van vastgoedmarkten (Keogh, 1994; DiPasquale & Wheaton, 1996; Colwell, 2002; Hendershott *et al.*, 2002). Een groot deel van dit onderzoek maakt hierbij gebruik van bestaande vastgoedtheorieën. Vastgoedtheorieën proberen de vragen te beantwoorden waarom en op welke wijze een bepaald vastgoedobject wordt ontwikkeld en hoe en om welke redenen de voorraad van een bepaald type vastgoed verandert door de tijd heen, eventueel per locatie (Ploeger, 2004). De uitkomsten op de vastgoedmarkt worden hierbij verklaard door het verschil tussen vraag en aanbod. Vanuit deze gedachte kan een verscheidenheid aan vastgoedtheorieën, variërend van macro - economische vastgoedcyclus modellen tot micro - economische provisiemodellen, worden onderscheiden. De aanname die centraal staat in deze modellen is dat een vastgoedobject alleen wordt gerealiseerd indien dit winst oplevert (Ploeger, 2004). Vastgoed wordt gezien als een investeringsobject of als een bron van inkomsten. De achtergronden van investeringsoverwegingen in vastgoed worden in de bestaande vastgoedtheorieën vanuit een economische perspectief onderzocht. Er kunnen hierin globaal twee manieren worden onderscheiden.

Allereerst kan een specifieke vastgoedmarkt geanalyseerd worden vanuit een macro - economische perspectief. Hierbij ligt de nadruk op de 'rol van commercieel vastgoed binnen de economie, de mogelijkheid tot 'crowding out' of overinvestering in vastgoed, vastgoedcycli en de noodzaak om het gedrag van vastgoedmarkten in kaart te brengen' (Ball *et al.*, 1998:2). De focus in dit soort onderzoek ligt op het vinden van de oorzaken en de gevolgen van toenames en afnamen in vastgoed waarbij de link tussen macro - economische veranderingen en commerciële vastgoedmarkten centraal staat (Ploeger, 2004). Daarnaast zijn er onderzoekers die de vastgoedontwikkeling benaderen vanuit een micro - economische perspectief. Hierbij staan theorieën centraal over de dagelijkse beslissingen die worden genomen door de individuele actoren op de verschillende markten in vastgoedontwikkeling. Deze micro - economische theorieën komen nog het dichtste bij het dagelijkse

besluitvormingsproces met betrekking tot investeringen in concrete vastgoedobjecten (Ploeger, 2004).

Doordat deze economische vastgoedtheorieën kwantitatieve uitkomsten genereren zijn zij met name bruikbaar gebleken bij de analyse van de effecten van beleid op de uitkomsten van vraag en aanbod (Adams *et al.*, 2005). Voor onderzoek naar de achterliggende processen die leiden tot de totstandkoming van vraag en aanbod zijn de op mainstream economische modellen gestoelde vastgoedtheorieën echter minder geschikt. Een meer institutionele analyse van de vastgoedmarkt kan bestaande vastgoedtheorieën ondersteunen bij het in kaart brengen van de sociale, economische en politieke aspecten die een rol spelen bij het proces van vastgoedontwikkeling. Zoals Adams *et al.* (2005: 35) benadrukt: 'Het is noodzakelijk om zowel het proces als de uitkomsten te onderzoeken, hierbij in acht nemend dat de perspectieven verkregen uit de mainstream economie worden ondersteund door een sterke nadruk op de institutionele context'.

## 2.2 Instituties

Instituties spelen een belangrijke rol bij het proces van vastgoedontwikkeling. Om een beter beeld krijgen van wat nu precies onder instituties wordt verstaan kan de onderstaande definitie van instituties door Nobelprijswinnaar Douglass North uitkomst bieden:

*“Institutions are the rules of the game in a society, or more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchange, whether political, social, or economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical change”* (North, 1990: 3).

Deze definitie van instituties geeft duidelijk het sociaal - constructivistisch karakter van instituties aan (Jacobs, 2003). Instituties zijn op specifieke plaatsen en momenten in tijd door mensen in het leven geroepen om structuur te geven aan het dagelijks leven. Instituties geven hiermee vorm aan, maar beperken ook tegelijkertijd, de keuzes van individuen. Ze omvatten regels en beperkingen, zowel formeel als informeel, die worden gebruikt om interacties tussen mensen te reguleren. Formele beperkingen zijn bijvoorbeeld wettelijke regels. Informele beperkingen kunnen gewoontes of tradities zijn. Daarnaast bevatten instituties vormen om deze regels en beperkingen effectief op te leggen. Voorbeelden van instituties zijn eigendom, de markt, de overheid, de wet enzovoorts (Jacobs, 2003).

Instituties zijn niet statisch: ze evolueren door de tijd heen omdat nieuwe inzichten, ontwikkelingen en omstandigheden aanpassingen vereisen. Het proces van institutionele verandering wordt geleid door organisaties.

Organisaties dienen hierdoor te worden onderscheiden van instituties. Beide structureren menselijke interactie, echter organisaties begeven zich in het framework van instituties, bestaande uit een verscheidenheid aan formele en informele regels. Organisaties omvatten politieke organen zoals politieke partijen of overheidsinstellingen, economische organen zoals bedrijven of vakbonden, sociale organen zoals kerken of verenigingen, wettelijke organen zoals politiekorpsen of het gerechtshof en tot slot onderwijs organen zoals scholen en universiteiten (North, 1990). Hoe organisaties evolueren en hoe zij ontstaan wordt beïnvloed door het institutionele framework en vice versa. Samengevat zijn instituties de regels van het spel van sociale interactie en zijn organisaties de spelers van dit spel (Jacobs, 2003).

### 2.3 Institutionele vastgoedtheorieën

Om de achterliggende processen op de kantorenmarkt in beeld te brengen kan naast de economische vastgoedtheorieën gebruik worden gemaakt van meer institutionele vastgoedtheorieën. De kern van de institutionele theorieën op het gebied van vastgoed is dat de bebouwde omgeving en de institutionele structuur van vastgoedmarkten bepalend zijn voor de ruimtelijk - economische ontwikkeling van steden (Van der Krabben, 1995; D'Arcy & Keogh, 1997, 1999; Keivani *et al.*, 2001). Deze institutionele theorieën trachten de relaties tussen de actoren, betrokken bij het proces van vastgoedontwikkeling, in beeld te brengen. De nadruk ligt op de organisaties die een rol spelen bij de ontwikkeling van vastgoed en op de praktijken en netwerken die het handelen van deze organisaties beïnvloeden (Ball, 1998). Het uitgangspunt van deze institutionele theorieën is dat er een veelheid aan actoren deelnemen aan het proces van vastgoedontwikkeling met allemaal verschillende, soms zelfs meerdere, belangen. Dit maakt het proces van vastgoedontwikkeling erg complex en nodigt uit tot strategisch gedrag van de betrokken actoren (Ball *et al.*, 1998). Samengevat staan bij de institutionele analyse van vastgoedmarkten drie thema's centraal (Bassett & Short, 1980):

- (1) Het identificeren van de actoren en instituties betrokken bij het proces van ruimtelijke ontwikkeling, hun verschillende doelen, ideologieën en relatieve macht.
- (2) De aard van de interactie tussen deze diverse actoren en instituties en de beperkingen die zij elkaar opleggen.
- (3) Het effect van deze interactie op het ontwikkelingsproces.

De institutionele analyse van vastgoedmarkten is de afgelopen decennia de wereld van mainstream economie en mainstream vastgoedanalyse binnengedrongen (Ball, 1998; Ball *et al.*, 1998). Gedurende de afgelopen jaren is het 'institutionalisme' zodanig gegroeid dat het inmiddels is opgenomen in de meeste theorieën uit de mainstream economie. Het is daarom niet meer juist om de mainstream economie met betrekking tot grond en vastgoed

tegenover het 'institutionalisme', in brede zin, te plaatsen (Adams *et al.*, 2005). Zoals Ball (1998; 1502) benadrukt: 'de veronderstelde dichotomie tussen de economie van vastgoedmarkten en instituties is een onjuiste. Er zijn juist steeds meer overeenkomsten dan verschillen tussen de twee'. Doordat de institutionele theorieën en de theorieën uit de mainstream economie steeds meer met elkaar vervlochten raken ontstaat een institutioneel - economisch perspectief van waaruit de ontwikkelingen op vastgoedmarkten op een goede wijze kunnen worden onderzocht.

Naar de analyse van vastgoedmarkten vanuit een institutioneel - economisch perspectief is met name in de Britse literatuur (Healey, 1991; Gore & Nicholson, 1991; Ball, 1998) het nodige onderzoek verricht. Ball *et al.* (1998) onderscheidt vier belangrijke vormen van institutionele analyse van de vastgoedmarkt. De eerste is het 'conflict institutionalisme'. Hierbij ligt de focus primair op de tegengestelde belangen van ontwikkelaars en lokale overheden bij de ontwikkeling van vastgoed en op de manieren waarop de doelstellingen van verschillende groepen in het ontwikkelingsproces kunnen worden samengebracht. De tweede vorm is het 'behavioural institutionalisme' waarbij de nadruk ligt op de verschillende gedragspatronen en voorkeuren die kunnen worden waargenomen bij verschillende typen actoren. De derde vorm van institutionele vastgoedanalyse is het 'structure - agency institutionalisme', uitgewerkt door Patsy Healey (1991). Doel van de 'structure - agency' benadering is de rollen, belangen en strategieën van de verschillende actoren te koppelen aan de geldende institutionele structuren van regels, opvattingen en voorzieningen. Tot slot wordt in het 'structure of building provision institutionalisme' aandacht besteed aan het concrete netwerk van relaties dat gepaard gaat met de ontwikkeling van bepaalde typen gebouwen, op een specifiek punt in de tijd (Ball, 1998: 1513). Kenmerk van de SoP benadering is dat het de fysieke aspecten van economische ontwikkelingen koppelt aan zowel de geldende institutionele context als aan de betrokken actoren. In de 'structure of building provision' benadering komen de belangrijkste elementen uit de voorgaande drie benaderingen samen.

Voor deze studie naar de achterliggende processen op de Nederlandse kantorenmarkt wordt de structure of building provision benadering als handvat gebruikt voor verder onderzoek. Door te kiezen voor een meer institutionele focus is er, in tegenstelling tot wanneer gekozen wordt voor meer economische benaderingen op basis van vraag en aanbod (DiPasquale & Wheaton, 1996; Colwell, 2002) of voor economische benaderingen op basis van transactiekosten (North, 1990; Williamson, 1985), de mogelijkheid om de instituties en de achterliggende processen op de Nederlandse kantorenmarkt mee te nemen in de analyse. Het feit dat de structure of provision van vastgoedmarkten een rol speelt bij de uitkomsten op deze markten is reeds in andere studies (Ball, 1998; Clark & Gullberg, 1991; Wu, 1998; Ploeger, 2004)



onderzocht en aangetoond. De structure of building provision biedt hierdoor een goed handvat voor de verdere analyse van de Nederlandse kantorenmarkt.

## 2.4 Structure of building provision

De 'structure of building provision' (SoP) benadering is ontwikkeld door Michael Ball (1983) in het kader van een onderzoek naar de Britse woningmarkt. Kenmerk van de SoP benadering is dat het de fysieke aspecten van economische ontwikkelingen koppelt aan zowel de geldende institutionele context als aan de betrokken actoren. Een 'structure of building provision' verwijst naar het tijdelijk netwerk van relaties dat gepaard gaat met de ontwikkeling van bepaalde typen gebouwen, op een specifiek punt in de tijd. 'Provision' omvat het gehele proces van het ontwikkelen, de bouw, het eigendom tot aan het gebruik van de grond en gebouwen (Ball, 1998). De SoP benadering met betrekking tot de ontwikkeling van vastgoed kan in acht punten worden samengevat (Ball, 1998: 1513-1515):

1. Het netwerk van organisaties, instituties en markten die betrokken zijn bij een bepaalde vorm van 'provision' is de 'structure' van die provision.
2. Organisaties en markten zijn, vanwege het feit dat zij elkaar wederzijds beïnvloeden, beide onderdeel van 'structures of provision'. Organisaties en de beperkingen en regels waaronder zij opereren zijn de geleiders van marktrelaties en helpen daarmee de aard van markten te bepalen; terwijl markten de aard van organisaties beïnvloeden en door middel van concurrentie organisaties dwingen te veranderen door de tijd heen.
3. Ieder type 'building provision' (woningen, kantoren etc.) heeft vanuit historisch perspectief zijn eigen specifieke institutionele en sociale relaties. Ontwikkelingen uit het verleden zorgen ervoor dat de Nederlandse kantorenmarkt op een andere wijze georganiseerd is dan bijvoorbeeld de Nederlandse woningmarkt. Iedere SoP is dus uniek. Een universele verklaring voor het ontwikkelingsproces van vastgoed is hierdoor niet mogelijk. Vaak kunnen wel, aan de hand van verschillende structures of provision, een aantal algemene kenmerken van het proces van vastgoedontwikkeling worden vastgesteld.
4. SoP's zijn continue onderhevig aan verandering die ontstaat door factoren zoals marktdruk, technische innovaties, voorkeuren, beleid en andere strategieën van de betrokken organisaties. Er kan echter aan deze factoren niet *a priori* een bepaald gewicht worden toegekend. De afzonderlijke invloed van deze factoren verschilt per SoP en kan enkel bepaald worden door middel van onderzoek. De SoP benadering verwerpt de sterke deterministische positie van sommige economische

benaderingen op basis van 'transaction - costs' welke bepleiten dat instituties langs een bepaald pad worden gedwongen als gevolg van het minimaliseren van transactie kosten. SoP's kunnen zich namelijk ontwikkelen op een manier die niet leidt tot verbetering van de efficiency, zonder dat zij hier direct aan ten onder gaan. De Nederlandse kantorenmarkt, met haar enorme leegstand, is hiervan bij uitstek een voorbeeld.

5. De SoP benadering is een conceptueel mechanisme om in de analyses van het ontwikkelingsproces de geldende instituties mee te nemen. Het is niet een allesomvattende theorie. Beter kan het gezien worden als een methodologisch kader: een set van opvattingen met betrekking tot de wijze waarop instituties en de rol die zij spelen kunnen worden onderzocht, dan dat het daadwerkelijk een verklaring biedt. De SoP benadering plaatst instituties in een context en biedt hiermee vooral een handvat voor onderzoek in plaats van dat het directe antwoorden verschaft.
6. De relevantie van instituties verschilt per onderzoek en daarmee ook het belang van het gebruik van de SoP benadering. Of een institutionele focus is vereist is of juist niet is een kwestie van beoordeling van de onderzoeker. Om de motieven van beleggers om niet te investeren in leegstand op een goede wijze in kaart te kunnen brengen is in dit onderzoek bewust gekozen voor een meer institutionele focus.
7. Voortdurend veranderende contexten staan aan de basis van de kern van de SoP benadering. Het definiëren van een specifieke SoP dient op eenzelfde empirische wijze te worden benaderd. Welke instituties en relaties dienen te worden opgenomen en welke verschillen onbelangrijk zijn en kunnen worden weggelaten is afhankelijk van de onderzoeksvragen die worden gesteld en van het uiteindelijke doel van het onderzoek. Doordat dit onderzoek zich richt op de motieven en het handelen van beleggers staan zij in het vervolg van het onderzoek centraal. Echter ook de andere actoren die een rol spelen op de Nederlandse kantorenmarkt worden, vanwege hun onderlinge relaties en interactie, opgenomen in de SoP.
8. Binnen de ontwikkeling van commercieel vastgoed zijn het aantal structures of provision beperkt. Er zijn verschillende SoP's te onderscheiden voor de ontwikkeling van kantorenvastgoed, woningvastgoed, winkelvastgoed enzovoorts. Echter de verschillen tussen de ontwikkeling van kantorenvastgoed in Eindhoven en bijvoorbeeld Amsterdam zijn miniem. De spelers op deze regionale kantorenmarkten zijn nagenoeg hetzelfde. Waar onderscheid in SoP's zich voornamelijk voordoet is in de context van internationale vergelijkingen. Verschillende landen hebben veelal verschillende SoP's.

De wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt georganiseerd is verschilt, mede op basis van de eerder genoemde historische ontwikkelingen, van de wijze waarop kantorenmarkten in bijvoorbeeld Het Verenigd Koninkrijk of De Verenigde Staten zijn georganiseerd (Janssen - Jansen & Salet, 2009).

Zoals uit bovenstaande uiteenzetting van de structure of building provision benadering naar voren komt biedt de benadering een handvat voor de analyse van specifieke vastgoedmarkten. Zo kan er een SoP worden gedefinieerd voor, in dit onderzoek, de Nederlandse kantorenmarkt maar ook voor een vergelijkende analyse van internationale vastgoedmarkten kan de SoP benadering uitkomst bieden. De SoP benadering maakt bij de analyse van vastgoedmarkten gebruik van de volgende twee stappen (Ball, 1986a: 158):

- Ten eerste is ze erop gericht een structure of building provision te definiëren. In dit onderzoek zal in het volgende hoofdstuk een structure of building provision voor de Nederlandse kantorenmarkt worden gedefinieerd, de structure of office provision. Dit houdt in dat de structuur van de Nederlandse kantorenmarkt, de geschiedenis en ontwikkeling van deze markt en de verschillende actoren en instituties die op de Nederlandse kantorenmarkt actief zijn, worden onderzocht.
- Ten tweede richt ze zich erop de interne dynamiek van de SoP en de van invloed zijnde factoren te verklaren. Dit onderzoek richt zich op de motieven en het handelen van beleggers. Hierbij wordt gekeken naar de onderlinge relaties en de interactie tussen beleggers en de andere actoren op de Nederlandse kantorenmarkt en de invloed van deze interactie op de leegstand.

Belangrijk bij de definiëring van een SoP is dat de actoren en relaties die worden opgenomen in de SoP niet gescheiden kunnen worden gezien van de bredere maatschappelijke context waarin zij bestaan (Ball, 1986a). De relaties tussen actoren in een SoP worden door Ball (1986b: 455) als volgt gekenmerkt:

*'It is the economic interrelations between them that are central. Examining a structure of building provision consequently involves specifying the economic roles of particular social agents, their influence on each other, and evaluating the factors which determine those economic mechanisms'*

De economische positie van actoren, die zijn opgenomen in een SoP, wordt vaak gedefinieerd buiten deze SoP om. Hierbij dient echter enige mate van voorzichtigheid te worden betracht. Twee voorbeelden kunnen dit duidelijk maken. Op de kantorenmarkt zijn grootschalige financiële instellingen met regelmaat ook eigenaar van kantorenvastgoed. Dus, terwijl zij niet in de SoP zijn opgenomen als financier, zijn zij wel onderdeel van de SoP als eigenaar. Echter doordat hun belang in eigendom voortkomt uit hun rol als investeerder,

anticiperend op toekomstig rendement uit vastgoed, hebben zij een belangrijke invloed op de andere actoren in de SoP (Ball, 1986b: 455). Overheidsinstellingen oefenen eenzelfde indirecte invloed uit op een SoP. Door onder meer bestemmingsplannen en bouwvoorschriften hebben zij een forse invloed op de ontwikkelingsmogelijkheden voor kantoorgebouwen op specifieke locaties (Ball, 1986b: 455). Echter, als grondeigenaar of kantoorgebruiker, kunnen overheidsinstellingen ook direct betrokken zijn als onderdeel van de SoP.

Uit bovenstaande twee voorbeelden blijkt dat er bij het definiëren van een specifieke SoP zorgvuldig te werk dient worden te gaan. De verklaring van de dynamiek binnen een SoP beperkt zich niet tot de onderlinge relaties tussen de actoren verantwoordelijk voor de ontwikkeling, constructie, eigendom en gebruik van de opgeleverde gebouwen, maar omvat ook de institutionele domeinen van markt en de staat, welke een belangrijke rol spelen in het verklaren van een SoP en zijn veranderde aard (Ploeger, 2004).

Ball benadrukt dat de structure of provision benadering dient te worden gezien als een conceptueel mechanisme om in de analyses van het ontwikkelingsproces de geldende instituties mee te nemen. Het is niet een allesomvattende theorie. Beter kan het gezien worden als een methodologisch framework: een set van opvattingen met betrekking tot de wijze waarop instituties en de rol die zij spelen kunnen worden onderzocht, dan dat het daadwerkelijk een verklaring biedt. De SoP benadering plaatst instituties in een context en biedt hiermee vooral een handvat voor onderzoek in plaats van dat het directe antwoorden verschaft. Door in te zoomen op een specifieke vastgoedsector of type economische activiteit, in dit onderzoek de Nederlandse kantorenmarkt, kan er een beter gedefinieerd en gedetailleerd beeld worden verkregen van een SoP dat kan worden toegepast in empirisch case - study onderzoek (Jacobs, 2007).

## 2.5 Conclusie

Er kan op verschillende wijzen onderzoek gedaan worden naar de analyse van vastgoedmarkten. Bij veel van de tot nu toe uitgevoerde onderzoeken wordt gebruik gemaakt van economische vastgoedtheorieën. Deze economische vastgoedtheorieën met betrekking tot de ontwikkeling van vastgoed concentreren zich voornamelijk op de veranderingen van vraag en aanbod. Echter voor onderzoek naar de achterliggende processen die leiden tot de totstandkoming van vraag en aanbod zijn de op mainstream economische modellen gestoelde vastgoedtheorieën minder geschikt. Een meer institutionele analyse van de vastgoedmarkt kan de bestaande vastgoedtheorieën ondersteunen bij het in kaart brengen van de sociale, economische en politieke aspecten die een rol spelen bij het proces van vastgoedontwikkeling. Eén van de institutionele theorieën die hierbij kan

helpen is de structure of building provision benadering. De structure of building provision koppelt de fysieke aspecten van economische ontwikkelingen aan zowel de geldende institutionele context als aan de betrokken actoren waardoor zij een goed handvat biedt voor de analyse van specifieke vastgoedmarkten.

In het volgende hoofdstuk zal de structure of building provision benadering gebruikt worden voor de verdere analyse van de Nederlandse kantorenmarkt. Door middel van het bestuderen van de structuur van de Nederlandse kantorenmarkt, de geschiedenis en ontwikkeling van deze markt, de verschillende actoren en instituties die op de Nederlandse kantorenmarkt actief zijn, de interactie tussen deze actoren en instituties en de uitkomsten die deze specifieke interacties tot gevolg hebben wordt een goed beeld verkregen van de Nederlandse kantorenmarkt dat in het vervolg van dit onderzoek dient als basis voor het empirisch onderzoek.

### 3. Structure of Office Provision

In dit hoofdstuk zal aan de hand van de in hoofdstuk twee besproken structure of building provision de Nederlandse kantorenmarkt verder in beeld worden gebracht. Er wordt gestart met het in kaart brengen van de structuur van de Nederlandse kantorenmarkt waarna de geschiedenis en ontwikkeling van deze markt worden besproken. Daarna zullen de actoren en instituties die op de Nederlandse kantorenmarkt actief zijn, de interactie tussen deze actoren en instituties en de uitkomsten die deze interacties tot gevolg hebben worden onderzocht. Hieruit volgen een aantal hypothesen die in het empirische deel van het onderzoek zullen worden getoetst.

#### 3.1 Structuur van de kantorenmarkt

De kantorenmarkt wordt niet gezien als een enkele markt, maar wordt vaak onderverdeeld in diverse onderling samenhangende markten (DiPasquale & Wheaton, 1996; Ball et. al, 1998; Louw, 1993; Korteweg, 2002). Deze markten zijn de gebruikersmarkt, de bouw- of ontwikkelingsmarkt en de beleggingsmarkt. De koop- en huurprijzen spelen een belangrijke rol in de samenhang tussen deze drie markten en bij het functioneren van de afzonderlijke markten (Korteweg, 2002).

De *gebruikersmarkt* is de markt waarop de eigendoms- en/of gebruiksrechten van kantoorpanden worden verhandeld. De nadruk ligt hierbij op de huisvestingsdiensten van die panden. Het doel van de vragende partijen is het gebruik van het pand voor huisvesting van de eigen organisatie. Daartoe huren of kopen zij kantoorruimte. Deze ruimte wordt aangeboden door andere gebruikers, projectontwikkelaars, beleggers en aannemers. De gebruikersmarkt is onderhevig aan structurele en conjuncturele veranderingen. Bij structurele veranderingen moet gedacht worden aan ontwikkelingen zoals verkantoring en tertiaïsering, waardoor de regionale kantorenmarkten decennialang zijn gegroeid. Conjuncturele veranderingen ontstaan op korte termijn door schommelingen in de economie en komen tot uiting in een veranderde kwantitatieve vraag naar kantoorruimte. Deze veranderende kwantitatieve behoefte leidt, mede door de marktkenmerken, productiekenmerken en aanbodkenmerken van de Nederlandse kantorenmarkt tot cycli op deze kantorenmarkt (Korteweg, 2002). Deze kantorenmarktcyclus wordt in de volgende paragraaf verder besproken.

Het aanbod van nieuwe kantoorruimte komt tot stand op de *bouw- of ontwikkelingsmarkt* en verloopt vaak via de beleggingsmarkt. De bouw- of ontwikkelingsmarkt voor kantoren is de markt waarop in opdracht van gebruikers, projectontwikkelaars en andere initiatiefnemers kantoorgebouwen

worden geproduceerd. Hierbinnen zijn twee marktsegmenten te onderscheiden. Het eerste segment betreft de productie voor een opdrachtgever die ook gebruiker wordt. Dit segment is bekend als 'opdrachtgever - gebruikers'. Het tweede marktsegment is de 'vrije markt', waarop initiatiefnemers voor eigen rekening en risico actief zijn ter huisvesting van vooralsnog onbekende gebruikers. Het doel van aannemers en projectontwikkelaars is meestal niet om het pand in eigendom te houden, maar als er een eigenaar - gebruiker of huurder is gevonden het pand te verkopen aan de eigenaar - gebruiker respectievelijk een belegger (Korteweg, 2002).

Beleggers hebben als doel, door kantoorpanden voor langere tijd te exploiteren (verhuur) en door middel van een verwachte waardestijging, een gewenst rendement te halen. Op de *beleggingsmarkt* worden kantoorpanden beheerd en verhandeld. Projectontwikkelaars zijn de belangrijkste verkopers van kantoorpanden en institutionele beleggers zijn de belangrijkste kopers van kantoorpanden. Hiernaast doet zich het verschijnsel voor dat beleggers zelf aan projectontwikkeling doen. Op de beleggingsmarkt vinden ook transacties plaats tussen beleggers onderling. Beleggers stoten daarnaast panden af naar andere soorten actoren. Die transacties verwijzen naar een ander kenmerk van de kantorenmarkt, namelijk het feit dat de kantorenmarkt een voorraadmarkt is. Een belangrijk deel van de transacties op de gebruikers- en de beleggingsmarkt betreft bestaande kantoorpanden (Korteweg, 2002).

De drie deelmarkten die kunnen worden onderscheiden op de Nederlandse kantorenmarkt hangen sterk met elkaar samen. Met name de beleggingsmarkt heeft een sterke samenhang met de bouw- en ontwikkelingsmarkt. Het is vooral de beleggingsmarkt die opdracht geeft aan projectontwikkelaars voor de ontwikkeling van nieuwe kantoorruimte. Vaak hebben beleggers voor deze nieuw te realiseren kantoorpanden vooraf reeds een huurder gevonden waardoor de risico's voor zowel de ontwikkelaar als de belegger beperkt zijn. Door het feit dat beleggers op zoek zijn naar huurders is er ook tussen de beleggingsmarkt en de gebruikersmarkt sprake van samenhang. De samenhang tussen de gebruikersmarkt en de ontwikkelingsmarkt concentreert zich hoofdzakelijk in de kantoorontwikkeling voor eigenaar - gebruikers. In dit onderzoek ligt de focus primair op de beleggingsmarkt. Reden hiervoor is dat beleggers, doordat zij zowel met regelmaat opdrachtgever zijn als eigenaar van leegstaand kantorenvastgoed, een cruciale rol spelen bij het leegstandsprobleem. Inzicht in de motieven en het handelen van beleggers kan een bijdrage leveren aan mogelijke oplossingen voor de leegstand.

### 3.2 Historisch perspectief van de Nederlandse kantorenmarkt

De Nederlandse kantorenvorraad heeft een relatief korte geschiedenis. Tot aan het begin van de jaren zestig van de vorige eeuw was er sprake van een bescheiden voorraad. Dit paste bij het gegeven dat een belangrijk deel van de beroepsbevolking werkzaam was in de industrie of agrarische bedrijvigheid. De transitie van landbouw en industrie naar een diensteneconomie is de belangrijkste motor geweest voor de ontwikkeling van de tertiaire sector met als onderdeel daarvan de kantorenmarkt. Door de sterke groei van de werkgelegenheid in de tertiaire sectoren en de automatisering van processen, kwam er steeds meer behoefte aan bedrijfshuisvesting (De Bruin, 2003). Sinds de jaren '70 heeft de kantorenmarkt in Nederland zich steeds verder ontwikkeld. Inmiddels is de kantorenmarkt met een voorraad van bijna 47 miljoen vierkante meter (DTZ, 2011a) één van de belangrijkste vastgoedmarkten in Nederland.

De Nederlandse kantorenmarkt kent een sterke dynamiek. Verstoringen van het evenwicht komen regelmatig voor. De kantorenmarkt is niet in staat om bij deze veranderingen in de markt het evenwicht op de korte termijn te herstellen (Spaans, 2010). De dynamiek die waar te nemen is op de Nederlandse kantorenmarkt kent een cyclisch karakter. De ondoorzichtigheid van de markt, gecombineerd met de conjunctuurgevoeligheid van de vraag naar kantoren en de lange voorbereidings- en bouwtijd, heeft er toe geleid dat er een duidelijke cyclus is waar te nemen op de kantorenmarkt (EIB, 2010b). De cyclus wordt begrensd door periodes van zo'n acht tot tien jaar en wordt gekenmerkt door fasen van herstel, expansie, overaanbod en recessie (Korteweg, 2002). Deze cyclus, weergegeven in figuur 3.1, wordt wel vergeleken met de varkenscyclus: periodes van grote schaarste en overaanbod wisselen elkaar af. De afgelopen decennia heeft de kantorenmarkt een aantal keer deze periodes van sterke groei, gevolgd door periodes van sterk overaanbod, dalende prijzen en lage transactievolumina meegemaakt. De werking van de varkenscyclus op de kantorenmarkt wordt hieronder verder besproken.

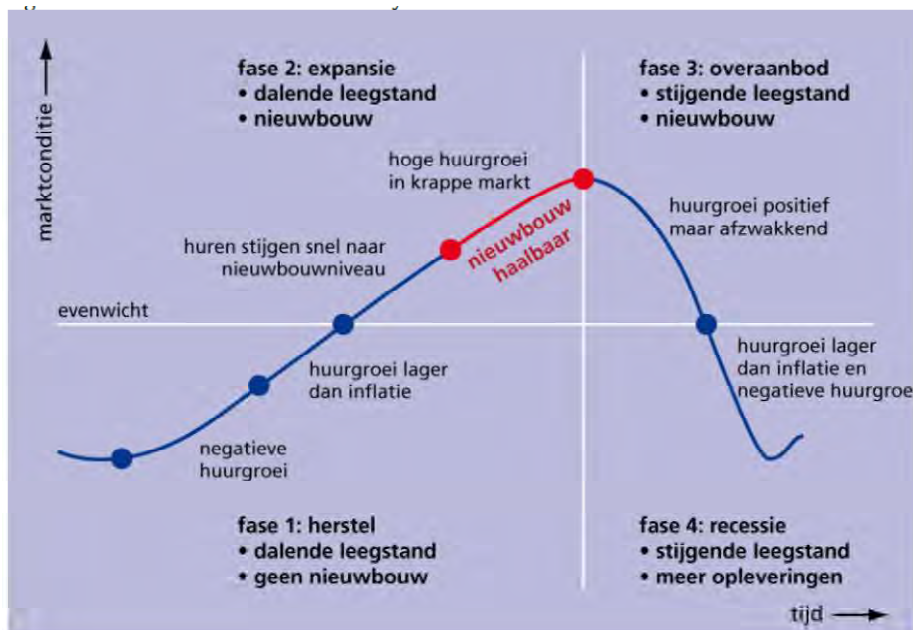
#### 3.2.1 Varkenscyclus

De vraag naar kantooruimte wordt gedreven door werkgelegenheidsontwikkeling, welke wordt bepaald door demografische en met name economische groei (Zuidema & Van Elp, 2010b). In periodes van economische groei is het voor investeerders aantrekkelijk te investeren in nieuwe ontwikkelingen. In zo'n fase van voorspoed is de rente laag en stijgen de huurprijzen snel. In reactie hierop worden veel bouwplannen voor nieuwe kantooruimte in werking gezet. Echter door de grote vraag naar krediet stijgt



de rente weer en daalt de economische groei. Wanneer de nieuwe kantoorruimte beschikbaar komt is de vraag al afgezwakt. Toch komt er - als gevolg van het pijplijneffect - nog een tijdje nieuwe kantoorruimte op de markt (Janssen - Jansen, 2010). Ontwikkelaars bouwen met name in een opgaande cyclus voor een groot deel speculatief wat betekent dat voor de ontwikkelde kantoren bij start bouw nog geen huurder is gevonden. De nieuwe kantoorruimte komt vervolgens 'te laat' en in een te grote omvang op de markt (EIB, 2010b). Met het op de markt komen van deze, op risico gerealiseerde, kantoorruimte ontstaat een stevig aanbodoverschot. Dit resulteert in scherpe dalingen van opnameniveaus en van de huurprijzen en een drastische toename van de leegstand tot ver boven het niveau dat hoort bij een normaal functionerende markt (De Bruin, 2003). Dit is voor de kantorenmarkt een bekend fenomeen. Na de opgaande cyclus volgt een correctie. Het aanbodoverschot drukt de prijzen, waardoor de nieuwbouwproductie wordt geremd, terwijl de vraag door de prijsdaling juist wordt gestimuleerd. Met name begin jaren negentig vertoonde de kantorenmarkt sterk dit varkenscyclusbeeld, waarin perioden van overaanbod werden afgewisseld door periode van (te) weinig productie (Janssen - Jansen, 2010).

Figuur 3.1: fasen in de kantorenmarktscyclus.



Bron: Kempen & Co, 1998

### 3.3 De huidige situatie op de Nederlandse kantorenmarkt

De huidige kantorenleegstand is ontstaan rond de eeuwwisseling. Vanuit een typische varkenscyclus is het overaanbod sterk opgelopen. Gezien het hierboven beschreven cyclische karakter van de kantorenmarkt een bekend fenomeen. Echter waar in het verleden het herstel in de markt terugkeerde door een weer aantrekkende vraag, bleef dat deze keer achterwege. Het overschot aan kantoren bleek niet meer te verklaren door de varkenscyclus: er kwam geen correctie meer op de productie, alleen maar verdere groei (Janssen - Jansen, 2010).

Begin 2000 was er een overschot aan investeringsgeld. Beleggers wilden massaal in nieuwe en bestaande kantoren investeren om een zo hoog mogelijk rendement te behalen. Er was geen rem op de investeringsdrang: doordat de rente laag bleef was investeren in vastgoed heel aantrekkelijk (Janssen - Jansen, 2010). Daarbij kwam dat in deze investeringsdrang tegemoet werd gekomen door gemeenten die in ruime mate grond aanboden voor nieuwe kantoren. Gemeenten voeren niet zelden een stimulerend beleid met betrekking tot kantoorontwikkeling. De grondopbrengsten uit kantoorontwikkeling, en de mogelijke werkgelegenheid die volgt uit deze ontwikkeling, zijn voor gemeenten erg aantrekkelijk. Gemeenten concurreren elkaar in het aantrekken van (grote) kantoorgebruikers en nemen zoveel mogelijk lucratieve kantoorruimtes op in hun plannen. Alle gemeenten zetten in op vergelijkbare plannen wat heeft geleid tot overcapaciteit in de plannen. Gemeenten focussen zich op de nieuwe kantoorontwikkelingen en kijken niet naar het totaalbeeld van ontwikkelingen binnen de gemeente, laat staan binnen de regio (Janssen - Jansen, 2010). Door dit enorme overaanbod kent de kantorenmarkt een omslag van uitbreidingsmarkt naar vervangingsmarkt. Doordat bedrijven met heel weinig of soms zelfs geen meerkosten, kunnen verhuizen naar een nieuw pand gaan zij op zoek naar kwalitatief betere panden en locaties. Het betreft hierdoor steeds minder een daadwerkelijke uitbreiding van de vraag naar kantoren en steeds meer een vervangingsvraag.

Door de honger van beleggers naar nieuwe vastgoedbeleggingsobjecten, de toegenomen vervangingsvraag bij gebruikers en het grote aantal door de gemeente aangeboden ontwikkellocaties zijn de laatste jaren de ontwikkelaars van nieuwe kantoorgebouwen op volle toeren blijven draaien. De kantorenvorraad in Nederland is het afgelopen decennium met bijna 50% toegenomen, terwijl de vraag structureel achter bleef (DTZ, 2010). Aanbod en opname van de kantorenmarkt zijn hierdoor ernstig uit balans geraakt. Gevolg hiervan is dat er een enorme leegstand is ontstaan. Op dit moment staat bijna 7 miljoen vierkante meter kantooruimte leeg, wat neerkomt op zo'n 14% van de totale voorraad (IVBN, 2010; DTZ, 2011a; NVB, 2011; EIB, 2010a). Indien de huidige ontwikkeling zich doorzet zal de leegstand in 2020 zijn opgelopen tot ruim 14 miljoen vierkante meter (IVBN, 2010).

Van al deze kantoren die leegstaan is maar liefst 90% in handen van beleggers (EIB, 2010b). Beleggers spelen dus een cruciale rol als het gaat om de leegstand van kantoren. Ondanks het feit dat het voor beleggers ongunstig lijkt om hun kantoorpanden leeg te hebben staan, zij lopen immers huurinkomsten mis, blijken zij niet snel geneigd te investeren in de renovatie of in de verandering van de functie van het gebouw. Transformatie en herontwikkeling vinden maar heel gering plaats. In de enkele gevallen dat transformatie zich voordoet gebeurt dat zelden of nooit op initiatief van de belegger. Gevolg is dat het merendeel van de kantoorpanden leeg blijft staan. In de literatuur worden een aantal verklaringen aangedragen waarom beleggers niet overgaan tot de aanpak van hun leegstaande kantorenvastgoed. In de volgende paragraaf zullen de actoren op de Nederlandse kantorenmarkt en specifiek de rol van beleggers op deze markt en de in de literatuur naar voren komende motieven van beleggers om hun leegstaande kantorenvastgoed niet aan te pakken worden besproken. Uit deze analyse volgen een aantal hypothesen die in het empirische gedeelte van dit onderzoek zullen worden onderzocht.

### 3.4 Actoren op de Nederlandse kantorenmarkt

Zoals uit bovenstaande analyse naar voren komt zijn er op de Nederlandse kantorenmarkt allerlei partijen actief. De invloed van deze partijen op de markt en op elkaar is verschillend. Alle actoren hebben op enige wijze een bijdrage gehad in de totstandkoming van de huidige situatie op de Nederlandse kantorenmarkt. Deels is dit hierboven al aan de orde gekomen. Reden van de huidige situatie is dat de verschillende actoren op individueel niveau belang hebben (gehad) bij het proces dat heeft geleid tot de huidige mismatch op de kantorenmarkt. Dit onderzoek richt zich op het handelen en de motieven van beleggers in deze markt. Om het handelen en de motieven van beleggers te onderzoeken is het noodzakelijk de rollen en belangen van de andere actoren op de kantorenmarkt en hun interactie te erkennen. De opstelling van de andere actoren op de Nederlandse kantorenmarkt kan, voor een deel, een verklaring bieden voor het handelen en de motieven van beleggers op deze markt.

Hieronder wordt per actor dieper ingegaan op de rollen en belangen bij het ontstaan van de huidige problematiek. Allereerst wordt ingegaan op de rol van partijen bij het ontstaan van de huidige situatie. Vervolgens wordt geanalyseerd welke gevolgen de huidige leegstandsproblematiek heeft voor de verschillende partijen.

### 3.4.1 Overheid

Vaak wordt de huidige leegstand op de kantorenmarkt aangeduid als een probleem van de markt. Echter de rol van de overheid bij het ontstaan van de leegstand is substantieel geweest (Spaans, 2010). De overheid is degene die in haar ruimtelijke ordeningsbeleid ruimte heeft gegeven voor de ontwikkeling van nieuwe kantoren en kantoorterreinen. In Nederland is de overheidsturing op het gebied van ruimtelijke ordening relatief groot. Zowel het Rijk, provincies als gemeenten hebben in meer of mindere mate invloed op de inrichting van de ruimte. Op Rijksniveau wordt de wetgeving op- en vastgesteld voor zowel het ruimtelijke ordeningsbeleid als het grondbeleid. Daarnaast stelt het Rijk beleidskaders op hoofdlijnen aan de lagere overheden voor de ruimtelijke ordening door middel van de Nota Ruimte. Deze beleidskaders worden op provinciaal niveau verder uitgewerkt naar Streekplannen die weer als input dienen voor het ruimtelijke ordeningsbeleid van de lokale overheden, de gemeenten. Gemeenten stellen bestemmingsplannen vast en geven hiermee de ruimte voor individuele kantoorontwikkelingen.

De gemeente is dus, door middel van het bestemmingsplan, de belangrijkste instantie bij het aanwijzen van kantoorlocaties. Echter in het ruimtelijke ordeningsbeleid van alle drie de overheidslagen is in het verleden veel ruimte geboden voor de ontwikkeling van kantoren en kantoorlocaties. Pas de laatste jaren is vanuit de hogere overheden actief aangestuurd op een beperking van de realisatie van nieuwe kantoorgebieden. Reden voor de hogere overheden om de ontwikkeling van kantoren te stimuleren is de verbetering van de internationale en interregionale concurrentiepositie van Nederland. De ontwikkeling van hoogwaardige kantoorlocaties wordt vanuit de Rijksoverheid en de provincie beschouwd als een belangrijke impuls voor de landelijke en regionale economie. Gemeenten ondersteunen deze visie, echter zij denken bij de ontwikkeling van kantoren meer vanuit hun eigen, lokale belang en niet zozeer vanuit dit regionale of landelijke belang.

Voor gemeenten is de ontwikkeling van nieuwe kantoorlocaties een belangrijke inkomstenbron. Doordat de gronden veelal in eigendom zijn van de gemeente kunnen zij flink verdienen aan de ontwikkeling van nieuwe kantoorgebieden. De ontwikkeling van nieuwe locaties gaat gepaard met gronduitgifte waarbij de grondinkomsten voor nieuwe kantoren binnen de grondexploitatie aanzienlijk zijn (EIB, 2010b). Met deze inkomsten dekken gemeenten niet alleen de ontwikkeling van de kantoorlocaties maar de inkomsten worden ook gebruikt voor de financiering van andere beleidsprioriteiten. De winsten op de ontwikkeling van kantoorlocaties worden bijvoorbeeld ingezet als dekking voor onrendabele stedelijke vernieuwing. Daarnaast gebruiken gemeenten vaak de toevoeging van een of meerdere kantoorgebouwen aan een ruimtelijk plan om de financiële haalbaarheid van het plan te waarborgen. Het toevoegen van kantoorlocaties zou immers een

gunstig effect hebben op de inkomstenkant van de grondexploitatie, door te veronderstellen dat die meters toch wel afgezet zouden kunnen worden in de markt. Hier is op zichzelf niets mis mee echter de enorme verdien capaciteit zorgt ervoor dat de drempel voor gemeenten erg hoog is om de gronduitgifte te beperken, hetgeen in de afgelopen decennia de overproductie van kantoren mogelijk heeft gemaakt.

Een andere drempel voor gemeenten om de ontwikkeling van kantoren te beperken is de economische groei en werkgelegenheid die de nieuwe kantoorlocaties met zich meebrengen. Dit grote belang van de kantorenmarkt voor de lokale economie heeft tot gevolg dat gemeenten juist geprikkeld worden om een stimulerend kantorenbeleid te voeren. Kantoorontwikkelingen hebben binnen de gemeente een prominente plek in de ruimtelijk ordening. Gemeenten hechten over het algemeen een groot belang aan een sterke lokale kantorenmarkt. Bijzondere kantoorpanden en de huisvesting van belangrijke en grote kantoororganisaties verlenen een gemeente status en aanzien. De komst van kantoororganisaties staat indirect garant voor hoogwaardige werkgelegenheid en economische groei. Een goed ontwikkelde kantorensector geeft een gemeente een 'stedelijk en dynamisch' karakter en een gezonde kantorenmarkt is een graadmeter voor de economie.

Deze factoren leiden zelfs tot enige mate van beleidsconcurrentie. Gemeenten concurreren met elkaar om het binnenhalen van grote kantoorgebruikers. Dit zet druk op het grondprijnsbeleid. Veel gemeenten kennen daarnaast vaak forse verhuissubsidies toe aan nieuwe kantoorvestigingen. Deze situatie heeft kenmerken van een prisoners' dilemma voor de gemeenten. Een gemeente hoopt er op dat de buurgemeente wel stopt met de gronduitgifte voor nieuwbouw van kantoren en probeert zelf door de nieuwe gronden uit te blijven geven een zo hoog mogelijke grondopbrengst te genereren en haar concurrentiepositie te verbeteren. Wanneer beide gemeenten echter gezamenlijk de uitgifte van gronden zouden beperken kan het evenwicht op de markt terug keren en zijn beide gemeenten uiteindelijk beter af. Het individuele belang, het binnenhalen van de klant, is hierbij dus belangrijker dan het regionale belang van een gezonde kantorenmarkt. Dit wordt ook wel aangeduid met de term prisoner's dilemma. Met een gecoördineerd ruimtelijk beleid zouden de totale inkomsten uit de kantorenmarkt voor de gemeenten hoger zijn. De concurrentie leidt echter tot (te) lage opbrengsten en werkt verstrend op het functioneren van de kantorenmarkt.

Concluderend kan worden gesteld dat de overheid tot nu toe veel ruimte heeft geboden voor de ontwikkeling van nieuwbouw. Door het individuele gedrag van gemeenten bij het faciliteren en stimuleren van de aanbodkant van de kantorenmarkt hebben gemeenten aanzienlijk bijgedragen aan de mismatch tussen vraag en aanbod en daarmee bijgedragen aan de kantorenleegstand. Probleem is dat de drempels voor gemeenten om hier mee te stoppen vaak te

hoog zijn. Het wegvallen van de inkomsten uit de grondexploitatie, die ook vaak dienen als financiële dekking voor de gemeentelijke gebiedsontwikkeling in brede zin, is voor gemeenten financieel een te grote aderlating. Daarnaast zijn gemeenten bang voor mogelijke verslechtering van de concurrentiepositie indien zij als enige de nieuwbouw beperken. Gemeenten zijn hierdoor mede verantwoordelijk voor de instandhouding van het overaanbod op de kantorenmarkt.

### 3.4.2 Gebruiker

Ruim de helft van de gebruikers van kantoren huurt het pand van een eigenaar (Van der Voordt, 2007). Deze gebruikers zijn doorlopend op zoek naar de kwalitatief beste huisvesting voor de beste prijs. Huurders willen flexibiliteit en huurcontracten zijn korter geworden. Daarbij komt dat gebruikers steeds minder plaatsgebonden zijn. Het aandeel bedrijven dat kantooruimte huurt neemt dan ook steeds verder toe ten opzichte van de eigenaar - gebruikers.

Door de ruime kantorenmarkt bevindt de gebruiker zich in een sterke positie. Doordat de eigenaar/belegger van het pand waarin de gebruiker nu gevestigd is graag een huurverlenging wil afsluiten haalt deze daarvoor alles uit de kast. Daarbij zijn huurvrije periodes, management fees, tekengelden, nieuwe inrichtingen of andere incentives aan de orde van de dag. Een eigenaar/belegger moet hier bijna wel aan meedoen, omdat anders een concurrerende partij dit wel doet en de huurder 'wegkaapt' (Ter Horst, 2010: 33). De gebruiker neemt dus een sterke positie in en maakt dankbaar gebruik van de mogelijkheden op de huidige kantorenmarkt. Ze kunnen zich veeleisend opstellen en doen dit dan ook. Deze trend zal zich voorlopig voortzetten.

### 3.4.3 Ontwikkelaar

Een belangrijke rol in de ontwikkeling van nieuwe kantoorgebouwen spelen uiteraard de ontwikkelaars en in hun kielzog de bouwers. Zij zijn uiteindelijk de partijen die voor de daadwerkelijke realisatie zorgen (Spaans, 2010). De kantoren die door ontwikkelaars worden gerealiseerd, worden zelden door hen in eigendom gehouden (Korteweg, 2002). Vaak worden de panden verkocht aan beleggers of aan gebruikers die tevens eigenaar zijn. Gezien hun aard en doelstelling is het niet verwonderlijk dat ontwikkelaars een sterk stimulerende rol hebben gespeeld in de bouw van nieuwe kantoren in het verleden. De ontwikkelaars halen goede rendementen uit de bouw van nieuwe kantoorgebouwen, waardoor er voor hen geen prikkel is om iets te doen aan de leegstand. Wanneer de hoeveelheid nieuw gerealiseerde kantoorgebouwen in ogenschouw wordt genomen, kan worden geconstateerd dat ontwikkelaars

en bouwers over het algemeen de kansen die er waren om nieuwe kantoren te ontwikkelen ten volle hebben gepakt (Spaans, 2010).

Ontwikkelaars spelen zelf een belangrijke rol bij het stimuleren van de vraag naar nieuwbouw. Belangrijke voorbeelden hiervan zijn het geven van incentives aan huurders, waardoor enerzijds gebruikers worden geprikkeld om te verhuizen en nieuwe kantooruimte te huren en waardoor het anderzijds mogelijk is om beleggers hoge kasstromen te garanderen indien ze de nieuwe kantoorgebouwen met onderliggende huurcontracten afnemen. De prijzen van kantoren worden hiermee overigens wel kunstmatig opgepompt (Spaans, 2010: 32).

Voor de ontwikkelaar is het effect van de huidige situatie op de kantorenmarkt groot. Niet eerder zijn er zo veel bedrijven uit deze branche omgevallen als de afgelopen twee jaar. Dit is niet verwonderlijk als de cijfers van de nieuwbouwproductie van deze jaren worden bezien. Als gevolg van de sterk afgenomen bouwproductie staan de marges onder druk en neemt de concurrentie toe. Daarnaast zullen door de verminderde financierbaarheid van projecten en de daarmee samenhangende hogere eisen van financiers met betrekking tot het in te brengen eigen vermogen in dergelijke projecten de mogelijkheden om grootschalige nieuwbouwprojecten als projectontwikkelaar zelfstandig van de grond te trekken sterk verminderen (Spaans, 20110: 33). De afhankelijkheid van beleggers en overheid wordt daarmee groter voor de projectontwikkelaars.

Concluderend kan worden gesteld dat ontwikkelaars (tot nu toe) leven van de nieuwbouw en daarbij aan de andere actoren volop prikkels uitdelen om daar in mee te gaan. De toekomst voor de ontwikkelaar is echter ongewis. Transformatie is (nog) geen business, maar wel de toekomst als de nieuwbouw wordt afgeremd. De financiering van dergelijke projecten is voor ontwikkelaars alleen bijzonder lastig (Spaans, 2010: 33).

#### 3.4.4 Financier

De financiers hebben een belangrijke rol gehad in de financiering van kantoorontwikkelingen enerzijds en beleggingen in kantoren anderzijds. Voor wat betreft de ontwikkeling van nieuwe kantoren hebben banken het ontwikkelaars mogelijk gemaakt om grote projecten te realiseren zonder hierbij veel eigen vermogen in te hoeven zetten als ontwikkelaar. Hierdoor ontstond een situatie waarbij het ook mogelijk werd om op risico grote kantoorgebouwen te ontwikkelen. Iets waartoe ontwikkelaars zelfstandig (meestal) niet in staat waren. Door deze werkwijze konden ontwikkelaars grote risico's nemen en derhalve ook relatief (ten opzichte van het ingebrachte eigen vermogen) grote winsten realiseren op de nieuwbouwprojecten. Ook werden hierdoor projecten ontwikkeld die onder

'normale' omstandigheden niet zouden zijn gerealiseerd (Spaans, 2010: 33 - 34).

Anderzijds gold een vergelijkbaar hefboomeffect voor beleggers. Ook aan deze partijen werd door financiers de mogelijkheid geboden om voor veel grotere bedragen in vastgoed te investeren dan op grond van het beschikbare eigen vermogen mogelijk zou zijn. Banken waren op zoek naar mogelijkheden om geld weg te kunnen zetten met een zo laag mogelijk risico. Leningen ten behoeve van de aanschaf van nieuwe kantoorgebouwen passen daar goed bij (Spaans, 2010: 34).

Er kan dus worden geconcludeerd dat financiers het de markt mogelijk hebben gemaakt om zo ongebreideld te groeien en er (te) grote risico's konden worden genomen (Spaans, 2010: 34). De ruime kredietmogelijkheden hebben het ontstaan van het overaanbod op de kantorenmarkt in de hand gewerkt.

### 3.4.5 Belegger

Beleggers in onroerend goed hebben over het algemeen als primair doel om uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed geldelijke opbrengsten te halen. Kantooreigenaren die primair het vastgoed in bezit hebben vanwege de producten en diensten van het vastgoed (huisvesting van de organisatie) worden niet gezien als beleggers. Deze groep betreft de eigenaar - gebruikers en zal ook nauwelijks voorkomen in de lijst van vastgoedeigenaren die leegstaand kantoorvastgoed bezitten. Dit omdat wanneer zij de gebouwen niet meer gebruiken voor de eigen huisvesting zij deze zo snel mogelijk afstoten (aan een belegger of ontwikkelaar) (OGA, 2009).

Een belegger streeft ernaar een zo goed mogelijk renderende vastgoedportefeuille te onderhouden. Een strategie om dit te bereiken is het zoeken naar nieuwe investeringen om daarmee de kwaliteit van de portefeuille als geheel te vergroten. Over het algemeen zullen nieuwe kantoorgebouwen de gemiddelde kwaliteit van die portefeuille verhogen. Het uitbreiden en verbeteren van die portefeuille werd onder andere mogelijk gemaakt doordat, zoals eerder aangegeven, het vermogen van beleggers sterk is toegenomen in de afgelopen decennia. Een andere oorzaak hiervoor is daarnaast dat lange tijd de mogelijkheden voor beleggers in ruime mate aanwezig waren om investeringen met vreemd vermogen te financieren. Dit laatste is sinds het uitbreken van de kredietcrisis echter niet langer het geval (Spaans, 2010).

Een investering in vastgoed, en een investering in kantoren in het bijzonder, wordt, mede door de drang bij beleggers om de portefeuille uit te breiden, vooral gezien als een financieel product en in mindere mate als een fysiek gebouw. In vergelijking met ander vastgoed zijn kantoren hier, door hun



stabiele kasstroom (huur) en door het feit dat ze managementintensief zijn, ook bij uitstek geschikt voor. Door deze focus op het kantoorgebouw als puur financieel product is er wellicht een te beperkte focus geweest op de risico's van de bestaande portefeuille en van kantorenvastgoed in het algemeen. Beleggers stonden tot voor kort spreekwoordelijk bijna 'in de rij' om nieuw opgeleverd vastgoed af te nemen zodat beleggingsvermogen kon worden weggezet (Spaans, 2010). Doordat beleggers bang waren 'de boot te missen' en de financiering van de investeringen gemakkelijk was hebben zij de afgelopen jaren in ruime mate kantoren van ontwikkelaars afgenomen.

Beleggers hebben verschillende achtergronden. Een belangrijk onderscheid dat gemaakt moet worden is dat tussen directe vastgoedbeleggingen en indirecte vastgoedbeleggingen. Eenvoudig gezegd is een belegging in direct vastgoed een belegging in stenen. De vastgoedbelegger is dan rechtstreeks eigenaar van het vastgoed en heeft ook de zeggenschap over het management van het vastgoed. Een indirecte belegging in vastgoed is een belegging in vastgoedaandelen. Men koopt dan een financiële vermogenstitel, dat recht geeft op de opbrengsten van het vastgoed. In het geval van een indirecte belegging heeft de vastgoedbelegger geen meerderheidsbelang en dus ook geen zeggenschap over het management van het vastgoed. De volgende typen vastgoedbeleggers investeren direct in vastgoed (Vermeulen & Wieman, 2010):

- *Particuliere beleggers*: Particuliere beleggers beleggen in vastgoed met als doel: het zekerstellen van een toekomstig inkomen, de koopkrachthandhaving van een vermogen, het maximeren van de opbrengsten van de belegging of een combinatie daarvan. De groep particuliere beleggers is zeer divers. Onder deze categorie vallen naast beleggers met enkele kleine objecten in portefeuille ook beleggers met een miljoenenportefeuille.
- *Institutionele beleggingsorganisaties*: Institutionele beleggers beleggen zowel direct als indirect in vastgoed. Indirect betekent dat er door middel van deelnemingen in bijvoorbeeld een vastgoedfonds welke al dan niet beursgenoteerd is, wordt belegd in onroerend goed. Er is sprake van direct beleggen wanneer de belegger zelf de panden in de portefeuille heeft en op de balans heeft staan. De belangrijkste institutionele beleggingsorganisaties zijn de verzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen. Zij beleggen de premiegelden in ruil voor toekomstige opbrengsten. Deze opbrengsten moeten minimaal voldoen aan de toekomstige betalingsverplichtingen. Institutionele beleggingsorganisaties beleggen vooral in vastrederende waarden zoals aandelen, obligaties en vastgoed. Afhankelijk van hun grootte en managementstijl kiezen institutionele beleggers ervoor om direct of indirect in vastgoed te beleggen (OGA, 2009). De laatste jaren is er een trend gaande dat steeds meer institutionele beleggers overgaan op het indirect beleggen in vastgoed, dus via beleggen in een vastgoedfonds, Reden hiervoor is de

specialistische kennis die er voor nodig is, het feit dat een portefeuille pas rendabel is bij een bepaalde grootte en vanwege risicospreiding.

- *Vastgoedfondsen (nationaal en internationaal)*: dit zijn ondernemingen die zelf beleggen in direct vastgoed (en / of indirect vastgoed) en die hiervoor het benodigde geld verkrijgen door het uitgeven van aandelen of door het aantrekken van vreemd vermogen. Een vastgoedfonds, wel of niet beursgenoteerd, dient het belegde vermogen zoveel mogelijk in vastgoed te beleggen zodat de performance van het fonds overeen komt met de kenmerken die horen bij het beleggen in vastgoed (immers dit verwacht degene die een belang neemt in het fonds). Dit betekent dat vermogen dat vrij komt (door het netto huurresultaat of verkopen van vastgoed) opnieuw wordt belegd in vastgoed of wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders (OGA, 2009). Zowel institutionele beleggers als particuliere beleggers kunnen deelnemen in een vastgoedfonds. Banken en verzekeringsmaatschappijen beschikken vaak over een vastgoedbeleggingstak om een deel van hun eigen beleggingen (eigen vermogen) te laten renderen of als onderdeel van de producten die zij bieden aan klanten. Zo beheert ING Real Estate verschillende vastgoedfondsen die zij aanbieden aan institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) (OGA, 2009).
- *Vastgoed - cv's (commanditaire vennootschappen) of maatschappen*: Dit zijn niet - beursgenoteerde beleggingsfondsen met een cv - structuur of maatschapstructuur, met een klein aantal objecten in portefeuille. De fondsen worden aangegaan voor een bepaalde periode, waarna de participanten kunnen besluiten het onroerend goed te verkopen. Vastgoed - cv's en maatschappen richten zich op deelname door particulieren.

De laatste twee typen vastgoedbeleggers ontlene hun bestaansrecht van participanten (particulieren beleggers of institutionele beleggingsorganisaties) die een deel van hun vermogen indirect in vastgoed willen beleggen. Zij leveren dus het vermogen aan waarmee een vastgoedfonds of een vastgoed - cv vervolgens direct vastgoed kan verwerven.

### 3.5 Motieven beleggers

Zoals uit de analyse van de Nederlandse kantorenmarkt naar voren komt hebben beleggers het afgelopen decennium in ruime mate nieuwe kantoren aangekocht. Beleggers spelen dan ook een belangrijke rol bij de huidige leegstand op de kantorenmarkt. Van alle kantoren die leeg staan is 90% in handen van beleggers (EIB, 2010b). Beleggers blijken echter, ondanks de leegstand, niet snel geneigd te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Er worden hiervoor in de literatuur verschillende redenen aangedragen. De belangrijkste redenen van beleggers om niet te investeren

zijn het gevolg van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd. Deze organisatie heeft een aantal uitkomsten op de Nederlandse kantorenmarkt tot gevolg die van invloed zijn op het investeringsgedrag van beleggers. In deze paragraaf zullen de verschillende uitkomsten en hun invloed op het investeringsgedrag van beleggers worden besproken.

Een belangrijk gevolg van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd is het enorme overaanbod, zoals reeds beschreven, van kantoren. Het enorme overaanbod is een belangrijke reden voor beleggers om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Beleggers kunnen hun oude kantoorpand wel opknappen maar er worden met regelmaat nieuwe kantoren opgeleverd. De gerenoveerde kantoren kunnen niet concurreren met deze nieuwe kantoren waardoor investeren meestal niet loont. Daarnaast heeft het enorme overaanbod ervoor gezorgd dat de huurders op Nederlandse kantorenmarkt een sterke positie hebben verkregen. Doordat beleggers er alles aan moeten doen om hun panden verhuurd te krijgen gaan zij akkoord met de wens van huurders om korte huurcontracten af te sluiten. Op dit moment zijn de looptijden van huurcontracten vaak niet langer dan vijf jaar waar voorheen contracten van tien jaar geen uitzondering waren. Beleggers zijn op dit moment blij wanneer zij het pand verhuurd kunnen krijgen echter zodra er iemand met een goed aanbod komt ruilen huurders het ene pand zonder bijgedachten in voor een nieuw pand (Van Elp & Zuidema, 2011). Beleggers kunnen of durven hierdoor doorgaans niet te moderniseren of verduurzamen bij leegstand. Het risico op vertrek van de huurder wordt te groot geacht. Indien de zekerheid van een marktconform volume wordt hersteld zullen beleggers eerder bereid zijn te investeren in duurzaamheid en upgradering van gebouwen (Dees, 2011).

Een tweede gevolg van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd zijn de hoge boekwaardes van kantoren. De hoge boekwaardes zijn tevens een belangrijke reden voor beleggers om niet te investeren in hun leegstaande kantoorpanden. De boekwaarde is de waarde waarvoor de activa in de boeken staan en waarvoor ze vervolgens op de balans worden gezet. Bij materiële vaste activa, waaronder vastgoed, is de boekwaarde gelijk aan de aanschafwaarde minus de afschrijving ([www.bedrijfseconomische-begrippen.nl](http://www.bedrijfseconomische-begrippen.nl)). De boekwaarde van een kantoorpand is vaak aanzienlijk hoger dan de actuele marktwaarde (OGA, 2009). Hier zijn een aantal redenen voor. Zo stammen de taxaties van het kantoorpand nog uit de tijd dat het pand nog verhuurd was, wordt bij taxaties van leegstaande panden vaak slechts een leegstandperiode van 2 jaar aangehouden en is de marktwaarde van het pand, als gevolg van de langdurige leegstand, fors gedaald. Doordat het pand bij renovatie, transformatie of herontwikkeling opnieuw getaxeed dient te worden en dus haar hoge boekwaarde verliest zijn beleggers niet snel geneigd te kiezen voor één van deze investeringen. De kosten van renovatie, transformatie of herontwikkeling opgeteld bij het verlies aan boekwaarde zijn

voor beleggers te hoog. Een mogelijkheid om renovatie, transformatie of herontwikkeling vanuit beleggers oogpunt aantrekkelijker te maken is door af te boeken op de boekwaarde van het kantoorpand. De boekwaarde van het pand komt dan na afboeking beter overeen met de actuele marktwaarde waardoor investeren aantrekkelijker is. Beleggers zijn echter, ondanks de langdurige leegstand, niet geneigd om de waarde van hun vastgoed af te boeken en houden deze kunstmatig hoog. Het afboeken op de boekwaarde betekent namelijk verlies. Een belegger laat dan in zijn boeken zien dat de totale waarde van zijn portefeuille is afgenomen. Naast het feit dat dit direct verlies betekent geeft de belegger ook een slecht signaal af naar haar investeerders toe. Dit proberen beleggers ten alle tijden te voorkomen.

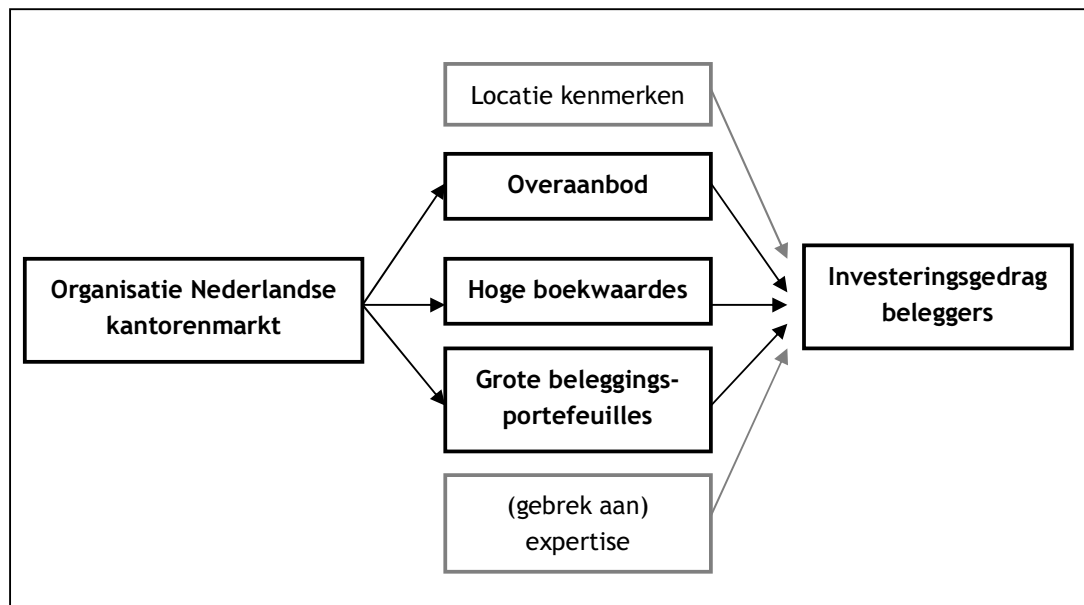
Een derde gevolg van de manier waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd is het feit dat kantoren veelal door gebruikers gehuurd worden van grote beleggers. Deze kantoorpanden maken bij beleggers onderdeel uit van een grote gemixte beleggingsportefeuille (Schuit, 2006). Het feit dat een leegstand pand onderdeel is van een grote beleggingsportefeuille is een belangrijke reden dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Van dat ene leegstaande pand voelt de eigenaar of de aandeelhouders financieel vrijwel niets omdat de portefeuille als geheel wel rendeert (Ter Horst, 2010). De meeste beleggers ervaren de leegstand in hun portefeuille wel als een probleem, maar niet als een urgent probleem. Een groot deel van de portefeuille is nog verhuurd en genereert voldoende kasstroom om aan de rentebetalingen te voldoen (OGA, 2009). Men gaat er over het algemeen van uit dat het pand vanzelf wel weer verhuurd zal kunnen worden.

Naast de motieven van beleggers op basis van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt georganiseerd is, zijn er ook nog een aantal andere algemene redenen voor beleggers om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Een van deze redenen waarom niet overgaan tot specifiek transformatie is dat er bij beleggers vaak een gebrek aan expertise is met betrekking tot de transformatie van kantoren (Schuit, 2006). De meeste beleggers zijn niet thuis in het ontwikkelen van panden. Dit is een andere tak van sport en vergt andere (markt)kennis welke een belegger vaak niet in huis heeft. Sommige beleggers hebben via hun ontwikkelingsdochter wel verstand van (her)ontwikkelen, maar er zijn maar weinig beleggers die de expertise in huis hebben om langdurig leegstaande kantoren winstgevend te transformeren naar bijvoorbeeld woningen (Ter Horst, 2010). Bovendien betekent transformatie over het algemeen dat het pand een bestemming krijgt anders dan kantoor en zijn de betreffende beleggers vaak niet bekend op deze andere markten (OGA, 2009).

Een laatste reden voor beleggers om niet te investeren in een leegstaand kantoorpand is de veroudering van de kantoorlocatie als geheel. Vaak concentreert de leegstand zich op locaties waar meerdere kantoren gevestigd

zijn. Bij deze locaties spelen 'free-rider' gedrag en het 'prisoners'-dilemma investeringsinitiatieven parten. Wanneer een deel van de gebouweigenaren in een gebied het eigen gebouw aantrekkelijker maakt, profiteren andere partijen daarvan 'voor niets' mee. In veel gevallen zijn individuele investeringen niet rendabel maar is gecoördineerde actie nodig. Het leidt op herstructureringslocaties met dergelijke problemen tot langdurige patstelling met als resultaat dat er in het geheel geen kantoren worden getransformeerd of herontwikkeld (Spaans, 2010).

Zoals uit bovenstaande analyse blijkt hebben beleggers verschillende motieven om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. Dit onderzoek richt zich op de motieven die het gevolg zijn van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt georganiseerd is. Dit betreft het overaanbod, de hoge boekwaardes en de grote beleggingsportefeuilles. De overige motieven, te weten het gebrek aan expertise en de locatiekenmerken, worden wel meegenomen in het onderzoek maar staan niet centraal. Uit deze opzet kan het volgend conceptueel model worden opgesteld:



Figuur 3.2: conceptuele relaties van het onderzoek

Vanuit bovenstaand conceptueel model zijn een drietal hypothesen opgesteld die in dit onderzoek zullen worden onderzocht:

- *Het overaanbod op de Nederlandse kantorenmarkt zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*
- *De hoge boekwaarde van kantoren zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

- *Het feit dat kantoren veelal onderdeel uitmaken van een grote (gemixte) beleggingsportefeuille zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*

Deze hypothesen zullen worden onderzocht aan de hand van casestudies van een vijftal grote beleggers in de regio Eindhoven. Alvorens in te gaan op de onderzoeksopzet en de resultaten van het onderzoek zal daarom in hoofdstuk vier eerst een korte analyse worden gegeven van de Eindhovense kantorenmarkt.

## 4 De Eindhovense kantorenmarkt

De beleggers die voor dit onderzoek worden geïnterviewd zijn allen actief op de Eindhovense kantorenmarkt. Alvorens de beleggers op de Eindhovense kantorenmarkt te interviewen is het daarom van belang een goed beeld te verkrijgen van de kantorenmarkt van Eindhoven. De huidige situatie op de Eindhovense kantorenmarkt en de ontwikkelingen die de afgelopen jaren hebben plaatsgevonden worden in dit hoofdstuk geanalyseerd. Vervolgens worden de ontwikkelingen op de Eindhovense kantorenmarkt vergeleken met die op de Nederlandse kantorenmarkt en wordt bekeken in hoeverre deze twee markten met elkaar overeenkomen dan wel van elkaar verschillen.

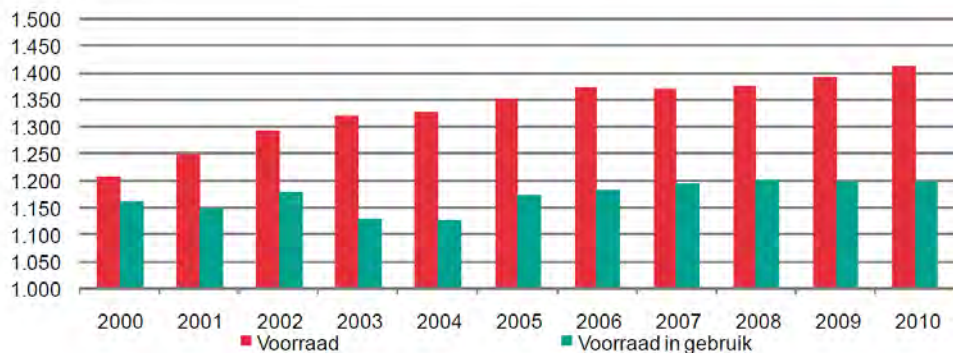
### 4.1 Karakterisering Eindhovense kantorenmarkt

De kantorenmarkt in Eindhoven heeft zich de laatste jaren sterk ontwikkeld. Over de afgelopen tien jaar is de kantorenvorraad in Eindhoven gestegen van 1,21 miljoen vierkante meter naar ruim 1,4 miljoen vierkante meter, een toename van 17% (DTZ, 2011b). Met deze kantorenvorraad van 1,4 miljoen vierkante meter is Eindhoven momenteel de vijfde kantorenstad van Nederland (6,7 vierkante meter per inwoner). Feit is wel dat van deze voorraad slecht 85% in gebruik is (DTZ, 2011b). De kantorenmarkt in Eindhoven kan worden getypeerd als een vervangingsmarkt. Er komen weinig nieuwkomers binnen, maar grote partijen vertrekken daarentegen ook nauwelijks naar een andere regio. Belangrijke transacties zijn afgelopen jaar gerealiseerd door T-Mobile en Vion Food Group (beide 3.000 vierkante meter) en Deterink Advocaten & Notarissen (2.700 vierkante meter) (Dynamis, 2011). Eindhoven kent verhoudingsgewijs een jonge kantorenvorraad. Dit is het gevolg van de relatief recente omschakeling (jaren '70) van industriestad naar 'Brainport' Stad. Kenmerkend voor Eindhoven is de, weliswaar afnemend de laatste jaren, dominantie van Philips en de 'afgeleiden' daarvan. Daarnaast herbergt de stad veel zakelijke dienstverlening (ruim 39% van de totale opname aan kantooruimte) en regiokantoren (DTZ, 2011b). De kantoorlocaties in Eindhoven zijn, zoals uit onderstaande kaart valt af te lezen, redelijk versnipperd. Een aantal van deze locaties zijn van extra belang voor de regionale economie, te weten Strijp-S, Flight Forum, Eindhoven Airport en het centrum. Met name het gebied rondom het vliegveld is een belangrijke motor voor de regio.

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

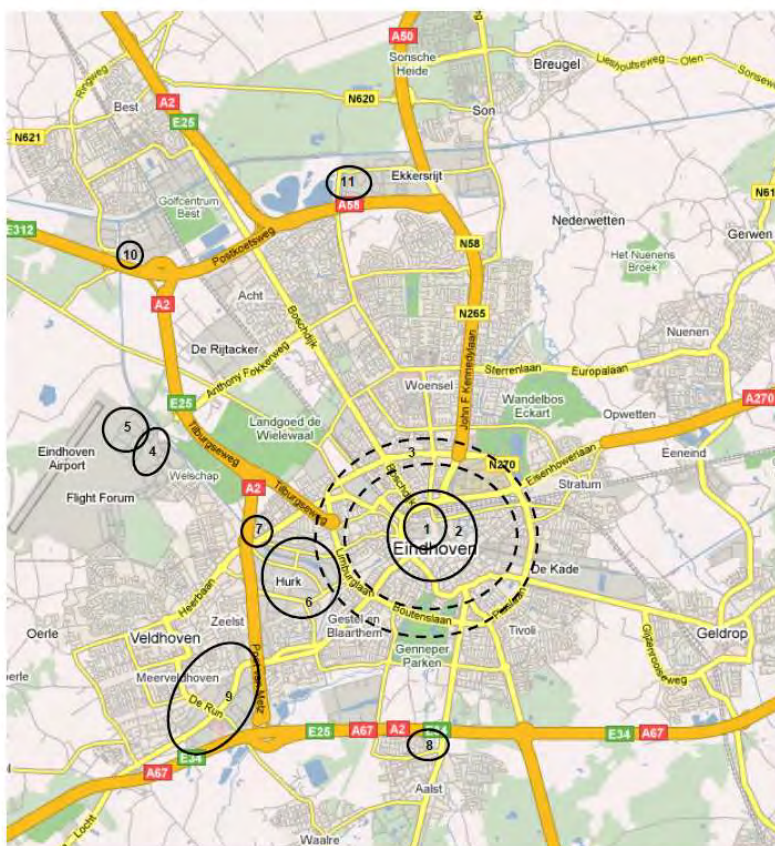
Figuur 4.1

Kantorenvoorraad en voorraad in gebruik (>500 m<sup>2</sup>)  
x 1.000 m<sup>2</sup> v.v.o.



Bron: DTZ, 2011b

Figuur 4.2: Kaart deelgebieden kantoorroimte



- |                      |                               |   |
|----------------------|-------------------------------|---|
| 1: Stationsgebied    | 6: De Hurk                    | 11: Science Park Eindhoven (Son en Breugel) |
| 2: Centrumgebied     | 7: Poort van Metz             |   |
| 3: Ring              | 8: Park Diepenvoorde (Waalre) |   |
| 4: Flight Forum      | 9: De Run (Veldhoven)         |   |
| 5: Eindhoven Airport | 10: Breeven (Best)            |   |

Bron: DTZ, 2011b



## 4.2 Opname en aanbod van kantoorruimte

De opname en het aanbod van kantoorruimte liggen de afgelopen jaren in Eindhoven, net zoals in de rest van Nederland, fors uit elkaar. Na twee jaren waarin sprake is geweest van forse opnamedalingen lijkt de kantorenmarkt in Eindhoven zich nu enigszins te herstellen. De vraag naar kantoorruimte trekt weer iets aan. Het opnameniveau in 2010 lag op 40.300 vierkante meter, waarvan 7.000 vierkante meter in nieuwbouwprojecten. Echter na een relatieve daling is ook het aanbod de laatste drie jaar, als gevolg van de crisis op de vastgoedmarkt, weer aanzienlijk gestegen. Het aanbod steeg in 2010 opnieuw met 12% ten opzichte van 2009 en kwam hiermee op 218.000 vierkante meter. Dit geeft de disbalans tussen opname en aanbod duidelijk weer.

De opname van kantoorruimte in Eindhoven wordt vooral gerealiseerd in het Stationsgebied en het Centrumgebied. Echter ook Eindhoven West (waarin Flight Forum en Eindhoven Airport zijn gelegen) is sterk in opkomst en noteerde afgelopen jaar een opnamestijging van maar liefst 134%. (Dynamis, 2011). Verder is van de 40.300 vierkante meter die is opgenomen 17% gerealiseerd op De Hurk/Croy. Tot slot is in 2010 nog een flink deel van de opname gerealiseerd op zogenaamde „overige locaties”.

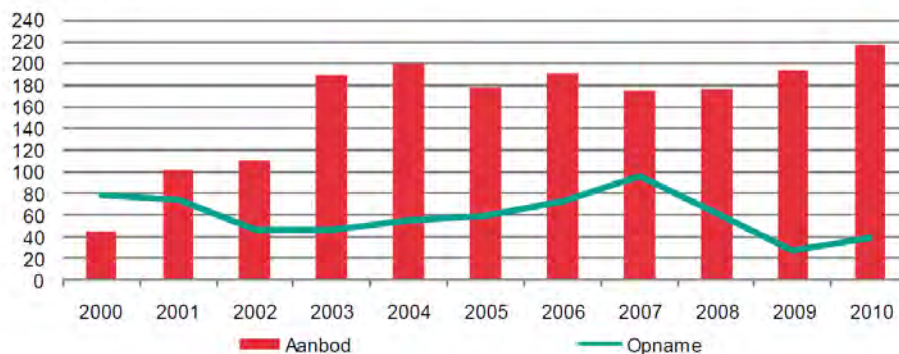
Het aanbod is in 2010 in Eindhoven toegenomen met 12%. Dit komt vooral voort uit het feit dat het aanbod in het Stationsgebied en het Centrumgebied is toegenomen. Dit is tegen de landelijke trend in. In Nederland doen station- en centrumlocaties het over het algemeen beter dan andere locaties door de goede bereikbaarheid en de beleving op straatniveau die daar geboden wordt. De opname is hier relatief hoger en het aanbod is minder toegenomen. In Eindhoven ondervindt het centrum, inclusief het stationsgebied, concurrentie van kwalitatief betere en goedkopere kantoorruimte in andere delen van de gemeente waardoor het aanbod is toegenomen.

Als de opname door het aanbod wordt gedeeld, dan ontstaat een beeld van de marktdynamiek. In 2010 is dit percentage ietwat verbeterd ten opzichte van vorige jaren en komt uit op 18,5% van kantoren die groter zijn dan 250 vierkante meter. In Nederland is de opname/aanbodverhouding met 18,8% ongeveer gelijk. Dit cijfer is echter niet één-op-één te vergelijken omdat dit gaat over kantoorruimte van minimaal 500 vierkante meter (DTZ, 2011b).

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

Figuur 4.3

Opname en aanbod kantoorruimte (>250 m<sup>2</sup>)  
x 1.000 m<sup>2</sup>v.v.o.

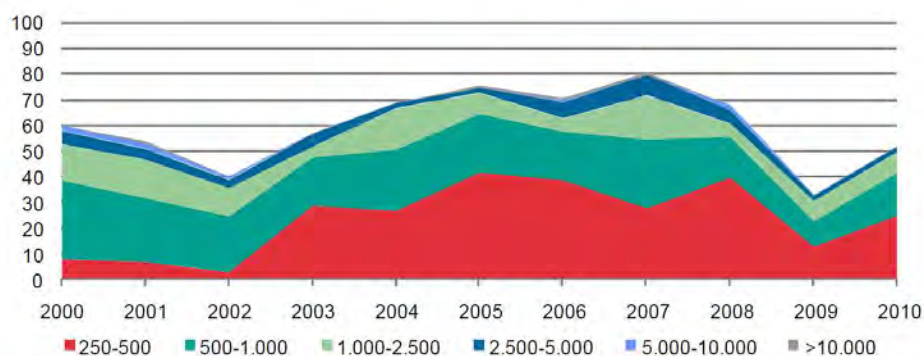


Bron: DTZ, 2011b

De Eindhovense kantorenmarkt kent een basis van relatief kleine transacties. In 2010 vonden in totaal 52 kantoortransacties plaats op de vrije markt. Precies 75% van alle transacties kende een metrage van 250 tot 1.000 vierkante meter. Door de opname in vierkante meters te delen door het aantal transacties wordt inzicht verkregen in de gemiddelde transactiegrootte. In Eindhoven is een transactie sinds 2000 gemiddeld 1.000 vierkante meter groot. In 2010 is het gemiddelde 800 vierkante meter.

Figuur 4.4:

Opname kantoorruimte naar grootteklasse in aantal transacties (>250 m<sup>2</sup>)  
aantal



Bron: DTZ, 2011b

Voor de komende jaren tekent zich eenzelfde beeld af voor de Eindhovense kantorenmarkt. Ook voor de komende tien jaar staat de ontwikkeling van de nodige kantoren al weer gepland. De planvoorraad aan kantoren in Eindhoven tot 2020 is als volgt (Gemeente Eindhoven, 2011):

- Stationsgebied Zuidoost : 30.000 m<sup>2</sup>
- Overig Stationsgebied : 75.000 m<sup>2</sup>
- Stadionkwartier : 20.000 m<sup>2</sup>
- Strijp - S : 90.000 m<sup>2</sup>
- Flight Forum : 55.000 m<sup>2</sup>
- Overig : 30.000 m<sup>2</sup>

Dit houdt in dat er voor de komende tien jaar een planvoorraad is van 310.000 vierkante meter kantoorruimte. Daarnaast is er nog de High Tech Campus welke hier niet in opgenomen is omdat deze formeel niet als kantoor wordt beschouwd. Tegenover dit aanbod van 310.000 vierkante meter staat tot 2020 een verwachte opname van nieuwbouw kantoren van maximaal 170.000 vierkante meter (DTZ, 2011b). Het aanbod ligt de komende tien jaar dus bijna twee maal zo hoog als de opname. Dit verschil is op de Eindhovense kantorenmarkt minder extreem dan op de Nederlandse kantorenmarkt. Het aanbod op de Nederlandse kantorenmarkt ligt namelijk op 7 miljoen vierkante meter terwijl het opnamecijfer niet hoger ligt dan 1 miljoen vierkante meter. De disbalans tussen vraag en aanbod zet zich echter ook in Eindhoven voort en zorgt ervoor dat er voorlopig geen vermindering van de leegstand op de Eindhovense kantorenmarkt te verwachten valt.

#### 4.3 Leegstand en structurele leegstand

De leegstand in Eindhoven laat een vergelijkbaar patroon zien als het aanbod. In 2002 was de leegstand met 6,4% nog beperkt. Daarna is de leegstand niet meer onder de 10% gekomen. In 2006 stond maar liefst 13,9% van de kantorenvoorraad fysiek leeg. Zo hoog is de leegstand sindsdien niet meer geweest. De leegstand van 12,2% van kantoorruimte van minimaal 500 vierkante meter per ultimo 2010 is minder hoog dan het Nederlandse gemiddelde dat op 13,9% ligt (DTZ, 2011b).

Sinds 2004 wordt ook het structurele aanbod bijgehouden. Dit betreft aanbod dat langer dan twee jaar beschikbaar is op de vrije markt. In 2005 en 2006 was dit deel van het aanbod relatief gezien het grootste met 7,6% van de voorraad. Na een daling in 2008 is het langjarige aanbod weer gestegen tot 5,8% in 2010. Dit komt neer op 82.700 vierkante meter structureel aangeboden kantoorruimte van minimaal 500 vierkante meter (DTZ, 2011b).

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

Figuur 4.5:

Leegstand en structurele leegstand kantoorruimte (>500 m<sup>2</sup>)

% van voorraad	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aanbod	3,7%	7,9%	8,4%	12,8%	13,6%	13,2%	13,9%	11,9%	12,0%	12,4%	13,6%
Leegstand			6,4%	11,8%	13,1%	12,2%	13,9%	10,2%	11,4%	12,1%	12,2%
Structureel aanbod					4,1%	7,6%	7,6%	5,5%	4,2%	5,5%	5,8%

Bron: DTZ Zadelhoff

Bron: DTZ, 2011b

Uit een groot deel van het aanbod van kantoorruimte is de vorige huurder al vertrokken. In de deelgebieden in Eindhoven staat, met uitzondering van het stationsgebied, meer dan 85% van het aanbod fysiek leeg. Een groot deel van het leegstaande aanbod wordt langere tijd aangeboden op de vrije markt. Het totale aanbod op Strijp S is structureel van aard. Ook op de Poort van Metz en op Flight Forum is een groot deel van het aanbod leeg en langer dan twee jaar voor de markt beschikbaar.

Daarnaast wordt een steeds groter deel van het aanbod aangemerkt als incurant. Hierdoor ontstaat een steeds grotere discrepantie tussen courant en 'kansloos' aanbod. Gevolg hiervan is dat de structurele leegstand zich steeds meer concentreert in de 'kansloze gebouwen'. Met name Strijp S kent een hoog percentage lege en incurante kantoorruimte. Het hoge percentage incurant in de Poort van Metz wordt veroorzaakt door één object. In de Ring is 16% van het aanbod leeg en incurant. Dit betreft 3.500 vierkante meters.

Figuur 4:6

Incurant aanbod kantoorruimte gemeente Eindhoven en randgemeenten (2010)

Gemeente	Deelgebied	Aanbod	Leeg (% van aanbod)	Structureel leeg (% van aanbod)	Leeg en incurant (% van aanbod)
Eindhoven	Centrumgebied	34.000	94%	23%	2%
	Centrumschil	23.000	97%	51%	2%
	De Hurk/Croy	29.400	86%	35%	5%
	Eindhoven Airport	19.800	100%	54%	0%
	Flight Forum	13.300	85%	61%	0%
	Poort van Metz	4.700	100%	89%	65%
	Ring	22.400	96%	67%	16%
	Stationsgebied	16.400	39%	16%	0%
	Strijp S	9.900	100%	100%	100%
Best	Breeven	7.500	100%	80%	0%
Son en Breugel	Science Park Eindhoven	13.500	100%	57%	0%
Veldhoven	De Run 1000	8.500	100%	42%	0%
Waalre	Park Diepenvoorde	5.600	100%	0%	0%

Bron: DTZ Zadelhoff

Bron: DTZ, 2011b

De Eindhovense kantorenmarkt kent het dus een aanzienlijke leegstand. Van de circa 220.000 vierkante meter aangeboden kantoorruimte:

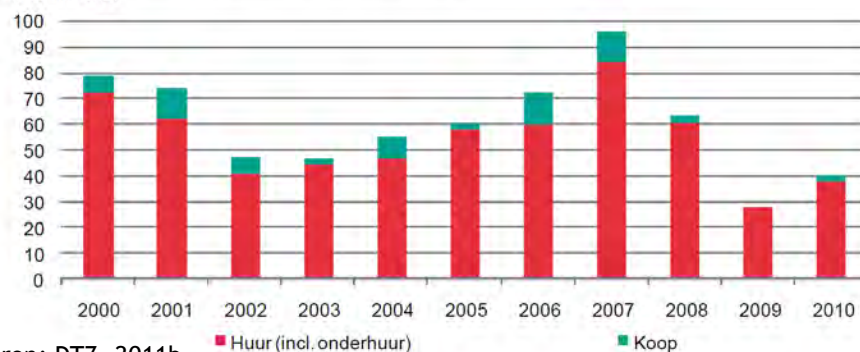
- staat ca. 85% fysiek leeg
- staat ca. 46% structureel leeg (> dan 2 jaar)
- wordt ca. 11% aangemerkt als 'incourant'.

#### 4.4 Eigendomsverhoudingen

De Eindhovense kantorenmarkt is vooral een verhuurmarkt. Van 2000 tot en met 2007 werd er gemiddeld 7.800 m<sup>2</sup> kantoorruimte gekocht. Daarna is het aantal gekochte kantoorruimtemeters afgenomen. Gemiddeld wordt er 1.100 m<sup>2</sup> kantoorruimte per jaar ondergehuurd. Opvallend is dat in het afgelopen jaar 2.900 m<sup>2</sup> gehuurd is in een onderhuursituatie. Hieruit blijkt dat meer dan voorheen de wens/noodzaak bestaat om overtallige kantoorruimtemeters voor onderhuur aan te bieden. Alleen in Eindhoven Centrum en Eindhoven West zijn transacties tot stand gekomen waarvan de huurprijs kon worden bepaald. In Eindhoven zijn in het afgelopen jaar incentives van twaalf maanden, op basis van een vijfjarig contract geen uitzondering. Uiteraard is dit afhankelijk van een aantal voorwaarden zoals aanvaardingstermijn, opleveringsniveau, aantal vierkante meters en kwaliteit van de huurder.

Figuur 4.7:

Opname kantoorruimte naar eigendom (>250 m<sup>2</sup>)  
x 1.000 m<sup>2</sup> v.v.o.



Bron: DTZ, 2011b

De huidige economische situatie heeft weinig invloed op het huurprijsniveau. De huurprijzen zijn dan ook vrijwel gelijk gebleven in de afgelopen jaren. De afgenomen opname en het toegenomen aanbod heeft nog niet geresulteerd in dalende huurprijzen, hoewel incidenteel kantoorruimte wordt aangeboden voor lagere prijzen. Wel is de invloed van incentives toegenomen, waardoor de effectieve huur is gedaald. De mate waarin incentives worden gegeven, verschilt per locatie en object waardoor het moeilijk is om hier inzicht in te geven.

In Eindhoven liggen de huurprijzen het hoogste in het Centrum en het Stationsgebied. Dit is het huurprijsniveau dat is aangehouden voor eersteklas kantooruimte in deze gemeente. Als dit huurprijsniveau wordt vergeleken met andere gemeenten in het zuiden van Nederland, dat valt op dat de huurprijzen in Eindhoven hoog zijn. In Eindhoven ligt de huurprijs op 175 euro per vierkante meter terwijl in Tilburg en 's Hertogenbosch de huurprijzen op 145 euro per vierkante meter per jaar liggen. Dit is 30 euro lager dan in Eindhoven. Ook het huurprijsniveau in Breda, dat op 160 euro ligt, is aanzienlijk lager dan in Eindhoven. Vergeleken met het Nederlands gemiddelde, dat ligt op € 144 per vierkante meter, is de huurprijs in Eindhoven tevens aanzienlijk hoger.

#### 4.5 Conclusie

De Eindhovense kantorenmarkt heeft het afgelopen decennium een sterke ontwikkeling doorgemaakt. Over de afgelopen tien jaar is de kantorenvorraad in Eindhoven gestegen van 1,21 miljoen vierkante meter naar ruim 1,4 miljoen vierkante meter, een toename van 17% (DTZ, 2011b). Met deze kantorenvorraad van 1,4 miljoen vierkante meter is Eindhoven momenteel de vijfde kantorenstad van Nederland (6,7 vierkante meter per inwoner). De Eindhovense kantorenmarkt vertoont op veel vlakke overeenkomsten met de Nederlandse kantorenmarkt. Ook op de Eindhovense kantorenmarkt liggen, net zoals in de rest van Nederland, opname en aanbod fors uit elkaar. De opname/aanbodverhouding, die ontstaat wanneer de opname door het aanbod wordt gedeeld, ligt in Eindhoven op 18,5%. In Nederland is de opname/aanbodverhouding met 18,8% ongeveer gelijk. Ook de leegstand op de Eindhovense kantorenmarkt vertoont een redelijk identiek beeld als dat van de Nederlandse kantorenmarkt. Het leegstandspercentage op de Eindhovense kantorenmarkt ligt met 12,2% iets lager dan het leegstandspercentage op de Nederlandse kantorenmarkt, dat 13,9% bedraagt. Wat betreft de huurprijzen is wel een verschil zichtbaar tussen de Eindhovense kantorenmarkt en de Nederlandse kantorenmarkt. De huurprijzen liggen in Eindhoven beduidend hoger dan gemiddeld in Nederland. In Eindhoven ligt de huurprijs namelijk op 175 euro per vierkante meter terwijl het Nederlands gemiddelde niet hoger ligt dan 144 euro per vierkante meter. Ondanks dit laatste verschil kan gesteld worden dat de Eindhovense kantorenmarkt en de Nederlandse kantorenmarkt in hoge mate met elkaar overeenkomen.

## 5 Methodologie

In dit hoofdstuk zullen de opzet en methoden van het empirisch deel van dit onderzoek dat aansluit op het hiervoor besproken theoretisch kader verder uiteen worden gezet.

### 5.1 Onderzoeksstrategie

In dit onderzoek is, om de benodigde informatie te verzamelen, gekozen voor literatuuronderzoek in combinatie met kwalitatief onderzoek. Het literatuuronderzoek vindt plaats aan de hand van het verzamelen van informatie uit rapporten, artikelen, boeken en beleidsdocumenten. De voornaamste reden voor de keuze van een kwalitatief onderzoek ligt in de doel- en vraagstelling van het onderzoek. Kwalitatief onderzoek wordt met name toegepast wanneer er, zoals in dit onderzoek, sprake is van verklarend onderzoek (Saunders, et al., 2008). Door middel van kwalitatief onderzoek kunnen in dit onderzoek de motieven van beleggers op een goede wijze in kaart worden gebracht. Kwalitatief onderzoek biedt de mogelijkheid om dieper in te gaan op de overwegingen en achtergronden die ten grondslag liggen aan deze motieven. Gelet op de aard van het onderzoek is de keuze voor kwalitatief onderzoek een logische. Voor het kwalitatief verzamelen van de gegevens is in dit onderzoek gekozen voor het casestudy design.

Een casestudy is een onderzoeksstrategie waarbij aan de hand van empirisch onderzoek een bepaald hedendaags verschijnsel binnen de actuele context wordt geanalyseerd. Daarnaast is het een methode om een diepgaand en integraal inzicht te verkrijgen in één of enkele tijdruimtelijk begrensde objecten of processen (Verschuren & Doorewaard, 2007). Een casestudy kenmerkt zich door het relatief smalle onderzoeksdomein en een klein aantal onderzoekseenheden. Deze vorm van diepte georiënteerd onderzoek is gebaseerd op een selectieve of juist strategische steekproef van onderzoeksobjecten en wordt gezien als een arbeidsintensieve manier van onderzoek.

### 5.2 Onderzoeksontwerp

Bij het uitvoeren van de casestudy is voor het verzamelen van de benodigde informatie gekozen voor het bestuderen van rapporten en beleidsdocumenten en voor het houden van interviews. Er is in dit onderzoek sprake geweest van zogenaamde expert - interviews. Het betreft een serie interviews met vooraanstaande, goed geïnformeerde personen. De geïnterviewde personen

zijn, meer dan andere werknemers binnen de organisatie, goed op de hoogte van de wettelijke en financiële structuur van de organisatie. Daarnaast zijn zij ook in staat het nodige te zeggen over de geschiedenis, het gevoerde beleid en de toekomstplannen van de organisatie. Eén van de kenmerken van deze groep respondenten is dat ze vaak lastig bereikbaar zijn. Dit viel in dit onderzoek enigszins mee. Wel was het zo dat de respondenten vaak erg druk bezet waren en het de nodige tijd vergde een afspraak voor een interview in te plannen.

Er is bij het houden van de interviews gekozen voor een semi - gestructureerde manier van interviewen (Saunders, et al., 2008). Dit houdt in dat er gekozen is voor een lijst met thema's en vragen die samen met de respondenten worden behandeld. De volgorde van de vragen kan in dit type interviews veranderen naargelang het verloop van het gesprek. De open aard van de vragen en de daarop volgende discussie maken het nodig dat gegevens worden vastgelegd door middel van aantekeningen, of door het gesprek op band op te nemen. Alle geïnterviewden in dit onderzoek, op één na, hadden geen bezwaar tegen het opnemen van het interview op band. Dit heeft ervoor gezorgd dat de transcriptie van de interviews op goede wijze uitgevoerd heeft kunnen worden en dat hierbij weinig tot niets van de verkregen informatie verloren is gegaan. De gemiddelde duur van de interviews is ongeveer 75 minuten. Op verzoek van de geïnterviewde beleggers is hen een beschrijving van de aard en opzet van het onderzoek en een lijst met de te bespreken thema's enkele dagen voor het interview toegestuurd.

Naar aanleiding van de analyse van de Nederlandse kantorenmarkt en met name de rol en het handelen van beleggers op deze markt zijn in hoofdstuk drie een drietal hypotheses geformuleerd die als uitgangspunt voor de interviews zijn gebruikt. Deze hypotheses zijn uitgewerkt tot een tiental stellingen die aan de geïnterviewde beleggers zijn voorgelegd en die het uitgangspunt vormden voor verdere discussie.

### 5.3 Onderzoeksmateriaal

Voor dit onderzoek zijn als cases vijf beleggers geselecteerd met leegstaand kantorenvastgoed in de regio Eindhoven. Er wordt onderzocht wat de motieven van deze beleggers zijn om niet te investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed. De selectie van Eindhoven als case zorgt ervoor dat de specifieke kenmerken van deze regio op een goede wijze in het onderzoek kunnen worden meegenomen. De selectie en keuze van de geïnterviewde beleggers zal hieronder verder worden besproken.

Op basis van gesprekken met de beleidsmedewerker van de sector Economische Zaken van de gemeente Eindhoven, verantwoordelijk voor het op te stellen kantorenbeleid van de gemeente Eindhoven, is een lijst verkregen



van alle panden die in de regio Eindhoven leeg staan. Het gaat hierbij om 112 panden welke zijn opgenomen in bijlage 4. Van deze leegstaande panden zijn met behulp van het bestand Onroerend Zaakbelasting van de gemeente Eindhoven, dat gekoppeld is aan het kadaster, de eigenaargegevens van de leegstaande kantoorpanden verkregen.

Daar het onderzoek zich richt op de motieven van beleggers, zij bezitten 90% van het leegstaande kantorenvastgoed (EIB, 2010b), komen de leegstaande kantoorpanden die in handen zijn van particulieren of van de gemeente niet in aanmerking voor het onderzoek. Van de leegstaande panden in bezit van beleggers is vervolgens, in samenspraak met de beleidsmedewerker van de sector Economische Zaken van de gemeente Eindhoven, een lijst opgesteld van tien beleggers die allen meerdere kantoorpanden in de regio Eindhoven (langdurig) leeg hebben staan. Deze beleggers werden door de gemeente Eindhoven gezien als de belangrijkste partijen binnen de regio Eindhoven. Van deze tien beleggers bleven er uiteindelijk acht over. Reden hiervan is dat er voor het empirisch onderzoek bewust een keuze gemaakt wordt voor vastgoedfondsen. De reden hiervoor is dat vastgoedfondsen direct beleggen in kantorenvastgoed waardoor zij ook degene zijn die het vastgoed in eigendom hebben en de beslissingen nemen over eventuele renovatie, transformatie of herontwikkeling. Particuliere beleggers en institutionele beleggingsorganisaties beleggen veelal indirect in vastgoed waardoor zij vaak geen invloed hebben op mogelijke beslissingen over renovatie, transformatie of herontwikkeling. De acht overgebleven vastgoedfondsen zijn vervolgens benaderd voor een interview.

Bij het benaderen van de geselecteerde beleggers bleek dat enkele bedrijven niet bereid waren mee te werken. Reden die zij hiervoor voornamelijk opgaven was dat zij niet wilden praten over leegstand omdat dit slecht was voor het imago van het bedrijf en zij niet met leegstand wensten geassocieerd te worden. Het merendeel van de bedrijven was wel bereid mee te werken, Zij waren daarbij echter niet bereid te spreken over individuele panden maar wel bereid in algemene zin te praten over het probleem van leegstand van kantoren in de regio Eindhoven. De geïnterviewde beleggers stellen als voorwaarde voor medewerking dat de leegstandspercentages van deze beleggers niet in het onderzoek worden vermeld. Deze zijn dan ook niet in dit rapport terug te vinden. Gebleken is dat met name de beleggers met de omvangrijkste portefeuilles in de regio Eindhoven mee hebben willen werken aan de interviews. Uiteindelijk zijn er vijf beleggers bereid gevonden mee werken aan het onderzoek, te weten Uni - Invest, Breevast, Lips Capital Group, Mayfield Investments en Hoogland Investments. Deze beleggers spelen allen een grote rol op de Eindhovense kantorenmarkt. Uni - Invest en Breevast behoren zelfs tot de top 5 van grootste beleggers in Nederland (ABN Amro, 2011).

#### 5.4 Validiteit en betrouwbaarheid

Aan de validiteit en de betrouwbaarheid van het onderzoek zitten bij ieder onderzoek beperkingen. Er wordt echter getracht om de validiteit en betrouwbaarheid van het onderzoek zo veel mogelijk te verhogen.

In dit onderzoek naar de motieven en het handelen van beleggers is gekozen om zich specifiek te richten op vastgoedfondsen. Doordat vastgoedfondsen direct beleggen in vastgoed zijn zij de eigenaren van de kantoorpanden. Zij zijn dus ook degene die de beslissing nemen om wel of niet te investeren in renovatie, transformatie of herontwikkeling. Particuliere beleggers en institutionele beleggingsorganisaties beleggen in veel gevallen indirect en hebben dus geen invloed op deze beslissing. Deze keuze vergroot de validiteit van het onderzoek doordat de geïnterviewde partijen ook daadwerkelijk eigenaar zijn van de panden en invloed hebben op de beslissing om wel of niet te investeren. Het is echter zo dat niet alleen vastgoedfondsen direct beleggen in vastgoed. Er zijn namelijk ook een aantal van de eerder genoemde particuliere beleggers en institutionele beleggingsorganisaties die wel direct in vastgoed beleggen. Het feit dat deze niet meegenomen worden in het onderzoek vermindert de validiteit. Echter gezien het feit dat vastgoedfondsen het grootste deel van het kantorenvastgoed in handen hebben is de keuze voor vastgoedfondsen een logische.

Er is in dit onderzoek zoals gezegd gekozen voor vastgoedfondsen als onderwerp van de casestudies. Vaak wordt in onderzoeken naar leegstand gekozen voor een aantal langdurig leegstaande panden als cases. Bij individuele panden kunnen echter allerlei pandspecifieke overwegingen een rol spelen bij de keuze van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van dit pand. Door te kiezen voor vastgoedfondsen als onderwerp van de casestudies worden deze pandspecifieke overwegingen buiten beschouwing gelaten en kunnen de algehele motieven van beleggers die een rol spelen bij de keuze niet te investeren op een goede wijze in beeld worden gebracht.

Het feit dat in dit onderzoek gesproken is met vijf vastgoedfondsen en niet met maar één komt de validiteit van het onderzoek ten goede. Daarentegen is vijf nog steeds een redelijk beperkt aantal. Het bleek echter gedurende het onderzoek lastig om beleggers bereid te vinden mee te werken aan het onderzoek. Dit blijkt ook uit andere onderzoeken van bijvoorbeeld het ontwikkelingsbedrijf van de gemeente Amsterdam (OGA, 2009), die ook aangeven dat bij het onderzoek dat zij hebben uitgevoerd het aantal beleggers dat bereid was tot een gesprek erg beperkt was. Het aantal van vijf vastgoedfondsen is daarom een aanvaardbaar aantal. De wijze waarop vastgoedfondsen opereren is redelijk identiek. Door de onderzoeksresultaten van de vijf cases langs elkaar te leggen kunnen een aantal trends gevonden worden die voor vastgoedfondsen in zijn algemeenheid gelden.

Daar komt bij dat, zoals in hoofdstuk vier reeds aangegeven, de Eindhovense kantorenmarkt veel overeenkomsten vertoont met de Nederlandse kantorenmarkt. Het feit dat beide markten overeenkomen zorgt ervoor de resultaten van het onderzoek in de bredere context van de Nederlandse kantorenmarkt kunnen worden geplaatst.

Met betrekking tot de betrouwbaarheid van het onderzoek dient er, wanneer er zoals in deze studie gekozen wordt voor het houden van interviews, altijd een voorbehoud gemaakt te worden. Door het feit dat de geïnterviewde personen hun bedrijf vertegenwoordigen willen of kunnen zij vaak niet over alle zaken helemaal open zijn. De betrouwbaarheid wordt hierdoor aangetast. Daar staat wel tegenover dat de geïnterviewde personen in dit onderzoek allen deskundig zijn binnen de organisatie en een hoge functie binnen de organisatie bekleden. Dit komt de betrouwbaarheid van het onderzoek ten goede.

Zoals gezegd zitten aan de validiteit en betrouwbaarheid van het onderzoek bij ieder onderzoek beperkingen. Zo ook in dit onderzoek. Echter door de gemaakte keuzes in het onderzoek zijn zowel de validiteit als de betrouwbaarheid van het onderzoek voldoende hoog.

## 6 Onderzoekresultaten

Nu de opzet en methoden van het onderzoek zijn toegelicht kunnen de resultaten van het onderzoek worden besproken. Uit de in hoofdstuk drie opgestelde hypotheses zijn, met behulp van het theoretisch deel van het onderzoek, een tiental stellingen geformuleerd die als uitgangspunt hebben gediend bij de interviews. De resultaten van de interviews worden hieronder per stelling besproken.

**Stelling 1: Belangrijk bij de beslissing van beleggers te investeren in hun leegstaande kantoorpanden is de boekwaarde van het kantoorpand. De boekwaarde van een kantoorpand is vaak aanzienlijk hoger dan de actuele marktwaarde.**

Beleggers bevestigen dat in een aantal gevallen de boekwaarde nog steeds fors hoger is dan de actuele marktwaarde. Wel is het zo dat steeds meer partijen toch over proberen te gaan, waar mogelijk, tot afwaardering naar de reële waarde. Een aantal van de geïnterviewde beleggers hebben zelf in 2009 en 2010 ook forse afwaarderingen gedaan. De oorzaak dat bij een aantal partijen de boekwaarde nog steeds aanzienlijk hoger is dan de marktwaarde is volgens de geïnterviewde beleggers tweeledig: de oorzaak ligt zowel bij de te hoge boekwaarde als bij de sterke daling van de marktwaarde.

De boekwaarde van de kantoorpanden is, ook in de oude marktsituatie, in een aantal gevallen buiten proportioneel hoog. De oorzaak hiervan ligt volgens beleggers in het feit dat de boekwaarde bepaald wordt aan de hand van taxaties. Deze taxaties zijn vaak aan de hoge kant als gevolg van ‘smoothing and lagging’. Smoothing and lagging houdt in dat taxaties tot stand komen door te kijken naar het verleden, waardoor marktomstandigheden vertraagd (lagging) en vervlakt (smoothing) in de taxatiewaarden worden verwerkt. Volgens de geïnterviewde beleggers zijn er twee redenen waarom taxateurs op deze manier vaak een te hoge taxatie aanhouden. Ten eerste kunnen taxateurs het niet verkocht krijgen dat een kantoorpand het ene jaar drie miljoen euro waard is en het andere jaar nog maar één miljoen. Ten tweede is het zo dat de taxateur toch vaak afhankelijk is van de eigenaar. Als de taxateur te zwart-wit opschrijft hoeveel het pand van zijn waarde heeft verloren neemt de eigenaar een andere taxateur in de arm. Meerdere geïnterviewde beleggers geven aan dat dit een onwenselijke situatie is.

Daarnaast is het zo dat de marktwaarde van kantoorpanden de laatste jaren ook flink is gedaald. Hierdoor wordt het gat tussen de (te hoge) boekwaarde en de marktwaarde alleen maar extra vergroot. Beleggers wijzen vaak op de rol van economische crisis bij de waardeling van hun vastgoed. Het is echter

volgens de geïnterviewde beleggers zo dat de waardedaling niet voor alle kantoren op de Nederlandse kantorenmarkt geldt. De geïnterviewde beleggers maken onderscheid in drie soorten kantorenmarkten:

- Kantorenmarkt één is 'top of the bill'. Het betreft de Zuid - As en een andere van dit soort type locaties, hoewel we deze in Nederland niet zo veel hebben. Op deze locaties is er bijna geen leegstand en de panden zijn een vermogen waard.
- De tweede categorie is de categorie daar net onder. Het betreft de beste plekken met de beste panden. Daar zijn ook geen problemen en gaan zich ook geen problemen voordoen. Dit zijn plekken waar mensen graag willen zitten en ook nog steeds bereid zijn om voor te betalen.
- Dan heb je de derde categorie. Dit betreft alles onder categorie één en twee, namelijk de panden die gemiddeld tot slecht zijn. Dit is de categorie waar het eigenlijk constant over gaat en waar de echte problemen zitten. Deze onderste categorie betreft 60 tot 70 procent van de totale Nederlandse kantorenmarkt.

Beleggers stellen dat bij de panden in categorie één en twee, de panden die goed verhuurd zijn, geen afslag van waarde plaatsvindt. Deze panden worden nog steeds met een bruto aanvagsrendement (BAR) van 6 tot 6,25 procent gekocht. Het bruto aanvagsrendement wordt gebruikt om de marktwaarde en kwaliteit van een object uit te drukken. De BAR is het op het moment van verwerving geraamde bruto beleggingsresultaat, uitgedrukt in een percentage, dat gedurende het eerste jaar van exploitatie op een investering in een vastgoedobject is te behalen. De BAR wordt bepaald door de huuropbrengsten bij aanvang van het contract te delen door de wervingskosten. Hoe hoger de BAR hoe aantrekkelijker het voor een belegger is om een pand aan te schaffen.

De grote afwaardering moet volgens de geïnterviewde beleggers zitten in die panden in de laatste categorie. Dit zijn de panden die al heel lang leeg staan en waarvan wordt verwacht dat ze nog heel lang leeg blijven staan. Beleggers geven aan dat de waarde van deze panden, reëel gezien, vaak eigenlijk niet veel hoger is dan de residuele grondwaarde (grond min sloop). Op deze panden zal dus een forse afwaardering plaatst moeten vinden.

**Stelling 2:** Beleggers zijn, ondanks de langdurige leegstand, niet geneigd de waarde van hun vastgoed af te boeken. Het afboeken op de boekwaarde betekent namelijk verlies. Een belegger laat dan in zijn boeken zien dat de totale waarde van zijn portefeuille is afgenomen.

Beleggers bevestigen dat zij inderdaad proberen te voorkomen dat ze moeten afboeken op de waarde van hun vastgoed. Zij geven echter wel aan dat dit, zoals reeds eerder genoemd, begint te veranderen. Het afboeken gebeurt op dit moment echter nog maar mondjesmaat en heel geleidelijk.

Volgens de geïnterviewde beleggers dient er, wanneer gekeken wordt naar de mate waarin wordt afgeboekt, onderscheid gemaakt te worden tussen een aantal typen beleggers. Zoals uit hoofdstuk drie naar voren komt zijn er verschillende typen beleggers. Het grootste deel van de beleggers bestaat uit vastgoedfondsen. Zoals aangegeven vallen de beleggers die in dit onderzoek zijn geïnterviewd allen onder deze categorie. Er zijn echter daarnaast ook nog andere institutionele beleggers. De belangrijkste zijn banken en verzekeraars / pensioenfondsen. Deze verschillende institutionele beleggers hebben hun eigen motieven om wel of niet af te boeken op hun leegstand kantorenvastgoed.

Een aantal banken beschikt over een eigen beleggingstak. Als de belegger een bank is dan betekent dit dat bij het verlagen van de boekwaarde het eigen vermogen van de bank vermindert. Hierdoor wordt het 'leverage' van de bank (eigen vermogen - vreemd vermogen) vermindert. Minder leverage betekent minder investeringsruimte en minder waardegroei op het eigen vermogen. Banken zijn hierdoor niet snel geneigd af te boeken op de waarde van vastgoed.

Verzekeraars / pensioenfondsen hebben een minder groot probleem bij het afboeken op de boekwaarde. Zij hebben namelijk constante inkomsten door pensioengeld dat periodiek aan hen wordt betaald. Zij boeken te hoge boekwaardes daarom gemakkelijker af wat er overigens toe leidt dat ze niet altijd het tot dan opgebouwde pensioen volledig kunnen uitkeren.

De geïnterviewde beleggers in dit onderzoek, vastgoedfondsen, geven aan dat de reden dat zij huiverig zijn om af te boeken op hun vastgoed schuilt in de manier waarop hun vastgoedportefeuilles gefinancierd zijn. De vastgoedportefeuilles zijn namelijk gefinancierd door een deel eigen vermogen en door een deel vreemd vermogen. De verdeling is meestal zo dat het eigen vermogen zo'n 10 tot 20 procent van de totale financiering bedraagt en het vreemd vermogen zo'n 80 tot 90 procent. De geïnterviewde beleggers geven de financiering van hun vastgoedportefeuille op de volgende wijze schematisch weer:

		EV(eigen vermogen)	VV (vreemd vermogen)
Oude waarde kantoorpand	<b>100</b>	20	80
Nieuwe waarde kantoorpand	<b>80</b>	0	80

Wanneer de waarde van het kantoorpand daalt dienen beleggers af te schrijven op de oude waarde. Zoals echter uit bovenstaand schema blijkt wordt het geleden verlies aan waarde afgeschreven van het eigen vermogen dat de belegger in de vastgoedportefeuille heeft zitten. De geïnterviewde beleggers geven aan dat de eigenaren van het vreemd vermogen (financiers, banken) eisen dat zij hun ingelegde geld volledig terugkrijgen. Hierdoor dient de belegger het waardeverlies af te schrijven van zijn eigen vermogen en draait hij zelf voor 100% op voor het geleden verlies. De geïnterviewde beleggers geven aan dat doordat zij dit verlies liever niet willen nemen, en financieel gezien ook niet kunnen nemen, ze niet afboeken en blijven hopen op herstel. De beleggers geven echter wel aan dat ze zich ervan bewust zijn dat dit eigenlijk hopen tegen beter weten in is.

Beleggers geven aan dat er op dit moment ook vaak sprake is van pretend & extend. De beleggers en de banken doen allebei een beetje hun handen voor de ogen. De belegger heeft namelijk nog wel voldoende huurinkomsten en kan nog wel de rente op de lening betalen. Over het feit dat de boekwaardes veel te hoog zijn en de belegger nooit de bank meer haar volledige financiering terug kan betalen wordt niet gepraat. De beleggers en banken rollen gewoon op dezelfde manier door.

Het is echter zo dat steeds meer fondsen komen dermate laag komen te staan dat zij genoodzaakt zijn met de bank moeten gaan praten. Zij vragen de bank om ook een stukje verlies te pakken. De opstelling van de bank is voor alsnog dat zij het uitgeleende bedrag volledig terug willen hebben. Echter is het zo dat als de belegger failliet gaat de bank ook een groot probleem heeft. De panden moeten dan geveild gaan worden en in dat geval krijgt de bank misschien nog 30 of 40 procent van de waarde. Banken zullen er dus toch over na moeten gaan denken om een stuk van het verlies op zich te nemen.

**Stelling 3: De hoge boekwaarde is voor beleggers een reden om niet te kiezen voor verkoop van het pand.**

Deze stelling wordt door de geïnterviewde beleggers slechts deels onderschreven. De ervaring van beleggers is dat op het moment dat je een leegstaand pand hebt en je kunt een eigenaar - gebruiker vinden die dit pand graag wil kopen, je als belegger nog steeds een redelijke marktconforme prijs kunt vragen. Beleggers geven aan dat, mocht de verkoopprijs onverhoopt iets onder de boekwaarde liggen, zij niet verstandig zouden zijn om het pand om die reden niet te verkopen. Je mag als belegger in zo'n geval van geluk spreken dat je van het pand af bent en neemt daarbij je verlies. Ook met als voordeel dat hierdoor de bezettingsgraad van je totale portefeuille stijgt.

Hierbij speelt echter één aspect een cruciale rol. De verkoopprijs dient niet onder de gefinancierde waarde uit te komen. De geïnterviewde beleggers

geven aan zij bij de verkoop van het pand vooral kijken naar de gefinancierde waarde en niet zozeer naar de boekwaarde. De gefinancierde waarde is de onderliggende waarde voor de financiering. Een voorbeeld kan dit duidelijk maken: Een belegger heeft een pand met een boekwaarde van 100 en een gefinancierde waarde van 80. Hij kan vervolgens het pand verkopen voor 70. Als hij dit doet betekent dit dat de belegger zelf zijn verlies van 20 dient af te schrijven op zijn eigen vermogen maar dat de belegger daarnaast ook nog 10 extra aan de bank moet betalen. De bank wil namelijk gewoon haar volledige financiering van 80 terug. Veel beleggers willen of kunnen dit financieel gezien niet. Door de te hoge financieringen zal dus een aantal partijen niet bereid zijn te verkopen. De geïnterviewde beleggers geven aan dat verkoop in deze gevallen enkel en alleen mogelijk is wanneer er een afspraak te maken is met de bank. De belegger zegt dan tegen de bank: ik kan een object, ondanks dat het voor 80 gefinancierd is, voor 70 verkopen. Wil je daarmee de hele hypotheek doorruimen? De bank moet dan zelf 10 af gaan boeken op haar lening. Als de bank daarmee instemt dan zullen beleggers sneller bereid zijn met 'verlies' te verkopen.

De te hoge financieringen zorgen er dus voor dat beleggers niet snel een pand onder de gefinancierde waarde zullen verkopen. De geïnterviewde beleggers geven aan dat de verkoop van een pand onder de boekwaarde voor hen wel acceptabel is, echter enkel en alleen zolang de verkoopprijs niet onder de gefinancierde waarde uitkomt. Een klein verlies op het eigen vermogen zijn beleggers wel bereid te nemen als dit betekent dat zij het pand kwijt zijn. Het voordeel is namelijk dat na de verkoop van het leegstaande pand de bezettingsgraad van de totale portefeuille stijgt.

**Stelling 4:      Transformatie en herontwikkeling zijn voor beleggers niet aantrekkelijk omdat de totale kosten van transformatie of herontwikkeling opgeteld bij het verlies aan boekwaarde te hoog zijn.**

De geïnterviewde beleggers onderschrijven in zijn algemeenheid het gegeven dat transformatie en herontwikkeling vanwege de boekwaarde niet aantrekkelijk is. Als de boekwaarde te hoog is en er wordt uitgerekend wat een herontwikkeling kost dan ontstaat bij het optellen van het verlies aan boekwaarde en de kosten van herontwikkeling een situatie waarbij de kosten veel hoger uitkomen dan die van nieuwbouw. Het enige wat beleggers met dit soort locaties kunnen doen is verder afschrijven, jaarlijks een stuk verlies pakken, tot het moment bereikt is dat, gelet op de boekwaarde, transformatie of herontwikkeling wel loont. In één keer afschrijven is echter onmogelijk.

Daarnaast geven de geïnterviewde beleggers aan dat op dit moment binnen de organisatie vaak de situatie zo is dat er onvoldoende middelen zijn en dus niet wordt overgegaan tot transformatie of herontwikkeling. Indien er wel



middelen voorhanden zijn wordt zorgvuldig het pand uitgekozen met de meeste potentie. Het gebrek aan financiële middelen werkt dus ook vaak remmend op het aantal transformaties of herontwikkelingen.

**Stelling 5: Doordat kantorenvastgoed een hogere vastgoedwaarde vertegenwoordigt dan bijvoorbeeld woningvastgoed zijn transformatie en herontwikkeling voor beleggers geen aantrekkelijke opties.**

De stelling dat kantorenvastgoed een hogere waarde vertegenwoordigt dan bijvoorbeeld woningvastgoed wordt door de geïnterviewde beleggers onderschreven. Een aantal van de geïnterviewde beleggers geeft daarnaast aan dat zij van mening zijn dat op dit moment in Nederland van alles teveel is. Er zijn teveel appartementen, teveel kantoren, teveel winkels, teveel bedrijfsruimte, teveel logistiek, teveel retail, teveel perifere detailhandel etc. Hierdoor is het transformeren van kantoorpanden naar een andere bestemming voor beleggers niet aantrekkelijk. Met name de opname op de woningmarkt stagneert waardoor het voor beleggers helemaal niet aantrekkelijk is om kantoren te transformeren naar woningen. Zij kunnen na de transformatie de woningen namelijk helemaal niet kwijt.

Naast het feit dat kantorenvastgoed een hoge waarde vertegenwoordigt en er weinig tot geen vraag is naar andere typen vastgoed geven beleggers ook aan dat de locatie van de te transformeren panden een probleem oplevert. Een groot deel van de kantoorpanden staat namelijk op snelweglocaties of op kantoorparken aan de rand van de stad. Er is in zo'n geval niet sprake van een pandprobleem maar van een locatieprobleem. De beleggers geven aan dat je de panden op deze locaties wel kunt transformeren naar woningen maar dat op deze locaties geen markt voor woningen is. Transformatie heeft op dit soort locaties dus geen enkele zin.

Daarnaast speelt ook voor de belegger het probleem van het financieren van de transformatie. Er is geen partij in de huidige markt die transformatie wil financieren. Vroeger was er bij een voorverhuur van 70% altijd wel een geldverstrekker bereid de ontwikkeling te financieren. Nu zijn er kantoren voor 100% voor verhuurd en kan er nog steeds geen geldverstrekker worden gevonden. Daarnaast is 100% voorverhuur erg lastig te realiseren bij grote kantoorgebouwen. Zeker binnen de huidige markt. Doordat de financiering dus erg moeilijk is rond te krijgen vindt transformatie vaak geen doorgang.

Transformeren lukt alleen als je een markt hebt voor de nieuwe bestemming van het pand na transformatie, je de financiering van de transformatie rond krijgt en het te transformeren pand op een goede locatie ligt. Er zijn volgens de geïnterviewden wel voorbeelden in Nederland van succesvolle transformaties, maar dit zijn allemaal druppels op een gloeiende plaat. De

beleggers geven aan dat dit incidenten zijn die het grote leegstandsprobleem niet oplossen.

**Stelling 6: Een gebrek aan expertise bij beleggers met betrekking tot de transformatie van kantoorpanden zorgt ervoor dat de transformatie niet van de grond komt. De meeste beleggers zijn niet thuis in het ontwikkelen van panden.**

De meeste beleggers onderschrijven deze stelling en geven aan dat zij geen verstand hebben van ontwikkelen. De beleggers hebben de expertise niet en een aantal weet dan ook niet zo goed wat ze met transformatie aanmoeten. Een deel van de geïnterviewde beleggers geeft aan dat op het moment dat zij denken dat een pand getransformeerd dient te worden naar een andere bestemming, zij op zoek gaan naar een ontwikkelaar dan wel aannemer / ontwikkelaar die het pand van hen wil kopen. Een tweetal andere beleggers geeft aan dat zij inderdaad een gebrek aan expertise hebben maar dat zij dit niet als een probleem ervaren. Kennis ligt volgens hen binnen handbereik. Indien zij de kennis zelf niet in huis hebben dan kopen zij deze kennis in.

**Stelling 7: Door het enorme overaanbod op de Nederlandse kantorenmarkt is het voor beleggers niet aantrekkelijk om te investeren in renovatie van hun leegstaande kantoorpanden.**

Deze stelling wordt door de geïnterviewde beleggers tegengesproken. Volgens meerdere beleggers kan renovatie van kantoren wel een aantrekkelijke optie zijn. In de praktijk worden vaak kantoorpanden gerenoveerd. Beleggers doen dit juist om de kansen te vergroten dat verhuur gaat plaatsvinden. Daarnaast vindt renovatie ook plaats als er een huurder is gevonden. De gedachte van beleggers is dat wanneer er in een straat een rijtje van vijf panden staat en zij daar één pand van bezitten, dit pand eruit springt en het mooiste is.

Daarnaast geven beleggers aan dat het niet meer zo is dat er met regelmaat nieuwe kantoren worden opgeleverd. De nieuwbouw van kantoren is compleet opgedroogd. Op dit moment is het zo dat, op een enkele locatie na, beleggers allemaal in dezelfde vijver vissen en dat er bovendien nagenoeg geen nieuwbouw bijkomt. Gerenoveerde kantoren kunnen volgens beleggers wel degelijk concurreren met kantoren die twee jaren geleden zijn opgeleverd. Vanuit de duurzaamheidgedachte is het bovendien aantrekkelijker een oud kantoor op te knappen dan een nieuw kantoor neer te zetten.

Tot slot geven de beleggers wel aan dat hun middelen beperkt zijn en dat er bij de beslissing tot renovatie wel goed gekeken wordt naar het pand. Beleggers geven aan dat wanneer zij een slecht pand op een slechte locatie

hebben, zij daar geen geld in stoppen. Zij gebruiken dit geld dan liever voor een ander pand dat misschien in even slechte staat is maar op een goede locatie staat. In zo'n geval kan de belegger van een slecht pand op een goede locatie een goed pand op een goede locatie maken. De locatie van de panden speelt dus een belangrijke rol bij de beslissing wel of niet te investeren in renovatie.

**Stelling 8:** De sterke positie van de huurders op de kantorenmarkt, als gevolg van het overaanbod, zorgt ervoor dat huurders steeds kortere contracten met beleggers afsluiten. Deze korte looptijd van de huurcontracten zorgt ervoor dat beleggers huiverig zijn te investeren in hun kantorenvastgoed.

Beleggers bevestigen dat binnen de huurmarkt gebruikers zich steeds korter vast willen leggen. Vroeger was een 10 jarig contract gebruikelijk, nu is 5 jaar voor een belegger al een goed contract. Als de markt moeilijker wordt zie je zelfs een verschuiving naar 4 / 3,5 jaar. Huurders hebben, als gevolg van het enorme overaanbod, een sterke positie op de kantorenmarkt. Zij vragen steeds meer om flexibele overeenkomsten. Een huurder wil liever voor een half jaar huren dan dat hij voor 10 jaar moet tekenen.

De kortere huurcontracten zorgen voor een slechtere BAR en hebben hierdoor veel invloed op de waarde en het beheer van het pand. Een pand met een huurcontract voor 10 jaar heeft een hogere waarde dan een pand met een huurcontract van 5 jaar. Bovendien kan bij huurinkomsten van 10 jaar het onderhoud veel beter uitgestippeld worden. Voor beleggers geldt hoe langer de huurovereenkomst, hoe meer zekerheid van een gegarandeerde kasstroom, hoe makkelijker het is om te gaan investeren. Beleggers zijn niet geïnteresseerd in investeren in een pand op het moment dat er kortlopende contracten op zitten. Daarnaast is het zo dat de financiering van de investering in het pand bij een kortlopend contract haast niet is rond te krijgen. Banken willen enkel financieren wanneer er een huurovereenkomst van 10 of 15 jaar onder ligt. Dit maakt het voor beleggers nog extra moeilijk om een investering te doen in hun bestaande kantoren.

Daarnaast zie je een verschuiving in het feit dat tien jaar geleden beleggers allemaal single tenant gebouwen wilden hebben. Beleggers kozen voor grote mooie panden met één huurder erin. Dit was namelijk gemakkelijk in het onderhoud en in het beheer. Tot die ene huurder opzegt, dan staat het hele pand leeg. Beleggers geven aan dat er nu steeds meer een beweging is naar multi tenant. Beleggers zetten tegenwoordig liever tien huurders in een pand. Als er één weggaat heeft de belegger nog steeds 90% van de huurinkomsten, als er twee weggaan nog 80% enzovoorts.

Beleggers geven aan dat zij er van alles aan doen om de huurders binnen te halen en voor een langere tijd te binden. Er worden door beleggers vaak incentives gegeven aan de huurders. In zo'n geval wordt bijna altijd gekozen voor een huurvrije periode en niet voor de verlaging van de huurprijs. Doordat de waarde van een pand vertegenwoordigt wordt door het huurcontract dat er op zit heeft een verlaging van de huur een waardedaling van het pand tot gevolg. Heel zwart - wit kan men zeggen dat het voor een belegger beter is om te verhuren voor 200 euro per vierkante meter en vervolgens een X aantal maanden huurvrij te geven dan dat de belegger kiest voor een verhuur tegen 100 euro per vierkante meter over de gehele looptijd van het huurcontract. Beleggers geven aan dat deze situatie nu wel onverantwoord begint te worden. Een aantal van de geïnterviewde beleggers geeft aan dat zij van mening zijn dat de volgende stap die de markt moet maken is dat men afmoet van deze belachelijke incentives en terug moet naar normale huurprijzen. Terug naar normale huurprijzen wil zeggen houdt in dat er een kwart van de huurprijs af wordt gehaald en vervolgens wel gewoon vanaf dag één huur wordt ontvangen. Dit houdt dus in geen hoge huurprijzen meer op papier om deze vervolgens via de achterdeur weer terug te geven. Beleggers geven aan dat er zelfs al buitenlandse beleggers zijn die niet meer willen beleggen in de Nederlandse kantorenmarkt vanwege het feit dat deze, om bovenstaande redenen, niet transparant genoeg is.

Daarnaast geven de geïnterviewde beleggers aan dat de huurders vaak zonder zicht te bekommeren over de gevolgen het ene pand inruilen voor het andere. Alleen de huurprijs is bepalend. Als het aan de huurder ligt betreft deze om de tien jaar een nieuw pand. Zij worden hierin ook gestimuleerd door de ontwikkelaars. Door meerdere geïnterviewden werd ter illustratie hiervoor het voorbeeld van KPMG in Amstelveen aangehaald:

KPMG gaat in 2001 naar een nieuwbouwpand van 47.000 m<sup>2</sup>. Dit pand wordt ontwikkeld door een ontwikkelaar en verkocht aan een Duitse belegger die het pand opneemt in zijn portefeuille. Zo'n 6 a 7 jaar later wordt er opnieuw gesproken over een nieuw pand en zit iedereen aan tafel: KPMG, de ontwikkelaar, de belegger die het nieuwe pand gaat kopen en de gemeente die weer de grond verkoopt van de nieuwe locatie. Iedereen doet mee en er wordt een transactie gemaakt om 800 meter verderop eenzelfde pand neer te zetten.

Alle partijen hebben in dit proces hun eigen belang. De ontwikkelaars verdienen geld op de ontwikkeling van de kantoren. Zij weten wanneer de huurcontracten aflopen en benaderen de huurders met het voorstel om voor hen een nieuw kantoor te ontwikkelen. Om deze huurders nog wat te stimuleren keren de ontwikkelaars aan de raad van bestuur van het bedrijf dat het kantoor huurt bonussen uit wanneer zij kiezen voor een nieuw kantoorpand. Dit bedrijf gaat hiermee akkoord want zij willen, afgezien van de bonussen, graag een nieuw pand. Vervolgens gaan de ontwikkelaar en de

huurder samen naar de gemeente toe en geven aan dat zij grond willen voor een nieuw te ontwikkelen pand. Als de gemeente niet meewerkt dan gaan de ontwikkelaar en de belegger gewoon naar de buurgemeente. Doordat de gemeenten de werkgelegenheid in de gemeente wil houden en met name de inkomsten uit de grondexploitatie niet kunnen missen stemmen zij bijna altijd in met de bouw van een nieuw kantoorpand. Zij verkiezen de inkomsten uit de grondexploitatie boven het grotere regionale belang en beconcurreren elkaar soms zelfs ook nog. De belegger die het pand van de ontwikkelaar koopt kan tot slot een nieuw pand met onderliggend huurcontract toevoegen aan zijn portefeuille waardoor deze verbetert.

Ondertussen staat 47.000 m2 kantoorruimte van 9 a 10 jaar oud leeg. De kans dat deze ruimte ooit nog wordt opgenomen is nihil. Daarnaast heeft de Duitse belegger een enorm probleem want hij heeft het pand voor een hoge waarde in de boeken staan. Hij kan geen kant meer op. Deels is dit verklaarbaar omdat hij ondernemer is en een ondernemingsrisico neemt. Het is echter niet reëel van de gemeente om nu van deze Duitse belegger te verwachten dat hij een nieuwe bestemming vindt voor dit pand. De gemeente heeft ten slotte zelf gekozen voor haar eigen grondexploitatie - inkomsten en niet voor het regionale belang om de leegstand niet te vergroten.

**Stelling 9:** Leegstaande kantoorpanden maken vaak onderdeel uit van een grote (gemixte) beleggingsportefeuille. Van dat ene leegstaande pand voelt de belegger of de aandeelhouders financieel vrijwel niets omdat de portefeuille als geheel wel rendeert. Een groot deel van de portefeuille is nog verhuurd en genereert voldoende kasstroom om aan de rentebetalingen te voldoen. Beleggers ervaren de leegstand in hun portefeuille hierdoor niet als een urgent probleem.

De geïnterviewde beleggers bevestigen dat door het feit dat een leegstaand pand onderdeel is van een goed renderende portefeuille zij minder snel geneigd zijn de leegstand van dit pand aan te pakken. Beleggers geven aan dat wanneer zij een bezettingsgraad hebben van 94% de paar panden die leeg staan geen pijn doen. De noodzaak om iets met die 6% leegstand te doen is dus voor beleggers nooit heel groot geweest. Sterker nog, beleggers geven aan dat 5 a 6% leegstand nodig is in een gezonde markt. Zonder leegstand kunnen er namelijk geen verhuizingen plaatsvinden. Er is dan geen circulatie.

De beleggers geven echter wel aan dat, door de toenemende leegstand, de noodzaak nu wel steeds groter wordt om toch iets aan de leegstaande panden te doen. Deze noodzaak hebben beleggers nooit gehad omdat ze beschikten over goed renderende portefeuilles. Dit begint nu wel te veranderen nu de leegstand toeneemt. De leegstand gaat nu namelijk wel pijn doen. Beleggers geven aan dat de uitgaven hetzelfde blijven (beheer, onderhoud, personeel,

hypotheek etc.) en de inkomsten dalen. Daarnaast gaf één van de geïnterviewde beleggers gaf aan dat zij als bedrijf voor de leegstand bij kantoren tussen de 16 en 18 euro per vierkante meter op jaarbasis kwijt zijn aan leegstandskosten. Gelet op de grootte van de portefeuilles betekent dit dat beleggers jaarlijks miljoenen kwijt zijn aan de kosten van leegstand. Dit zorgt ervoor dat de leegstand een steeds urgenter probleem wordt voor beleggers. De stelling geldt dus nog wel maar het wordt in rap tempo minder. Beleggers worden nu steeds meer gedwongen om in te grijpen bij de toenemende (kosten van) leegstand.

**Stelling 10: De veroudering van kantoorlocaties als geheel speelt een rol bij de overweging van beleggers om te investeren in hun leegstaande kantoorpanden. Bij deze locaties spelen ‘free-rider’ gedrag en het ‘prisoners’-dilemma investeringsinitiatieven parten.**

Beleggers bevestigen dat veel kantoorlocaties als geheel verouderd zijn. Zij stellen dat deze veroudering vaak reden voor hen is om niet te investeren in hun leegstaande pand. Wil je deze locaties verbeteren, dan zul je het gebied in z'n geheel aan moeten pakken. Beleggers geven echter aan dat je in dat geval zit met het nadeel van versnipperd eigendom. Hoe meer mensen je hebt hoe moeilijker het wordt. De hele tafel zit vol met aan de ene kant allerlei mensen van de overheid en aan de andere kant allerlei vastgoedpartijen. De geïnterviewde beleggers stellen dat het haast onmogelijk is om al de belangen van alle eigenaren op één lijn krijgen. Hierbij komt het prisoners - dilemma om de hoek kijken.

De overheid dient de kar te trekken bij de gebiedsontwikkeling en een coördinerende rol te vervullen maar uit de interviews komt naar voren dat de beleggers hierin weinig vertrouwen hebben. Toch zijn de beleggers het erover eens dat er voor deze locaties een integrale aanpak bedacht moet worden samen met overheden, lokaal en ook regionaal, bovenregionaal zelfs, om ervoor te zorgen dat hele gebieden anders kunnen gaan worden ingericht.

Tot slot bevestigt een aantal beleggers dat er op de verouderde locaties soms sprake is van free-rider gedrag. Het komt voor dat de gemeente een industrieterrein opknapt vanuit de gemeentefondsen en daarvoor een bijdrage vraagt aan de eigenaren op zo'n industrieterrein. Deze doen vervolgens allemaal mee behalve één. De gemeente zet dan toch gewoon door omdat zij van mening is dat het eer en glorie heeft voor iedereen. Het is echter wel zo dat één eigenaar dan voordeel heeft, diegene die heeft geweigerd mee te betalen aan het project.

## 7 Conclusies en oplossing.

In dit hoofdstuk zullen de resultaten van de gehouden interviews gekoppeld worden aan het theoretisch gedeelte van het onderzoek. De conclusies van dit onderzoek zullen worden besproken aan de hand van de in hoofdstuk drie geformuleerde hypothesen. Per hypothese wordt besproken in hoeverre deze door de geïnterviewde beleggers wordt bevestigd waarna de algehele conclusie van het onderzoek wordt gepresenteerd.

### 7.1 Overaanbod

De eerste hypothese luidt als volgt:

*Het overaanbod op de Nederlandse kantorenmarkt zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*

Uit de interviews komt naar voren dat beleggers bij deze hypothese een duidelijke tweedeling maken tussen renovatie aan de ene kant en transformatie / herontwikkeling aan de andere kant. Met name renovatie wordt door beleggers als een aantrekkelijke optie gezien waarin zij in de praktijk ook met regelmaat investeren. Het gaat hierbij om de renovatie van leegstaande kantoren. De reden dat beleggers investeren in renovatie is om de kansen op verhuur te vergroten. Beleggers geven aan dat de oplevering van nieuwe kantoren de laatste jaren compleet is opgedroogd waardoor zij ervan overtuigd zijn dat gerenoveerde kantoren wel degelijk kunnen concurreren met kantoren die twee jaar geleden zijn opgeleverd.

Investeren in renovatie van reeds verhuurde panden wordt daarentegen door beleggers minder vaak als optie gezien. Oorzaak hiervan ligt in de steeds korter wordende looptijd van de huurcontracten. Gebruikers willen zich binnen de huurmarkt steeds korter vast leggen. Vroeger was een 10 jarig contract gebruikelijk, nu is 5 jaar voor een belegger al een goed contract. Huurders hebben, als gevolg van het enorme overaanbod, een sterke positie op de kantorenmarkt en vragen steeds meer om flexibele overeenkomsten. Een huurder wil liever voor een half jaar huren dan dat hij voor 10 jaar moet tekenen. De kortere huurcontracten zorgen ervoor dat beleggers minder snel geneigd zijn te investeren in het onderhoud en de renovatie van kantoorpanden. Voor beleggers geldt hoe langer de huurovereenkomst, hoe meer zekerheid van een gegarandeerde kasstroom, hoe makkelijker het is om te investeren in het onderhoud en de renovatie van het pand. Beleggers zijn niet geïnteresseerd in investeren in een pand op het moment dat er kortlopende contracten op zitten.

Wat betreft transformatie en herontwikkeling wordt de hypothese door de geïnterviewde beleggers wel bevestigd. Beleggers geven aan dat zij niet investeren in transformatie of herontwikkeling omdat er op dit moment in Nederland van bijna alle typen vastgoed teveel is. Met name het aanbod op de woningmarkt stagneert. Transformatie van kantoorpanden naar een andere bestemming is hierdoor voor beleggers niet aantrekkelijk. Beleggers hebben namelijk geen garantie dat zij het pand na de transformatie kwijt raken.

## 7.2 Boekwaarde

De tweede hypothese van het onderzoek luidt als volgt:

*De hoge boekwaarde van kantoren zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*

De geïnterviewde beleggers geven aan dat de hoge boekwaardes van hun kantoorpanden inderdaad een belangrijke reden zijn om niet te investeren. Bij een aantal van de beleggers is het zo dat de boekwaarde nog steeds fors hoger is dan de actuele marktwaarde. Dit komt enerzijds doordat de boekwaardes te hoog zijn, dit is het gevolg van taxaties die bij de waardebepaling van het vastgoed kijken naar het verleden (smoothing and lagging), en anderzijds door het feit dat de marktwaarde van de kantoren de afgelopen jaren fors is gedaald. De kosten die beleggers moeten maken voor transformatie of herontwikkeling, opgeteld bij het verlies aan boekwaarde dat zij hierdoor lijden, zijn vaak dermate hoog dat beleggers ervoor kiezen niet te investeren in transformatie of herontwikkeling. De belegger kan de transformatie of herontwikkeling financieel niet verantwoorden. De enige manier waarop hierin verandering kan komen is doordat beleggers afboeken op hun kantorenvastgoed. Wanneer beleggers dermate afboeken dat de boekwaarde van het kantoorpand overeen komt met de actuele marktwaarde kan transformatie of herontwikkeling rendabel zijn. Hierin schuilt echter het grote probleem op de kantorenmarkt. Beleggers willen best afboeken op hun kantorenvastgoed alleen zijn zij om financiële redenen niet in staat om dit daadwerkelijk te doen.

De oorzaak dat beleggers huiverig zijn om af te boeken op hun vastgoed ligt in de manier waarop hun vastgoedportefeuilles gefinancierd zijn. Deze vastgoedportefeuilles zijn namelijk gefinancierd door een deel eigen vermogen en door een deel vreemd vermogen. De verdeling is meestal zo dat het eigen vermogen zo'n 10 tot 20 procent van de totale financiering bedraagt en het vreemd vermogen zo'n 80 tot 90 procent. De financiering van de vastgoedportefeuilles kan op de volgende wijze weer worden gegeven:



De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

		EV (eigen vermogen)	VV (vreemd vermogen)
Oude waarde kantoorpand	<b>100</b>	20	80
Nieuwe waarde kantoorpand	<b>80</b>	0	80

Wanneer de waarde van het kantoorpand daalt, zoals de afgelopen jaren flink het geval was, dienen beleggers af te schrijven op de oude waarde. Zoals echter uit bovenstaand schema blijkt wordt het geleden verlies aan waarde afgeschreven van het eigen vermogen dat de belegger in de vastgoedportefeuille heeft zitten. De reden hiervoor is dat de eigenaren van het vreemd vermogen hun ingelegde geld volledig terug willen hebben. Hierdoor dient de belegger het waardeverlies af te schrijven van zijn eigen vermogen en draait hij zelf volledig op voor het geleden verlies. Is het zo dat de waarde van het pand nog maar 70 is dan boekt de belegger 20 af op zijn eigen vermogen en moet hij uit dit eigen vermogen ook nog eens 10 aan de financiers van het vreemd vermogen betalen. In zo'n geval is het verlies voor de belegger dus nog aanzienlijker. Beleggers willen, en kunnen financieel gezien, dit verlies niet nemen. De hoge financieringen zorgen er dus voor dat beleggers niet afboeken en blijven hopen op herstel. Zij zijn zich er echter terdege van bewust dat dit hopen tegen beter weten in is, maar hebben financieel gezien geen andere keus. Wanneer beleggers ervoor kiezen om af te boeken naar de reële waarden, dan lijden zij zoveel verlies dat ze failliet gaan.

Er is op dit moment op de kantorenmarkt vaak sprake van pretend & extend. Dit houdt in dat de beleggers en de banken allebei een beetje hun handen voor de ogen doen. De belegger heeft namelijk nog wel voldoende huurinkomsten om de rente op de lening te betalen. Voor de bank volstaat dit op dit moment. Over het feit dat de boekwaardes veel te hoog zijn en de belegger nooit de bank meer haar volledige financiering terug kan betalen wordt niet gepraat. De beleggers en banken rollen gewoon op dezelfde manier door.

Het is echter zo dat er steeds meer fondsen komen die dermate laag staan dat ze met de bank moeten gaan praten. Zij vragen de bank om ook een stuk verlies te nemen. De opstelling van de bank is vooralsnog dat zij het uitgeleende bedrag ook volledig terug willen hebben. Echter is het zo dat wanneer de belegger failliet gaat, de bank een nog groter probleem heeft. De panden moeten dan geveild worden en in dat geval krijgt de bank nog maar 30 of 40 % van de waarde van het pand terug. Banken zullen er dus toch over na moeten gaan denken om een stuk van het verlies op zich te nemen.

Wanneer het zo is dat de boekwaardes weer overeenkomen met de actuele marktwaardes, kan er door beleggers weer nagedacht worden over transformatie of herontwikkeling. Tot die tijd kunnen, alle inspanningen ten behoeve van stimulering van transformatie en herontwikkeling ten spijt, een

groot deel van de beleggers het zich simpelweg financieel niet veroorloven. Deze afwaardering zal echter, wanneer de opstelling van de banken en financiers niet veranderd, maar weinig plaatsvinden.

### 7.3 Beleggingsportefeuilles

De derde hypothese die is opgesteld luidt als volgt:

*Het feit dat kantoren veelal onderdeel uitmaken van een grote (gemixte) beleggingsportefeuille zorgt ervoor dat beleggers niet investeren in hun leegstaand kantorenvastgoed.*

Deze hypothese wordt door de geïnterviewde beleggers bevestigd. Doordat de beleggingsportefeuille als geheel goed rendeert en voldoende kasstroom genereert zijn beleggers minder snel geneigd de leegstand van dit pand aan te pakken. Wanneer beleggers een bezettingsgraad hebben van 94% is de noodzaak om iets met die 6% leegstand te doen niet groot. Door de forse toename van de leegstand de laatste jaren komt hier wel verandering in. De leegstand gaat nu steeds meer pijn doen. De uitgaven van beleggers blijven hetzelfde (beheer, onderhoud, personeel, hypotheek etc.) en de inkomsten uit verhuur dalen. Hierdoor worden beleggers steeds meer gedwongen om toch in te grijpen bij hun leegstaande kantoren.

### 7.4 Overige motieven

Zoals aangegeven in het conceptueel model zijn er ook nog andere factoren van invloed op investeringsgedrag van beleggers. Deze factoren zijn niet het gevolg van de wijze waarop de Nederlandse kantorenmarkt is georganiseerd maar zijn wel kort meegenomen in het onderzoek. Het gaat hierbij om het gebrek aan expertise en om de locatiekenmerken.

Een gebrek aan expertise wordt door de geïnterviewde beleggers zeker als reden gezien om niet te kiezen voor transformatie of herontwikkeling. Doordat beleggers niet thuis zijn in het ontwikkelen van panden kiezen zij niet snel voor transformatie of herontwikkeling. Wanneer beleggers vinden dat een pand getransformeerd of herontwikkeld dient te worden naar een andere bestemming zoeken zij een ontwikkelaar waaraan ze vervolgens het pand verkopen. Beleggers kiezen er dus vaak bewust voor om zelf niet deel te nemen aan transformatie of herontwikkeling.

Ook de locatiekenmerken worden door beleggers in ogenschouw genomen wanneer er wordt gekozen voor wel of niet investeren. De locatie van het pand belet vaak de transformatie van dit pand. Een groot deel van de kantoorpanden staat namelijk op snelweglocaties of op kantoorparken aan de

rand van de stad. In deze gevallen is er niet sprake van een pandprobleem maar van een locatieprobleem. De beleggers geven aan dat je de panden op deze locaties wel kunt transformeren naar woningen maar dat op deze locaties niemand wil wonen. Transformatie heeft op dit soort locaties dus geen enkele zin.

## 7.5 Conclusie

Uit het onderzoek blijkt dat de leegstand op de Nederlandse kantorenmarkt andere oorzaken heeft dan de leegstand op andere vastgoedmarkten zoals bijvoorbeeld de woningmarkt. De reden hiervoor is dat de Nederlandse kantorenmarkt op een andere wijze is georganiseerd. Op de kantorenmarkt komen steeds meer kantoren in het bezit van beleggers waardoor de kantorenmarkt verandert en daarmee ook de uitkomsten op deze markt. Waar er in het verleden nog veel eigenaar - gebruikers waren op de kantorenmarkt zijn deze inmiddels grotendeels verdwenen. Beleggers investeren, in tegenstelling tot eigenaar - gebruikers, minder snel in hun leegstaande kantoren.

De belangrijkste reden voor beleggers om niet te investeren, zo blijkt uit het onderzoek, is dat beleggers vanuit financieel oogpunt niet in staat zijn om iets aan de leegstand te doen. De wijze waarop beleggers hun vastgoedportefeuilles hebben gefinancierd, namelijk met een groot deel vreemd vermogen, is hiervan de oorzaak. Renovatie, transformatie en herontwikkeling zijn voor een belegger pas aantrekkelijk wanneer de boekwaarde van het kantoorpand overeenkomt met de reële waarde. Het verlies aan boekwaarde opgeteld bij de kosten van de investeringen zijn namelijk anders voor de belegger te hoog. Op dit moment zijn veel van de boekwaardes van kantoren aanzienlijk hoger dan de reële waardes. Reden van de hoge boekwaardes zijn te hoge taxaties die het verlies in waarde vertraagd en vervlakt opnemen en de waardedaling van kantorenvastgoed het afgelopen decennium. Het afboeken op deze hoge boekwaardes vormt echter voor beleggers een probleem. Doordat de financiers van het vreemd vermogen, voornamelijk banken en institutionele beleggers, het geleende bedrag volledig terug eisen dienen beleggers het verlies aan boekwaarde volledig af te schrijven van hun eigen vermogen. Beleggers willen en kunnen vanuit financieel oogpunt, omdat zij anders failliet gaan, dit verlies niet nemen en boeken hierdoor niet af. Deze organisatie van de kantorenmarkt waarbij het merendeel van de kantoren zijn gefinancierd met vreemd vermogen zorgt ervoor dat het leegstandsprobleem zeer moeilijk is op te lossen. Wanneer de kantoren gefinancierd zouden zijn met voornamelijk eigen vermogen was de beslissing tot afboeken ten behoeve van renovatie, transformatie of herontwikkeling sneller en gemakkelijker gemaakt.

## 7.6 Oplossingen

Oplossingen voor de leegstand kunnen pas gevonden worden wanneer de belegger niet meer hoeft af te rekenen met zijn financier. In de meeste gevallen is deze financier de bank, in sommige gevallen zijn het bedrijven of instellingen die echter hun investering ook weer bij de bank hebben geleend. Om tot een oplossing te komen zal de bank dus concessies moeten doen. Banken zullen genoeg moeten nemen met het feit dat zij niet hun volledige financiering terugkrijgen. Dit kan echter bij banken voor aanzienlijke problemen zorgen. Wanneer een bank namelijk haar uitstaande leningen niet volledig terugkrijgt vermindert het eigen vermogen van die bank enorm. Dit is de reden dat banken tot nu toe er aan vasthouden dat zij gewoon de volledige financiering terug willen. Een mogelijke oplossing is dat samen met de Centrale Bank wordt gekeken hoe dit verlies voor de banken valt op te vangen. Duidelijk is dat binnen afzienbare tijd actie dient te worden ondernomen. Zeker gelet op het feit dat het grootste probleem in vastgoedland nog gaat komen. Het merendeel van de financieringen loopt namelijk af in 2012/2013 en er moet herfinanciering plaatsvinden. Dit terwijl banken aangeven niet meer te willen financieren. Hoe dit gaat aflopen is vooralsnog onbekend. Als banken daadwerkelijk weigeren te financieren vallen een heleboel beleggers om en wordt er over gegaan tot executieveiling. Hierdoor komen er gigantische vastgoedportefeuilles, bestaande uit miljoenen vierkante meters kantoren, op de markt. Het effect hiervan op het leegstandsprobleem is dan niet te overzien.

## 7.7 Tot slot

Met haar uitkomsten ondersteunt dit onderzoek de stelling van de meer institutioneel georiënteerde onderzoekers dat de structure of building provision wel degelijk van invloed is op de uitkomsten op de kantorenmarkt. Wanneer enkel was uitgegaan van vraag en aanbod, zoals in economische benaderingen, had het onderzoek een deel van de verklaring voor het uitblijven van de investeringen in het leegstaand kantorenvastgoed gemist. Geconcludeerd kan worden dat het type eigenaar, en het type financier dat achter deze eigenaar zit, van grote invloed is op het feit of er wel of niet wordt geïnvesteerd in leegstaande kantoren.

Het onderzoek geeft een goed beeld van de rol, het handelen en de motieven van beleggers op de Nederlandse kantorenmarkt. Er dient hierbij aangetekend te worden dat het onderzoek zich heeft geconcentreerd op vastgoedfondsen. Dit omdat zij direct beleggen in vastgoed en hierbij het grootste aandeel bezitten. Er zijn echter ook nog andere type beleggers, te weten particuliere beleggers en institutionele beleggers, die direct beleggen in vastgoed. Zij zijn in dit onderzoek niet meegenomen. Nader onderzoek dient uit te wijzen in hoeverre de resultaten van dit onderzoek ook van toepassing zijn op particuliere beleggers en institutionele beleggers.

## 8 Literatuurlijst

ABN Amro (2011). *Kansen voor kwaliteit: De Nederlandse kantorenmarkt in beeld*. Amsterdam

Adams, D. C. e.a. (2005). *Planning, public policy & property markets*. Oxford: Blackwell Publishing.

Adviescommissie Plabeka (2011). *De problemen van vandaag oplossen met instrumenten van de toekomst*.

Ball, M. (1986a). *Housing research: time for a theoretical refocus?* Housing Studies: 147-165.

Ball, M. (1986b). *The built environment and the urban question*. Society and Space, 4: 447 - 464.

Ball, M. (1998). *Institutions in British Property Research: A review*. Urban Studies, Vol. 9, nr. 35.

Ball, M., C. Lizeiri & B.D. McGregor (1998). *The economics of commercial property markets*. London: Routledge.

Bassett, K. & Short, J. (1980). *Housing and Residential Structure: Alternative Approaches*. London : Routledge

Bruin, M.B. de (2003). *Herstructurering van de verouderde institutionele kantorenvorraad*. Utrecht: Universiteit van Utrecht, Masterproof.

Clark, E. & A. Gullberg (1991). *Long swings, rent gaps and structures of building provision - the postwar transformation of Stockholm's inner city*. International Journal of urban and regional research, Vol 5., No.4, 492 -504.

D'Arcy, E. & G. Keogh (1997). *Towards a property market paradigm of urban change*. Environment and Planning A 29: 685-706.

D'Arcy, E. & G. Keogh (1999). *The property market and urban competitiveness: a review*. Urban Studies 36(5-6): 917- 928.

Dees, M. (2011). *Geef bedrijfsleven ook een rol in discussie over kantorenmarkt*. Vastgoedmarkt, april 2011, 34.

DiPasquale, D. & W.C. Wheaton (1996), *Urban Economics and real estate markets*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

DTZ Zadelhoff (2010). *Het aanbod veroudert; De Nederlandse markt voor kantoorruimte*. Utrecht.

DTZ Zadelhoff (2011a). *Nederland compleet: Factsheets kantoren- en bedrijfsruimtemarkt*. Amsterdam.

DTZ Zadelhoff (2011b). *Vastgoedmonitor Eindhoven*. Amsterdam

Dynamis (2011). *Sprekende Cijfers: Kantorenmarkten*. Dynamis BV, Amersfoort.

EIB (2010a). *Kantorenleegstand; Analyse van de marktwerking*. Amsterdam

EIB (2010b). *Kantorenleegstand: probleemanalyse en oplossingsrichtingen*. Amsterdam.

Elp, M. van & M. Zuidema (2011). *Kantorenmarkt herstelt niet vanzelf*. Vastgoedmarkt, januari 2011, 32.

Gemeente Amsterdam Ontwikkelingsbedrijf (2009). *Beleggers met leegstaand vastgoed in kaart*. Amsterdam

Gore, T. & D. Nicholson (1991). *Models of the land-development process: a critical review*. Environment and Planning A, 23: 705-730

Healey, P. (1991). *Urban regeneration and the development industry*. Regional Studies, 25: 97-110

Horst, A. ter (2010). *Kantorenleegstand in de Metropoolregio Amsterdam. Wat is de gewenste rol van gemeenten?* Amsterdam School of Real Estate, Masterproof.

IVBN (2010). *IVBN Visie: Op een duurzaam kantorenbeleid*. Voorburg.

Jacobs, W. (2003). *Property regimes in territorial competition*. Nijmegen: Universiteit van Nijmegen.

Jacobs, W. (2007). *Political Economy of port cities*. Nijmegen: Academic Press Europe.

Janssen - Jansen, L. & W. Salet (2009). *The Amsterdam Office Space Tragedy, An institutional reflection on balancing Office Space Development in the Amsterdam Metropolitan Region*. Amsterdam: Amsterdam University Press.

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

Janssen - Jansen (2010). *Ontwikkelingsbubbles en planningsdromen*. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.

Keivani, R., A. Parsa and S. McGreal (2001). *Globalisation, institutional structures and real estate marketss in central European cities*. Urban Studies 38(13): 2457-2476.

Korteweg, P.J. (2002). *Veroudering van kantoorgebouwen: probleem of uitdaging?* Utrecht: Universiteit van Utrecht, proefschrift.

Krabben, E. van der (1995). *Urban Dynamics: A Real Estate Perspective - An Institutional Analysis of the Production of the Built Environment*. Tilburg

Krabben, E van der & J.G. Lambooy (1993). *A theoretical framework for the functioning of the Dutch property market*. Urban Studies, Vol. 30, No. 8, 1381-1397

NVB (2011). *Thermometer Kantoren*. Voorburg.

North, D.C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press

NVM Business (2010). Structurele leegstand van kantoren.

Ploeger, R.A. (2004). *Regulating urban office provision*. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam Proefschrift.

Saunders, M., Lewis, P. & A. Thornhill (2008). *Methoden en technieken van onderzoek*. Amsterdam: Pearson Education Benelux

Schuit, M. (2006). *Nieuw gebruik van leegstand*. City Journal, 4: 14-19.

Spaans, P. (2010). *'Kansloze' kantoorgebouwen in Amsterdam*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Vermeulen, M. & M. Wieman (2010). *Handboek Vastgoedmanagement*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.

Verschuren, P. & H. Doorewaard (2007). *Het ontwerpen van een onderzoek*. Den Haag: Uitgeverij Lemma.

Voordt, van der T. (2007). *Transformatie van kantoorgebouwen*. Rotterdam: Uitgeverij 010.

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

Williamson, Oliver E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

Wu, F. (1998). *The new structure of building provision and the transportation of the urban landscape in Metropolitan Guangzhou, China*. *Urban Studies*, Vol. 25, No. 2, 259 - 283



## **Bijlagen 1: Aanbiedingsbrief beleggers met betrekking tot de te houden interviews**

Nijmegen, 22 juni 2011.

Onderwerp: Interview omtrent de motieven van beleggers bij het tegengaan dan wel in stand houden van de leegstand van kantoren.

Geachte heer,

De masterscriptie over de leegstand van kantoren waaraan ik momenteel werk en die in een afrondende fase is, beoogt specifiek de rol van beleggers op de kantorenmarkt in beeld te brengen.

De onderzoeken die tot op heden zijn verricht focussen zich met name op de veroudering van gebouw en locatie en op de marktsituatie als oorzaken van de leegstand.

Het investeringsgedrag en de motieven van beleggers, welke een belangrijke rol spelen op de kantorenmarkt, zijn in de onderzoeken tot op heden onderbelicht gebleven.

Onderzoek naar de motieven van beleggers leidt tot een beter inzicht met betrekking tot de redenen waarom beleggers niet investeren in hun leegstaande kantoorpanden of juist wel.

Het gaat daarbij in dit onderzoek niet specifiek om één individueel kantoorpand maar om de positie van het kantoorpand in de totale beleggingsportefeuille en met name om de afwegingen die door beleggers, met betrekking tot het leegstandsaspect, worden gemaakt.

De resultaten worden zodanig gepresenteerd dat individuele uitspraken niet herkenbaar zijn. Gezocht wordt naar algemeen breed gedragen opinies en motieven die een verklaring geven omtrent het investeringsgedrag van beleggers bij leegstaande kantoren.

Zoals met U afgesproken doe ik U de belangrijkste conclusies, die tot nu toe uit mijn onderzoek naar voren zijn gekomen, toekomen. Deze zijn op de volgende pagina bijgevoegd. Deze conclusies kunnen worden gezien als stellingen waarover ik tijdens ons gesprek graag uw mening zou willen horen.

De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.

Mochten er motieven of redenen zijn die niet bij de stellingen staan opgenomen dan ben ik daar natuurlijk ook erg in geïnteresseerd.

Graag wil ik U bij voorbaat bedanken voor uw tijd en moeite. Een exemplaar van de masterscriptie zal ik U na de afronding doen toekomen.

Met vriendelijke groet,

Dirk Kastelijn  
Radboud Universiteit Nijmegen  
Studierichting Planologie  
Telefoonnummer 06 22786032

## **Bijlage 2: Stellingen voorgelegd aan de geïnterviewde beleggers.**

### Stelling 1:

Belangrijk bij de beslissing van beleggers te investeren in hun leegstaande kantoorpanden is de boekwaarde van het kantoorpand. De boekwaarde van een kantoorpand is vaak aanzienlijk hoger dan de actuele marktwaarde. Dit is het gevolg van de gemaakte taxaties waarbij leegstand slechts voor een beperkte periode (vaak maximaal twee jaar) wordt meegenomen.

### Stelling 2:

Beleggers zijn, ondanks de langdurige leegstand, niet geneigd om de waarde van hun vastgoed af te boeken en houden deze kunstmatig hoog. Het afboeken op de boekwaarde betekent namelijk verlies. Een belegger laat dan in zijn boeken zien dat de totale waarde van zijn portefeuille is afgenomen. Dit proberen beleggers ten alle tijden te voorkomen.

### Stelling 3:

De hoge boekwaarde is een reden voor beleggers om niet te kiezen voor verkoop. Bij verkoop van het pand is, vaak wegens de onverhuurde staat, de opbrengst lager dan de getaxeerde boekwaarde. Dit betekent voor de belegger bij de verkoop van een pand per definitie verlies nemen.

### Stelling 4:

Ook transformatie en herontwikkeling is in vele gevallen voor beleggers niet aantrekkelijk omdat het pand dat met een hogere waarde in de boeken staat dan de marktwaarde, deze hoge boekwaarde verliest. Verder vertegenwoordigt kantoorvastgoed over het algemeen een hogere vastgoedwaarde dan woningen en bedrijfsruimte waardoor transformatie niet aantrekkelijk is.

### Stelling 5:

Renovatie van kantoren is vaak ook geen aantrekkelijke optie. Oorzaak hiervan ligt in het enorme overaanbod. Beleggers kunnen hun oude kantoorpand wel opknappen maar er worden met regelmaat nieuwe kantoren opgeleverd. De gerenoveerde kantoren kunnen niet concurreren met deze nieuwe kantoren waardoor investeren in kantoren meestal niet loont.

### Stelling 6:

Een gebrek aan expertise bij beleggers met betrekking tot de transformatie van kantoorpanden zorgt ervoor dat deze niet van de grond komt. De meeste beleggers zijn niet thuis in het ontwikkelen van panden. Dit is een andere tak van sport en vergt andere (markt)kennis welke een belegger vaak niet in huis heeft. Sommige beleggers hebben via hun ontwikkelingsdochter wel verstand

van (her)ontwikkelen, maar er zijn maar weinig beleggers die de expertise in huis hebben om langdurig leegstaande kantoren winstgevend te transformeren naar bijvoorbeeld woningen.

Stelling 7:

Vaak is het zo dat een leegstaand kantoorpand onderdeel is van een grote gemixte beleggingsportefeuille. Van dat ene leegstaande pand voelt de belegger of de aandeelhouders financieel vrijwel niets omdat de portefeuille als geheel wel rendeert. De meeste beleggers ervaren de leegstand in hun portefeuille wel als een probleem, maar niet als een urgent probleem. Een groot deel van de portefeuille is nog verhuurd en genereert voldoende kasstroom om aan de rentebetalingen te voldoen.

Stelling 8:

Daarnaast is de looptijd van de huurcontracten een reden waarom beleggers huiverig zijn te investeren in het kantoorpand. De contracten die beleggers afsluiten met huurders zijn vaak voor een relatief korte periode. De looptijden van huurcontracten zijn vaak niet langer dan 5 jaar. Door het overaanbod aan kantoorruimte hebben huurders een sterke positie. Beleggers zijn blij dat zij het pand verhuurd kunnen krijgen echter zodra er iemand met een goed aanbod komt ruilen huurders het ene pand zonder bijgedachten in voor een nieuw pand. De eigenaar van een pand kan of durft hierdoor doorgaans niet te moderniseren of verduurzamen bij leegstand. Het risico op vertrek van de huurder wordt te groot geacht.

Stelling 9:

De veroudering van de kantoorlocatie als geheel speelt een rol bij de overweging van beleggers om te investeren in hun leegstaande kantoorpanden. Vaak concentreert de leegstand zich op locaties waar meerdere kantoren gevestigd zijn. Bij deze locaties spelen 'free-rider' gedrag en het 'prisoners'-dilemma investeringsinitiatieven parten. Wanneer een deel van de gebouweigenaren in een gebied het eigen gebouw aantrekkelijker maakt, profiteren andere partijen daarvan 'voor niets' mee.

### Bijlagen 3: Overzicht geïnterviewde beleggers

<b>Naam</b>	<b>Bedrijf</b>	<b>Datum</b>
Joyce van Beek	Hoogland Investments Directeur	20-6-2011
Gijs van Alphen	Breevast Projectontwikkelaar	22-6-2011
John Walravens	Uni - Invest Asset Manager	24-6-2011
Marcel Doornkamp	Lips Capital Group Asset Manager	1-7-2011
Reinoud van den Heuvel	Mayfield Investments Asset Manager	8-7-2011

## Bijlage 4: Overzicht van leegstaande panden in de regio Eindhoven.

Adres	Huisno.	PC		VVOM <sup>2</sup>	Locatie
18 Septemberplein	17	5611	AL	1.378	Centrum
Aalsterweg	181-183	5644	RA	1.193	Zuid
Achtseweg Noord	1	5651	6G	3.750	Noord, de Rijtacker
Achtseweg Noord		5651	GG	2.192	Noord, de Rijtacker
Achtseweg Zuid	151	5651	GW	25.000	West, De Beuk
Anderlechtstraat	15-17	5628	WB	983	Noord, de Tempel
Begijnenhof	35	5611	EK	1.345	Centrum
Beukenlaan	77	5616	VC	4.826	Rondweg
Beukenlaan	137	5616	VD	885	Rondweg
Beukenlaan	143	5616	VD	3.022	Rondweg
Bogert	1 - li	5612	LX	624	Fellenoord
Bogert	31	5612	LX	672	Fellenoord
Bomansplaats	1-10	5611	NT	2.500	Centrum
Boutenslaan		5615	CW	7.749	Rondweg
Croy	5	5653	LC	1.400	De Hurk
Dillenburgstraat	9	5652	AM	850	De Hurk
Dillenburgstraat	9ABCD	5652	AM	1.037	De Hurk
Dr. Holtropiaan	3	5652	XR	3.046	Poort van Metz
Dr. Holtropiaan	32-40	5652	XR	1.621	Poort van Metz
Dr. Holtropiaan	46-60	5652	XR	1.289	Poort van Metz
Dr. Holtropiaan	5-7	5652	XR	1.151	Poort van Metz
Emmasingel	21	5611	AZ	562	Centrum
Emmasingel	div.	5611	AZ	2.531	Centrum
Esp	120	5633	AA	2.405	Noord, Esp
Esp	130	5633	AA	2.433	Noord, Esp
Esp	401	5633	AJ	1.947	Noord, Esp
Esp	405	5633	AJ	1.576	Noord, Esp
Europalaan	1	5623	AN	2.000	Noord
Europalaan	42	5623	U	3.500	Noord
F. van Eedenplein	1	5616	NK	10.865	Centrum
Fellenoord	100-180	5611	ZB	1.286	Fellenoord
Fellenoord	39	5612	AA	1.458	Fellenoord
Flight Forum	80-119	5657	DC	1.965	Flight Forum
Flight Forum	5G5	5657	DR	668	Flight Forum
Flight Forum	800	5657	DV	989	Flight Forum
Flight Forum	840	5657	DV	2.700	Flight Forum
Flight Forum		5657	DV	4.665	Flight Forum
Flight Forum	3000	5657	EW	3.467	Flight Forum

**De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.**

Flight Forum	3300-3400	5657	XX	5.042	Flight Forum
Frederiklaan	110	5611	KT	1.200	Centrum
Geldropseweg	163	5613	LM	490	Centrum
Geldropseweg	198 e.v.	5643	TP	261	Rondweg
Glaslaan	2	5616	LW	1.000	Strijp S
Glaslaan	2	5616	LW	20.000	Strijp S
H.H. van Brabantplein	17a-b	5611	PE	4.500	Centrum
Hastelweg	257-261	5652	CN	709	De Hurk
Hoevenweg	13	5652	AW	600	De Hurk
Hondsruglaan	87	5628	DB	760	Noord, Woenselse Heide
Hondsruglaan	87A/B/C	5628	DB	1.187	Noord, Woenselse Heide
Hooge Zijde	17	5626	DC	764	Noord, Kapelbeemd
Hooge Zijde	32	5626	DC	2.945	Noord, Kapelbeemd
Hoogstraat	331	5654	NB	572	Zuid
Hurksestraat	15A	5652	AH	750	De Hurk
Hurksestraat	29-51	5652	AH	2.139	De Hurk
Hurksestraat	42	5652	AL	947	De Hurk
Insulindelaan	134	5613	BT	1.114	Rondweg
Jan Olieslagersweg	4	5657	EL	1.530	Eindhoven Airport
Jan van Hooffstraat	8	5611	ED	803	Centrum
Kanaaldijk-Zuid/Havenstraat	45-47-49	5611	VA	676	Centrum
Keizer Karei V singel	8	5615	PE	1.000	Rondweg
Keizer Karei V Singel	45	5654	NM	3.295	Zuid/rondweg
Keizersgracht	1	5611	GB	625	Centrum
Kennedyplein	200-246	5611	ZT	1.501	KBD
Kloosterdreef (Greide)	2-8	5623	U	1.478	Noord
Koenraadlaan	102A	5651	EX	946	omg. Evoluon
Kronehoefstraat	1	5612	HK	2.878	Rondweg
Kronehoefstraat	76	5622	AC	1.366	Rondweg
Le Havre	11 tm 20	5627	SV	1.200	Noord, Achtse Barrier
Le Havre	91	5627	SV	596	Noord, Achtse Barrier
Lenstra at	6a-8a	5615	BM	295	Rondweg
Limburglaan	36	5652	AA	3.227	Omg. Beemdstraat
Lodewijkstraat	la	5652	AC	6.077	De Hurk
Looyenbeemd	20	5652	BH	865	De Hurk
Luchthavenweg	5	5657	EA	534	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	53	5657	EA	3.226	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	55c-f	5657	EA	1.078	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	61	5657	EA	1.120	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	67	5657	EA	3.025	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	24	5657	EB	3.325	Eindhoven Airport
Luchthavenweg	54	5657	EB	4.768	Eindhoven Airport
Markt	17	5611	EB	2.475	Centrum
Mauritsstraat	74	5615	RZ	2.060	Centrum

**De leegstand van kantoren - Motieven van beleggers om niet te investeren in de renovatie, transformatie of herontwikkeling van leegstaand kantorenvastgoed.**

Meerenakkerplein	1-10	5652	BJ	1.944	De Hurk
Meerenakkerplein	16	5652	BJ	699	De Hurk
Meerenakkerplein	21-30	5652	BJ	2.010	De Hurk
Meerenakkerweg	IA	5652	AR	720	De Hurk
Meerenakkerweg		5652	AR	4.287	De Hurk
Meerenakkerweg		5652	AR	2.540	De Hurk
Meerenakkerweg	16	5652	AV	894	De Hurk
Mispelhoefstraat		5651	GK	1.710	Noord, de Rijtacker
Nieuwe Emmasingel	12-14	5611	AM	821	Centrum
Noord Brabantlaan	265	5652	LD	1.894	De Hurk
Noord Brabantlaan	303-307	5657	GB	2.977	I-Park
Oude Stadsgracht	1	5611	DD	3.994	Centrum
Paradijslaan	32-36	5611	KN	710	Centrum
Parklaan	64	5613	BH	1.160	Centrum
Parmentierweg	14	5657	EH	1.072	Eindhoven Airport
Pastoor Petersstraat	134-166	5612	LV	501	Fellenoord
Prof. Dr. Dorgelolaan	20	5613	AM	585	Centrum
Prof. Dr. Dorgelolaan	26-36	5613	AM	10.310	Centrum
Schakelplein	10-24	5651	GR	1.191	Noord, de Rijtacker
Steijgerweg	6-6A	5616	HR	607	Rondweg
Ten Hagestraat	8	5611	EG	514	Centrum
Ukkelstraat	4	5628	TE	921	Noord, de Tempel
Ukkelstraat	2	5628	TE	2.283	Noord, de Tempel
Vestdijk	9	5611	CA	3.746	Stationsgebied
Vonderweg	11	5611	BK	10.972	Stadionkwartier
Wal	11 A-D	5611	GE	641	Centrum
Weyerbeemd		5651	GN	1.265	Noord, de Rijtacker
Winkelcentrum Woensel	84F	5625	AE	514	Noord
Zernikestraat	12	5612	HZ	538	Fellenoord
Zernikestraat	3-5	5612	HZ	682	Fellenoord