

Hotelvastgoed: Overaanbod door financiële innovatie?



Rijksuniversiteit Groningen

Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen

Master Real Estate Studies

Amersfoort, 30 augustus 2016

Kyrinn van de Brink

Colofon

Masterthesis Real Estate Studies
Rijksuniversiteit Groningen
Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen
Master Real Estate Studies
Landleven 1, 9749 AD Groningen

Auteur Scriptie : Kyrinn B.Z. van de Brink BSc
Studentennummer : S1923382
Emailadres : kyrinn@gmail.com
Telefoonnummer : (06) 24 68 38 58

Scriptiebegeleider : Prof. dr. Ed F. Nozeman
2^e beoordelaar : Prof. dr. ir. Arno J. van der Vlist
Opleiding : Real Estate Studies
Instituut : Rijksuniversiteit Groningen
OER : 2013
Datum : 30-08-2016



**rijksuniversiteit
groningen**

Voorwoord

Voor u ligt de afstudeerscriptie *'Hotelvastgoed: Overaanbod door financiële innovatie?'*. Deze thesis is ter afsluiting van de master Real Estate Studies aan de Rijksuniversiteit Groningen. Mijn interesse in de hotelvastgoedmarkt is gedurende mijn masteropleiding flink gegroeid doordat deze voormalige nichemarkt nauwelijks tijdens college is behandeld. Onbekend maakt onbemind, waardoor ik de kans heb aangegrepen om door middel van dit onderzoek de wereld van hotelvastgoed extensief te verkennen. Een ander punt is de timing van het onderzoek. Terwijl de Nederlandse hotelvastgoedmarkt zich bij de aftrap van het onderzoek in een herstelfase bevond, was het onderliggende sentiment veel positiever. Dit maakte me curieus naar de groeiende belangstelling voor hotelbeleggingen en de effecten hiervan op de markt. Dit gaf de aanleiding om in mijn thesis onderzoek te doen naar de effecten van hotelvastgoedbeleggingen op de vraag en het aanbod en in het bijzonder de rol van huur- en managementcontracten hierin.

Graag wil ik vooraf enkele personen bedanken die een bijzondere rol gespeeld hebben bij de totstandkoming van deze thesis. In de eerste plaats wil ik mijn begeleider Ed Nozeman dank betuigen voor zijn begeleiding, heldere feedback en adviezen. Hij verdient in het bijzonder een woord van dank omdat hij te allen tijde met zijn kennis en motiverend vermogen het onderzoek in goede banen heeft geleid.

Daarnaast gaat mijn dank uit naar de sleutelpersonen voor de interviews voor het geven van informatie en medewerking en naar iedereen in mijn omgeving die mij heeft bijgestaan in de aanloop naar en het daadwerkelijk schrijven van deze thesis.

Ik wil tot slot van de kans gebruik maken mijn vriendin, Marleen, speciaal te bedanken voor haar steun en aanmoediging. Zij is tevens de persoon geweest waarop ik altijd kon terugvallen tijdens mijn gehele studieperiode.

Graag wens ik u, als lezer, veel leesplezier toe.

Kyrinn van de Brink
Amersfoort, 30 augustus 2016

Samenvatting

Tot voor kort financierden de Nederlandse hotelketens zelf de bouw, renovatie en uitbreiding van hun eigendommen. Deze situatie is drastisch veranderd door de opkomst van internationale hotelinvesteerders in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Door de opkomst van huur- en managementcontracten zijn er andere motieven bijgekomen die de ontwikkeling van hotelvastgoed stimuleren. In deze thesis wordt onderzoek gedaan naar de vraag of de Nederlandse hotelvastgoedmarkt tegenwoordig nog voornamelijk vraaggestuurd is of dat er sprake is van een situatie waarin het aanbod in grotere mate wordt aangestuurd door de toename van hotelvastgoedbeleggingen. De centrale vraagstelling van dit onderzoek luidt:

'Heeft de toename van hotelvastgoedinvesteringen, met name door de opmars van huur- en managementcontracten, effecten gehad op de vraag en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt, en zo ja welke onderscheiden naar aard en omvang?'

Uit de gestileerde feiten blijkt dat hotelvastgoed behoort tot het commerciële vastgoed en de hotelvastgoedmarkt anders functioneert dan andere vastgoedmarkten doordat er op de markt veel meer belanghebbende partijen en stakeholders actief zijn¹. De opkomst van de belegger heeft ertoe geleid dat er naast het basismodel, waarbij de eigenaar voor eigen exploitatie kiest, twee contractvormen zijn bijgekomen: het huur- en managementcontract. Niet alleen zorgen laatstgenoemde voor eigendomsverschuivingen, ook hebben deze impact gehad op de mate van ketenbinding. Deze ontwikkelingen kunnen worden verklaard aan de hand van het vijf-krachtenmodel van Michael Porter (1985), waaruit de eerste hypothese volgt dat er een positief verband bestaat tussen de opmars van huur- en managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt enerzijds, ketenbinding en een toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed anderzijds.

Om de effecten van de toegenomen hotelvastgoedinvesteringen op de marktvariabelen te onderzoeken is gebruik gemaakt van het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton. Het model onderbouwt de cyclische relatie tussen de ruimte-, beleggings- en ontwikkelmarkt waarop de volgende twee hypothesen zijn gebaseerd. In tweede hypothese wordt belicht dat de toegenomen beleggersinteresse heeft geleid tot een investeringstoename waardoor de vastgoedprijzen en -voorraad zijn toegenomen waarbij de hotelhuur en kamerprijs zijn gedaald². De derde hypothese gaat ervan uit dat de externe omgevingsfactoren in de loop van de tijd qua invloed zijn toegenomen op de hotelvastgoedwaarde in vergelijking met de interne bedrijfsgebonden factoren.

Vanuit het literatuuronderzoek wordt er in relatie tot de centrale vraag verwacht dat de investeringstoename en opmars van huur- en managementcontracten enerzijds zullen hebben geleid tot een toegenomen vraag naar hotelvastgoed als beleggingscategorie, anderzijds tot een toegenomen aanbod.

Binnen het empirisch onderzoek zijn allereerst kwantitatieve data-analyses uitgevoerd op basis van data van KPMG, Horwath HTL, JLL, Bedrijfschap Horeca en Catering en het CBS voor de periode 2002-2013. Associaties tussen de variabelen zijn getoetst aan de hand van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten. Op grond van de resultaten is de eerste hypothese aangenomen aangezien er positieve verbanden zijn aangetoond tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten en de beleggersinteresse enerzijds en tussen

¹ In dit onderzoek worden de actoren hotelgast, exploitant, hotelketen, belegger en ontwikkelaar als centrale spelers gezien.

² De huur op de ruimtemarkt staat in het geval van sale-and-lease-back gelijk aan de huurprijs voor hotelexploitanten en bij sale-and-manage-back de kamerprijs voor hotelgasten.

huur- en managementcontracten en ketenbinding anderzijds. De tweede en derde hypothese kunnen op basis van de resultaten nog niet verworpen casu quo aangenomen worden, waardoor het empirisch onderzoek is aangevuld met expertinterviews.

Uit de interviews volgt dat, in tegenstelling tot eerdere verwachtingen op basis van het vierkwadrantenmodel, de toegenomen beleggersinteresse is samengegaan met een grotere vraagtoename op de gebruikersmarkt waardoor de tweede hypothese is aangepast³. Daaropvolgend kan geconcludeerd worden dat het toegenomen hotelvastgoedinvesteringsvolume enkel bij huurcontracten is samengegaan met een verstoring van het marktevenwicht alsmede een stijging van de huurprijzen voor exploitanten, vastgoedprijzen en kamervoorraad. Op basis van de resultaten bij managementcontracten wordt de tweede hypothese echter verworpen omdat een afnemende kamerprijs niet overeenstemt met de verwachting op basis van de aangepaste hypothese⁴.

Door middel van de expertinterviews is vervolgens de derde hypothese wel bevestigd. De exploitatieomzet is door de opkomst van variabele huur- en managementcontracten in de loop van de tijd steeds meer van invloed op de hotelvastgoedwaarde en daarmee op het gebruik. Samenhangend met de toenemende transparantie voor consumenten en het aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen is de exploitatieomzet en daarmee de hotelvastgoedwaarde in de loop van de tijd in toenemende mate door macro-omgevingsfactoren beïnvloed.

Gezien de hoofdvraag van het onderzoek en de onderzoeksresultaten kan worden geconcludeerd dat de investeringstoename en de opkomst van huur- en managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt hebben geleid tot een toegenomen vraag naar hotelvastgoed van exploitanten en hotelketens waardoor het aanbod is gestegen. Omdat er daarnaast wordt uitgegaan van een aanhoudende vraagstijging naar hotelkamers door hotelgasten, is er eveneens door beleggers zelf geïnvesteerd in nieuw hotelvastgoed omdat zij uitgaan van goede en stabiele (toekomstige) rendementen. Het blijft echter de vraag of de toekomstige toevoegingen aan de markt een overaanbod in de hand werken. In de onderzochte periode is de gemiddelde bezettingsgraad stabiel gebleven waardoor geconcludeerd moet worden dat er op het moment van onderzoek geen sprake is van een overaanbod.

³ De hypothese luidde na wijziging dat de toegenomen investeringen hebben geleid tot een stijging van de huur op de ruimtemarkt in plaats van een eerder veronderstelde daling.

⁴ Uit de expertinterviews volgde de verklaring dat de toenemende transparantie voor consumenten en het aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen hierop van invloed zijn geweest.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	7
1.1	Maatschappelijke aanleiding, motivatie	7
1.2	Probleemverkenning, wetenschappelijke relevantie	9
1.3	Probleemstelling	9
1.4	Aanpak	10
1.4.1	Conceptueel model	12
1.5	Leeswijzer	12
2	Theoretisch kader.....	13
2.1	Gestileerde feiten van de hotelvastgoedmarkt	13
2.1.1	Hotelvastgoed	13
2.1.2	Marktpartijen.....	13
2.1.3	Onafhankelijke hotels versus ketenhotels	14
2.1.4	Exploitatiemodellen	14
2.2	Theorie	17
2.2.1	Impact nieuwe contractvormen – Vijfkrachtenmodel Porter.....	17
2.2.2	Werking hotelvastgoedmarkt - Vier-kwadrantenmodel DiPasquale & Wheaton ...	18
2.3	Hypothesen	25
3	Operationalisering empirisch onderzoek	28
3.1	Dataverzameling	28
3.2	Operationalisering	29
3.3	Empirisch model - Rangcorrelatie van Spearman.....	30
3.4	Beschrijvende statistieken	32
3.5	Ontwikkelingen Nederlandse hotelvastgoedmarkt	34
4	Resultaten data-analyse	37
4.1	Resultaten hypothese 1	37
4.2	Resultaten hypothese 2	38
4.3	Resultaten hypothese 3	41
4.4	Voorlopige conclusies op basis van data-analyses.....	43
5	Expertinterviews	45
5.1	Aanpak expertinterviews	45
5.2	Keuze geïnterviewde experts.....	45
5.3	Vragen betreffende interviews	45
5.4	Resultaten interviews	46
6	Conclusie, Aanbevelingen en Reflectie	51
6.1	Conclusie.....	51
6.2	Aanbevelingen.....	53
6.3	Reflectie.....	54
	Bronvermelding	55
	Bijlage 1 - Spreidingsdiagrammen	559
	Bijlage 2 - Interviews	64

1 Inleiding

1.1 Maatschappelijke aanleiding, motivatie

In het verleden werden hotels bestempeld als exoten binnen de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt. Zo financierden tot de jaren zestig van de 20^e eeuw de Nederlandse hotelondernemingen zelf de bouw, renovatie en uitbreiding van hun eigendommen. Naast financiering door eigen vermogen kon door gelijktijdig beheer van vastgoed en exploitatie vreemd vermogen worden aangetrokken door het hotelvastgoed bij banken in te zetten als onderpand. Voordelen van deze exploitatievorm waren dat de hotelonderneming alle winst van zowel de exploitatie als het vastgoed toekwam en volledige zeggenschap en controle behield over de exploitatie. Echter leidde onsuccesvolle exploitatie, samengaan met een lagere bezettingsgraad, niet alleen tot een afname van de omzet en imagoschade maar had mogelijk een negatieve uitwerking op de waarde van de aan de hotelexploitatie gerelateerde grond en panden. Het dragen van het volledig risico voor het vastgoed en de exploitatie met dagelijks fluctuerende inkomsten⁵ schiep een onzekere toekomst waardoor nieuwe investeringen door eigenaren met behulp van banken veelal niet van de grond kwamen.

Deze situatie is drastisch veranderd door de opkomst van internationale hotelinvesteerders in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt (Horwath HTL, 2011). Vanaf 1962 zette de eerste internationale hotelketen voet aan de grond in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt door de opening van het Amsterdamse Hilton hotel, waarna met name vanaf de jaren negentig professionele hotelinvesteerders in grotere aantallen volgden. Door deze opmars kwamen er in de Nederlandse hotelmarkt ontwikkelingen op gang die zich al langer voordeden in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, namelijk ontwikkelingen op het gebied van ketenbinding⁶ en nieuwe contractvormen⁷. De Nederlandse hotelmarkt onderging een grootschalige heroriëntatie van gelijktijdig beheer van vastgoed en exploitatie naar concentratie op enkel de exploitatie (Horwath HTL, 2012). Hoteleigenaren verkochten hierbij het hotelvastgoed aan beleggers waarna de exploitatie door de voormalige hoteleigenaren werd voortgezet op basis van een huur- of managementcontract. De huurcontracten die worden gehanteerd in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt zijn sale-and-lease-back contracten waarbij de eigenaar van de exploitant een vaste, een variabele of een deels variabele én deels vaste vergoeding ontvangt voor de verhuur van het pand. Daarnaast zijn managementcontracten gebruikelijk zoals sale-and-manage-back contracten waarbij de vastgoedeigenaar een variabele vergoeding verstrekt aan de hotelexploitant op basis van de exploitatieresultaten voor het leveren van operationele kennis, management, de merknaam en het reserveringssysteem. De doelen van deze huur- en managementcontracten zijn de meest waardecreërende hotels te exploiteren, het rendement en de aandeelhouderswaarde te maximaliseren met als resultaat een verbeterde solvabiliteit en minimalisering van schulden (Horwath HTL, 2012; Lloyd-Jones & Rushmore, 1996).

In de jaren negentig opereerden er nog weinig beleggers als kopers voor hotelobjecten met contractuele verplichtingen in de Nederlandse markt (Lodging Stones, 2006). Veel partijen die traditioneel een deel van hun portefeuille in vastgoed belegden zagen ervan af te

⁵ De hoteleigenaar tevens exploitant had dag-tot-dag operationele controle over het hotelbedrijf waardoor de inkomsten dagelijks fluctueerden.

⁶ De ketengraad in de Nederlandse hotelmarkt is gestegen van 35% in 2001 naar 61% in 2011, opmerkelijk veel hoger dan de vastgestelde 35% voor de Europese hotelmarkt (Horwath HTL, 2011).

⁷ De scheiding van eigenaar en gebruiker is kenmerkend voor de opkomst van huur- en managementcontracten. Het aandeel hoteleigenaren die tevens gebruikers zijn is van 66% in 2004 afgenomen naar 53% in 2013 (KPMG, 2014).

investeren in hotelvastgoed vanwege geringe kennis over het hotelwezen en -vastgoed en beperkten zich hierdoor tot de meer gangbare vastgoedcategorieën. Echter, door toename van de transparantie vanuit de hotelketens kwam er door de tijd heen meer kennis beschikbaar en in 2013 werd de Nederlandse hotelvastgoedmarkt zelfs onderscheiden met 's werelds hoogste transparantieniveau (Jones Lang Lasalle, 2013). De toegenomen transparantie is samengegaan met een interessetoeename onder beleggers in hotelvastgoed waardoor er de afgelopen jaren in grotere mate werd geïnvesteerd in Nederlands hotelvastgoed dan voorheen. Tevens oversteeg het totale transactievolume vanaf 2013 het investeringsniveau van vóór de financiële crisis en was er in 2014 zelfs sprake van een ongewone hoogconjunctuur in hotelvastgoedinvesteringen (Invast Hotels, 2014).

Naast de toenemende hotelvastgoedinvesteringen en eigendomsverschuivingen door de opkomst van huur- en managementcontracten kende de Nederlandse hotelvastgoedmarkt veranderingen in de aanbodzijde. In de laatste decennia is het aantal hotelkamers sterk toegenomen terwijl het aantal hotels lichtelijk is afgenomen⁸. Voor de opkomst van de huur- en managementcontracten werden voornamelijk nieuwe hotels ontwikkeld als er door (on)verwachte groei de bezettingsgraad in een gebied was gestegen. Dit trok dan op zijn beurt kredietverstrekkers, ontwikkelaars, hotelketens en managementbedrijven aan. De aanbodzijde van hotelvastgoed werd toentertijd voornamelijk gedreven door de vraagzijde van de hotelgastenmarkt. Door de opkomst van de nieuwe contractvormen wordt er meer geïnvesteerd in het hotelwezen door de expansiestrijd onder hotelketens (Horwath HTL, 2012), eveneens worden door de opkomst van de nieuwe contractvormen beleggingen in hotelvastgoed gestimuleerd doordat financiële risico's worden geminimaliseerd door vaste of deels vaste huurinkomsten.

Onduidelijk is of er binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt alleen sprake is van verschuivingen in eigendomsverhoudingen of dat de splitsing van eigendom en exploitatie in de hotelmarkt het gevolg is van een financiële innovatie door contractuele vernieuwing. Daarnaast is het de vraag in hoeverre de opkomst van nieuwe contractvormen effecten heeft gehad op de vraag naar hotelvastgoed als investeringscategorie en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Het ontstaan van verschuivingen in vraag- en aanbodverhoudingen door een financiële innovatie is namelijk niets nieuws onder de zon; bij winkels en kantoren was er al eerder sprake van een toename van vastgoedinvesteringen door de splitsing van eigendom en exploitatie (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2007). Omdat de combinatie eigendom en gebruik bedrijfseconomisch gezien niet optimaal was, steeg de vraag naar huurobjecten exponentieel. Samengaand met de toename van het aantal institutionele beleggers nam de vraag naar winkels en kantoren als beleggingsvastgoed toe. Vanaf 1980 kregen institutionele beleggers steeds grotere en internationaal gespreide portefeuilles, met als gevolg dat de investeringen in winkel- en kantorenvastgoed sterk vermeerderden. Zelfs toen de vraag naar kantoor- en winkelpanden afnam, bleef de voorraad toenemen via nieuwbouw. Bij winkels en kantoren gaf de splitsing van eigendom en exploitatie dus al eerder een stimulans om te investeren in vastgoed. In deze thesis zal daarom onderzoek gedaan worden naar de rol van huur- en managementcontracten gegeven de toename van hotelvastgoedinvesteringen en de effecten daarvan op de vraag naar hotelvastgoed als investeringscategorie en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt.

⁸ Het aantal hotelkamers ondervond voor de periode 2001-2011 een toename van 22% terwijl het aantal hotels was afgenomen met 2% (Bedrijfschap Horeca en Catering, 2012).

1.2 Probleemverkenning, wetenschappelijke relevantie

In de bestaande literatuur is reeds veel geschreven over Nederlandse hotels als onderdeel van de vastgoedbeleggingsmarkt, waarbij voornamelijk inzicht en kennis wordt verkregen in het eigendom, type contracten, wensen en eisen van beleggers ten aanzien van hotelvastgoedbeleggingen (Lodging Stones, 2006; Driessen & Wubs, 2007).

Internationaal is daarnaast hoofdzakelijk onderzoek gedaan naar hotelvastgoed in vijf onderzoeksgebieden: hotelvastgoedbeleggers, hotelvastgoedinvesteringen, hotel-ontwikkeling, hotelbranding en hotelvastgoedwaardering (Manning et al., 2015). Literatuur over de belegger als eigenaar van het hotelvastgoed is hierbij voornamelijk geconcentreerd op de prestaties van hotelvastgoedbeleggingen ten opzichte van rendementen uit overige vastgoedcategorieën en de investeringsbeslissingen van hotelvastgoedbeleggers. Terwijl uit literatuuronderzoek blijkt dat financiële, economische, locatie-, diversificatie- en relatiefactoren investeringen in hotelvastgoed beïnvloeden (Newell & Seabrook, 2006), wordt er weinig geschreven over de precieze effecten van eigendomsverschuivingen door huur- en managementcontracten op deze investeringsbeslissingen en daarmee op de beleggersinteresse in hotelvastgoed. Daarnaast blijkt uit onderzoek naar de prestaties van hotelvastgoedbeleggers dat lodging REITs⁹ slechter presteren dan REITs in andere vastgoedsectoren op basis van leasecontracten (Kim et al., 2002). Redenen hiervoor zijn dat lodging REIT-investeerdere worden blootgesteld aan een hoge volatiliteit in rendementen en te maken hebben met een zeer gespecialiseerde, management-intensieve bedrijfsvoering (Rushmore et al., 2001; Quan et al., 2002). Aansluitend komt in onderzoek van Mueller en Anikeeff (2001) naar voren dat de combinatie van eigendom en exploitatie verklarend is voor het onderpresteren van hotelvastgoedbeleggingen. Niet alleen blijft onderzoek uit naar de prestaties van beleggers als eigenaar van het hotelvastgoed in vergelijking met de prestaties bij andere eigendomsstructuren binnen de hotelbranche (Liu, 2010), ook komen in het verlengde ervan de effecten van de eigendomsverschuivingen door huur- en managementcontracten op aanbodveranderingen in de bestaande literatuur niet aan de orde. Ten aanzien van de wetenschappelijke relevantie van dit onderwerp valt daarom op te merken dat de beschikbare kennis daarom nauwelijks antwoord geeft op de voorliggende centrale vraag waardoor middels dit onderzoek getracht wordt deze kennislacune op te vullen.

1.3 Probleemstelling

Gegeven het voorgaande is de volgende probleemstelling geformuleerd:

‘Er is onvoldoende inzicht in aard en omvang van de effecten van de toename van hotelvastgoedinvesteringen, met name door de opmars van huur- en managementcontracten, op de vraag en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt.’

Bovenstaande probleemstelling leidt tot de volgende vraagstelling:

‘Heeft de toename van hotelvastgoedinvesteringen, met name door de opmars van huur- en managementcontracten, effecten gehad op de vraag en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt, en zo ja welke onderscheiden naar aard en omvang?’

⁹Lodging REITs zijn fiscale beleggingsinstellingen die zich specifiek richten op verblijfsaccomodaties.

Om tot beantwoording van deze centrale vraag te komen, wordt de vraagstelling onderverdeeld in een drietal deelvragen:

1. *In hoeverre zijn er in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt verbanden geweest tussen de opkomst van huur- en managementcontracten, ketenbinding en interesse onder beleggers?*
2. *In hoeverre heeft de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed geresulteerd in een verstoring van het marktevenwicht en wat zijn de effecten van de toegenomen hotelvastgoedinvesteringen op de vastgoedprijzen, de voorraad en de huurprijzen voor hotelexploitanten en kamerprijzen?*
3. *Kan er op basis van uitgevoerde analyses worden aangetoond dat de hotelvastgoedwaarde in de loop van de tijd in toenemende mate is beïnvloed door externe omgevingsfactoren in vergelijking met interne bedrijfsfactoren?*

Aan de hand van bovengenoemde beantwoording van hoofd- en deelvragen is het beoogde doel van dit onderzoek:

'Het inzichtelijk maken in hoeverre de toename van hotelvastgoedbeleggingen effect heeft gehad op de vraag en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt en de rol van huur- en managementcontracten hierin.'

1.4 Aanpak

Deze masterthesis betreft een verkennend onderzoek (Baarda & De Goede, 2006). Een verkennend onderzoek is veelal gefundeerd op een veronderstelling en onscherp geformuleerde verwachtingen. De resultaten van een verkennend onderzoek kunnen hierdoor minder controleerbaar zijn dan bij bijvoorbeeld een toetsend onderzoek. In deze thesis wordt echter een verkennend onderzoek verkozen boven een toetsend onderzoek aangezien getracht wordt niet alleen te steunen op literatuuronderzoek en secundaire analyses maar ook op formele benaderingen via diepte-interviews met als doel zo breed mogelijk open te staan voor de praktijk. Om tot de ontwikkeling van de eigen veronderstellingen te komen zal in deze thesis zowel een literatuuronderzoek als een praktijkonderzoek worden toegepast. De volgende onderzoeksmethodes zullen hierbij worden gehanteerd:

- Een literatuuronderzoek naar:
 - Exploitatiemodellen en diens uitwerkingen op eigendomsverhoudingen en investeringen in hotelexploitatie en -vastgoed;
 - Factoren van invloed op de vraag naar en aanbod van hotelvastgoed op ruimte- en beleggingsmarkt;
 - Relaties op het gebied van vraag, aanbod, huur, waarde, nieuwbouwratio, eigendomsverhoudingen en investeringstoenames.
- Een secundaire data-analyse van ontwikkelingen en verbanden binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt van:
 - Exploitatiemodellen, managementvormen en beleggersinteresse in hotelvastgoed;
 - Beleggersinteresse, investeringen, voorraad, huren voor exploitanten en de vastgoedwaarde;
 - Huren, exploitatieresultaten, vastgoedwaarde en de vraag naar hotelvastgoed op de beleggingsmarkt.
- Interviews voor het verzamelen van verklaringen ten aanzien van:

- Opvallende uitkomsten uit secundaire data-analyses;
- Motieven achter hotelvastgoedbeleggingen.

Het literatuuronderzoek zal worden verricht om op basis van wetenschappelijke literatuur de centrale vraagstelling te kunnen beantwoorden.

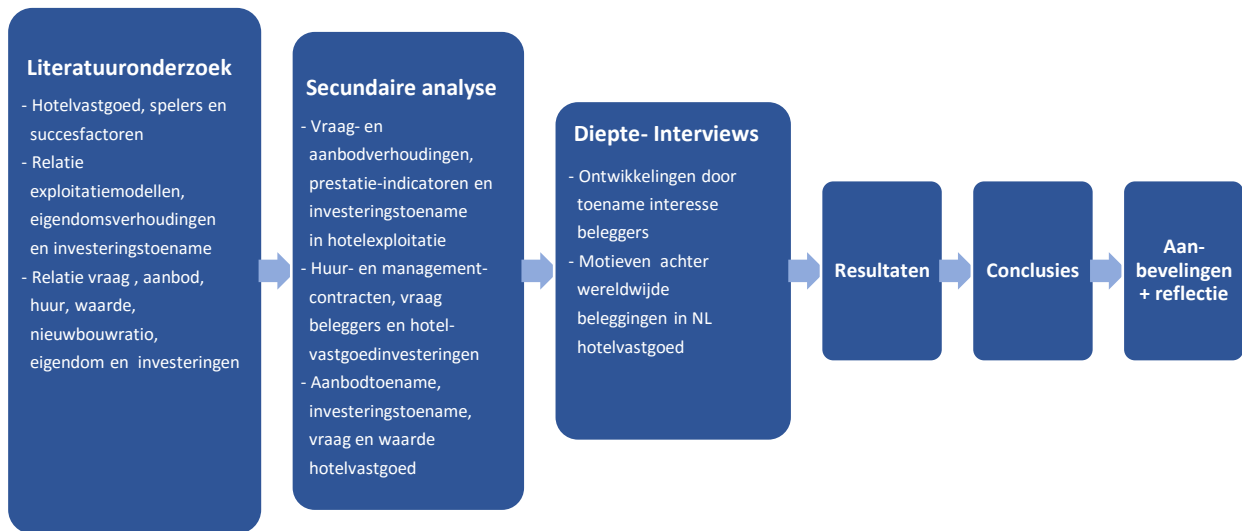
Aangezien deze thesis een verkennend onderzoek betreft zullen er door middel van het literatuuronderzoek meerdere voorlopige hypothesen worden geformuleerd. Het literatuuronderzoek zal gevolgd worden door een praktijkonderzoek dat bestaat uit een combinatie van secundaire analyse en expertinterviews. De secundaire data-analyse heeft als doel het verzamelen van bevindingen door koppeling van deze data aan de literatuur. De expertinterviews met onafhankelijke deskundigen hebben als doel het verzamelen van verklaringen ten aanzien van bevindingen in het literatuuronderzoek en de secundaire data-analyse. Op basis van het praktijkonderzoek worden vervolgens de voorlopige hypothesen uit het literatuuronderzoek omgezet in definitieve.

In het praktijkonderzoek zal gebruik worden gemaakt van secundaire data omdat het als voordeel heeft dat veel verschillende databronnen relatief goedkoop en snel met elkaar gecombineerd kunnen worden. Echter is het wel een vereiste dat constructen en variabelen op dezelfde wijzen zijn geoperationaliseerd en dat dezelfde definities van begrippen zijn gehanteerd. Alleen dan kunnen geldige uitspraken over de data worden gedaan.

Voor de secundaire data-analyse zullen bronnen worden geraadpleegd die cijfermatig analytisch inzicht geven in zowel de hotelvastgoed- als hotelexploitatiemarkt. De vraag naar Nederlandse hotels op de ruimtemarkt zal worden onderzocht aan de hand van economisch-demografische en hotelmarktfactoren verkregen via gemeentelijke websites en bijvoorbeeld het CBS. Dit onderzoek richt zich op harde, objectief meetbare, factoren zoals de werkgelegenheid in de hotelsector en cijfers over toerisme en reizen. Softe factoren zoals 'sfeer' en 'beleving' zullen vanwege hun subjectieve karakter en datatekort niet worden meegenomen. Ook zullen voor de secundaire data-analyse bronnen worden geraadpleegd die inzicht geven in overige ontwikkelingen binnen de hotel(vastgoed)markt, zoals cijfers over het aanbod, de investeringen en de bezettingsgraad. Deze secundaire data zullen voornamelijk worden verkregen door onderzoeksrapporten, jaarverslagen en databases afkomstig van organisaties als Horwath HTL, Bedrijfschap Horeca en Catering, JLL, KPMG en het CBS.

1.4.1 Conceptueel model

In figuur 1.1 wordt het conceptueel model van het onderzoek weergegeven.



Figuur 1.1: Conceptueel model onderzoeksmethode (Bron: Eigen bewerking, 2016)

1.5 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt het theoretisch kader voor dit onderzoek beschreven. Hierbij worden op basis van literatuuronderzoek onderzocht welke theorieën van toepassing zijn bij het beschrijven en verklaren van de hotelvastgoedmarkt. Op basis van dit literatuuronderzoek zal vervolgens een of meer verwachtingen of voorlopige hypothesen worden geformuleerd.

In hoofdstuk 3 zal de operationalisatie van het empirisch onderzoekdeel worden behandeld. Hierin wordt de aanpak van het praktijkonderzoek weergegeven, inclusief de kwaliteit van de data, de te behandelen vragen en de selectie van de te interviewen partijen. Daarnaast gaat het hoofdstuk in op relevante ontwikkelingen op de Nederlandse hotelmarkt en de hotelbeleggingsmarkt. De trends en marktontwikkelingen zullen in tekst en grafisch worden weergegeven.

In hoofdstuk 4 vindt de data-analyse plaats en zullen de uitkomsten getoetst worden aan het theoretisch kader. De resultaten hiervan zullen worden gebruikt om de verwachtingen of voorlopige hypothesen uit hoofdstuk 2 aan te scherpen of te corrigeren.

In hoofdstuk 5 zal op basis van de resultaten die zijn voortgevloeid uit de expertinterviews de voorlopige hypothesen worden omgezet in een definitieve.

Tot slot bevat hoofdstuk 6 conclusies met een antwoord op de centrale vraag, aanbevelingen en een reflectie op het onderzoekproces.

2 Theoretisch kader

2.1 Gestileerde feiten van de hotelvastgoedmarkt

2.1.1 Hotelvastgoed

Hotelvastgoed wordt door Ten Have in zijn boek "Taxatieleer vastgoed" als volgt gedefinieerd (Ten Have, 2007):

"Een hotel is een vastgoedobject dat door zijn aard en/of bestemming geschikt is voor professionele exploitatie van een werkgemeenschap die zich in hoofdzaak toelegt op het verschaffen van logies al dan niet in combinatie met het verstrekken van dranken en/of etenswaren voor gebruik ter plaatse."

Ten Have geeft hiermee te kennen dat hotelvastgoed is bestemd voor commerciële doeleinden. Hotelvastgoed behoort tot het commerciële vastgoed en heeft tot doel het genereren van winst door exploitatie-inkomsten en waardeverhoging door het hotelvastgoed aan te houden als beleggingsobject (DNB, 2009). Naast hotels vallen onder andere kantoren, winkels en bedrijfsruimtes en overige horeca onder commercieel vastgoed (Van Gool et al., 2007). Inhoudelijk verschilt hotelvastgoed sterk van ander commercieel vastgoed vanwege het specifieke karakter (Waarderingskamer, 1998). In de vastgoedsector wordt hotelvastgoed in tegenstelling tot andere typen binnen het commercieel vastgoed gekenmerkt als exploitatiegebonden vastgoed. Dat betekent dat de waarde van hotelvastgoed sterk afhankelijk is van de opbrengsten die door de exploitant worden gegenereerd. Daarnaast maakt het hotelvastgoed deel uit van het product dat wordt aangeboden aan de finale consument. Hierdoor zijn factoren als de locatie, de inrichting en het onderhoud van het hotelvastgoed direct van invloed zijn op het exploitatieresultaat van de hotelonderneming (Beuken, 2005). Zowel het vastgoed, de inventaris en de onderneming beïnvloeden daarmee het risico, de inkomsten en de waarde van een hotelbedrijf.

Het specifieke karakter is naast de waardebepaling terug te voeren op de lange huurovereenkomst in samenhang met het risico en rendement en de beperkte transformeerbaarheid (Jansen, 2008). Hotelvastgoed is namelijk moeilijk te transformeren naar ander commercieel vastgoed zoals woningen, winkels en kantoren, omdat het is ontwikkeld voor een specifieke exploitant (Driessen & Kempen, 2007). Tot slot heeft de hotelvastgoedmarkt veel meer soorten belanghebbende partijen of stakeholders dan andere vastgoedmarkten (Horwath HTL, 2012).

2.1.2 Marktpartijen

De hotelvastgoedmarkt kan onderverdeeld worden in vier aparte deelmarkten: de grondmarkt, de ruimtemarkt, de beleggingsmarkt en de ontwikkelmarkt (Van Gool, Jager, Theebe, & Weisz, 2007). Net als andere commerciële vastgoedmarkten heeft de hotelvastgoedmarkt een zelfregulerend en efficiënt karakter door de cyclische relatie tussen deze deelmarkten (Mueller, 1995) (Geltner et al., 2007). De grondmarkt wordt gezien als de 'basis' voor vastgoed. Hier wordt het gebruik van de ruimte bepaald, waarbij een specifiek soort ruimtegebruik de grondprijs beïnvloedt en tevens de waarde van omliggende gronden. Op de grondmarkt speelt de overheid een belangrijke rol. Op de andere deelmarkten zijn marktpartijen actief die ieder op zich streven naar een optimaal rendement in verhouding tot het risico. Zo

zijn op de beleggingsmarkt bij transacties van bestaande hotels onder andere exploitanten, investeerders, naamgevers en banken betrokken. Bij de ontwikkeling en realisatie van nieuwe hotels komen er op de ontwikkelmarkt onder meer bouwers en ontwikkelaars bij. Daarnaast dient er zowel bij transacties van bestaande hotels als ontwikkeling van nieuwe hotels rekening gehouden te worden met het kader dat wordt gevormd door de mogelijkheden en wensen van de markt, oftewel de gast (Horwath HTL, 2012). De hotelvastgoedmarkt betreft een complex systeem gelet op de verschillende spelers met afzonderlijke belangen. In dit onderzoek worden de actoren: hotelgast, exploitant, hotelketen, belegger en ontwikkelaar als centrale spelers van het hotelvastgoednetwerk betreffende vraag- en aanbodontwikkelingen door toenemende vastgoedinvesteringen gerekend. De hotelgast is bepalend voor de omvang van de vraag naar hotelkamers en de fysieke karakteristieken van de vraag. De belegger, exploitant, hotelketen en ontwikkelaar zijn aan de andere kant beslissend voor het aanbod van hotelvastgoed.

2.1.3 Onafhankelijke hotels versus ketenhotels

In de hotelsector wordt onderscheid gemaakt tussen onafhankelijke hotels en ketenhotels. Onafhankelijke hotels zijn hotels die zelf instaan voor hun management. In tegenstelling tot onafhankelijke hotels dienen hotelketens te voldoen aan bepaalde minimumstandaarden en zijn verplicht om strikte regels te volgen. Een hotelketen kan gedefinieerd worden als “een regionale, nationale of internationale groep van hotels met eenzelfde naam, ongeacht het eigendomsrecht” (Pizam, 2005). Binnen de ketenhotels kan onderscheid gemaakt worden in hotels die volledig in bezit zijn van hotelketens, hotels die werken met een management- of een franchisecontract en hotels die behoren tot een referral keten¹⁰. Het doel van ketenbinding is een competitief voordeel te realiseren ten opzichte van onafhankelijke hotels door het verwerkelijken van schaalvoordelen (Rasson, 2005).

2.1.4 Exploitatiemodellen

Het exploitatiemodel bepaalt de wijze waarop ondernemers binnen de hotelbranche hun activiteiten in het kader van de financiering, eigendom en exploitatie organiseren. In beginsel zijn er een drietal exploitatiemodellen mogelijk; het basismodel waarbij gekozen wordt voor eigen exploitatie, het sale-and-lease-back model en het sale-and-manage-back model. Afspraken over eigendom, financiering, garanties, onderhoud, personeel, risico's, termijnen, vergoedingen en zeggenschap bij franchise zijn grotendeels afhankelijk van de keuze voor een eigen exploitatie, een huur- of een managementcontract. Er dient opgemerkt te worden dat er vele varianten en afgeleiden van deze exploitatiemodellen bestaan. Echter is het basismodel het uitgangspunt van ieder van deze contractvormen in de hotelvastgoedmarkt en zijn het basismodel, sale-and-lease-back model en sale-and-manage-back model de voornaamste exploitatiemodellen binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt (Horwath HTL, 2012). Onderstaand is in tabel 2.1 op hoofdlijnen de vergelijking van de exploitatiemodellen weergegeven.

¹⁰ Een groep van onafhankelijke hotels die gevormd wordt om de onderneming hogere voordelen en efficiëntie te bezorgen door samen onder één bepaalde identiteit naar buiten te treden (Nykiel, 2005).

Tabel 2.1: Vergelijking exploitatiemodellen hotels (Bron: Driessen & Kempen, 2007; Horwath HTL, 2012).

	Zeggenschap	Rendement	Risico	Garantie
Basismodel	Exploitant/eigenaar: - Vastgoed - Exploitatie - Management	Exploitant/eigenaar: - Zuiver bedrijfsresultaat	Exploitant/eigenaar: - Volledig over vastgoed en exploitatie	Geen
Huurcontract	Belegger: - Vastgoed Exploitant: - Exploitatie - Management	Belegger: - Vaste of variabele huur of combinatie: relatief laag rendement door lage investeringen in geld en moeite Exploitant: - Bedrijfsresultaat – huur: met kans op hoog rendement	Bij vaste huur: - Risico ligt bij de exploitant, belegger enkel als de exploitant de huur niet kan opbrengen Bij variabele huur: - Risico voor zowel exploitant en belegger	Bankgarantie t.w.v. 0,5-2,0 x jaarhuur
Managementcontract	Belegger: - Vastgoed - Exploitatie - (Management) Manager: - Management	Manager: - Base + incentive management fee Belegger: - Bedrijfsresultaat – vergoedingen management	Belegger	Garantie van manager voor minimale winst
Franchise bij: - Basismodel - Huur - Management	Eigenaar en/of exploitant	Franchise: - Franchise fee	Eigenaar en/of exploitant	Geen

Basismodel

Bij een onafhankelijk hotel is de exploitant zowel eigenaar van het hotelvastgoed als verantwoordelijk voor de exploitatie van het hotelwezen. Niet alleen wordt hierbij gekozen voor gelijktijdig beheer van vastgoed en exploitatie, tevens zorgt de ondernemer in beginsel zelf voor het management. Niet alleen was het basismodel tot de jaren zestig van de vorige eeuw van toepassing op de Nederlandse hotelvastgoedmarkt, ook wordt tegenwoordig voor zelfstandige hotels en hotels die onderdeel zijn van kleine tot middelgrote hotelketens nog steeds vaak gekozen om zelf te blijven investeren en daarmee het hotelvastgoed in eigendom te houden (Driessen & Kempen, 2007; Horwath HTL, 2012).¹¹

Een van de voordelen als men het vastgoed in eigen beheer houdt is dat vastgoed zekerheid biedt en de mogelijkheid aandraagt tot het verkrijgen van een groter leenvermogen door het hotelvastgoed in te zetten als onderpand. Daarnaast is er een minder grote complexiteit doordat er slechts een ondernemer volledig zeggenschap en controle heeft over zowel het vastgoed als de exploitatie. Wel dient de hoteleigenaar hierbij over de juiste kennis over en ervaring in het hotelwezen te beschikken, echter heeft de eigenaar de mogelijkheid deze in te kopen. Naast volledig zeggenschap en controle bezit de ondernemer ook het volledig risico voor het vastgoed en de exploitatie. Dit brengt zowel voor- als nadelen met zich mee. Bij succesvolle exploitatie komt de volledige winst van de exploitatie toe aan de ondernemer. Daarnaast heeft een succesvolle exploitatie een positieve weerslag op de waarde van de aan de hotelexploitatie gerelateerde grond en gebouwen. Daartegenover staat dat onsuccesvolle exploitatie tot uiting kan komen in een dalende grond- en vastgoedwaarde.

¹¹ De hotels blijven hierbij onafhankelijk maar functioneren dan onder een franchisecontract.

Huur- en managementcontracten

Naast gelijktijdig beheer van vastgoed en exploitatie kan er gekozen worden voor exploitatiemodellen op basis van huur- en managementcontracten. Bij zogenaamde sale-and-lease-back en sale-and-manage-back contractvormen worden het vastgoed en de exploitatie losgekoppeld. De voornaamste reden hiervoor is het vrijmaken van financiële middelen door verkoop van het vastgoed (Lloyd-Jones & Rushmore, 1996). Wanneer het vastgoed in eigendom is van een belegger kunnen er verschillende exploitatiemodellen worden gebruikt, afhankelijk van de wensen en doelstellingen van vooral de belegger. De vraag is hoeveel risico de belegger bereid is te nemen ten opzichte van het te behalen rendement. Indien er gekozen wordt voor een huur- of managementcontract dan zijn de volgende hoofdpartijen betrokken: belegger, hotelexploitant (hotelketen) en hotelmanager.

De eerste betreft de juridische eigenaar van het hotelvastgoed; de belegger. De tweede partij is de exploitant van het hotel die, in sommige gevallen gekoppeld via een franchise- of licentiecontract aan een merknaam, de verantwoordelijkheid draagt over de dagelijkse bedrijfsvoering. De hotelmanager is vervolgens de derde partij. In het geval van een huurcontract is de eigenaar eveneens manager van het hotel. Echter is het ook gebruikelijk dat er een externe hotelmanager wordt aangetrokken via een managementcontract. De sale-and-lease-back en sale-and-manage-back contractvormen, diens uitwerkingen op de eigendomsverhoudingen en de grootte en richting van investeringen in het hotelwezen en -vastgoed, worden hieronder nader toegelicht.

Sale-and-lease-back model

Bij sale-and-lease-back wordt het hotelvastgoed door de exploitant verkocht aan beleggers, waarna de exploitant het hotel in gebruik neemt op basis van een huurcontract. De belegger wordt hierbij verantwoordelijk voor het vastgoed, de exploitant voor de exploitatie en het management. De belegger heeft hierbij het vastgoed inclusief installaties in eigendom en draagt vrijwel alle risico's van de investering in het vastgoed. De belegger is hierdoor, afhankelijk van onderhoudsafspraken, verantwoordelijk voor het onderhoud van de schil en overige constructieve elementen van het vastgoed, de verzekeringen voor en belastingen over het vastgoed en de benodigde vervangingen van de gebouwgebonden installaties. De belegger draagt bij het sale-and-lease-back model een relatief laag risico door lage investeringen in geld en moeite, maar incasseert tegelijkertijd een relatief laag rendement.

De exploitant draagt vrijwel het volledige risico over de exploitatie. Hierdoor is de exploitant verantwoordelijk voor het interieur maar ook, afhankelijk van onderhoudsafspraken, verantwoordelijk voor het klein onderhoud van het vastgoed of onderhoud van de installaties. De exploitant maakt bij het sale-and-lease-back model kans op een relatief hoog rendement en heeft volledige zeggenschap en controle over de exploitatie. Echter heeft de exploitant ook te maken met een relatief groot kapitaalbeslag en een relatief groot risico doordat deze het volledige risico over de exploitatie draagt. Het risico bij het sale-and-lease-back model ligt hierdoor vooral bij de exploitant. Voor de belegger geldt een beperkt risico omdat deze nauwelijks schade kan oplopen. Het enige risico dat de belegger loopt is het niet kunnen voldoen van de huur door de exploitant (Driessen & Kempen, 2007).

De opgestelde huurcontracten hebben doorgaans een looptijd van 10 tot 25 jaar. De exploitant betaalt niet altijd een vast huurbedrag¹², ook is er soms sprake van een type huur-

¹² Een vast huurbedrag van 5.000-20.000 euro/kamer/jaar is gebruikelijk (Horwath HTL, 2012).

contract waarbij een bepaald percentage¹³ van de hotelomzet wordt opgenomen als huur. Een opkomende trend is tevens een combinatie van vaste en omzetgerelateerde huur (Horwath HTL, 2012).

Sale-and-manage-back model

Bij een sale-and-manage-back contract wordt eveneens het hotelvastgoed door de exploitant verkocht aan een belegger, waardoor er een scheiding plaatsvindt tussen het vastgoed en de exploitatie. Echter biedt de belegger aan de exploitant een variabele vergoeding op basis van de exploitatieresultaten voor het leveren van operationele kennis en management, plus als de exploitatie gekoppeld is aan een merknaam betaalt de belegger een vergoeding aan de franchisegever of voor de merknaam om met de naam te mogen exploiteren (Horwath HTL, 2012). Bij de vergoeding van de belegger aan het management voor het verlenen van de service worden echter geen garanties geboden omtrent het financiële succes van het hotelvastgoed.

In tegenstelling tot een huurcontract doet de belegger meestal alle investeringen. Zowel investeringen in het vastgoed, als de apparatuur en de inrichting van het hotel komen ten laste van de belegger gedurende de ontwikkelingsfase en tijdens de exploitatie. In ruil voor de relatief grote investering in geld en moeite en het relatief grote risico dat de belegger loopt, heeft deze kans op een relatief hoog rendement. De behaalde resultaten komen, na aftrek van de vergoedingen, in zijn geheel ten gunste van de belegger¹⁴. De belegger heeft daarnaast relatief veel controle over de exploitatie en heeft eveneens, indien een uitkoopclausule is opgenomen in het managementcontract, de mogelijkheid het managementcontract te verbreken naar aanleiding van tegenvallende resultaten. Het management moet hierdoor bij het aangaan van een managementcontract een bepaalde minimumgarantie geven ten aanzien van de winst. Voordelen voor de manager zijn dat deze niet hoeft te investeren en daardoor een beperkt risico loopt, echter heeft de manager een relatief laag rendement en moet deze in bepaalde gevallen dus zeggenschap over de exploitatie delen met de belegger.

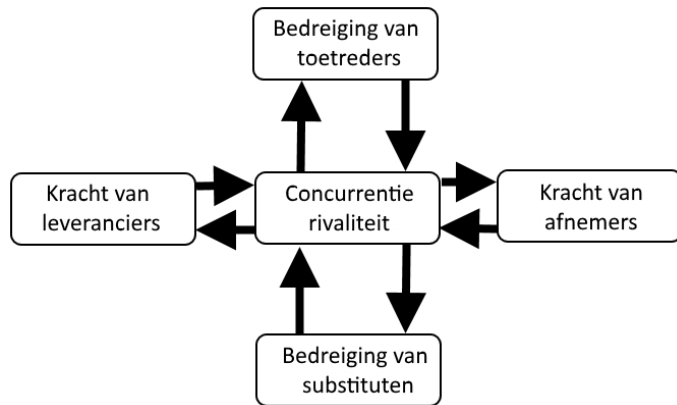
2.2 Theorie

2.2.1 Impact nieuwe contractvormen – Vijfkrachtenmodel Porter

In paragraaf 2.1 zijn de exploitatiemodellen behandeld die gehanteerd worden in de hotelvastgoedmarkt: het basismodel en het sale-and-lease-back en sale-and-manage-back contractmodel. De impact het sale-and-lease-back en sale-and-manage-back model op ketenbinding en de beleggersinteresse kunnen worden verklaard aan de hand van het vijfkrachtenmodel van Michael Porter (Porter, 1985). Onderstaand figuur 2.2 bevat een schematische weergave van het vijfkrachtenmodel, waarin de verschillende krachten in vijf losse delen zijn opgedeeld.

¹³ Gewoonlijk 15-30% van de hotelomzet (Horwath HTL, 2012).

¹⁴ Gemiddeld 3% van totale jaaromzet (Driessen & Kempen, 2007)



Figuur 2.1: Het vijfkrachtenmodel van Porter (Bron: Porter, 1985)

Allereerst vormt de rivaliteit onder bestaande spelers een relevante kracht. De intensiteit van concurrentie manifesteert zich op verschillende manieren en vindt plaats op een bepaalde dimensie. Porter geeft aan dat de concurrentie rivaliteit wordt bepaald door een aantal structurele factoren die met elkaar in verband staan (Porter, 1998; Porter, 2008):

- Groei van de bedrijfstak;
- Productdifferentiatie;
- Diversiteit van concurrenten;
- Hoge uittredingsbarrières.

Naast de rivaliteit tussen bestaande concurrenten onderscheidt Porter de macht van leveranciers, de macht van afnemers, de dreiging van instituten en de dreiging van nieuwe toetreders. Porter geeft hiermee aan dat dreigingen uit meer hoeken kunnen komen dan alleen van directe concurrenten. Binnen dit onderzoek is de mate van concurrentie op een bepaalde markt die wordt bepaald door de dreiging die uitgaat van potentiële toetreders tot de markt van belang. Volgens Porter wordt de mogelijkheid om een markt te betreden vergroot door de volgende factoren die van belang zijn binnen dit onderzoek (Porter, 1998; Porter, 2008):

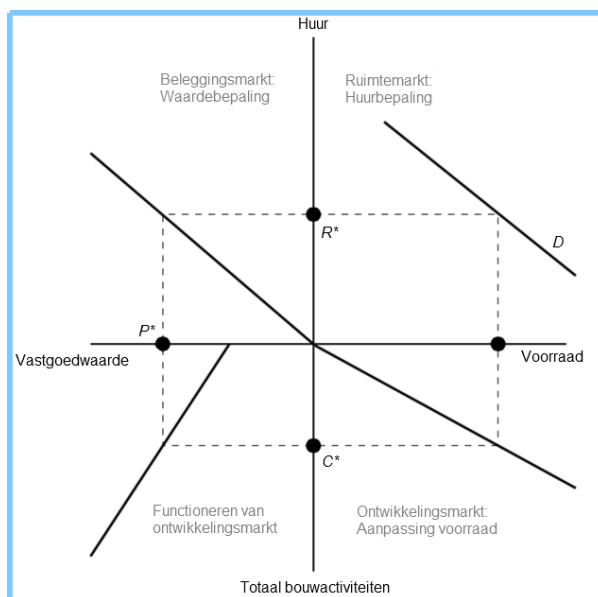
- Beschikbaarheid van kapitaal;
- Schaalvoordelen;
- Merkbekendheid en loyaliteit bij klanten;
- Toegang tot technologie;
- Toegang tot distributiekkanalen.

Een laatste kracht die als relevant wordt gezien in dit onderzoek is de dreiging van instituten. Binnen de hotelbranche komt de bedreiging van substituten van hotels uit andere segmenten, die een vergelijkbare dienst aanbieden als het origineel. Mogelijke substituten zijn gemakkelijk te overzien en beperken de potentiële opbrengsten van een bedrijfstak door een maximum te stellen aan de prijzen die de bedrijven in de betreffende sector kunnen vragen.

2.2.2 Werking hotelvastgoedmarkt - Vier-kwadrantenmodel DiPasquale & Wheaton

In paragraaf 1 kwam naar voren dat hotelvastgoed een complexe vorm van commercieel vastgoed is. Het specifieke karakter van hotelvastgoed, de verschillende betrokken belanghebbende partijen en het risicoprofiel maken vraag- en aanbodontwikkelingen in de hotelvastgoedmarkt een complexe aangelegenheid. Een commerciële vastgoedmarkt heeft een zelfregulerend en efficiënt karakter door de cyclische relatie tussen de ruimtemarkt, de beleggingsmarkt en de ontwikkelingsmarkt (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2007). De relatie tussen deze drie hoofdcomponenten van het vastgoedsysteem kan worden weerge-

geven aan de hand van het model van DiPasquale en Wheaton (1992) dat de hotelvastgoedmarkt als het ware splitst in vier deelmarkten; de gebruikersmarkt, beleggingsmarkt, nieuwbouwmarkt en de markt voor aanpassing van de voorraad. Deze deelmarkten kennen elk hun eigen mechanismen, variabelen en actoren en zijn onderling op elkaar van invloed. Het vier-kwadrantenmodel is het meest zinvol bij het onderzoeken van het lange termijn evenwicht tussen de ruimte- en financieringsmarkt, waarbij de ontwikkelingsmarkt het best gezien kan worden in haar rol als een transformator van financieel kapitaal naar fysiek kapitaal als een terugkoppeling van de beleggingsmarkt op de ruimtemarkt. Het evenwichtsbeginsel gaat ervan uit dat de markten voldoende tijd hebben om te reageren op vraag-veranderingen, waardoor er uiteindelijk een situatie tot stand komt waarin de gebouwde ruimte, de huur, de vastgoedprijzen en de nieuwbouwratio in evenwicht zijn. In onderstaande afbeelding (figuur 2.2) wordt het model schematisch weergegeven.



Figuur 2.2: Het vier-kwadrantenmodel DiPasquale & Wheaton (1992)

In het vier-kwadrantenmodel wordt de rechterhelft van de grafiek vertegenwoordigd door de eigendomsmarkten voor het gebruik van de ruimte. In de linkerhelft zitten de beleggings- en ontwikkelmarkten voor hotelvastgoed.

De twee noordelijke kwadranten van het model geven de korte termijn relatie en het directe prijsverband weer tussen de ruimte- en beleggingsmarkt. In het noordoostkwadrant komt de huurprijs tot stand bij een gegeven voorraad op basis van de vraag naar ruimte. Het noordwestelijk kwadrant verbeeldt de waardebeoordeling op de beleggingsmarkt. De waarde van het vastgoed wordt voor de eigenaar-belegger bepaald op basis van de overeengekomen huurprijs en de aangehouden rendementseis of kapitalisatiefactor¹⁵. Deze kapitalisatiefactor wordt samengesteld uit globaal vier onderdelen, te weten:

- De lange termijn rentevoet;
- De verwachte huurprijswijziging
- Het risico gerelateerd aan de huurstroom
- De fiscale behandeling van vastgoed in de economie.

De zuid-kwadranten geven de lange termijn gevolgen weer voor de vastgoedontwikkelingsmarkt. De relatie met het zuidwestelijke kwadrant ligt tussen de vastgoedprijzen

¹⁵ In het model van DiPasquale & Wheaton is de kapitalisatiefactor als externe variabele genomen waarmee de prijzen van hotelvastgoed worden bepaald.

en het bouwniveau, waardoor de lijn in het zuidwestelijke kwadrant de vervangingswaarde vertegenwoordigt. De lijn loopt niet door het nulpunt in het figuur omdat onder een bepaalde prijs nieuwbouw niet meer rendabel is. Nieuwbouw vindt plaats als de waarde van het vastgoed hoger is dan de vervangingswaarde. Het zuidoostelijke kwadrant laat zien dat toevoeging of onttrekking leidt tot een verandering van de voorraad. Deze voorraadverandering kan zowel positief als negatief zijn.

De korte en lange termijn aanpassingen in het vier-kwadrantenmodel zijn niet systematisch. Presteert een bepaald beleggingsfonds tijdelijk heel goed dan wordt dat fonds al snel overspoeld met kapitaal; aan slecht presterende fondsen onttrekken beleggers hun gelden doorgaans weer snel. Zo kan financiers dus vlot gaan maar het bouwen c.q. aanpassing aan de voorraad daarentegen niet. Daarnaast kan een verruiming van de investeringsmiddelen doordat vastgoed in zijn algemeenheid meer in trek is, leiden tot grotere belangstelling voor hotelvastgoed.

Met het model kan nagegaan worden wat de effecten zijn van de toenemende hotelinvesteringen en de opmars van de sale-and-lease-back en sale-and-manage-back contractvormen op vastgoed en vastgoedontwikkeling. Hoe deze ontwikkelingen inwerken op de deelmarkten zal verderop worden toegelicht. Uitwerkingen in het model kunnen zowel ontstaan in het noordoostkwadrant door veranderingen in de vraag op de ruimtemarkt, in het noordwestkwadrant door veranderingen in de vraag op de beleggingsmarkt als in het zuidwestelijke kwadrant door verschuivingen in de marginale bouwkosten op de ontwikkelmarkt. Hieronder wordt toegelicht welke factoren van invloed zijn op deze vraag- en aanbodontwikkelingen binnen de hotelvastgoedmarkt.

Vraag op ruimtemarkt

In het eerste kwadrant van het vier-kwadrantenmodel wordt de vraag naar ruimte uitgetekend. De werking van de gebruikersmarkt kan samengevat worden in de functie: $D(R, \text{economy}) = S$, waarbij 'economy' staat voor externe economische variabelen (DiPasquale & Wheaton, 1992). De functie laat zien dat de vraag naar hotelvastgoed op de ruimtemarkt bepaald wordt door externe factoren die economische gevolgen met zich brengen. De vraag naar hotelvastgoed door exploitanten kan worden afgeleid van de volgende factoren (Wilkinson, Reed, & Cadman, 2008):

- Ontwikkeling reizen en toerisme;
- Ontwikkeling werkgelegenheid in de hotelsector en congrescentrumactiviteiten;
- Absorptie kantoorruimte en werkgelegenheidsstatistieken gerelateerd aan groot- en detailhandel, financiën, verzekeringen, vastgoed en soortgelijke diensten;
- Bezettingsgraden van concurrerende verblijfsfaciliteiten in hetzelfde marktgebied.

Wilkinson & Reed tonen aan dat concurrerende verblijfsfaciliteiten van invloed zijn op de vraag naar hotelvastgoed door exploitanten. Oftewel het winstpotentieel is van invloed op de vraag op de ruimtemarkt. Hieraan dient te worden toegevoegd dat dit winstpotentieel niet alleen wordt beïnvloed door de rivaliteit tussen bestaande concurrenten. Volgens het reeds eerder besproken vijfkrachtenmodel van Porter (1985) is de dreiging van nieuwe toetreders mogelijk van invloed op de vraag naar hotelvastgoed op de ruimtemarkt.

Marktwerking bij vraagverandering op ruimtemarkt

Op basis van de vraag naar hotelvastgoed op de ruimtemarkt, het aanbod en de huurprijzen kunnen de marktomstandigheden betreffende het potentieel voor een projectontwikkelaar of belegger om in meer/minder hotelvastgoed te investeren worden bepaald. Een stijgende vraag op de ruimtemarkt zal, bij een gelijkblijvende vraag op de beleggingsmarkt en gelijkblijvende bouwkosten op de ontwikkelmarkt, op korte termijn leiden tot een verhoogde bezettingsgraad en dito kamerprijzen, op de lange termijn leiden tot een verhoogd aanbod en lagere huurprijzen voor nieuwe exploitanten.

Vraag op beleggingsmarkt

Onder 'beleggen' in vastgoed wordt over het algemeen verstaan het, direct dan wel indirect, vastleggen van vermogen in vastgoed met het doel om uit de exploitatie en/of de toekomstige verkoop een positief rendement te behalen. Een belegging in direct vastgoed is een belegging in stenen en bij het beleggen in vastgoedaandelen spreken we van een indirecte belegging. De vraag naar hotelvastgoed op de beleggingsmarkt kan worden voorspeld aan de hand van het verwachte totale rendement in verhouding tot het risico. Het totale rendement op hotelvastgoed is opgebouwd uit het inkomensrendement (direct rendement) en de waardegroei (indirect rendement). Er kan sprake zijn van meer interesse van beleggerszijde door meer toetreders al dan niet door verlaagde rendementseisen.

Direct rendement bij managementcontracten

Het direct rendement is bij sale-and-lease-back anders van aard dan bij sale-and-manage-back. Bij sale-and-manage-back wordt de vraag van beleggers bepaald door de verwachte resultaten die voortvloeien uit de exploitatie. Omdat deze na aftrek van de vergoeding voor de hotelmanager ten gunste komen van de belegger, wordt de vraag van beleggers naar hotelvastgoed bij sale-and-manage-back voornamelijk gestuurd door het succes van de hotelexploitatie. De vraag van vastgoedbeleggers naar hotelvastgoed op basis van managementcontracten is daarmee gebaseerd op de historische kamerbezettingsgraad en de kamerprijs (Wilkinson, Reed, & Cadman, 2008). De RevPAR, ook wel de omzet per beschikbare kamer, is de interactie tussen de bezettingsgraad en kamerprijs. De combinatie van deze twee variabelen laat blijken in hoeverre lucratief op de hotelmarkt wordt geëxploiteerd en wordt daarom door beleggers gezien als de belangrijkste factor voor het meten van succes (Cason, 2003). Bij een managementcontract is de RevPAR van groot belang gezien de prestaties van de hotelmarkt in het verleden en van de huidige marktsituatie om een beeld te kunnen schetsen van de verwachtingen omtrent ontwikkelingen van de hotelmarkt in de toekomst. Het direct rendement bij managementcontracten is echter onvoorspelbaar waardoor de belegger veel risico loopt. Beleggers zijn risico avers waardoor er in theorie alleen managementovereenkomsten gesloten zullen worden als daar een hoge potentiële winst/rendement tegenover staat.

Direct rendement bij huurcontracten

Indien beleggers weinig risico willen lopen dan wordt er gekozen voor een huurcontract. Bij een huurcontract is de RevPAR minder van belang aangezien de belegger hierbij niet de last van het operationeel risico draagt. Het direct rendement wordt hierbij bepaald door de hoogte van de huur die de exploitant aan de belegger betaalt. Het enige risico dat de belegger loopt is het niet kunnen opbrengen van de huur door de exploitant. De looptijd van de huurcontracten die worden afgesloten tussen belegger en exploitant is aanmerkelijk langer dan

die in overige vastgoedcategorieën en de hotelmarkt is dusdanig stabiel dat er meer zekerheid wordt geboden aan de belegger. Bij sale-and-lease-back wordt daarnaast meer inzicht verkregen in het te verwachten rendement doordat er in de vorm van een vast huurcontract een vaste cashflow bestaat uit het hotelvastgoed. Door sale-and-lease-back zien beleggers het investeren in hotelvastgoed nu als minder risicovol, waardoor de vraag op de beleggingsmarkt toeneemt en zij genoeg nemen met een lager rendement.

Naast vraagtoename van beleggers vanuit motieven die betrekking hebben op het direct rendement kan de vraag naar hotelvastgoed toenemen doordat beleggers vanuit diversificatiemotieven minder waarde hechten aan het risico. Bij diversificatie wordt uitgegaan van de reductie van het te lopen beleggingsrisico door spreiding van het kapitaal over de beschikbare assetcategorieën vastgoed, aandelen en obligaties. Door spreiding over verschillende beleggingscategorieën die niet perfect met elkaar correleren wordt gestreefd naar het samenstellen van een beleggingsportefeuille waarbij een zo hoog mogelijk rendement wordt behaald bij een zo laag mogelijk verwachte afwijking van dat rendement opeenvolgende periodes (Markowitz, 1952). Ten slotte kan er sprake zijn van meer interesse van beleggerszijde door meer toetreders al dan niet door verlaagde rendementseisen.

Indirect rendement bij huur- en managementcontracten

Ten slotte kan de vraag naar hotelvastgoed van beleggers toenemen als deze rekenen op een hoog indirect rendement ofwel waardestijging in de toekomst. De waarde van het hotelvastgoed is opgebouwd uit diverse elementen namelijk: de vastgoedwaarde, de waarde van de inventaris en de waarde van de exploitatie (Beuken, 2005). De waarde van de grond en opstallen (locatie en gebouw) kunnen worden bepaald aan de hand van de vervangingswaardemethode (Ten Have, 2002). Voor deze waarderingsmethode wordt aansluiting gezocht bij markttransacties van grond, gebouwen en inventaris met een vergelijkbaar gebruiksnuut. Hotels zijn daarnaast gevoelig voor waardevermindering door fysieke veroudering, veranderingen in productiviteit en oncontroleerbare externe factoren (Berkhout, 2004). Binnen het kader van dit onderzoek worden bedrijfsinterne factoren geïnterpreteerd als factoren die bepalend zijn voor de uiteindelijke productiviteit en het beleggersrendement. Externe factoren worden geïnterpreteerd als macro-omgevingsfactoren die economische gevolgen met zich meebrengen (Wilkinson et al., 2008).

Hotelvastgoed is veelal minder courant dan overig traditioneel vastgoed, dus er zijn weinig marktgegevens voorhanden voor de toepassing van de vervangingswaardemethode. De belegger bepaalt aan de hand van exploitatie, markt en gebouwkwaliteit een gewenst rendement en vertaalt dit naar een maximale aankoopprijs. De meest geschikte methode voor de waardering van de totale hotelonderneming en het vastgoed de DCF-methode. Het betreft de meest rationale methodiek van een koper met betrekking tot risico en rendement (Beuken, 2005). Bij deze waarderingsmethode worden de vrije toekomstige geldstromen gediscoteerd tegen de gemiddelde vermogenskostenvoet. Naast factoren die van invloed zijn op de waarde van de grond en de opstallen dient er bij het vaststellen van de hotelvastgoedwaarde dus rekening gehouden te worden met externe omgevingsfactoren alsmede interne bedrijfsfactoren.

Voorraad en Aanbod

De hotelvoorraad is het totale aantal hotelkamers dat in het onderzoeksgebied aanwezig is plus de in aanbouw zijnde hotelkamers. Het aanbod betreft het gedeelte van de voorraad dat beschikbaar is. Het aanbod is onder te verdelen naar kwalitatieve en kwantitatieve aspecten.

Met het kwalitatieve aanbod wordt gedoeld op de specifieke gebouw- of locatiekenmerken van het aanbod. Het kwantitatieve aanbod omvat het aantal hotelkamers dat beschikbaar is voor de verhuur. Naast de omvang van de opname en onttrekkingen is de nieuwbouw hierop van invloed.

Nieuwbouw

Verschillende actoren hebben belang bij nieuwbouw van hotelvastgoed. Niet alleen hebben de hotelgasten meer keuze en drukt een toename van het aanbod de kamerprijs, ook ontvangen beleggers en financiers rendementen door langdurige huurcontracten en/of de exploitatie, verdienen ontwikkelaars aan de verkoop van het gebouwde hotelvastgoed en hebben gemeenten baat bij nieuwbouw doordat zij hieruit grondinkomsten ontvangen (Barras, 2009).

Marktwerking bij wijziging bouwkosten

De investeringstoename kan ook voortvloeien uit veranderingen op de ontwikkelmarkt. Bij ontwikkeling van nieuwbouw waar de ontwikkelaar tevens eigenaar is van het te ontwikkelen vastgoed, financiert de ontwikkelaar de nieuwbouw waarbij het na realisatie verkocht wordt en over gaat in handen van beleggingspartij of exploitant. Door de financiële crisis die in 2007 ontstond zijn de bouwkosten gedaald. Bij dalende bouwkosten wordt de lijn in het zuidwestelijke kwadrant van het vier-kwadrantenmodel steiler. Het vier-kwadrantenmodel laat zien dat bij dalende bouwkosten een nieuw evenwicht tot stand komt waarbij de nieuwbouw toeneemt, de voorraad op de lange termijn stijgt en de huren en vastgoedprijzen dalen (DiPasquale & Wheaton, 1992). Ondanks het afnemen van de waarde en de huurprijzen, laat het model zien dat een afname in bouwkosten bij een gelijkblijvende vraag op de beleggingsmarkt alsmede een gelijkblijvende vraag op de ruimtemarkt eveneens leidt tot meer investeringen in meer hotelvastgoed.

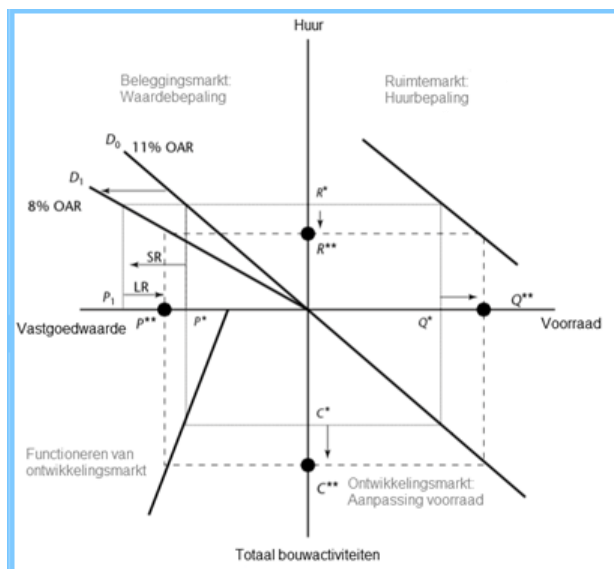
Bezettingsgraad

De kamerbezettingsgraad brengt de confrontatie tussen vraag en aanbod binnen de gebruikersmarkt in beeld. De bezettingsgraad wordt veelal door hotelmanagers en hospitality-consultants gezien als belangrijke indicator voor het meten van succes (Alphen, 2010). Binnen dit onderzoek is de bezettingsgraad van belang omdat de verandering in de netto bezettingsgraad, waarbij uitsluitend geopende hotelaccommodaties worden meegeteld, een goede maatstaf is om te vergelijken met de netto toename van de voorraad in dezelfde periode. Uit deze vergelijking volgt in hoeverre vraag en aanbod zich op de ruimtemarkt gelijkwaardig ontwikkelen (Geltner, Miller, Clayton, & Eichholtz, 2007).

Marktwerking bij sale-and-lease-back

In het noordoostkwadrant (zie figuur 2.3) wordt de vraag naar hotelvastgoed op de gebruikersmarkt uitgebeeld. Bij sale-and-lease-back representeert het noordoostkwadrant van de exploitanten die een hotel zoeken ter exploitatie. Om de effecten te onderzoeken van de opmars van huur- en managementcontracten wordt gekeken naar de reactie van het vier-kwadrantenmodel op een stijgende vraag op de beleggingsmarkt. Deze vraag op de beleggingsmarkt wordt uitgebeeld in het noordwestkwadrant in het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton (1992). Door de opkomst van het sale-and-lease-back model neemt de vraag naar hotelvastgoed door vastgoedbeleggers toe en nemen zij genoegen met een lager rendement, waardoor de lijn D0 verschuift naar D1. Er kan daarnaast ook sprake

zijn van meer interesse van beleggerszijde door meer toetreders al dan niet door verlaagde rendementseisen. De prijs-as is de as waarbij de hoogte van de prijs (P) aangegeven wordt die beleggers bereid zijn te betalen voor hotelvastgoed. De hoogte van de prijs is afhankelijk van de hoogte van de huur en de kapitalisatieverhouding. Omdat op de korte termijn wordt uitgegaan van een gelijkblijvend aanbod op de ruimtemarkt, stijgen de vastgoedprijzen naar p_1 . De vastgoedprijzen die beleggers bereid zijn te betalen voor hotelvastgoed stijgen zodanig dat er behoefte aan nieuw hotelvastgoed wordt gecreëerd op de ontwikkelmarkt. Bij gegeven bouwkosten leidt deze waardeverhoging daarmee tot meer nieuwbouw. Omdat in de bouwmarkt wordt verondersteld dat bouwkosten stijgen wanneer er meer wordt gebouwd, gaat deze ontwikkeling gepaard met een sterke toename van investeringen. Er wordt bijgebouwd tot de hoeveelheid nieuwbouw wordt bereikt waarvoor de bouwkosten gelijk zijn aan de verkoopwaarde. De nieuwbouw leidt vervolgens, bij een gegeven onttrekking aan de voorraad, tot een grotere voorraad en vervolgens een correctie (daling) van de huurprijs. Door de negatieve relatie tussen huur en aanbod geldt: hoe meer aanbod, hoe lager de huur. Aangezien huurcontracten voor langere tijd worden aangegaan betekent dit in de praktijk dat een correctie in de huurprijs in feite alleen geldt voor nieuwe huurcontracten.



Figuur 2.3: Stijgende vraag van vastgoedbeleggers door sale-and-lease-back en sale-and-manage-back (Bron: DiPasquale & Wheaton, 1992)

Het vier-kwadrantenmodel laat zien dat de opmars van sale-and-lease-back contracten op de lange termijn zorgt voor een nieuw evenwicht binnen de hotelvastgoedmarkt waarin de vastgoedprijzen zijn gestegen, het aanbod is toegenomen en de huren zijn gedaald voor exploitanten. Verder laat het zien dat sale-and-lease-back leidt tot een investeringstoename in nieuw hotelvastgoed. Deze investeringstoename komt tot uiting in het zuidwestelijke kwadrant van het model, nl. in de bouwmarkt. Het model gaat ervan uit dat er altijd optimaal gebruik gemaakt zal worden van de financiële mogelijkheden om te investeren in nieuwbouw, waardoor aan de nieuwbouw van hotelvastgoed een einde komt wanneer de bouwkosten hoger uitvallen dan de vervangingswaarde. Op de lange termijn heeft de nieuwbouw tot gevolg dat de voorraad stijgt en met een grotere hoeveelheid aanbod wordt geëindigd dan voor de opmars van sale-and-lease-back. Dit is opvallend aangezien er in het model werd uitgegaan van een gelijkblijvende vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt. Er kan geconcludeerd worden dat de theorie aansluit op de eerdergenoemde veron-

derstelling dat het sale-and-lease-back model leidt tot een toename van investeringen in meer hotelvastgoed. Aan deze hypothese kan worden toegevoegd dat de opkomst van sale-and-lease-back resulteert in een stijging van de vastgoedprijzen en eveneens het aanbod. Door een gelijkblijvende vraag naar hotelkamers op de ruimtemarkt is de verwachting gerechtvaardigd dat er sprake is van een mismatch tussen vraag en aanbod op de hotelmarkt. Of daadwerkelijk de ontwikkeling van het aanbod groter is dan de behoefte door de opkomst van sale-and-lease-back zal verderop in deze thesis onderzocht moeten worden aan de hand van de verhouding tussen de netto voorraadtoename en verandering van de netto bezettingsgraad.

Marktwerking bij sale-and-manage-back

Bij sale-and-manage-back zien beleggers een hotelinvestering als ondernemingsinvestering waardoor de RevPAR gezien wordt als de belangrijkste factor voor het investeren in hotelvastgoed. Bij een goede marktanalyse en inzicht in de cashflow kan een inschatting gemaakt worden of een hotelonderneming in staat is om te zorgen voor een goed beleggingsresultaat. Wanneer de belegger veel inzicht heeft in het exploiteren van een hotel dan is dit een vorm waarbij uiteindelijk het meeste rendement te behalen valt. Hier staat dan wel een groot risico tegenover, echter wordt er bij een managementcontract een ondergrens van het rendement vastgesteld waardoor een deel van het risico wordt afgedekt. De effecten van de toegenomen belangstelling voor het sale-and-manage-back contractmodel komen in het vier-kwadrantenmodel overeen met die van het sale-and-lease-back contractmodel. Echter wordt in het noordoostkwadrant de vraag naar hotelvastgoed op de gebruikersmarkt bepaald door de hotelgasten die op zoek zijn naar kamers, in tegenstelling tot sale-and-lease-back waar de gebruikersvraag wordt bepaald door de huurders van hotelvastgoed (de exploitanten). Door de opmars van sale-and-manage-back verschuift lijn D0 eveneens naar D1 (zie figuur 6) door de vraagtoename van beleggers in hotelvastgoed waardoor uiteindelijk in zijn totaliteit een nieuw evenwicht tot stand komt waarbij de vastgoedprijzen zijn gestegen, het aanbod is toegenomen en de kamerprijzen zijn gedaald. Echter zal er veel sneller tot een evenwicht worden gekomen omdat de huurprijs op de ruimtemarkt, in dit geval de hotelkamerprijs, dagelijks op één lijn kan worden gebracht met het toegenomen aanbod.

2.3 Hypothesen

In paragraaf 2.1 kwamen het specifieke karakter van hotelvastgoed en eveneens de centrale spelers van het hotelvastgoednetwerk, eigendomsverschuivingen, exploitatiemodellen en vraag- en aanbodontwikkelingen door toenemende vastgoedinvesteringen naar voren. In paragraaf 2.2 is het vijfkrachtenmodel van Porter (1985) behandeld dat van toepassing is op de impact van de huur- en managementcontracten op ketenbinding en de beleggersinteresse. Daarnaast werd door middel van het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton (1992) de cyclische relatie tussen de ruimte-, beleggings- en ontwikkelmarkt onderbouwd en aansluitend de effecten van de opmars van sale-and-lease-back en sale-and-manage-back, veranderende eigendomsverhoudingen en toenemende hotel(vastgoed)investeringen op de huur- en vastgoedprijzen, de nieuwbouw, het aanbod en de voorraad volgens de literatuur behandeld. Het voorgaande leidt in kader van het onderzoek tot de volgende voorlopige hypothesen:

Hypothese 1

“Er is sprake van een positieve samenhang tussen de opmars van huur- en managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt enerzijds, ketenbinding en interesse onder beleggers in Nederlands hotelvastgoed anderzijds.”

De eerste hypothese is gebaseerd op veranderingen in factoren die de toetredingsdrempel tot de markt verlagen volgens het vijfkrachtenmodel van Porter (1985). Zoals besproken in paragraaf 2.1 loopt de belegger door de opkomst van huurcontracten een relatief laag risico door lage investeringen in geld en moeite. Dat verlaagt de toetredingsdrempel tot de markt waardoor de verwachting luidt dat de opkomst van sale-and-lease-back heeft geleid tot een toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed. Daarnaast verklaart het model van Porter dat schaalvoordelen, merkbekendheid, toegang tot technologie en distributiekkanalen de toetredingsmogelijkheden vergroten. Omdat de hotelketen het verwerkkelijken van schaalvoordelen als doel stelt en de belegger voordeel behaalt door ketenbinding (door toegang tot operationele kennis, het management, het reserveringssysteem en de merknaam) neemt eveneens de toetredingsdrempel tot de hotelmarkt af door de opkomst van managementcontracten. Hieruit volgt de verwachting dat de opkomst van huur- en managementcontracten positief van invloed is geweest op zowel de vraag naar hotelvastgoed onder beleggers als ketenbinding.

Hypothese 2

“De toegenomen belangstelling van beleggers in Nederlands hotelvastgoed heeft geresulteerd in een situatie waarin de vastgoedprijzen zijn gestegen, de voorraad is toegenomen en de huurprijzen voor exploitanten en kamerprijzen zijn gedaald.”

Uit de eerste hypothese volgt dat de verwachting dat de opkomst van (nieuwe) contractvormen is samengegaan met een toegenomen belangstelling in hotelvastgoed onder beleggers. In lijn met het vier-kwadrantenmodel zijn door de interessetoename op de beleggersmarkt, bij gegeven huurprijzen en een gelijkblijvende vraag op de ruimtemarkt, de vastgoedprijzen op de korte termijn zodanig gestegen dat de financieringsmarkt is aangetrokken voor de ontwikkeling en realisatie van meer hotelvastgoed. De verwachting luidt daarom dat de toegenomen beleggersinteresse heeft geleid tot in een investeringstoename waardoor de voorraad dusdanig zal zijn gestegen, dat er een mismatch is ontstaan tussen het aanbod van hotelkamers en de vraag op de ruimtemarkt¹⁶. Om duidelijk inzicht te verschaffen in de effecten van de toegenomen beleggersinteresse op vraag- en aanbodontwikkelingen zal onderzocht worden in hoeverre de investeringen die voortvloeien uit de toenemende beleggersinteresse en de opkomst van huur- en managementcontracten samenhangen met werkelijke vraag en aanbodontwikkelingen binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Het vier-kwadrantenmodel gaat ervan uit dat er altijd optimaal gebruik wordt gemaakt van de financiële mogelijkheden om te investeren in nieuwbouw¹⁷, waardoor aan de nieuwbouw van hotelvastgoed een einde komt wanneer de bouwkosten hoger uitvallen dan de vervangingswaarde. Op de lange termijn zal de nieuwbouw volgens het model leiden tot een nieuw evenwicht binnen de hotelvastgoedmarkt waarin de vastgoedprijzen en de voorraad zijn gestegen en de huurprijzen zijn gedaald. De verwachting luidt daarom dat de toegenomen

¹⁶ Als de waarde van het hotelvastgoed gedaald is gegaan met een toenemende vraag op de ruimte- en/of beleggersmarkt, dan zullen de prijzen nog verder zijn gestegen en opnieuw hebben geleid tot meer investeringen in hotelvastgoed.

¹⁷ Volgens het vier-kwadrantenmodel zal een investeringstoename tot uiting komen in de bouwmarkt.

beleggersinteresse, indien uitgegaan wordt van een gelijkblijvende vraag op de ruimtemarkt, heeft geleid tot in een investeringstoename waardoor de vastgoedprijzen en voorraad zullen zijn toegenomen en de huurprijzen voor hotelexploitanten en kamerprijzen zijn gedaald.

Hypothese 3

“De waarde van het hotelvastgoed in Nederland is in de loop van de tijd in toenemende mate beïnvloed door externe omgevingsfactoren in vergelijking met interne bedrijfsgebonden factoren.”¹⁸

De investeringstoename in hotelvastgoed door beleggers resulteert volgens het model van DiPasquale & Wheaton in een stijging van de voorraad, terwijl wordt uitgegaan van gelijkblijvende vraag op de gebruikersmarkt. Hieruit volgt een afname van de bezettingsgraad, tenzij de hotelkamerprijzen eveneens dalen en de vraag op de gebruikersmarkt stijgt. In beide gevallen zal de omzet per beschikbare kamer, de RevPAR, teruglopen. Het vierkwadrantenmodel gaat er daarnaast van uit dat een investeringstoename in hotelvastgoed zowel op de korte als lange termijn zal leiden tot een stijging van de vastgoedwaarde. De verwachting is dat er sprake zal zijn van een situatie waarin de omzet per beschikbare kamer door de jaren heen is afgenomen terwijl de waarde van het hotelvastgoed is gestegen. Dit is het gevolg van meer interesse in hotelvastgoed van beleggerszijde door meer toetreders al dan niet door verlaagde rendementseisen. Deze verlaagde rendementseisen hebben te maken met bijbehorende aannames en inschattingen waarop macro-economische factoren van invloed zijn. Hierdoor wordt er verwacht dat er door de jaren heen een toenemende invloed van externe omgevingsfactoren op de hotelvastgoedwaarde is ontstaan. Door de opkomst van managementcontracten is de hotelvastgoedwaarde sterker afhankelijk geworden van de bedrijfsresultaten, waardoor eveneens de externe omgevingsfactoren van grotere invloed zijn op de hotelvastgoedwaarde. Aan de andere kant wordt verwacht dat, door de toenemende beleggersinteresse en de veranderende rendementseisen, de hotel-huren en bedrijfsresultaten in het verloop van de tijd in mindere mate van invloed zijn geworden op de vastgoedwaarde.

Door voorgenoemde luidt de derde hypothese dat de externe omgevingsfactoren in de loop van de tijd meer invloed hebben gehad op de hotelvastgoedwaardering in vergelijking met interne bedrijfsgebonden factoren als waardebepalende factoren.

In relatie tot de hoofdvraag vloeien de verwachtingen voort dat de investeringstoename en opmars van huur- en managementcontracten enerzijds zullen hebben geleid tot een toegenomen vraag naar hotelvastgoed als beleggingscategorie, anderzijds tot een toegenomen aanbod. De voorlopige hypothesen en bijbehorende toelichting blijven slechts veronderstellingen. Om bevestiging terzake de juistheid van deze veronderstellingen te krijgen is praktijkonderzoek nodig. De daartoe gevolgde methode en benodigde data komen in het volgende hoofdstuk ter sprake.

¹⁸ Binnen het kader van dit onderzoek worden bedrijfsinterne factoren geïnterpreteerd als factoren die bepalend zijn voor de uiteindelijke productiviteit van de hotelexploitatie en het beleggersrendement. Externe factoren worden geïnterpreteerd als macro-omgevingsfactoren die economische gevolgen met zich meebrengen (Wilkinson et al., 2008).

3 Operationalisering empirisch onderzoek

3.1 Dataverzameling

In hoofdstuk 2 is via interpretaties van de literatuur voorlopig antwoord gegeven op de gestelde deelvragen via een aantal verwachtingen. Om de juistheid van deze hypothesen te toetsen zijn twee databases samengesteld met gegevens uit zowel publieke als commerciële bronnen.

Voor de toetsing van de hypothesen zijn data verzameld met betrekking tot heel Nederland. De dataverzameling voor toetsing van hypothese 1 bestrijkt een tijdsbestek van 10 jaar, te weten de periode 2004 tot en met 2013. Uit de Hospitality Benchmarks van KPMG Accountants N.V. zijn gegevens over eigendomsverhoudingen, managementvormen, exploitatievormen en ketenbinding ontleend. Deze jaarcijfers zijn gebaseerd op steekproeven onder drie-, vier- en vijfsterrenhotels en vertegenwoordigen circa 15% van het totaal aantal hotels en 30% van het totaal aantal hotelkamers binnen Nederland in voorgenoemde segmenten.

Voor toetsing van de tweede en derde hypothese is de database uitgebreid naar een tijdsbestek van 12 jaar, te weten de periode 2002 tot en met 2013. Er wordt gebruik gemaakt van een ander tijdvak dan voor de eerste hypothese omdat er andere databases beschikbaar zijn waardoor een completer beeld kan worden gevormd van de situatie in de Nederlandse hotelvastgoedmarkt voor alle sterrensegmenten. De publieke databases van bedrijfschap Horeca en Catering en het CBS zijn benut voor het verzamelen van data ten aanzien van de marktvariabelen. Deze databases geven onder andere inzicht in ontwikkelingen op het gebied van de voorraad, nieuwbouw, hotel(vastgoed)waarde, huren voor exploitanten en het aantal overnachtingen. Als proxy voor de huren voor exploitanten zijn in de data-analyse de totale huisvestingskosten meegenomen, omdat er geen huurcijfers beschikbaar waren die enkel betrekking hadden op nieuwe huurcontracten¹⁹. De bedrijfsomzet is daarnaast gebruikt voor de waardering van de hotelonderneming. Zowel de huisvestingskosten, die overwegend bestaan uit de huurkosten voor panden, als de kamerprijzen worden meegenomen in de analyse²⁰. De HOSTA-rapporten 2003 tot en met 2014 van Horwath HTL zijn gebruikt voor het opnemen van de hotelkamerprijzen en RevPAR in de database. Het HOSTA-rapport verstrekt jaarlijks relevante informatie aan hoteliers, investeerders, bankiers, projectontwikkelaars en overigen die geïnteresseerd zijn in de boven- en middenklasse van de hotellerie in de Benelux. De cijfers uit de rapporten vertegenwoordigen circa 20% van alle drie-, vier- en vijfsterrenhotels in Nederland waardoor deze representatief zijn voor ongeveer 16% van het totaal aantal hotels in Nederland²¹ (Horwath HTL, 2013).

Vervolgens zijn de investeringsvariabelen opgenomen in de database. Het beleggersinvesteringsvolume in direct hotelvastgoed en overig hotelvastgoed binnen Nederland is afkomstig van JLL. Als proxy voor de beleggersinteresse in Nederlands hotelvastgoed is een nieuwe variabele gecreëerd; het directe investeringsvolume in hotelvastgoed als percentage van het totaal directe vastgoedinvesteringsvolume in Nederland. Tot slot is als proxy voor de investeringen in de hotelexploitatie (door beleggers bij managementcontracten en door exploitanten

¹⁹ De huisvestingskosten bestaan overwegend uit de huurkosten voor alle hotelpanden, hypotheekrentekosten in verband met eigen panden en energiekosten zijn niet inbegrepen.

²⁰ Bij sale-and-lease-back vertegenwoordigt de huur voor exploitanten, bij sale-and-manage-back de kamerprijzen de huur op de ruimtemarkt.

²¹ In 2013 was het HOSTA-rapport gebaseerd op informatie die ter beschikking is gesteld door 366 hotels (Horwath HTL, 2014).

bij huurcontracten) gebruik gemaakt van totaalcijfers van overige exploitatiekosten van bedrijfsschap Horeca en Catering, omdat specifieke investeringscijfers over de hotelexploitatie ontbreken²². Er dient opgemerkt te worden dat de overige exploitatiekosten niet alleen investeringen in machines/inventaris/installaties e.d. vertegenwoordigen, echter omvatten ze ook energie-, verkoop-, communicatie- en vervoerskosten en overige bedrijfsuitgaven die niet apart zijn gespecificeerd. Bij interpretatie van de resultaten zal hiermee rekening gehouden worden.

3.2 Operationalisering

Voor het toetsen van de eerste hypothese worden verbanden tussen enerzijds de opkomst van huur- en managementcontracten, anderzijds ketenbinding en beleggersinteresse in hotelvastgoed geanalyseerd. Uit de Hospitality Benchmarks van KPMG Accountants N.V. zijn allereerst twee variabelen verkregen die de opmars van huur- en managementcontracten en eigendomsverschuivingen vertegenwoordigen; het percentage hotels in eigendom enerzijds en percentage hotels onder een huur- of managementcontract anderzijds. Daarnaast zijn vier variabelen verkregen die de exploitatievormen binnen de hotelmarkt vertegenwoordigen; het percentage standalone hotels, zelfstandige operators met franchise-formule, hotels onder management van (internationale) ketens en hotels als onderdeel van ketens met eigen hotels. De laatste 2 variabelen geven de mate van ketenbinding weer. Voor toetsing van de eerste hypothese zullen er naar correlaties worden gezocht tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontract (onafhankelijke variabele) en overige variabelen als afhankelijke variabelen (exploitatievormen, ketenbinding en beleggersinteresse).

Voor het toetsen van de tweede hypothese, waarbij allereerst de verstoring van het markt-evenwicht wordt onderzocht, is er een nieuwe variabele aangemaakt die de jaarlijkse verandering van de voorraad het meest compleet vertegenwoordigt; de kamernieuwbouw ten opzichte van de totale kamervoorraad. Een eventuele verstoring van het markt-evenwicht kan worden aangetoond bij een mismatch tussen aanbod van en de vraag naar hotelkamers op de ruimtemarkt; het jaarlijks aantal overnachtingen van hotelgasten. Om te bestuderen in welke mate de beleggersinteresse samenhangt met deze eventuele verstoring, zullen correlaties tussen de variabelen die de verandering van de voorraad, het aantal overnachtingen en de beleggersinteresse vertegenwoordigen worden geanalyseerd. Vervolgens zal er een brug worden geslagen tussen de toegenomen beleggersinteresse en de investeringen in het hotelvastgoed en de hotelexploitatie. Om verder antwoord te geven op de hypothese zullen de effecten van de hotelvastgoedinvesteringen op de marktvariabelen worden meegenomen in de analyse. Er zal gekeken worden naar correlaties tussen het investeringsvolume in hotelvastgoed als onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabelen; nieuwbouw, aanbod, vastgoedprijzen (op basis van de huurwaarde en op basis van exploitatieresultaten), huren voor exploitanten en kamerprijzen²³. Er zal bij het interpreteren van de onderzoeksresultaten rekening gehouden worden met de vertraging tussen de vraag- en aanbodtoenames.

²² Er bestaat een commerciële dataleverancier in de VS (STR Global) met data over Nederlandse hotelexploitatie-investeringen, echter bleek de prijs een onoverkomelijk obstakel.

²³ Voor de hoogte van de huur voor exploitanten wordt gebruik gemaakt van het samengevoegde volume van de huur, afschrijving en interest. De waarde van het hotelvastgoed zal worden bepaald op basis van de huurwaardekapitalisatie methode en op basis van de exploitatieresultaten.

Bij de derde hypothese zal onderzocht worden in hoeverre macro-economische factoren danwel interne factoren door de jaren heen van invloed zijn geweest op de waarde van het hotelvastgoed. Het verband tussen de vastgoedwaarde en de kameropbrengsten enerzijds, de RevPAR anderzijds zullen eveneens door middel van correlatieanalyses worden onderzocht. De cijfers van Horwath betreffen de gemiddelde kameropbrengsten per dag, daarom zijn ze voor de analyse getransformeerd naar jaarcijfers en vervolgens vermenigvuldigd met het aantal hotelkamers zodat de totale kameropbrengsten kunnen worden meegenomen in de analyse. Voor de waardebepaling van het hotelvastgoed wordt in de praktijk een combinatie van de huurwaardekapitalisatie-methode (bij huurcontracten) en de DCF-methode (bij managementcontracten) gebruikt. Om deze reden zullen de bedrijfsomzet, bedrijfsresultaten en huisvestingskosten in de analyse worden meegenomen als variabelen voor de hotelvastgoedwaarde.

De uitkomsten van de data-analyses kunnen echter geen correct beeld geven over hoe externe en interne factoren van invloed zijn geweest op de hotelvastgoedwaarde. Met de data-analyses in combinatie met expertinterviews kan de juistheid van de derde hypothese wel getoetst worden.

3.3 Empirisch model - Rangcorrelatie van Spearman

Aangezien de hypothesen getoetst worden aan de hand van jaarlijkse cijfers en gemiddelden zijn er weinig datapunten. Het aantal cases is hierdoor te klein voor toetsing aan de hand van een meervoudige regressieanalyse, tevens valt niet te controleren of de achterliggende data van de variabelen normaal verdeeld zijn. De associaties tussen variabelen dienen hierdoor getoetst te worden aan de hand van een verdelingsvrije methode²⁴. De hypothesen worden hierdoor getoetst aan de hand van de Spearman-correlatiecoëfficiënt of 'Spearman's rho', waarbij niet de meetwaarden zelf worden gebruikt maar daarvan afgeleide grootheden. De gemeten waarden zijn omgezet naar rangnummers en waarbij vervolgens de mate van associatie tussen twee variabelen kan worden gemeten. De voorwaarden die gelden voor de rangcorrelatie van Spearman zijn (Field, 2005):

- 1: De variabelen dienen van ordinale schaal te zijn.
- 2: Er dient sprake te zijn van een monotone relatie tussen de variabelen.
- 3: De steekproef dient in ieder geval groter te zijn dan $n = 5$.

Ad 1. Met behulp van de rangcorrelatie van Spearman kan een verband tussen twee variabelen van ordinaal meetniveau worden getoetst. De variabelen zijn daarom getransformeerd naar ordinaal niveau om te voldoen aan deze voorwaarde²⁵.

Ad 2. Bij een monotoon verband wordt de aanwezigheid van de ene variabele systematisch gerelateerd aan de aanwezigheid of afwezigheid van de andere variabele. Bij een monotoon verband wordt slechts de algemene richting (positief dan wel negatief) van de samenhang tussen twee variabelen aangeduid. In bijlage 1 zijn spreidingsdiagrammen afgebeeld om aan te tonen dat er monotone verbanden zijn tussen de getoetste variabelen.

Ad 3. Een van de andere voorwaarden waar aan voldaan wordt is het aantal waarnemingen voor het toetsen van de hypothesen. Gezien de steekproeven meer dan 5 waarnemingen bevatten heeft het zin om te toetsen op een significantieniveau van 5% of lager.

²⁴ Bij een non-parametrische toets gelden geen voorwaarden voor de verdeling (Van Peet, 2012).

²⁵ De score met de laagste waarde is gelabeld als "1" en de hoogste score als "10" en "12".

Het standaardmodel van Spearman ziet er als volgt uit:

$$r_s = 1 - \frac{6\sum d_i^2}{n^3 - n}$$

Waarbij:

r_s = de te berekenen Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt

d_i = het verschil tussen de rangordscore op de ene variabele minus de rangordscore op de andere variabele

n = het aantal waargenomen paren

Bij het model gaat het om rangcorrelaties, dus de correlatie tussen de rangen oftewel volgorde van twee rijen. In het model is r_s de te berekenen Spearman rangcorrelatiecoëfficiënt, d is het verschil tussen de rangordscore op de ene variabele minus de rangordscore op de andere variabele en n is het aantal onderzochte eenheden. De correlatiecoëfficiënt geeft uiteindelijk een indruk van de mate en richting waarin variabelen met elkaar samenhangen (Field, 2005). Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënt gaat uit van een monotone relatie tussen de variabelen. In een monotone relatie zijn variabelen geneigd om samen te veranderen, maar niet noodzakelijkerwijze (lineair) met een constante snelheid. De sterkte van het monotone verband tussen twee variabelen wordt weergegeven door de absolute waarde van r_s , waarbij voor de sterktegradatie een bepaalde bandbreedte wordt aangehouden (zie tabel 3.1).

Tabel 3.1: Sterkte verband bij rangcorrelatiewaarde (Bron: Field, 2005).

Waarde r_s	Sterkte monotoon verband
+/- 0.00 - 0.19	Zeer zwak
+/- 0.20 - 0.39	Zwak
+/- 0.40 - 0.59	Gemiddeld
+/- 0.60 - 0.79	Sterk
+/- 0.80 - 1.00	Zeer sterk

De gerangschikte variabelen zullen worden getoetst op de rangcorrelatie van Spearman door middel van SPSS. De statistische hypothesen die hierbij horen zijn:

Nulhypothese (H_0): Er is geen monotoon verband tussen de rangcorrelaties van de onderzochte variabelen ($r_s = 0$).

Alternatieve hypothese (H_1): Er is voldoende bewijs dat er wel een monotoon verband bestaat tussen de rangcorrelaties van de onderzochte variabelen ($r_s \neq 0$).

Om de relevantie van de resultaten te waarborgen dient er naast de waarde van r_s gekeken te worden naar de kans (p) dat de geobserveerde waarden die gevonden worden terwijl er geen verband bestaat. Voor alle analyses geldt daarom een significantieniveau (α) van ,05 en ,01. Indien de p -waarde lager is dan $\alpha = ,05$ en $\alpha = ,01$ dan is er sprake van een statistisch significant verband.

3.4 Beschrijvende statistieken

Voordat de rangcorrelaties van Spearman ten uitvoer kunnen worden gebracht, zijn de voorwaarden voor alle analyses gecontroleerd om te kijken of hieraan wordt voldaan. Onderstaand in tabel 3.2 en 3.3 is een overzicht opgenomen van de beschrijvende statistieken van de originele en getransformeerde variabelen die in de data-analyses worden geobserveerd. Van alle variabelen is er een overzicht gegeven van de minimale, maximale en gemiddelde score en tevens de standaarddeviatie van de variabelen.

Tabel 3.2: Beschrijvende statistieken

	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Jaar	01.7.2008	113787449	31.12.2002	31.12.2013
Percentage_eigendom* ²⁶	,6222	,05990	,53	,73
Percentage_huur_en_managementcontracten*	,3755	,06238	,28	,47
Percentage_standalone_hotel*	,3260	,08249	,20	,44
Percentage_zelfstandige_operator_met_franchise*	,1250	,07184	,05	,30
Percentage_onder_management_keten*	,3030	,13191	,17	,52
Percentage_onderdeel_van_keten_van_eigen_hotels*	,2460	,07276	,15	,36
Directe_hotelvastgoedinvesteringen	131 mln	141 mln	601259	526675000
Directe_vastgoedinvesteringen	6540 mln	2264 mln	4190382414	11456386594
Interesse_beleggers_NL_hotelvastgoed ²⁷	,02283	,028785	,000	,104
Overige_exploitatiekosten_hotelsectoroud	1010 mln	89 mln	888600000	1131100000
Overige_exploitatiekosten_hotelsector	1070 mln	142 mln	888600000	1287000000
Nieuwbouw_hotelkamers	2090,67	1249,035	590	4716
Huisvestingskosten_hotelondernemingen	450 mln	36 mln	406200000	504000000
Kamerprijs_gemiddeld	100,9167	6,89477	93,00	114,00
Bruto_bedrijfsopbrengsten_hotelsector	3380 mln	280 mln	3017200000	3819000000
Voorraad_kamers	100378,8333	7737,91799	90807,00	114933,00
Aantal_overnachtingen	32 mln	3 mln	27182000	37400000
Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad	,0203	,01078	,01	,04
RevPAR	68,5594	7,43767	57,75	80,83
Kameromzet	25024,19	2714,748	21080	29501
Aantal_kamers_345_sterren	75357,58	10117,220	63620	92338
Kameropbrengsten_345_sterren	1870 mln	220 mln	1564908777	2162081515
Aantal_kamers_totaal_12345_sterren	100378,83	7737,918	90807	114933
Kameropbrengsten_totaal_12345_sterren	2500 mln	231 mln	2150186350	2850881866
Bedrijfsresultaten(winst)_hotelondernemingen_totaal	228 mln	54 mln	125800000	304000000
Rank of Percentage_eigendom* ²⁸	5,50000	3,027650	1,000	10,000
Rank of Percentage_huur_lease*	5,50000	3,009245	1,000	10,000
Rank of Percentage_standalone_hotel*	5,50000	3,018462	1,000	10,000
Rank of Percentage_zelfstandige_operator_met_franchise*	5,50000	3,000000	1,000	10,000
Rank of Percentage_onder_management_keten*	5,50000	2,990726	1,000	10,000
Rank of Percentage_onderdeel_van_keten_van_eigen_hotels*	5,50000	3,018462	1,000	10,000

²⁶ De gemiddelde waarde over alle jaren zijn bij de eigendomsvormen gesommeerd niet exact 1,0 doordat er in 2004 en 2006 enkele percentages ontbraken in de cijferreeksen van KPMG en bij de managementvormen niet exact 1,0 doordat er gebruik is gemaakt van percentages zonder decimale getallen.

²⁷ De beleggersinteresse in hotelvastgoed ten opzichte van alle vastgoedcategorieën: het directe investeringsvolume in Nederlands hotelvastgoed als percentage van het directe investeringsvolume in Nederlands vastgoed.

²⁸ Door middel van SPSS zijn rangnummers toegekend aan de cases, deze zijn in tabel 3.2 opgenomen als "rank of" variabelen.

Rank of Interesse_beleggers_hotelvastgoed*	5,50000	3,027650	1,000	10,000
Rank of Directe_hotelvastgoedinvesteringen	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Interesse_beleggers_NL_hotelvastgoed	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Overige_exploitatiekosten_hotelsector	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Nieuwbouw_hotelkamers	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Huisvestingskosten_hotelondernemingen	6,50000	3,599242	1,000	12,000
Rank of Kamerprijs_gemiddeld	6,50000	3,573895	1,500	12,000
Rank of Bruto_bedrijfsopbrengsten_hotelsector	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Voorraad_kamers	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Aantal_overnachtingen	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of RevPAR_jaar_345_sterren	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Kameropbrengsten_345_sterren	6,50000	3,605551	1,000	12,000
Rank of Bedrijfsresultaten_hotelondernemingen_totaal	6,50000	3,605551	1,000	12,000

Valid N (12)

*Valid N (10)

Zoals werd vermeld in paragraaf 3.2, is in SPSS een nieuwe variabele aangemaakt die dient als proxy voor de interessetoename in Nederlands hotelvastgoed onder beleggers. Deze nieuwe variabele is tezamen met de variabelen die de management- en exploitatievormen vertegenwoordigen getransformeerd naar ordinaal gerangschikte variabelen voor toetsing van de eerste hypothese. De score met de laagste waarde is hierbij gelabeld als "1" en hoogste als "10", omdat elke waarneming is gebaseerd op jaarlijkse gemiddelden uit steekproeven van KPMG voor de periode 2004 tot en met 2013, waardoor N = 10. De verwachting is dat er correlaties bestaan tussen het percentage hotels onder een huur- en management-contract, ketenbinding (het percentage hotels onder management van keten en onderdeel van keten van hotels) en de mate van interesse in hotelvastgoed onder beleggers.

Voor het onderzoek van hypothese 2 zijn jaarlijkse totaalcijfers geanalyseerd voor de periode 2002 tot en met 2013. De variabelen hebben betrekking op het investeringsvolume in Nederlands hotelvastgoed, het aantal nieuwe hotelkamers, de huisvestingskosten, exploitatieopbrengsten en het aantal overnachtingen door hotelgasten. Door het lage aantal waarnemingen (N = 12) zijn in SPSS nieuwe variabelen gecreëerd op ordinaal meetniveau, waardoor deze geschikt zijn voor het toetsen op Spearman's rangcorrelatie en enkel monotone verbanden gelden als voorwaarde voor de verdeling tussen de variabelen.

Wat verder opvalt in tabel 3.2 is dat wanneer de gemiddelde kameropbrengsten vermenigvuldigd worden met het totaalaantal hotelkamers, de totale kameropbrengsten erg hoog zijn. Gemiddeld genomen zijn de kameropbrengsten ongeveer 75% van de bruto bedrijfsopbrengsten²⁹. Dit is aan de hoge kant aangezien de kameropbrengst als percentage van de totale exploitatieopbrengst voor het grootste deel van deze periode schommelt om en nabij de 50% (KPMG, 2004-2013). Er is er daarom voor gekozen om niet de totale kameropbrengsten gebaseerd op de vermenigvuldiging van de RevPAR maal het aantal hotelkamers in Nederland, maar de kameropbrengsten van 3-, 4- en 5 sterrenhotels mee te nemen in de analyse³⁰. Bij de interpretatie van de resultaten zal het feit dat de kameropbrengsten in de

²⁹ 2504 mln / 3380 mln = 0,75

³⁰ De nieuwe Nederlandse Hotel Classificatie (NHC) is formeel op 1 juli 2003 van kracht geworden en volgde de oude Benelux-Hotelclassificatie (BHC) op die teruggaat tot 1985. De uitvoering van het NHC is vanaf 1 januari 2004 gestart. Omdat in 2006 de herbeoordeling van de Nederlandse hotels was afgerond zijn alle gegevens vanaf 2007 volgens deze nieuwe classificatie gepresenteerd (Bedrijfschap Horeca en Catering, 2007). Het aantal hotelkamers uit het 3-, 4- en 5 sterrensegment voor 2004, 2005 en 2006 zijn hierdoor overgenomen uit 2003.

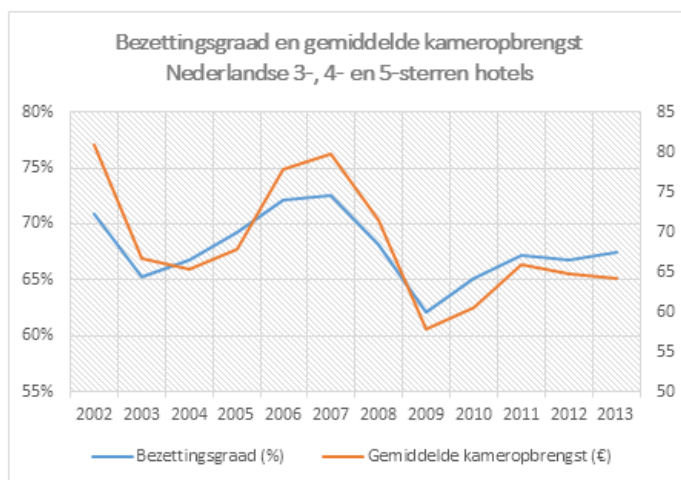
analyse niet als vertegenwoordiging van de gehele hotelmarkt gelden worden meegewogen. Om toch conclusies te kunnen trekken over de voltallige hotelkameropbrengsten zal er gezocht worden naar relaties tussen de kameropbrengsten van 3-, 4- en 5 sterrenhotels en achtereenvolgens de bruto bedrijfsopbrengsten en bedrijfsresultaten van de gehele hotelmarkt.

Aangezien er geen gezamenlijke database bestaat over de vastgoedwaarden van alle hotels in Nederland, zijn interne variabelen meegenomen die bepalend zijn voor de hotelvastgoedwaarde; de RevPAR, bedrijfsopbrengsten, bedrijfsresultaten en huren voor exploitanten. Er zal per twee variabelen gezocht worden in hoeverre deze onderling rangcorrelaties vertonen, of de verbanden positief dan wel negatief en significant zijn. Opvallende uitkomsten zullen vervolgens worden voorgelegd aan experts om een uiteindelijke conclusie te vormen.

3.5 Ontwikkelingen Nederlandse hotelvastgoedmarkt

Zoals omschreven in hoofdstuk 2 is hotelvastgoed nauw verbonden aan de exploitatie van het hotelbedrijf. Het is daarom van belang om de ontwikkelingen in de Nederlandse hotelmarkt inzichtelijk te maken om reden dat deze ten grondslag liggen aan de investeringen in hotelvastgoed.

De bezettingsgraden zijn na perioden van daling gevolgd door perioden van stijging, waarbij de kameropbrengsten deze trend volgen met enige vertraging. De Nederlandse hotelmarkt heeft tussen 2002 en 2013 de volledige conjunctuurcyclus doorlopen, wat blijkt uit figuur 3.1. Zo wordt duidelijk dat de economische crisis die zich in 2007 aandiende eveneens leidde tot een dalende bezettingsgraad en gemiddelde kameropbrengst.

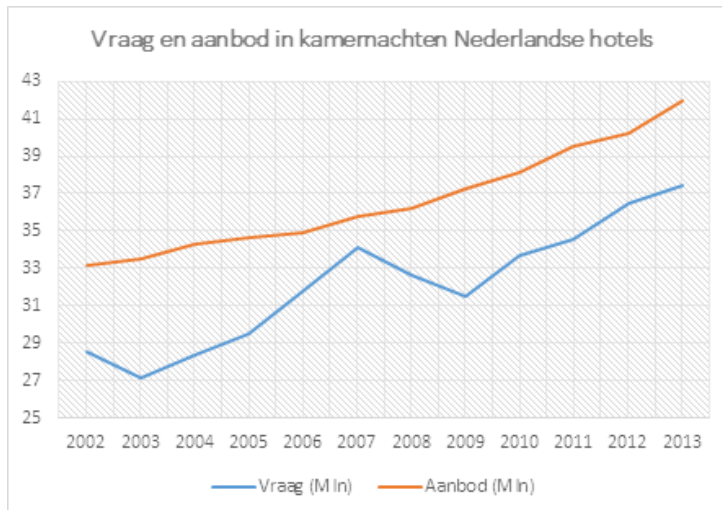


Figuur 3.1 Bezettingsgraad en RevPAR Nederlandse 3-, 4-, en 5-sterren hotels (Bronnen: HOSTA 2003 tot en met 2014, Horwath HTL)

Wanneer de hotelmarkt wordt gespiegeld aan de zogenaamde 'varkenscyclus', waarbij het gaat om het evenwicht tussen vraag en aanbod, dan blijkt uit figuur 3.2 dat deze cyclus langer duurt dan de onderzochte 12 jaar binnen de onderzochte periode. Hierin zijn zowel het totale kameraanbod als de totale hotelovernachtingen binnen Nederland afgebeeld. Wat opvalt is dat het aanbod aan kamernachten een vrij constant is geweest tussen 2002 en 2013. Echter is vanaf 2007 de vraag naar hotelkamers afgenomen terwijl het totale kameraanbod bleef stijgen. Er was de laatste jaren voor de crisis sprake van een scherpe stijging van de vraag naar hotelkamers. Na 2009 is de vraag naar hotelkamers weer gestegen, ech-

ter verloopt de vraagstijging trager dan voor de kredietcrisis. Om deze reden is de bezettingsgraad in figuur 3.1 nog niet op het oude niveau.

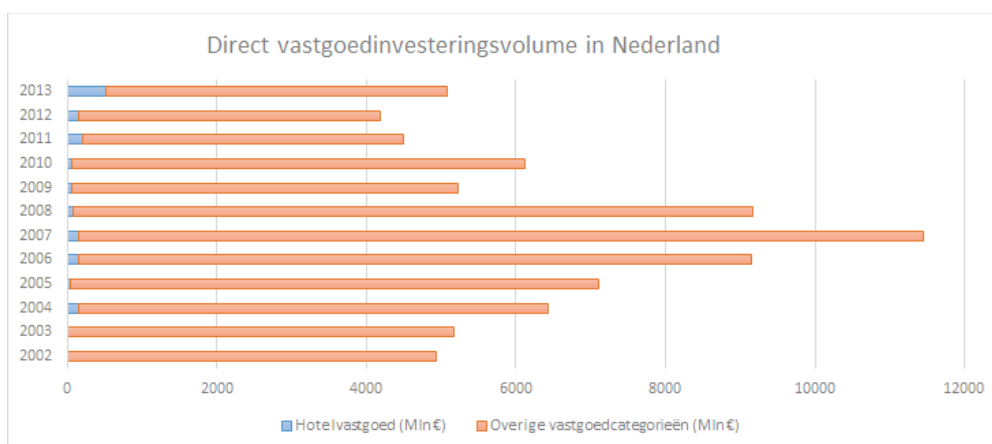
Uit het empirisch onderzoek zal verderop moeten blijken in hoeverre het ongelijke verloop van de aanbodtoename van hotelkamers en de vraag naar kamerovernachtingen is toe te schrijven aan de lange aanlooptijd van hotelontwikkelingen, of dat de hotelbeleggingsmarkt hierop van invloed is geweest.



Figuur 3.2: Vraag en aanbod in kamernachten Nederlandse hotels (Bronnen: Bedrijfschap Horeca en Catering, CBS)

Uit figuur 3.3 blijkt dat het directe investeringsvolume in Nederlands hotelvastgoed de laatste jaren flink is toegenomen. Wat opvalt is dat ten tijde van de crisis het investeringsvolume is afgenomen, echter is dat vanaf 2011 weer gegroeid tot een investeringsvolume van boven de 500 miljoen euro. De figuur laat daarnaast zien dat de Nederlandse hotelbeleggingsmarkt voorheen een relatief kleine markt was, maar dat het investeringsvolume in hotelvastgoed in 2013 is gegroeid tot circa 10% van het totaal directe investeringsvolume in al het vastgoed in Nederland.

Opvallend is eveneens dat het investeringsvolume in hotelvastgoed, in tegenstelling tot het investeringsvolume in overige vastgoedcategorieën, vanaf 2011 zelfs is gestegen tot een hoger investeringsvolume dan voor de kredietcrisis.



Figuur 3.3: Direct investeringsvolume in hotelvastgoed ten opzichte van overige vastgoedcategorieën in Nederland (Bron: JLL)

De cijfers laten duidelijk zien dat Nederlands hotelvastgoed onder beleggers de afgelopen decennia is gegroeid tot een serieuzere beleggersoptie. Deze sterke investeringstoename wordt gevoed door een krachtige cocktail van sterke beleggerssentimenten en de terugkeer van de bereidwillige kredietverstrekkers op de Europese markt. Uit het PropertyEU Magazine van december 2014 blijkt dat in Europa het beleggerssentiment na Londen en München het hoogst is in Amsterdam (Ruari, Cross-Border Capital Bets On Tourism Spike, 2014). De toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed wordt ondersteund door IPD-cijfers waaruit blijkt dat de hotelvastgoedmarkt consequent beter presteert dan andere vastgoedsectoren (Ruari, 2014). Daarnaast zijn de vooruitzichten positief. In heel Europa luidt de verwachting dat het toerisme de komende 10 jaar drastisch zal toenemen, voornamelijk door toerisme uit Azië. De groei van het aantal toeristen zal naar verwachting de gemiddelde bezettingsgraad en kameromzet laten stijgen, zelfs bij additioneel hotelvastgoed.

Niet alleen wordt de beleggersinteresse in hotelvastgoed bepaald door de (toekomstige) rendementen. Ook de herkomst van de investeerder kan verklarend zijn voor de toegenomen interesse. Spelers vanuit verschillende werelddelen hebben ieder eigen motieven achter hotelvastgoedbeleggingen en investeren in verschillende hotelsegmenten. De herkomst van de beleggers die investeren in Europees en ook Nederlands hotelvastgoed zijn omschreven in het PropertyEU Magazine van december 2013 (Ruari, 2013). De vraag naar hotelvastgoed komt allereerst vanuit Europa zelf, met instituties die zich voornamelijk richten op het budgetsegment en betreft gespecialiseerde niet-beursgenoteerde fondsen. Deze instituties worden gesteund door zowel institutioneel als particulier kapitaal. In het middensegment wordt er nog steeds en aldoor meer geïnvesteerd door private equity spelers vanuit de Verenigde Staten³¹. In het luxe segment wordt de investeringsmarkt momenteel gedomineerd door spelers uit het Midden-Oosten. Deze investeerders worden gesteund door olierijkdom en richten zich op zogenaamde 'trophy assets'. Tot slot zijn de Chinese investeerders in opkomst. In tegenstelling tot investeerders uit het Midden-Oosten kiezen Chinese investeerders over het algemeen meer voor een strategischere benadering met een langetermijnperspectief. Zij zijn betrokken bij het bouwen of uitbreiden van hotelplatforms en maken daarbij gebruik van hun ontwikkelingsexpertise (Ruari, 2013).

³¹ *Beleggen in private equity betreft het beleggen in aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen.*

4 Resultaten data-analyse

4.1 Resultaten hypothese 1

De Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten voor de toetsing van hypothese 1 zijn af te lezen in tabel 4.1.

Tabel 4.1: Spearman's rangcorrelaties voor toetsing hypothese 1

			Correlations							
			Rank of Percentage_eigendom	Rank of Percentage_huur_en management contracten	Rank of Percentage_standalone_hotel	Rank of Percentage_zelfstandige_operator_met_franchise	Rank of Percentage_onder_management_keten	Rank of Percentage_onderdeel_van_keten_van_eigen_hotels	Rank of Interesse_beleggers_hotelvastgoed	
Spearman's rho	Rank of Percentage_eigendom	Correlation Coefficient	1,000	-.1000**	,480	,330	-.706*	,426	-.636*	
		Sig. (2-tailed)	.	.	,160	,351	,023	,220	,048	
		N	10	10	10	10	10	10	10	
	Rank of Percentage_huur_en managementcontracten	Correlation Coefficient	-.1000**	1,000	-.480	-.330	,706*	-.426	,636*	
		Sig. (2-tailed)	.	.	,160	,351	,023	,220	,048	
		N	10	10	10	10	10	10	10	
	Rank of Percentage_standalone_hotel	Correlation Coefficient	,480	-.480	1,000	,003	-.455	,027	-.644*	
		Sig. (2-tailed)	,160	,160	.	,993	,186	,940	,044	
	N	10	10	10	10	10	10	10		
Rank of Percentage_zelfstandige_operator_met_franchise	Correlation Coefficient	,330	-.330	,003	1,000	-.384	,169	-.550		
	Sig. (2-tailed)	,351	,351	,993	.	,273	,641	,099		
	N	10	10	10	10	10	10	10		
Rank of Percentage_onder_management_keten	Correlation Coefficient	-.706*	,706*	-.455	-.384	1,000	-.622	,423		
	Sig. (2-tailed)	,023	,023	,186	,273	.	,055	,223		
	N	10	10	10	10	10	10	10		
Rank of Percentage_onderdeel_van_keten_van_eigen_hotels	Correlation Coefficient	,426	-.426	,027	,169	-.622	1,000	-.304		
	Sig. (2-tailed)	,220	,220	,940	,641	,055	.	,393		
	N	10	10	10	10	10	10	10		
Rank of Interesse_beleggers_hotelvastgoed	Correlation Coefficient	-.636*	,636*	-.644*	-.550	,423	-.304	1,000		
	Sig. (2-tailed)	,048	,048	,044	,099	,223	,393	.		
	N	10	10	10	10	10	10	10		

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

De eerste hypothese is gebaseerd op veranderingen in factoren die de toetredingsdrempel tot de markt verlagen volgens het vijfkrachtenmodel van Porter (1985). Allereerst is door middel van sale-and-lease-back de mogelijkheid ontstaan om als belegger met een relatief laag risico te investeren in hotelvastgoed waarbij weinig kennis benodigd is over de hotelexploitatie. Voor de (nieuwe) beleggers is hierdoor de toetredingsdrempel verlaagd, waardoor de verwachting luidde dat de opkomst van sale-and-lease-back is samengegaan met een toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed. Uit de resultaten uit tabel 4.1 komt de correlatie tussen de toenemende beleggersinteresse en de opkomst van huur- en managementcontracten³² naar voren, waarbij $r_s = ,636$. Het positieve verband is significant ($p = ,048$), waardoor de resultaten bevestigen dat er een sterk verband bestaat tussen de opmars van huur- en managementcontracten en de beleggersinteresse in hotelvastgoed.

Daarnaast kwam uit het theoretisch kader naar voren dat de belegger voordeel behaalt door ketenbinding omdat deze dan toegang heeft tot de operationele kennis, het management, het reserveringssysteem en de merknaam. Daaropvolgend is het positieve verband uit de rangcorrelatieanalyse tussen de beleggersinteresse en het aandeel hotels onder het management van een keten, echter is de correlatie niet significant waardoor hier geen conclusies uit getrokken kunnen worden. De resultaten laten verder zien dat de toenemende beleggersinteresse een correlatie heeft van $-,644$ met het aandeel standalone hotels. Deze rangcorrelatie is significant door een p-waarde van $,044$. Dit betekent dat er een sterk

³² De correlatie van $-1,000$ tussen het aandeel hotels die exploiteren onder een huur- en managementcontract en het aandeel hotels in eigendom, omdat deze cijferreeksen elkaar afwisselen.

verband is aangetoond tussen de interessoetoe name in hotelvastgoed onder beleggers en de afname van het aantal standalone hotels die niet aan een hotelketen verbonden zijn. Aansluitend volgde uit het model van Porter de verwachting dat, samengaan d met de opkomst van sale-and-lease-back en sale-and-manage-back, hotelketens in toenemende mate zijn gaan strijden om een sterkere positie op de hotelmarkt. De relatie tussen de opkomst van managementcontracten en ketenbinding wordt in de resultaten aangetoond door de correlatie van ,706 tussen het toegenomen aandeel hotels onder een huur- en managementcontract en het aandeel hotels die exploiteren onder management van een (internationale) keten. Deze correlatie is eveneens significant, omdat de p-waarde (,023) lager is dan α (,05). Dat duidt op een sterk positieve samenhang tussen het toegenomen aandeel hotels onder huur- en managementcontracten en het aandeel hotels die exploiteren onder het management van een keten. Dit wijst er eveneens op dat voornamelijk managementcontracten van invloed zijn op de scheiding van eigendom en exploitatie in de onderzochte 10 jaar.

Op grond van de uitkomsten van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten voor het toetsen van de eerste hypothese kan geconcludeerd worden dat H_0 verworpen kan worden. H_1 wordt aangenomen omdat voor elk van de verbanden is gebleken dat $r_s \neq 0$ en dat de verbanden statistisch significant zijn. Er kan daarom geconcludeerd worden dat er binnen de Nederlandse hotel(vastgoed)markt relaties bestaan tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten en de mate van interesse in hotelvastgoed onder beleggers enerzijds en tussen huur- en managementcontracten en ketenbinding anderzijds.

4.2 Resultaten hypothese 2

Voor de toetsing van de tweede hypothese, waarbij $N = 12$ door de onderzochte periode 2002-2013, is allereerst onderzocht in hoeverre vraag en aanbod zich ten opzichte van elkaar hebben bewogen. Onderstaand tabel 4.2 geeft de rangcorrelaties weer tussen de vraag- en aanbodontwikkelingen op de ruimtemarkt voor hotelgasten.

Tabel 4.2: Rangcorrelatie evenwicht hotelvastgoedmarkt

Correlations			Rank of Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad	Rank of Aantal_overnachtingen
Spearman's rho	Rank of Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad	Correlation Coefficient	1,000	,573
		Sig. (2-tailed)	.	,051
		N	12	12
	Rank of Aantal_overnachtingen	Correlation Coefficient	,573	1,000
		Sig. (2-tailed)	,051	.
		N	12	12

Tabel 4.3: Spearman's rho beleggersinteresse en aanbodveranderingen

Correlations			Rank of Interesse_beleggers_NL_hotelvastgoed	Rank of Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad
Spearman's rho	Rank of Interesse_beleggers_NL_hotelvastgoed	Correlation Coefficient	1,000	,636*
		Sig. (2-tailed)	.	,026
		N	12	12
	Rank of Nieuwbouw_kamers_tov_voorraad	Correlation Coefficient	,636*	1,000
		Sig. (2-tailed)	,026	.
		N	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

De rangcorrelatie tussen de nieuwbouw van hotelkamers ten opzichte van de voorraad en het aantal overnachtingen is positief (.573), maar dit verband is niet significant ($p = .051$). Hieruit resulteert dat de analyse geen samenhang toont tussen vraag- en aanbodontwikkelingen op de gebruikersmarkt van de hotelgasten. Een verklaring hiervoor kan worden gevonden in tabel 4.3, waarbij een sterk significant verband wordt aangetoond tussen de rangordes van het kameraanbod en de beleggersinteresse in hotelvastgoed ($r_s = .636$; $p = .026$). In lijn met het vier-kwadrantenmodel stijgt de vastgoedprijs namelijk op de korte termijn als gevolg van een toenemende beleggersvraag, waardoor achtereenvolgens de nieuwbouw en het aanbod toenemen. Door deze ontwikkeling stijgt het kameraanbod uiteindelijk sneller dan de vraag naar hotelkamers onder gasten waardoor de huur en vastgoedwaarde afnemen. Als de stijgende beleggersvraag gepaard is gegaan met een toenemende vraag op de gebruikersmarkt van hotelgasten, zullen de vastgoedprijzen op de korte termijn nog verder zijn gestegen waardoor met nóg meer hotelkameraanbod wordt geëindigd (DiPasquale & Wheaton, 1992). Enerzijds kan de vertraging tussen de vraagtoename en de uiteindelijke aanpassing van het aanbod verklarend zijn geweest voor de ongelijke samenloop van vraag- en aanbod op de ruimtemarkt voor hotelgasten, anderzijds laten de rangcorrelaties zien dat deze situatie wellicht valt toe te schrijven aan de toegenomen interesse in hotelvastgoed onder beleggers.

Tabel 4.4: Rangcorrelaties tussen beleggersinteresse en investeringen in hotelexploitatie en –vastgoed.

Correlations			Rank of Directe hotelvastgoed investeringen	Rank of Interesse_ beleggers_ NL_ hotelvastgoed	Rank of Overige exploitatiekosten_ en_ hotelsector
Spearman's rho	Rank of Directe hotelvastgoed investeringen	Correlation Coefficient	1,000	,916**	,552
		Sig. (2-tailed)	.	,000	,063
		N	12	12	12
	Rank of Interesse_ beleggers_ NL_ hotelvastgoed	Correlation Coefficient	,916**	1,000	,413
		Sig. (2-tailed)	,000	.	,183
		N	12	12	12
	Rank of Overige exploitatiekosten_ hotelsector	Correlation Coefficient	,552	,413	1,000
		Sig. (2-tailed)	,063	,183	.
		N	12	12	12

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Vervolgens is onderzocht in hoeverre de toegenomen beleggersinteresse in verband staat met de toename van investeringen in het vastgoed enerzijds en die in de exploitatie anderzijds. De resultaten uit tabel 4.4 laten zien dat er sprake is van een zeer sterk positief verband tussen de beleggersinteresse in hotelvastgoed (ten opzichte van overige vastgoed-categorieën) en het directe investeringsvolume in Nederlands hotel-vastgoed. De rangcorrelatie is significant op een ,01 niveau.

Daartegenover staat dat er geen significant verband kan worden aangetoond tussen de beleggersinteresse en de overige exploitatiekosten³³. Dit valt wellicht terug te voeren op het feit dat deze kosten niet alleen betrekking hebben op de investeringen door exploitanten en beleggers in de hotelexploitatie voor innovatie, waardoor een onvolledig beeld wordt geschetst. Verderop in het onderzoek zal op basis van interviews dieper worden ingegaan op de effecten van de investeringen in de hotelexploitatie op vraag- en aanbodontwikkelingen.

³³ De overige exploitatiekosten zijn in de analyse meegenomen als proxy voor de investeringstoename in de hotelexploitatie. Er dient opgemerkt te worden dat de overige exploitatiekosten niet alleen investeringen in machines/inventaris/installaties e.d. vertegenwoordigen, echter omvatten ze ook energie-, verkoop-, communicatie- en vervoerskosten en overige bedrijfsuitgaven die niet apart zijn gespecificeerd.

Omdat de uitkomsten van de rangcorrelaties hebben aangetoond dat er een significant sterk verband is tussen de beleggersinteresse en het investeringsvolume in direct hotelvastgoed, is ervoor gekozen enkel de effecten van de toegenomen investeringen in direct hotelvastgoed op de voorraad, vastgoedprijzen en huren voor exploitanten en kamerprijzen te analyseren. De uitkomsten van deze rangcorrelatieanalyse worden weergegeven in tabel 4.5.

Tabel 4.5: Spearman's rangcorrelaties effecten financiële innovatie op marktontwikkelingen

			Correlations					
			Rank of Directe hotelvastgoed investeringen	Rank of Voorraad kamers	Rank of Nieuwbouw hotelkamers	Rank of Bruto bedrijfsopbrengsten hotelsector	Rank of Huisvestingskosten hotelondernemingen	Rank of Kamerprijzen gemiddeld
Spearman's rho	Rank of Directe hotelvastgoed investeringen	Correlation Coefficient	1,000	,671*	,497	,699*	,644*	-,131
		Sig. (2-tailed)		,017	,101	,011	,024	,686
		N	12	12	12	12	12	12
	Rank of Voorraad kamers	Correlation Coefficient	,671*	1,000	,741**	,874**	,991**	-,653*
		Sig. (2-tailed)	,017		,006	,000	,000	,021
		N	12	12	12	12	12	12
	Rank of Nieuwbouw hotelkamers	Correlation Coefficient	,497	,741**	1,000	,531	,690*	-,646*
		Sig. (2-tailed)	,101	,006		,075	,013	,023
		N	12	12	12	12	12	12
	Rank of Bruto bedrijfsopbrengsten hotelsector	Correlation Coefficient	,699*	,874**	,531	1,000	,897**	-,226
		Sig. (2-tailed)	,011	,000	,075		,000	,480
		N	12	12	12	12	12	12
	Rank of Huisvestingskosten hotelondernemingen	Correlation Coefficient	,644*	,991**	,690*	,897**	1,000	-,613*
		Sig. (2-tailed)	,024	,000	,013	,000		,034
		N	12	12	12	12	12	12
	Rank of Kamerprijzen gemiddeld	Correlation Coefficient	-,131	-,653*	-,646*	-,226	-,613*	1,000
		Sig. (2-tailed)	,686	,021	,023	,480	,034	
		N	12	12	12	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

In tabel 4.5 valt allereerst op dat de huisvestingskosten en de bruto bedrijfsopbrengsten onderling zeer sterk correleren ($r_s = ,897$; $p = ,000$). Dit wijst erop dat de huisvestingskosten en bedrijfsopbrengsten zich positief hebben ontwikkeld ten opzichte van elkaar. De hoogte van de exploitantenhuur en de exploitatiecijfers zijn daarnaast volgens de theorie van invloed op de hotelvastgoedwaarde. Uit de analyse volgt dat de toegenomen hotelvastgoedinvesteringen zijn samengegaan met een stijging van zowel de huur voor de hotelpanden als de exploitatiecijfers. De resultaten laten significant sterke verbanden zien tussen de hotelvastgoedinvesteringen en de bruto bedrijfsopbrengsten ($r_s = ,699$) en tussen de hotelvastgoedinvesteringen en huisvestingskosten voor exploitanten ($r_s = ,644$). De uitkomsten bevestigen de karakterisering van hotelvastgoed als exploitatiegebonden vastgoed (Waarderingskamer, 1998).

Volgens het vier-kwadrantenmodel wordt bij een waardestijging van het hotelvastgoed op de korte termijn de kapitaalmarkt aangetrokken waardoor de voorraad uiteindelijk toeneemt. De resultaten bevestigen dit verband tussen de investerings- en voorraadtoename. Door de rangcorrelatie van ,671 is er sprake van een positief eveneens zeer sterk en significant verband ($p = ,017$).

Bovengenoemd positief verband tussen het investeringsvolume en de huisvestingskosten is opvallend omdat op basis van het vier-kwadrantenmodel een negatief verband verwacht werd. Volgens het model zal de toenemende hotelvastgoedbeleggingen in de vorm van sale-and-lease-back uiteindelijk leiden tot een toename van de voorraad, waarbij de huurprijs voor het nieuwe hotelvastgoed zal afnemen naarmate meer hotelvastgoed wordt toegevoegd aan de voorraad. De uitkomsten van Spearman's rangcorrelaties laten echter geen negatieve rangcorrelaties zien tussen de investeringstoename en huisvestingskosten die voornamelijk

bestaan uit de huren voor exploitanten. Uit de positieve rangcorrelatie tussen de exploitantenhuur en de nieuwbouw blijkt dat de nieuwbouwtoename is samengegaan met een stijging van de huisvestingskosten voor exploitanten ($r_s = ,690$).

Bij hotelvastgoedbeleggingen in de vorm van sale-and-manage-back, waarbij de kamerprijs de huur vertegenwoordigt in het vier-kwadrantenmodel, laten de resultaten daarentegen wel een negatieve rangcorrelatie tussen investeringstoename en de kamerprijs zien met $r_s = -,131$. Echter is de rangcorrelatie zeer zwak en niet significant waardoor het verband niet kan worden bevestigd. Aanvullend is er wel een significant negatief verband gevonden tussen de nieuwbouw en de kamerprijs ($r_s = -,646$), waaruit geconcludeerd worden dat de stijging van de nieuwbouw is samengegaan met een daling van de kamerprijs.

Vervolgens zijn er negatieve rangcorrelaties gevonden tussen de kamerprijs en de kamervoorraad ($r_s = -,653$; $p = ,021$) en de kamerprijs en huurprijzen voor exploitanten ($r_s = -,613$; $p = ,034$). Echter worden er geen eenduidige correlaties aangetoond tussen de toegenomen investeringen en de toename van zowel de huurprijzen voor exploitanten als de kamerprijzen, waardoor de ontwikkelingen niet samengaan met voorspellingen op basis van het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton. Wel is er, in lijn met de theorie, gebleken dat de investeringen door beleggers een positieve invloed hebben gehad op de kamervoorraad en vastgoedwaarde.

4.3 Resultaten hypothese 3

De derde hypothese kan door middel van enkel het data-onderzoek niet worden getoetst omdat de (totaal)waarde van het hotelvastgoed in Nederland niet exact bekend is. De resultaten zullen worden geanalyseerd om vervolgens samen met experts de resultaten te interpreteren waarbij gezocht kan worden naar de interne en externe factoren die van invloed zijn geweest op de kapitalisatiefactor binnen de hotelvastgoedmarkt. De resultaten uit tabel 4.6 geven de variabelen weer die volgens de theorie een relatie kunnen hebben met de hotelvastgoedwaarde. Er is enkel gezocht naar significante verbanden tussen deze variabelen aan de hand van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten.

Tabel 4.6: Rangcorrelaties Hypothese 3

			Correlations				
			Rank of RevPAR_jaar_345_sterren	Rank of Kameropbrengsten_345_sterren	Rank of Bruto_bedrijfsopbrengsten_hotelondernemingen_totaal	Rank of Bedrijfsresultaten_hotelondernemingen_totaal	Rank of Huisvestingskosten_hotelondernemingen_totaal
Spearman's rho	Rank of RevPAR_jaar_345_sterren	Correlation Coefficient	1,000	,175	-,196	,867**	-,581*
		Sig. (2-tailed)	.	,587	,542	,000	,047
		N	12	12	12	12	12
	Rank of Kameropbrengsten_345_sterren	Correlation Coefficient	,175	1,000	,881**	,392	,623*
		Sig. (2-tailed)	,587	.	,000	,208	,030
		N	12	12	12	12	12
	Rank of Bruto_bedrijfsopbrengsten_hotelondernemingen_totaal	Correlation Coefficient	-,196	,881**	1,000	,063	,897**
		Sig. (2-tailed)	,542	,000	.	,846	,000
		N	12	12	12	12	12
	Rank of Bedrijfsresultaten_hotelondernemingen_totaal	Correlation Coefficient	,867**	,392	,063	1,000	-,319
		Sig. (2-tailed)	,000	,208	,846	.	,313
		N	12	12	12	12	12
	Rank of Huisvestingskosten_hotelondernemingen_totaal	Correlation Coefficient	-,581*	,623*	,897**	-,319	1,000
		Sig. (2-tailed)	,047	,030	,000	,313	.
		N	12	12	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Uit hoofdstuk 2 is gebleken dat de vraag van vastgoedbeleggers (op basis van sale-and-lease-back) is gebaseerd op de historische kamerbezettingsgraad en de kamerprijs

(Wilkinson et al., 2008). Daarnaast wordt de combinatie van deze twee variabelen, de RevPAR, door beleggers gezien als belangrijkste succesfactor (Cason, 2003). Omdat uit het vier-kwadrantenmodel volgt dat de vastgoedwaarde stijgt naarmate de vraag onder beleggers in hotelvastgoed toeneemt (door een lagere kapitalisatiefactor en bij een gegeven huur), zijn voor de toetsing van de derde hypothese de rangcorrelaties tussen de RevPAR en overige variabelen geanalyseerd. Het verband dat allereerst in het oog loopt is de significante rangcorrelatie tussen de RevPAR en de bedrijfsresultaten. Het verband is positief door $r_s = ,867$ wat betekent dat er een zeer sterke rangcorrelatie bestaat tussen de ontwikkeling van de gemiddelde kameromzet voor 3-, 4- en 5 sterrenhotels en de bedrijfsresultaten voor de gehele hotelmarkt. Daarnaast is er een significante rangcorrelatie aanwezig tussen de totale kameropbrengsten van 3- 4- en 5 sterren hotels en de bruto bedrijfsomzet van alle hotelondernemingen in Nederland. De correlatie is $r_s = ,881$ en is significant op het ,01 niveau. Het verband wijst erop dat de bruto bedrijfsomzet voornamelijk wordt bepaald door de kameropbrengsten.

Vervolgens komt de rangcorrelatie tussen de huisvestingskosten (huur) en de bruto bedrijfsopbrengsten (omzet) naar voren. De correlatie is positief, zeer sterk ($r_s = ,897$) en significant op het ,01 niveau. Hieruit kan worden opgemaakt dat de stijging van de bedrijfsopbrengsten gepaard is gegaan met een stijging van de huren voor exploitanten. Dit verband stemt echter niet overeen met de huurbepaling op grond van de theorie. Volgens het vierkwadrantenmodel oefenen de hotelexploitanten hun vraag naar de ruimte uit in de ruimtemarkt, waarbij de huurprijs afhankelijk is van de voorraad en de vraag naar hotelvastgoed onder exploitanten die wordt bepaald door externe economische variabelen (DiPasquale & Wheaton, 1992).

Tot slot worden er significante verbanden gevonden tussen de huisvestingskosten en gesommeerde hotelkameropbrengsten binnen het drie- vier- en vijf-sterrensegment ($r_s = ,623$) en de huisvestingskosten en gemiddelde kameropbrengsten ($r_s = -,581$). Opvallend is dat er sprake is van een sterk positief verband tussen de huisvestingskosten en de totale kameromzet in de bovenste drie hotelsterrensegmenten en juist een negatief verband tussen de totale huisvestingskosten en de gemiddelde kameromzet. Echter bestaan de huisvestingskosten overwegend uit de huurkosten van de hotelpanden. Zo kan uit de resultaten geconcludeerd worden dat de totale kameromzet gepaard is gegaan met een stijging van de huren voor exploitanten, maar daarentegen is deze huurstijging eveneens gepaard gegaan met een daling van de gemiddelde kameromzet. Onduidelijk is in hoeverre dit verschil een gevolg is van de toename van het aantal hotelkamers. Wellicht zijn er ook externe factoren op dit verschil van invloed geweest.

De hypothese kan door middel van het data-onderzoek nog niet aangenomen of verworpen worden, waardoor de resultaten worden voorgelegd aan experts om tot toetsing van de derde hypothese te komen.

4.4 Voorlopige conclusies op basis van data-analyses

De resultaten uit de data-analyse voor hypothese 1 hebben aangetoond dat er binnen de Nederlandse hotel(vastgoed)markt monotone relaties bestaan tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten, ketenbinding en de mate van interesse in hotelvastgoed onder beleggers. De eerste hypothese kan daarom op basis van de data-analyse worden aangenomen. Er kan geconcludeerd worden dat er sprake is van een positieve samenhang tussen de opmars van huur- en managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt, ketenbinding en interesse onder beleggers in Nederlands hotelvastgoed.

Door middel van de resultaten uit de data-analyse zijn voor de toetsing van de tweede hypothese aangetoond dat er positieve relaties bestaan tussen de aanbodveranderingen op de ruimtemarkt en de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed.

Uit de andere resultaten kan geconcludeerd worden dat er positieve correlaties zijn tussen de investeringstoename en achtereenvolgens de hotelhuur, hotelvastgoedwaarde en voorraad. Daarnaast is aangetoond dat ook de nieuwbouw is samengegaan met een stijging van de hotelhuur en een daling van de hotelkamerprijs. De stijging van de hotelhuur is in tegenspraak met de voorspellingen op basis van het vier-kwadrantenmodel. Echter werd er in de analyse gebruik gemaakt van de gesommeerde huren voor de hele Nederlandse hotelmarkt. Omdat het aantal huurcontracten in de markt eveneens is toegenomen kunnen deze cijfers een vertekend beeld geven. Expertinterviews zullen moeten uitwijzen of de hotelhuur per object ook afzonderlijk is toegenomen.

Daarnaast zijn in het dataonderzoek de huren voor exploitanten en exploitatieomzet van het hotel meegenomen als proxy voor de vastgoedprijzen. Het data-onderzoek lijkt te bevestigen dat de toegenomen belangstelling in hotelvastgoed is samengegaan met een stijging van de vastgoedprijzen, echter is er onvoldoende inzicht in de mate van invloed van de bedrijfsomzet en de hotelhuur op de vastgoedwaarde. Hierdoor kunnen de resultaten een vertekend beeld geven van de werkelijke situatie. De uitkomsten stemmen hierdoor niet overeen met de voorspellingen gebaseerd op het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale en Wheaton waardoor op grond van de voorlopige onderzoeksresultaten de tweede hypothese voorlopig nog niet verworpen casu quo aangenomen worden. Expertinterviews zijn daarom op hun plaats.

Voor de toetsing van hypothese 3 kon er enkel door het dataonderzoek niet getoetst worden in hoeverre interne en externe factoren van invloed zijn geweest op de waarde. Er is er daarom gekozen door middel van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten te zoeken naar onderlinge verbanden tussen interne factoren die volgens de theorie van invloed zijn op de hotelvastgoedwaarde; de exploitatiegegevens en hotelhuren. Uit de analyse van de onderzoeksdata volgt dat er positieve verbanden zijn tussen de kameromzet en bruto bedrijfsopbrengsten. Hieruit kan worden geconcludeerd dat de kameromzet grotendeels bepalend is voor de bedrijfsopbrengsten. Daarnaast zijn er positieve verbanden aangetoond tussen respectievelijk de kameropbrengsten, bruto bedrijfsopbrengsten en de hotelhuren. In het volgende hoofdstuk zal daarom moeten worden meegewogen dat deze factoren die volgens de theorie van invloed zijn op de hotelvastgoedwaarde, zich onderling op een positieve manier ten opzichte van elkaar hebben bewogen.

De analyseresultaten laten tot slot treffende verbanden zien ten aanzien van de beantwoording van de hoofdvraag van het onderzoek. Het feit dat de huren voor exploitanten zijn gestegen terwijl de kamerprijs is gedaald, wijst op tegengestelde ontwikkelingen op de verschillende gebruikersmarkten; de gebruikersmarkt van de exploitanten en de gebruikersmarkt van de hotelgasten. Het lijkt erop dat er bij nieuwe toevoegingen aan de markt, wanneer het hotelvastgoed vervolgens wordt geëxploiteerd onder een huurcontract, de hotelhuur stijgt naarmate het aanbod toeneemt. Bij managementcontracten lijkt nieuw aanbod echter samen te gaan met een daling van de kamerprijs voor hotelgasten. Omdat deze ontwikkelingen tegenstrijdig zijn, is het noodzakelijk de uitkomsten voor te leggen aan experts om uiteindelijke conclusies te kunnen trekken omtrent uiteindelijke beantwoording van de deelvragen en de hoofdvraag.

5 Expertinterviews

5.1 Aanpak expertinterviews

Aangezien enkel data-analyses een te beperkt zicht geven op het onderwerp, zijn na het uitvoeren van de data-analyses expertinterviews gehouden die bredere inzichten en kennis kunnen opleveren vanuit verschillende invalshoeken. De keuze voor de geïnterviewde partijen is gevallen op onafhankelijke deskundigen die verklaringen kunnen geven op opmerkelijke uitkomsten uit het dataonderzoek dan wel bevestiging of nuancering van de eigen interpretaties.

5.2 Keuze geïnterviewde experts

De geïnterviewde experts betreffen drie onafhankelijke deskundigen met inzicht in het onderwerp vanuit verschillende invalshoeken, tw:

- Casper Banz, juridisch expert Baker & McKenzie;
- Bastiaan Driessen, managing director en oprichter Invast Hotels;
- Ewout Hoogendoorn, eigenaar en managing director van Horwath HTL Benelux.

Door de drie gekozen experts wordt interviewmateriaal verkregen vanuit diverse invalshoeken; contractvorming (Banz), hotelvastgoedbeleggingen (Driessen) en hotelexploitatie (Hoogendoorn)³⁴. Banz en Driessen zijn face-to-face geïnterviewd om meer grip en diepgang te krijgen op de nuances. Hoogendoorn is telefonisch geïnterviewd om snel te kunnen werken. Het doel van de interviews is de antwoorden te confronteren met de resultaten uit het data-onderzoek waarbij bevestiging of nuancering kan worden verkregen over de eigen interpretatie van:

- de motieven achter de hotelvastgoedbeleggingen;
- de richting en omvang van de investeringen in het hotelvastgoed en de hotelexploitatie;
- vraag- en aanbodontwikkelingen door de toegenomen beleggersinteresse;
- de ontwikkeling van de huren voor exploitanten;
- de factoren van die van invloed zijn op de hotelvastgoedwaarde;
- de externe omgevingsfactoren die van invloed zijn op de hotelvastgoedmarkt.

5.3 Vragen betreffende interviews

De vragen die gesteld zijn aan de deskundigen tijdens de interviews zijn verdeeld in een aantal categorieën, te weten:

- Vragen categorie 1 hebben betrekking op de motieven achter de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed en opkomst van huur- en managementcontracten. Het dataonderzoek heeft bij toetsing van de eerste hypothese aangetoond dat er positieve relaties bestaan tussen de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed en het aandeel hotels onder huur- en managementcontracten. Om antwoord te kunnen geven op de hoofdvraag binnen het onderzoek is het van belang de motieven achter de toegenomen beleggersinteresse en opmars van huur- en managementcontracten te achterhalen. Deze motieven kunnen een weging geven aan de gevonden effecten van de toegenomen hotelvastgoedbeleg-

³⁴ De experts zijn face-to-face (Banz en Driessen) en telefonisch (Hoogendoorn) geïnterviewd om meer grip en diepgang te krijgen op de nuances.

gingen op de vraag en het aanbod en de rol van huur- en managementcontracten hierin.

- Vragen categorie 2 hebben betrekking op de richting en omvang van de investeringen door beleggers in het hotelvastgoed en de hotelexploitatie. De tweede hypothese kon door middel van het dataonderzoek niet geheel worden bevestigd. Uit de data-analyse blijkt dat de interessetoename in hotelvastgoed door beleggers enkel heeft geleid tot een investeringstoename in direct hotelvastgoed. Er werd geen verband gevonden tussen de toenemende beleggersinteresse en investeringen in de hotelexploitatie. Echter waren exacte cijfers over de investeringen in de hotelexploitatie niet voorhanden en is gebruik gemaakt van overkoepelende data; tw de overige exploitatiekosten in de hotelsector. Door middel van interviews is onderzocht in hoeverre de toegenomen beleggersinteresse ook heeft geleid tot een investeringstoename in de hotelexploitatie.
- Vragen categorie 3 hebben betrekking op vraag- en aanbodontwikkelingen door de toegenomen investeringstoename door beleggers. Het data-onderzoek heeft aangetoond dat er sprake was een niet gelijktijdige ontwikkeling van de vraag naar hotelkamers en het hotelaanbod op de ruimtemarkt, terwijl er wel een positieve relatie werd aangetoond tussen de toegenomen beleggersinteresse en de aanbodtoename. Om een volledig beeld te kunnen schetsen van de ontwikkeling van het markt-evenwicht zijn de deskundigen gevraagd of ze van mening zijn dat er meer hotelvastgoed wordt aangeboden als gevolg van de toegenomen beleggersinteresse en in hoeverre hoe de vraag naar hotelkamers hierop heeft gereageerd.
- De vragen in categorie 4 hebben betrekking op de ontwikkeling van de huren voor hotelexploitanten en de hotelvastgoedwaarde. De tweede hypothese kon door middel van het dataonderzoek niet geheel worden bevestigd. Om te kunnen bevestigen of overige bewegingen in de hotelvastgoedmarkt overeenkomsten vertonen met voorspellingen op basis van het vier-kwadrantenmodel DiPasquale en Wheaton, zijn vragen in het interview opgenomen die antwoord moeten geven op de vraag of de huren voor exploitanten werkelijk zijn gestegen en in hoeverre de exploitatiegegevens en huisvestingskosten van invloed zijn geweest op de vastgoedwaarde.
- De vragen in categorie 5 hebben tot slot betrekking op externe omgevingsfactoren die van invloed zijn geweest op de hotelvastgoedmarkt om tot het toetsen van de derde hypothese te kunnen komen. Daarnaast zijn er opvallende uitkomsten uit het dataonderzoek meegenomen die de link kunnen leggen naar een antwoord op de hoofdvraag binnen het onderzoek.

De gehanteerde vragenlijsten en uitgewerkte interviews zijn opgenomen in bijlage 2.

5.4 Resultaten interviews

Uit de interviews komt allereerst naar voren dat de toegenomen belangstelling voor hotelvastgoed onder beleggers voornamelijk is toe te schrijven aan het beschikbaar komen van meer kapitaal. Andere redenen zijn dat de interesse is toegenomen door de lage rente, de grote cashflows en andere macro-economische redenen waardoor de hotelmarkt uitgaat van een voortdurende stijging van het toerisme. Denk hierbij aan een toenemende transparantie omtrent hotelprijzen voor consumenten en het goedkoper worden van vliegtickets. Uit de interviews wordt verder duidelijk dat de beleggersinteresse in hotelvastgoed ook heeft geleid tot een investeringstoename in de hotelexploitatie. Echter gaat het grootste deel van de

investeringen naar het vastgoed zelf en wordt enkel geïnvesteerd in de hotelexploitatie bij sale-and-manage-back en bij nieuwbouw. Bij bestaande hotels is dit maar de vraag, want als het vastgoed overgaat van de ene eigenaar naar de andere dan hoeft er niet opnieuw te worden geïnvesteerd in de exploitatie. Hieruit volgt dat over het algemeen sale-and-lease-back plaatsvindt om kapitaal te genereren om meer hotels te exploiteren. Met andere woorden, de sale-and-lease-back en sale-and-manage-back transacties hebben te maken met het geld vrijmaken voor de core business; het exploiteren van hotels. Samengaand met het beschikbaar komen van meer kapitaal op de beleggersmarkt heeft dit geleid tot meer nieuwbouw waardoor het aanbod is toegenomen binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Volgens de experts raakt de markt door deze toevoegingen niet uit haar evenwicht, omdat nieuw aanbod nieuwe vraag op de hotelvastgoedmarkt creëert. Oftewel, bij toevoegingen van nieuw hotelvastgoed aan de voorraad neemt de vraag naar hotelvastgoed door hotel-exploitanten en hotelketens op de ruimtemarkt toe omdat deze willen uitbreiden met het kapitaal dat beschikbaar is gekomen door sale-and-lease-back of sale-and-manage-back. Daarnaast blijkt dat de bezettingsgraad en kamerprijs van de gevestigde hotels gehandhaafd blijft als er nieuw hotelvastgoed bijkomt. Hieraan wordt toegevoegd dat bij nieuw hotelvastgoed de exploitatie van de nieuwe hotelonderneming in Amsterdam binnen 2 jaar op 'cruise speed' vaart. In de grote steden is dat in 3-4 jaar en in de rest van Nederland maximaal in 5 jaar. De vraag van hotelgasten reageert hierdoor na enige vertraging ook op nieuwbouw door de voortdurende stijging van het toerisme. Omdat er voornamelijk door beleggers in Nederland wordt geïnvesteerd in Amsterdam en andere grote steden, drukt de nieuwbouw de kleine spelers niet uit de markt. Deze kleine spelers storten zich over het algemeen ook op een ander prijssegment.

Voor de toetsing van de tweede hypothese binnen deze thesis werd uitgegaan van een gelijkblijvende vraag op de ruimtemarkt, zowel op de markt van hotelgasten als die van exploitanten. Hierdoor werd uitgegaan van een directe verhoging van de vastgoedwaarde door de toegenomen beleggersinteresse, waardoor nieuwbouw zou worden gestimuleerd en uiteindelijk de huurprijs voor nieuwe exploitanten en de RevPAR zou afnemen naarmate het aanbod zou stijgen. Aan deze hypothese zal moeten worden toegevoegd dat er rekening gehouden moet worden met een stijgende vraag op de ruimtemarkt. Uit de interviews blijkt dat er enerzijds door middel van sale-and-lease-back en sale-and-manage-back wordt geïnvesteerd in bestaand hotelvastgoed, waarbij de investeringen leiden tot een toenemende vraag naar nieuw hotelvastgoed. Op deze vraag wordt vervolgens vanuit de beleggersmarkt invulling gegeven door nieuwbouw te financieren. Aan de andere kant wordt er door de belegger geïnvesteerd in nieuwbouw waarna er een exploitant wordt gezocht die bereid is het hotel te huren of de belegger neemt de exploitatie van het hotel zelf op zich. Volgens de experts is het binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt niet voorgekomen dat er hotels zijn bijgebouwd die de markt niet kon dragen, omdat er wordt uitgegaan van een voortdurende stijging van de vraag op de hotelgastenmarkt. Hierdoor is er in de onderzochte periode binnen dit onderzoek ook altijd draagvlak geweest voor het exploiteren van nieuwe hotels. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de toegenomen beleggersinteresse is samengegaan met een nog sterkere stijging van zowel de vraag naar hotelvastgoed door exploitanten als de vraag naar hotelkamers door hotelgasten, waardoor de tweede hypothese binnen dit onderzoek als volgt dient te worden aangepast:

Hypothese 2

“De toegenomen investeringen in Nederlands hotelvastgoed hebben geresulteerd in een situatie waarin de vastgoedprijzen, de kamervoorraad, de huurprijzen voor exploitanten en de kamerprijzen zijn toegenomen.”

Als de toenemende beleggersinteresse samengaat met grotere vraagstijgingen op de gebruikersmarkten van zowel exploitanten naar hotelvastgoed als hotelgasten naar hotelkamers, dan zullen de hotelhuur (bij nieuwe huurcontracten) en de kamerprijzen (bij managementcontracten) stijgen wanneer er nieuw hotelaanbod op de markt komt. Hierdoor zal volgens het vier-kwadrantenmodel de objectwaarde binnen de hotelvastgoedmarkt nog verder stijgen waardoor de beleggingsmarkt opnieuw wordt aangetrokken en nieuwbouw wordt gestimuleerd. Hierdoor zal de voorraad op de lange termijn nog verder toenemen.

In de interviews is bevestigd dat, in lijn met de resultaten uit het data-onderzoek, de hotelhuur bij nieuwe huurcontracten is gestegen. De redenen hiervoor zijn de stabiele cashflows en rendementen die de huren voor de exploitanten door de jaren heen hebben laten stijgen. Daarnaast is er bevestigd dat de kamerprijs binnen de hotelmarkt in de onderzochte periode juist is afgenomen. Dit is opvallend aangezien er eerder werd bevestigd dat de vraag naar hotelkamers door hotelgasten juist is toegenomen. De daling van de kamerprijs is volgens de experts toe te schrijven aan de toenemende transparantie voor consumenten en het aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen.

Hierdoor hebben er op de gebruikersmarkt van hotelgasten tegenstrijdige ontwikkelingen plaatsgevonden ten opzichte van de ontwikkelingen op de gebruikersmarkt van hotelgasten. Voor de toetsing van de juistheid van de tweede hypothese zal daarom onderscheid gemaakt worden tussen de ontwikkelingen bij huurcontracten en managementcontracten.

Bij sale-and-lease-back komen de ontwikkelingen binnen de hotelvastgoedmarkt overeen met de voorspellingen op basis van het model van Wheaton & DiPasquale. In lijn met de theorie hebben de uitkomsten van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten aangetoond dat de hotelvastgoedmarkt in de onderzochte periode uit evenwicht is geweest en is bevestigd dat de toegenomen beleggersinteresse samengaan met de investeringstoename positieve invloeden hebben gehad op de huren voor exploitanten en de kamervoorraad. Daarnaast wordt in de interviews bevestigd dat de hotelvastgoedwaarde bij huurcontracten wordt bepaald door enerzijds de basiswaarde; de waarde van het vastgoed losstaand van de hotelonderneming, anderzijds door de verdisconteerde cashflow van de huur. Vervolgens blijkt dat de vaste en langjarige huurcontracten niet gelijklopen met de ontwikkelingen op de achterliggende gebruikersmarkt van hotelgasten. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de waarde van het hotelvastgoed bij huurcontracten wordt bepaald op basis van een huurstream die al dan niet synchroon loopt met de gebruikersmarkt van hotelgasten. Op basis van het (over)gewaardeerde vastgoed wordt vervolgens wel de kapitaalmarkt aangetrokken waardoor meer geld beschikbaar komt om nieuwbouw te financieren. Het aanbod neemt hierdoor nog verder toe, echter bevestigen de experts dat het toegenomen aanbod zal worden opgevangen door de voortdurende toename van toeristen.

Op grond van de uitkomsten van Spearman's rangcorrelatiecoëfficiënten voor het toetsen van hypothese 2 in samenhang met de verruiming van de kennis uit de interviews kan geconcludeerd kunnen worden dat investeringen op basis van sale-and-lease-back hebben geleid tot een toename van de vastgoedprijzen, de hotelhuren en de voorraad.

Echter wordt er door beleggers ook in hotelvastgoed geïnvesteerd op basis van sale-and-manage-back. Hierbij is er sprake van een andere gebruikersmarkt dan bij sale-and-lease-back en komen de ontwikkelingen binnen de hotelvastgoedmarkt niet overeen met de voorspellingen op basis van het vier-kwadrantenmodel. Dit komt omdat de kamerprijzen op de hotelgastenmarkt niet zijn gestegen maar zijn afgenomen. De toenemende transparantie voor consumenten en het hierop aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen hebben ervoor gezorgd dat de kameromzet is gedaald. Er zijn dus externe factoren van invloed geweest op de kameromzet, waardoor de ontwikkelingen die voortvloeien uit sale-and-manage-back niet overeen met de voorspellingen op basis van het vier-kwadrantenmodel. Op grond van deze uitkomsten kan de tweede hypothese deels worden bevestigd. Er kan geconcludeerd worden dat enkel bij investeringen op basis van sale-and-lease-back hebben geresulteerd in een verstoring van het marktevenwicht waarbij achtereenvolgens de huurprijzen voor exploitanten, de vastgoedprijzen en kamervoorraad zijn toegenomen. Toch dient H0 te worden aangenomen omdat de hypothese niet in zijn geheel kon worden bevestigd.

Voor de toetsing van hypothese 3 komt naar voren dat de exploitatiecijfers voornamelijk van invloed zijn op de hotelvastgoedwaarde. Er wordt gemeld dat voor hotels voor de berekening van de vaste huur voor hotels een percentage van ongeveer een kwart van de bruto-omzet wordt gehanteerd. Hiermee is het zeer sterke verband ($r_s = 0,897$) tussen de rangordes van de huren voor exploitanten en de bruto bedrijfsopbrengsten verklaard. Daarnaast komt uit de interviews naar voren dat bij een variabele overeenkomst tussen de belegger en exploitant, het variabele gedeelte van de huur grotendeels afkomstig is van de kameromzet. Hiermee is het verband verklaard tussen de huren voor exploitanten en de kameropbrengsten uit de data-analyse. Niet alleen bij huurcontracten maar ook bij managementcontracten is de bedrijfsomzet bepalend voor de hotelvastgoedwaarde. De bedrijfsomzet wordt voornamelijk bepaald door de kameropbrengsten, dit bevestigt de sterke rangcorrelatie ($r_s = ,881$) tussen de kameropbrengsten en bruto bedrijfsomzet uit de data-analyse.

Er kan geconcludeerd worden dat de hotelvastgoedwaarde voornamelijk wordt bepaald door de exploitatiecijfers. Toch blijken er ook externe factoren van invloed te zijn op de hotelvastgoedwaarde. Zoals eerder werd vermeld wordt de waarde van het hotelvastgoed bij huurcontracten bepaald op basis van een huurstroom die al dan niet synchroon loopt met de gebruikersmarkt van hotelgasten. Verder komt in de interviews naar voren dat investeerders uit het Midden-Oosten grote strategische spelers zijn op de hotelbeleggersmarkt, maar vooral investeren in het luxe segment om het hotelvastgoed om het hotel vervolgens als pronkstuk op te nemen in de portefeuille. Hierbij bemoeien deze investeerders zich in Europa nauwelijks met de exploitatie en zijn zij bereid de hoofdprijs te betalen voor hotelvastgoed omdat zij worden gesteund door olierijkdom.

Daarnaast is de exploitatieomzet door de opkomst van variabele huur en managementcontracten meer van invloed geworden op de hotelvastgoedwaarde. Deze trend wordt ondersteund doordat veel internationale hotelketens steeds vaker huurcontracten links laten liggen. Hooguit worden nieuwe huurcontracten afgesloten in Amsterdam, maar in de rest van Nederland is de markt veel volatieler geworden waardoor steeds minder hotelketens een huurcontract willen afsluiten. De hotelvastgoedmarkt wordt hierdoor gestuurd waardoor de waarde en het rendement op de hotelvastgoedbeleggingen steeds afhankelijker worden van het gebruik. Samengaan met de toenemende transparantie voor consumenten en het aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen wordt de exploitatieomzet en daarmee de hotelvastgoedwaarde in grotere mate door externe factoren beïnvloed.

Op grond van de uitkomsten uit de expertinterviews kan hierdoor geconcludeerd worden dat H_0 wordt verworpen en H_1 kan worden aangenomen. Binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt hebben externe omgevingsfactoren in de loop van de tijd ook een bijdrage geleverd aan de objectwaarde van het hotelvastgoed naast interne factoren zoals de hotelhuur voor exploitanten.

Ten aanzien van de beantwoording van de hoofdvraag in het onderzoek is aan de experts gevraagd of ze een verklaring konden geven voor de negatieve relatie tussen de aanbodtoename van hotelkamers en de RevPAR uit het dataonderzoek. Ook was er in het dataonderzoek een significant negatief verband gevonden tussen de nieuwbouw en de kamerprijs ($r_s = -,646$). Volgens de experts is er meer concurrentiestrijd ontstaan door de toegenomen transparantie voor consumenten waardoor de kamerprijzen zijn gedaald. De daling van de kamerprijs wordt niet veroorzaakt door het toegenomen hotelaanbod, omdat de gemiddelde bezettingsgraad stabiel is gebleven. Er is volgens de experts dan ook geen sprake van een overaanbod. Omdat het macro-economisch erg goed gaat zal het effect van een bubbel volgens de experts worden opgevangen door de markt.

6 Conclusie, aanbevelingen en reflectie

6.1 Conclusie

Dit was een verkennend onderzoek, uitgaande van een hoofdvraag en drie verwachtingen in de vorm van voorlopige hypothesen. De eerste hypothese kon worden bevestigd aan de hand van het data-onderzoek. Er is aangetoond dat er sprake was van een positieve samenhang tussen de opmars van huur- en managementcontracten enerzijds, ketenbinding en interesse onder beleggers in Nederlands hotelvastgoed anderzijds.

De tweede hypothese is door middel van de resultaten uit de expertinterviews aangepast, maar kon vervolgens niet worden bevestigd. Er kon deels worden ingestemd met de aangepaste hypothese omdat enerzijds de ontwikkelingen bij huurcontracten wel overeenstemming vertoonden met de verwachtingen. Anderzijds kwamen de ontwikkelingen bij managementcontracten niet overeen omdat externe factoren van invloed zijn geweest op een dalende kamerprijs.

Door middel van de expertinterviews kon de derde hypothese wel worden bevestigd. Er is aangetoond dat de waarde van het hotelvastgoed in Nederland is in de loop van de tijd in toenemende mate beïnvloed door externe omgevingsfactoren in vergelijking met interne gebouw- en bedrijfsgebonden factoren.”

In het onderzoek staat de relatie tussen de investeringen in hotelvastgoed en vraag- en aanbodontwikkelingen centraal. Er kan nu antwoord gegeven worden op de centrale vraagstelling van het onderzoek, deze luidt:

‘Heeft de toename van hotelvastgoedinvesteringen, met name door de opmars van huur- en managementcontracten, effecten gehad op de vraag en het aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt, en zo ja welke onderscheiden naar aard en omvang?’

Er kan allereerst geconcludeerd worden dat de toegenomen investeringen, die bestudeerd zijn in de nationale hotelvastgoedmarkt, positieve effecten hebben gehad op het aanbod. Uit de data-analyse komt een significant positieve rangcorrelatie ($r_s = ,671$) naar voren tussen de hotelvastgoedinvesteringen en de kamervoorraad. In de expertinterviews is eveneens bevestigd dat het toegenomen kapitaal op de beleggingsmarkt doorwerkt op een toenemend aanbod. Door sale-and-lease-back en sale-and-manage-back wordt de exploitatie losgekoppeld van het vastgoed omdat exploitanten en ketens zich willen focussen op hun core business; tw het exploiteren van hotels. De investeringen in bestaand hotelvastgoed leiden daarom tot een vraagtoename van exploitanten en hotelketens naar nieuw hotelvastgoed.

Wanneer er geïnvesteerd wordt in (nieuw) hotelvastgoed op basis van een huurcontract wordt de waarde van het hotelvastgoed bepaald door de hoogte van de hotelhuur. Deze loopt niet altijd synchroon met de achterliggende gebruikersmarkt van de hotelgasten, vooral als de vraag naar hotelvastgoed door exploitanten is toegenomen doordat er meer exploitanten willen huren. Wel wordt op basis van deze huurstream de vastgoedwaarde bepaald. Hierdoor is het mogelijk dat het hotelvastgoed overgewaardeerd wordt, waardoor de investeringsmarkt opnieuw wordt aangetrokken. Hierbij wordt er uiteindelijk nieuw hotelvastgoed gerealiseerd omdat er altijd vraag blijkt voor het exploiteren van hotels aangezien er wordt uitgegaan van een voortdurende vraagstijging op de gebruikersmarkt van

hotelgasten, vooral in Amsterdam. Een andere opmerkelijke ontwikkeling die hierop aansluit is de opkomst van investeerders uit het Midden-Oosten. Deze beleggers investeren in het luxe segment, om het hotel vervolgens als pronkstuk op te nemen in de portefeuille. Hierbij bemoeien deze investeerders zich nauwelijks met de exploitatie maar zijn zij wel bereid de hoofdprijs te betalen voor het hotelvastgoed.

Aan de andere kant wordt er geïnvesteerd in (nieuw) hotelvastgoed op basis van managementcontracten. Deze exploitatievorm is in opkomst doordat veel internationale hotelketens steeds vaker huurcontracten links laten liggen. Hooguit worden nieuwe huurcontracten afgesloten in Amsterdam, maar in de rest van Nederland is de markt veel volatieler geworden waardoor steeds minder hotelketens bereid zijn een huurcontract af te sluiten. De verschuiving van huurcontracten naar managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt wordt ondersteund door niet alleen de stijgende vraag naar managementcontracten door hotelketens maar ook door voortdurende stijging van toerisme op de hotelmarkt. Dit is ook de reden waarom ook investeerders in grotere mate bereid zijn geworden zich te mengen in de exploitatie van Nederlandse hotels. Bij managementcontracten wordt er door de beleggers eveneens geïnvesteerd in de exploitatie. In ruil voor de relatief grote investering in geld en moeite en het relatief grote risico dat de belegger loopt, heeft de belegger kans op een relatief hoog rendement. Bij een managementcontract is de bedrijfsomzet bepalend voor de hotelvastgoedwaarde, waardoor bij goede exploitatiecijfers de hotelvastgoedwaarde eveneens stijgt. Hierdoor nemen bij goede exploitatiecijfers de waarde en daarmee de vraag naar hotelvastgoed door beleggers, ketens en exploitanten toe. Door de opkomst van managementcontracten loopt de waarde van het hotelvastgoed steeds meer synchroon met de gebruikersmarkt van hotelgasten omdat het marktevenwicht eerder wordt bereikt omdat de huurprijs op de ruimtemarkt, in dit geval de hotelkamerprijs, dagelijks in lijn kan worden gebracht met het toegenomen aanbod. De hotelvastgoedmarkt wordt hierdoor gestuurd waardoor de waarde en het rendement op de hotelvastgoedbeleggingen steeds afhankelijker worden van de hotelexploitatie.

Uit het onderzoek kan geconcludeerd worden dat de toename van de hotelvastgoedinvesteringen en de opkomst van huur- en managementcontracten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt hebben geleid tot een toegenomen vraag naar hotelvastgoed van exploitanten en hotelketens waardoor het aanbod is gestegen. Omdat er daarnaast wordt uitgegaan van een aanhoudende vraagstijging naar hotelkamers door hotelgasten, is er eveneens door beleggers zelf geïnvesteerd in nieuw hotelvastgoed omdat zij uitgaan van goede en stabiele (toekomstige) rendementen.

Het blijft echter de vraag of de toekomstige toevoegingen aan de markt een overaanbod in de hand werken. In de onderzochte periode is gemiddelde bezettingsgraad stabiel gebleven waardoor er op het moment van onderzoek geen sprake is van een overaanbod.

Slotbeschouwing

In het onderzoek is naar voren gekomen dat in de onderzochte periode 2002-2013 enerzijds het kameraanbod is gestegen terwijl anderzijds de RevPAR en kamerprijs zijn gedaald. Externe factoren zoals de toenemende transparantie voor consumenten en het aangepaste prijsbeleid van hotelondernemingen zijn op de kamerprijs en RevPAR van invloed geweest. Voor het opstellen van de hypothesen binnen dit onderzoek is er gebruik gemaakt van het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton (1992). Het model gaat echter uit van één gebruikersmarkt, terwijl er in de hotelvastgoedmarkt bij sale-and-lease-back werkelijk sprake is van twee gebruikersmarkten. Niet alleen is er een gebruikersmarkt voor exploitanten, achterliggend is er een hotelgastenmarkt. Bij voorspellingen op basis van sale-and-lease-

back kon daarom in het model geen rekening gehouden worden met wijzigingen van de RevPAR. Ook is er bij managementcontracten in het vier-kwadrantenmodel, waarbij de RevPAR de huur in het model vertegenwoordigt, geen plek voor externe factoren zoals de toegenomen transparantie voor consumenten die van invloed zijn op de RevPAR. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het vier-kwadrantenmodel niet een complete weergave bevat van ontwikkelingen op de hotelvastgoedmarkt. Het model zal moeten worden aangevuld met inzicht in prijs/product verhoudingen. Dit levert een assertievere consument op waarop de aanbodzijde in het model uiteindelijk zal (moeten) reageren.

6.2 Aanbevelingen

Een aanbeveling voor verder onderzoek is het verzamelen van een uitgebreidere dataset. Het aantal cases van dit onderzoek was te beperkt en kan worden uitgebreid als meer middelen ter beschikking komen. Zo is een database gebruikt met jaarlijkse gemiddelden, waardoor er door het aantal cases geen regressieanalyse op de variabelen kon worden uitgevoerd. Hierdoor is er gebruik gemaakt van de rangcorrelatie van Spearman voor het aantonen van onderlinge verbanden. Binnen dit onderzoek is gebruik gemaakt van gegevens over de periode 2002-2013, mogelijk kunnen er in een volgend onderzoek kwartaalcijfers of recentere data worden verzameld of data van vóór 2002.

Daarnaast heeft de commerciële dataleverancier STR Global de beschikking over data van de Nederlandse hotelexploitatie-investeringen, echter bleek voor de auteur de prijs een onoverkomelijk obstakel. Deze gegevens over de investeringskant in de hotelexploitatie kunnen in een volgend onderzoek worden meegenomen.

Ook kunnen er bij een vervolgonderzoek interviews worden afgenomen onder nieuwe hotelexploitanten waardoor de huurstijging bij nieuwe huurcontracten cijfermatig kan worden vastgesteld en in het onderzoek kan worden meegenomen.

Naast de rivaliteit tussen bestaande concurrenten onderscheidt Porter de macht van leveranciers, de macht van afnemers, de dreiging van instituten en de dreiging van nieuwe toetreders. De dreiging van nieuwe toetreders zal met het oog op de opkomst van Airbnb ook mogelijk van invloed zijn geweest op de vraag naar hotelvastgoed op de ruimtemarkt (Cusumano, 2015). Binnen de onderzochte periode van het onderzoek zijn de effecten van de opkomst van Airbnb niet meegenomen omdat deze voornamelijk na de onderzochte periode actief is geworden binnen Nederland. Airbnb als nieuwe toetreders tot de markt en de effecten ervan op vraag- en aanbodontwikkelingen zal in toekomstig onderzoek onderzocht kunnen worden.

Het vier-kwadrantenmodel van DiPasquale & Wheaton is een wetenschappelijk model dat nog niet veel is toegepast op de werking van de hotelvastgoedmarkt. In deze thesis is het vier-kwadrantenmodel gebruikt als handvat bij het in kaart brengen van het hotelvastgoed-cyclus-systeem, waarbij is geconcludeerd dat het model niet een complete weergave bevat van de ontwikkelingen op de hotelvastgoedmarkt bevat. Er is in het tijdsbestek van dit onderzoek voor gekozen om niet te zoeken naar volledige modellering volgens dit systeem. In toekomstig onderzoek is het mogelijk interessant om een volledig model te bouwen die een complete weergave geeft van de hotelvastgoedmarkt.

Het onderzoek is daarnaast uitgevoerd op nationaal niveau. Toch wordt er voornamelijk geïnvesteerd in hotelvastgoed in de Europese hoofdsteden. Een aanbeveling voor verder

onderzoek is de effecten van de investeringstoename op de vraag en het aanbod te onderzoeken in meerdere Europese hoofdsteden en deze met elkaar te vergelijken. Mogelijk kan dan preciezer naar de effecten van de hotelvastgoedinvesteringen op vraag en aanbod worden onderzocht.

6.3 Reflectie

Het aantal hotelvastgoedinvesteringen in Nederland is de laatste jaren fors toegenomen. De actualiteit van het onderwerp maakte het onderzoek voor de auteur een fascinerende ervaring. Dat de hotelvastgoedmarkt een zeer complex systeem betreft is gebleken, waarbij het duiden van gevonden samenhangen nogal wat tijd vergde en het schrijven van deze scriptie een verhaal van lange adem is geworden.

De dataverzameling duurde daarnaast langer dan gedacht omdat alle data niet direct te verkrijgen waren. Vervolgens werd er door de geringe ervaring met SPSS in de data-analyse eveneens veel tijd gestoken. Uiteindelijk zijn er interessante uitkomsten uit het dataonderzoek verkregen die vervolgens konden worden voorgelegd aan de experts. Dit was erg interessant omdat het eigen beeld over de hotelvastgoedmarkt hierdoor compleet is veranderd. Kort gezegd: een langdurig maar ontzettend leerzaam onderzoek.

Bronvermelding

Literatuurlijst

Alphen, L. v. (2010). *Te veel focus op Bezettingsgraad*. Opgeroepen op 02 16, 2015, van Hotelierfocus: <http://www.hotelierfocus.nl/2010/11/te-veel-focus-op-bezettingsgraad/>

Baarda, D., & De Goede, M. (2006). *Basisboek methoden en Technieken: Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. Groningen: Wolters-Noordhoff.

Barras, R. (2009). *Building Cycles: Growth and Instability*. Chichester: Wiley-Blackwell.

Bedrijfschap Horeca en Catering. (2004). *Aanbod van Hotels en Pensions in Nederland*. Zoetermeer.

Bedrijfschap Horeca en Catering. (2012). *HINC*. Opgeroepen op 01 05, 2015, van Bedrijfschap Horeca en Catering: <http://hinc.databank.nl>

Berkhout, T. (2004). *Vervangingswaarde. Fiscaal Actueel*. Deventer: Kluwer.

Beuken, H. (2005). *Waardebepaling van hotelvastgoed*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Cason, B. (2003). *Volatility of Hotel Market Fundamentals and the Determinants of Variations Between Markets*. University of California, Business Administration, Berkeley.

Cusumano, M. (2015). How traditional firms must compete in the sharing economy. *Communications of the ACM*, 58 (1), 32-34.

DiPasquale, D., & Wheaton, W. (1992). The Markets for Real Estate Asset and Space: A Conceptual Framework. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 20, 181-197.

Driessen, B., & Wubs, N. (2007). *Hotels en Vastgoed - De visie van beleggers*. Den Haag: Invast B.V.

Field, A. (2005). *Discovering Statistics Using SPSS*. London: London Sage Publications.

Gallagher, M., & Mansour, A. (2000). An analysis of Hotel Real Estate Market Dynamics. *Journal of Real Estate Research*, 19, 133-164.

Geltner, D., Miller, M., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis & Investments* (Vol. 2). Milwaukee, WI, Verenigde Staten: OnCourse Learning.

Horwath HTL. (2012). *Contractvormen in de hotelvastgoedmarkt*. Amsterdam.

- Horwath HTL. (2011). *De opmars van de hotelketens - Nederlands ketenhotelaanbod in kaart gebracht*. Amsterdam.
- Hotels, I. (2014). *Crisis voorbij? Stijging aantal hotelvastgoed transacties voor 4e jaar op rij*. Den Haag.
- Invast Hotels. (2009). *Hotelvastgoed Trendupdate 06 - Huurwaarde!?* Opgeroepen op 1 16, 2015, van Invast Hotels: <http://invasthotels.com/wp-content/uploads/HV-TRENDUPDATE-06-APR2009-Huurwaarde.pdf>
- Invast Hotels. (2014). *Hotelvastgoedtransacties 2014*. Opgeroepen op 1 15, 2015, van Invast Hotels: <http://invasthotels.com/artikelen/2014/12/hotelvastgoedtransacties-2014/>
- Invast Hotels. (2015). *Huurwaarde?! Hotelvastgoed Trendupdate 6*. Den Haag.
- Jones Lang Lasalle. (2013). *Hotel Investment Outlook*. Londen.
- Kim, H., Gu, Z., & Matilla, A. (2002). Hotel Real Estate Investment Trusts' Risk Features and Beta Determinants. *Journal of Hospitality and Tourism Research*, 138-154.
- Kim, H., Mattila, A., & Gu, Z. (2002). Performance of Hotel Real Estate Investment Trusts: A Comparative Analysis of Jensen Indexes. *International Journal of Hospitality Management*, 21 (1), 85-97.
- KPMG Accountants N.V. (2014). *Hospitality Benchmark 2014*. Amstelveen.
- Liu, P. (2010). Real Estate Investment Trusts: Performance, Recent Findings, and Future Directions. *Cornell Hospitality Quarterly*, 51 (3), pp. 415-28.
- Lloyd-Jones, A., & Rushmore, S. (1996). Recent Trends in Hotel Management Contracts. *The Real Estate Finance Journal*.
- Lodging Stones. (2006). *Hotels als belegging*. Opgeroepen op 12 25, 2014, van Lodging Stones: <http://www.lodgingstones.nY>
- Manning, C., O'Neill, J., Singh, A., Hood, S., Liu, C., & Bloom, B. (2015). The Emergence of Hotel/Lodging Real Estate Research. *Journal of Real Estate Literature*, 23 (1), pp. 1-26.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7, 77-91.
- Mueller, G., & Anikeeff, M. (2001). Real Estate Ownership and Operating Businesses: Does Combining Them Make Sense for REITs? *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7 (1), 55-65.
- Newell, G., & Seabrook, R. (2006). Factors Influencing Hotel Investment Decision Making. *Journal of Property Investment and Finance*, 24 (4), 279-94.

- Nykiel, R. (2005). *Hospitality Management Strategies*. New York: Pearson/Prentice Hall.
- Peet, A. (2012). *Toegepaste Statistiek: Inductieve technieken*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Pizam, A. (2005). *International Encyclopedia of Hospitality Management*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Porter, M. (1985). *Competative Advantage*. New York: Simon & Schuster Ltd.
- Porter, M. (1998). *Concurrentiestrategie: Analysemethoden voor bedrijfstakken & industriële concurrentie*. Amsterdam: Business bibliotheek.
- Porter, M. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86 (1), pp. 78-93.
- Quan, D., Li, J., & Sehgal, A. (2002). The Performance of Lodging Properties in an Investment Portfolio. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 43 (6), pp. 81-9.
- Rasson, G. (2005). *Hotel Management, Hotel Management Introduction for Aspiring Hotel Executives*. Brussel: Erasmushogeschool Brussel.
- Remøy, H., & Koppels, P. (2012). Structural vacancy revisited: are user demands changing? *Dunse, Jones and White (eds) ERES 2012 Conference Proceedings*. Edinburgh: Heriot Watt University.
- Ruari, C. (2014). Cross-Border Capital Bets On Tourism Spike. *PropertyEU Magazine*, 21-27.
- Ruari, C. (2013, December). The Hotel Monopoly Game. *PropertyEU Magazine*, 44-49.
- Rushmore, S., Ciraldo, D., & Tarras, J. (2001). *Hotel Investment Handbook 2002*. New York: The West Group.
- Ten Have, G. (2002). *Taxatieleer 1*. Houten: Educatieve Partners Nederland BV.
- Ten Have, G. (2007). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen: Noordhof Uitgevers B.V.
- Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Waarderingskamer. (1998). *WOZ: Twee jaar verder jaarverslag van de Waarderingskamer over het jaar 1997 door de Waarderingskamer*. Deventer, Kluwer.
- Wilkinson, S., Reed, R., & Cadman, D. (2008). *Property Development*. London: Routledge.

Statistieken

Bedrijfschap Horeca en Catering (Opgeroepen op 05 januari 2015, via <http://hinc.databank.nl>)

CBS (Opgeroepen op 06 januari 2015, via <http://cbs.nl/nl-nl/cijfers>)

Horwath HTL (Excel bestand)

JLL (Excel bestand)

KPMG (Hospitality Benchmarks 2004-2013)

Interviews

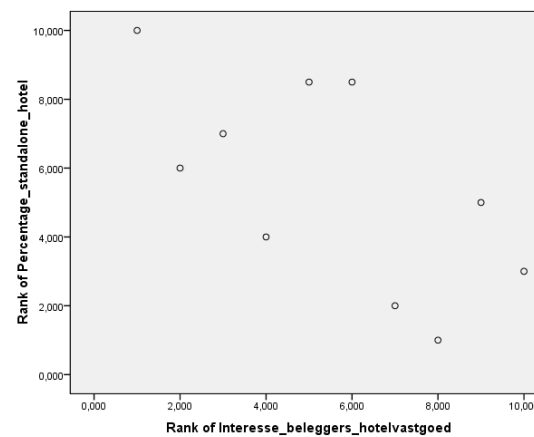
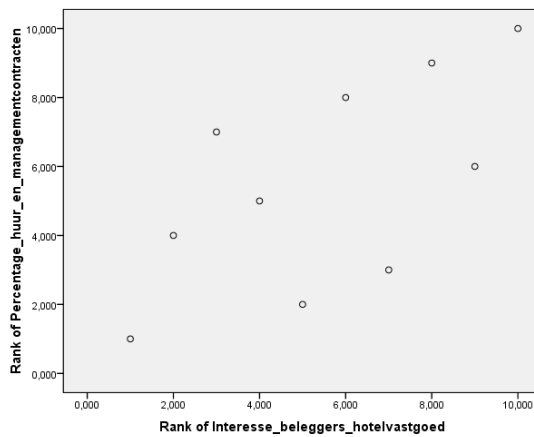
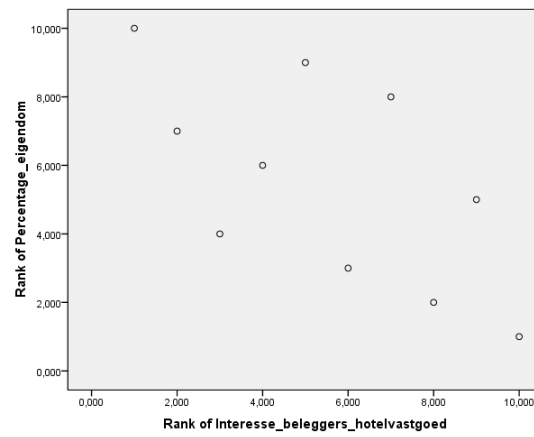
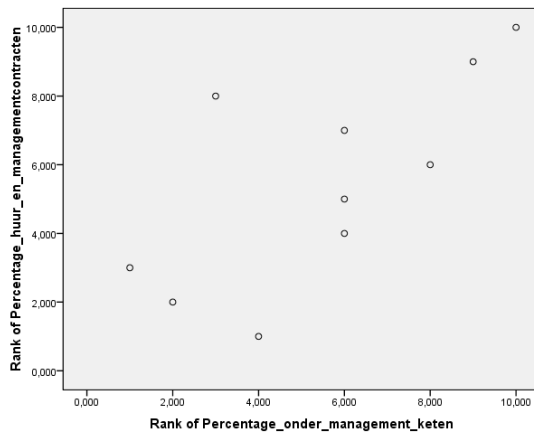
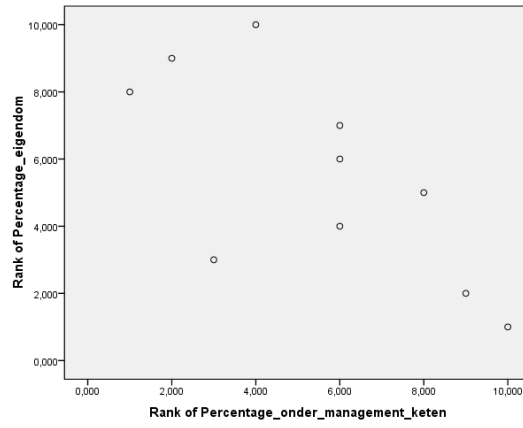
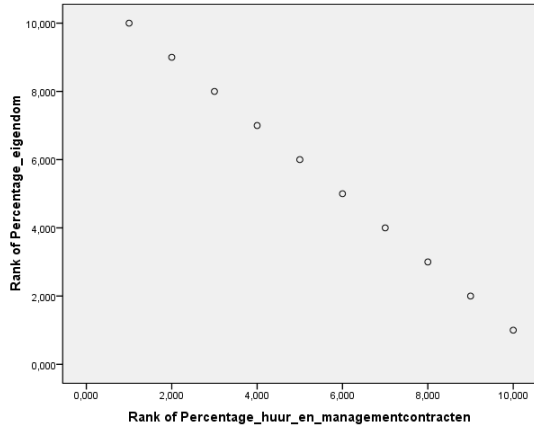
Casper Banz, juridisch expert Baker & McKenzie, Amsterdam, 11 april 2016.

Bastiaan Driessen, managing director en oprichter Invast Hotels, Den Haag, 08 april 2016.

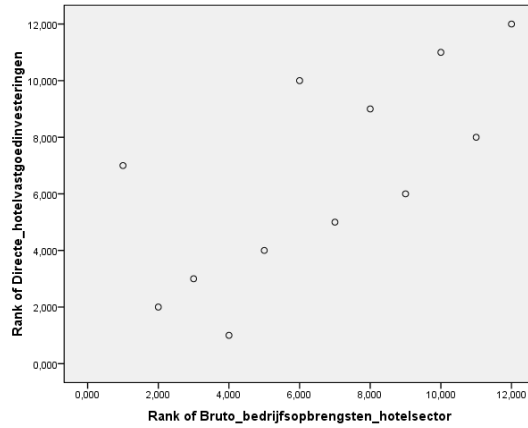
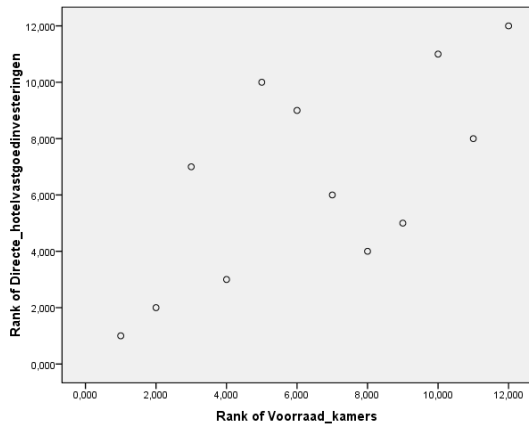
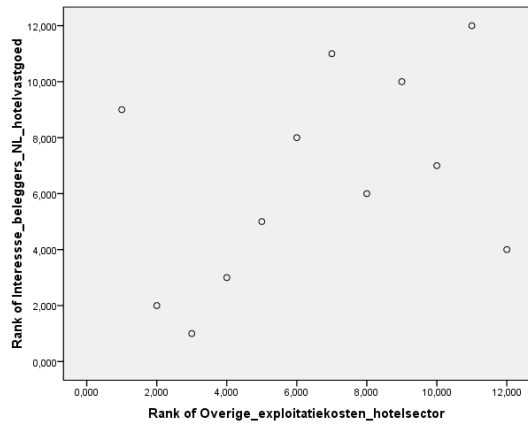
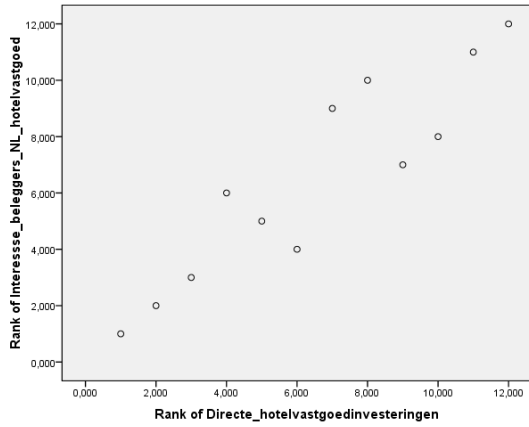
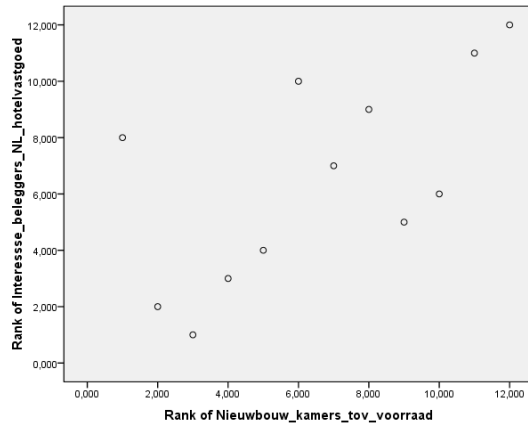
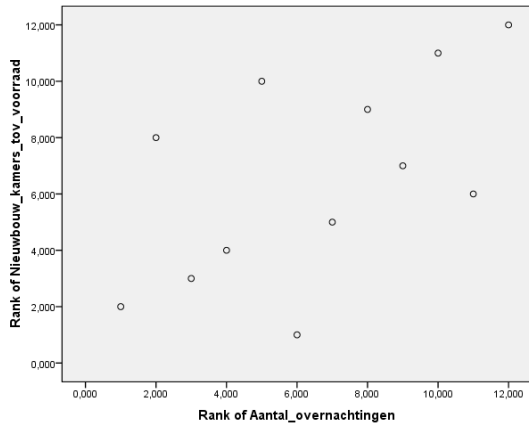
Ewout Hoogendoorn, eigenaar en managing director van Horwath HTL Benelux, Hilversum, 09 mei 2016.

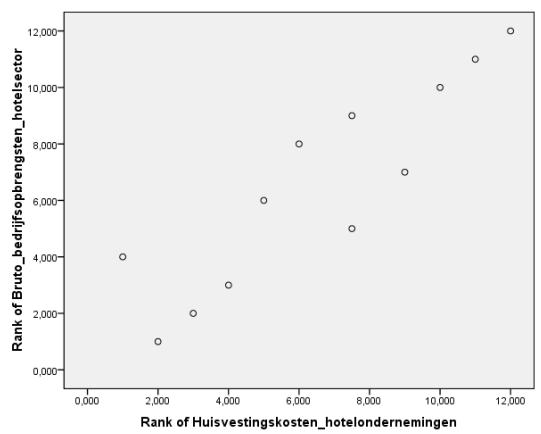
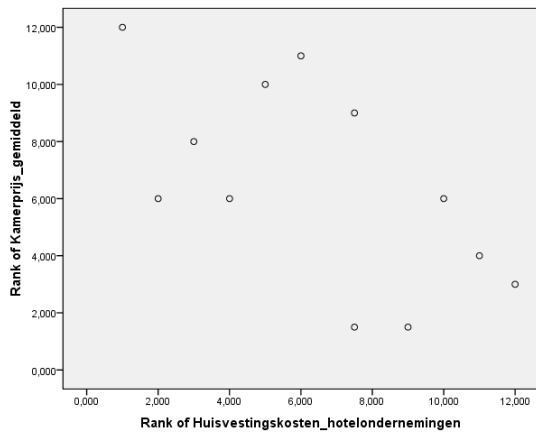
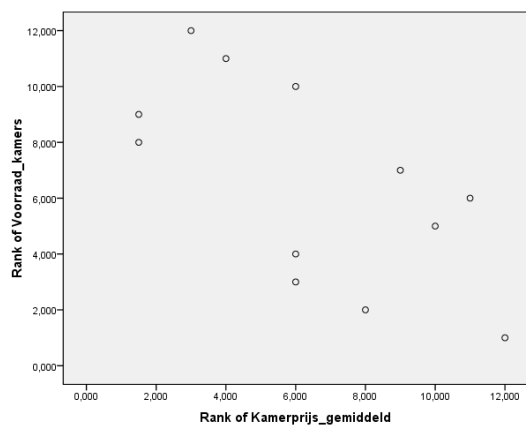
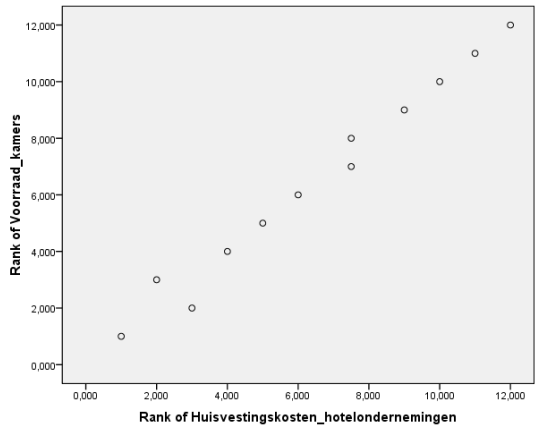
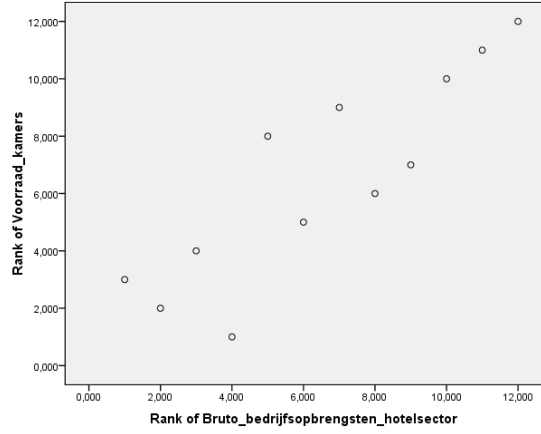
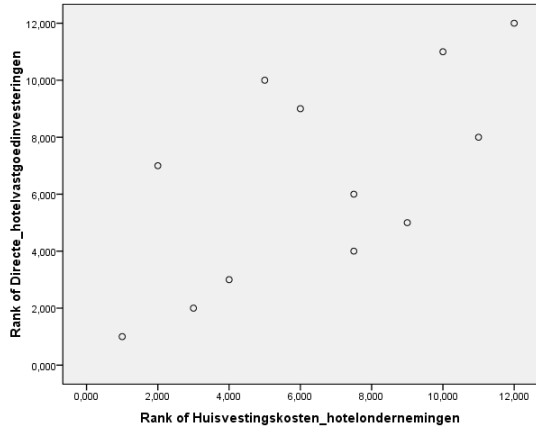
Bijlage 1 - Spreidingsdiagrammen

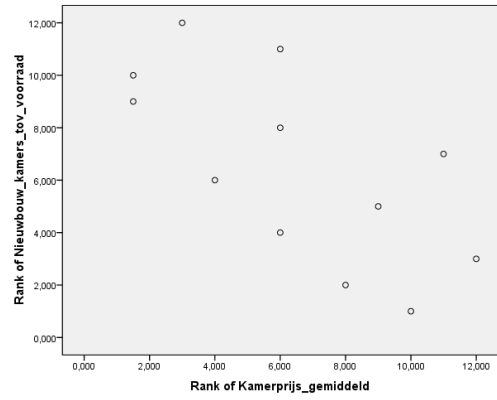
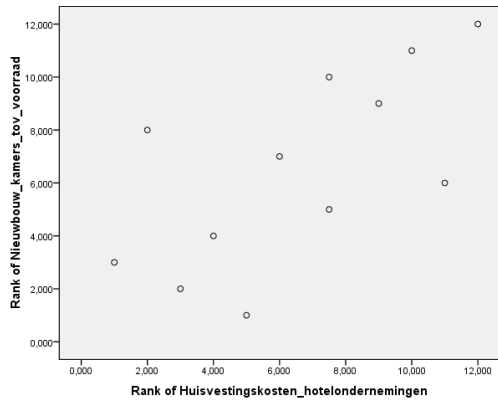
Spreidingsdiagrammen variabelen hypothese 1



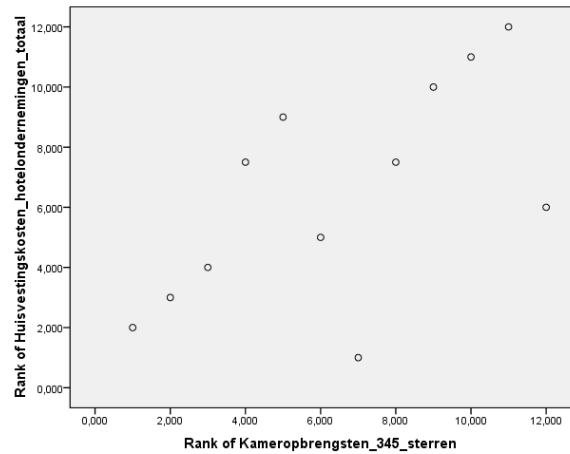
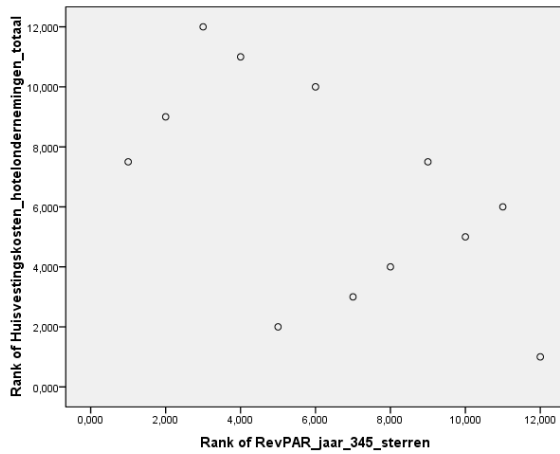
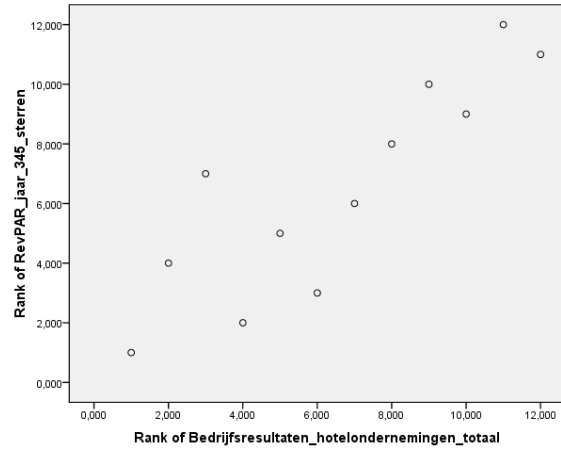
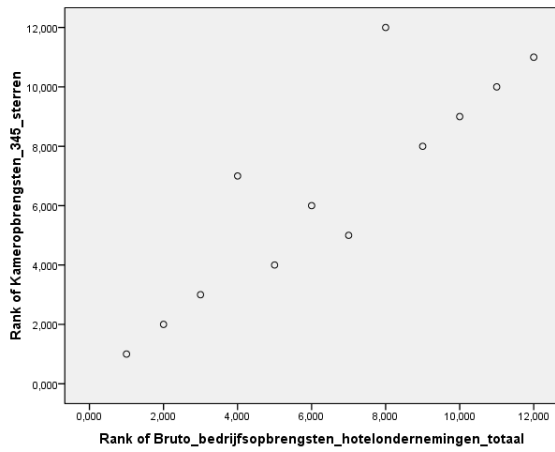
Spreidingsdiagrammen significante rangcorrelaties hypothese 2

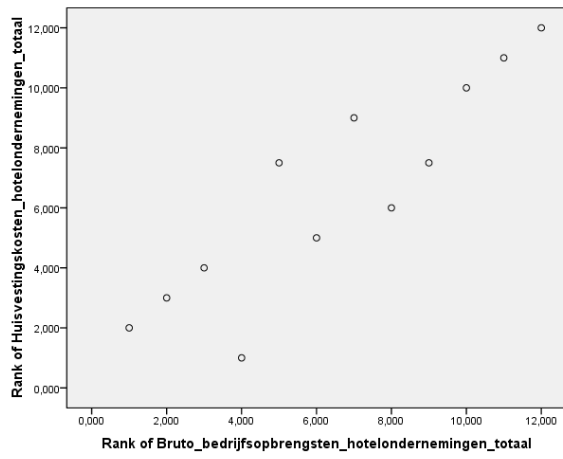






Spreidingsdiagrammen significante rangcorrelaties hypothese 3





Bijlage 2 - Interviews

De vragen die zijn gesteld aan de experts zijn:

Categorie 1

Op grond van uitkomsten van het data-onderzoek is geconcludeerd dat er positieve relaties bestaan tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten, ketenbinding en de mate van interesse in hotelvastgoed door beleggers.

1: Wat zijn volgens u de redenen achter de toegenomen beleggersinteresse in Nederlands hotelvastgoed?

2: In hoeverre heeft de verruiming van de investeringsmiddelen, doordat vastgoed in zijn geheel meer in trek is worden, geleid tot een grotere belangstelling voor hotelvastgoed onder beleggers? Zo ja, is dit ten koste gegaan van investeringen in aandelen, obligaties en/of overige vastgoedcategorieën?

3: Wat zijn volgens u de motieven achter de opkomst van huur- en managementcontracten vanuit de oogpunten van de hotelexploitanten en hotelketens?

Categorie 2

Uit de data-analyse blijkt dat de interessetoename in hotelvastgoed door beleggers enkel heeft geleid tot een investeringstoename in direct hotelvastgoed. Er werd geen verband gevonden tussen de toenemende beleggersinteresse en investeringen in de hotelexploitatie. Echter waren exacte cijfers over de investeringen in de hotelexploitatie niet voor handen en is gebruik gemaakt van overkoepelende data, de overige exploitatiekosten in de hotelsector.

4: Denkt u dat de toegenomen interesse in hotelvastgoed onder beleggers, naast een toename van investeringen in direct hotelvastgoed, heeft geleid tot een investeringstoename in de hotelexploitatie of staat die er los van? In hoeverre wordt er geïnvesteerd in de hotelexploitatie bij beleggingen in bestaande hotels?

Categorie 3

5: In hoeverre heeft deze investeringstoename in het hotelwezen volgens u effecten gehad op de vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt?

De resultaten uit het data-onderzoek tonen aan dat er sprake is van een mismatch tussen vraag en aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. De nieuwbouw van hotelkamers ten opzichte van de voorraad is tussen 2002 en 2013 niet evenredig samengegaan met het aantal toegenomen hotelovernachtingen. Uit de resultaten blijkt overigens wel dat de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed is samengegaan met de aanbodveranderingen (op basis van de nieuwbouw van hotelkamers ten opzichte van de kamervoorraad). Ook is aangetoond dat het jaarlijks directe investeringsvolume in hotelvastgoed binnen dezelfde periode een sterk positieve rangcorrelatie had met de voorraadontwikkelingen. De

resultaten lijken aan te tonen dat de investeringstoename in hotelvastgoed door beleggers heeft geleid tot een verstoring van het marktevenwicht.

6: Bent u van mening dat er sprake is van een aanbodstimulans van hotelvastgoed door de toegenomen beleggersinteresse en de investeringen? Zo ja, denkt u dat dit verklarend kan zijn geweest voor de verstoring van het marktevenwicht?

Voor de data-analyse is er voor vaststelling van de huren voor exploitanten gebruik gemaakt van totaalcijfers van de huisvestingskosten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Echter is het aantal huurcontracten in deze periode ook toegenomen. Toch zijn er in de data-analyse positieve verbanden gevonden tussen de huren voor exploitanten en achter-eenvolgens de vastgoedinvesteringen, voorraad en bedrijfsopbrengsten.

Categorie 4

7: In hoeverre zijn volgens u de gemiddelde huren voor exploitanten gestegen dan wel gedaald in de periode 2002-2013? Heeft de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed een aandeel gehad in deze ontwikkelingen van de huur voor exploitanten?

Door de data-analyse is aangetoond dat er positief monotone relaties bestaan tussen de directe investeringstoename in hotelvastgoed, de exploitatieomzet en huisvestingskosten. Dit is opvallend omdat volgens de theorie (vier-kwadrantenmodel) een toenemend investeringsvolume met daaropvolgend een toename van de kamervoorraad, gepaard zou moeten zijn gegaan met een daling van de huurprijzen voor exploitanten.

8: Hoe kan er sprake zijn geweest van een ongelijke samenloop van de aanbodveranderingen en vraagveranderingen op de gebruikersmarkt, waarbij de huren voor hotelexploitanten toch zijn gestegen?

Volgens de resultaten hebben de totale exploitatieomzet en huurprijzen voor exploitanten zich onderling op een positieve manier van elkaar bewogen.

9: Hoe wordt de hotelvastgoedwaarde bepaald en in welke mate zijn de huurprijzen voor exploitanten en exploitatiecijfers van invloed op de vastgoedwaarde?

Categorie 5

10: Zijn er volgens u door de jaren heen meer externe omgevingsfactoren op de hotelvastgoedwaarde in vergelijking met de huurprijzen en exploitatiecijfers als waarde bepalende factoren? Zo ja, welke externe omgevingsfactoren?

Tot slot wordt in de data-analyse aangetoond dat de toegenomen huurprijs voor exploitanten is samengegaan met een stijging van de totale kameromzet. Echter is de toegenomen huurprijs eveneens samengegaan met een daling van de omzet per kamer. Het wijst erop dat dit verschil in uitkomsten een gevolg moet zijn geweest van de toename van het aantal hotelkamers.

11: In hoeverre wijst de stijging van de totale kameromzet terwijl de omzet per beschikbare kamer is afgenomen op een schaalvergroting binnen de Nederlandse hotelmarkt?

12: Denkt u dat er sprake is van een overaanbod omdat het kameraanbod is gestegen terwijl de gemiddelde kameromzet is gedaald? Zo ja, in hoeverre is dit een gevolg van de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed? Is er sprake van een bubbel?

Op grond van uitkomsten van het data-onderzoek is geconcludeerd dat er positieve relaties bestaan tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten, ketenbinding en de mate van interesse in hotelvastgoed door beleggers.

1: Wat zijn volgens u de redenen achter de toegenomen beleggersinteresse in Nederlands hotelvastgoed?

De reden dat de toegenomen beleggersinteresse in Nederlands hotelvastgoed is dat er meer kapitaal beschikbaar is in hotelvastgoed. Daarnaast is hotelvastgoed in Nederland voornamelijk een asset class in Amsterdam. Eventueel in andere grote steden maar daar houdt het mee op.

2: Heeft de verruiming van de investeringsmiddelen, doordat vastgoed in zijn geheel meer in trek is worden, geleid tot een grotere belangstelling voor hotelvastgoed onder beleggers? Zo ja, is dit ten koste gegaan van investeringen in aandelen, obligaties en/of overige vastgoedcategorieën?

Het beschikbare kapitaal is toegenomen, het percentage ten opzichte van andere vastgoedcategorieën is niet te kwantificeren.

3: In hoeverre zijn deze redenen volgens u verklarend voor de opkomst van sale-and-lease-back en sale-and-manage-back transacties en toenemende ketenbinding?

Niet, want sale and lease back en sale and manage back transacties hebben te maken met het geld vrijmaken voor de core business, namelijk: het exploiteren van hotels.

Uit de data-analyse blijkt dat de interessetoename in hotelvastgoed door beleggers enkel heeft geleid tot een investeringstoename in direct hotelvastgoed. Er werd geen verband gevonden tussen de toenemende beleggersinteresse en investeringen in de hotelexploitatie. Echter waren exacte cijfers over de investeringen in de hotelexploitatie niet voor handen en is gebruik gemaakt van overkoepelende data, de overige exploitatiekosten in de hotelsector.

4: Denkt u dat de toegenomen interesse in hotelvastgoed onder beleggers, naast een toename van investeringen in direct hotelvastgoed, ook heeft geleid tot een investeringstoename in de hotelexploitatie of staat die er los van?

Voor nieuwbouw hotels is het heel simpel. Als daar geïnvesteerd wordt in het vastgoed, wordt er ook geïnvesteerd in exploitatie. Bij bestaande hotels is het maar de vraag, als het vastgoed van de ene belegger op de andere belegger overgaat, dan hoeft er niet opnieuw te worden geïnvesteerd in de exploitatie. Daar hoeft ook geen verband tussen te zijn.

Over het algemeen is sale-and-lease-back een methode om geld te genereren om meer hotels te exploiteren.

5: Is er een relatie tussen deze investeringstoename in het hotelwezen en de toegenomen vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt?

In nieuwe hotels kan de relatie gezien worden. Want als een hotel nieuw gebouwd wordt, wordt er geïnvesteerd in de stenen. Maar het moet ook ingericht worden dus wordt eveneens geïnvesteerd in de exploitatie. Dat is de relatie tussen de investeringstoename in het hotelwezen bij nieuwbouw hotelvastgoed en de toegenomen vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt.

Is er een relatie tussen deze investeringstoename in de hotelexploitatie en de toegenomen vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt, natuurlijk is daar een relatie tussen.

De resultaten uit het data-onderzoek lijken te wijzen op een mismatch tussen vraag en aanbod binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. De nieuwbouw van hotelkamers ten opzichte van de voorraadontwikkeling is tussen 2002 en 2013 niet gelijk opgegaan met het toegenomen aantal hotelovernachtingen. Uit de resultaten blijkt overigens wel dat de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed is samengegaan met de aanbodveranderingen (op basis van de nieuwbouw van hotelkamers ten opzichte van de kamervoorraad). Ook is aangetoond dat het jaarlijks directe investeringsvolume in hotelvastgoed binnen dezelfde periode een sterk positieve (rang)correlatie had met de voorraadontwikkelingen. De resultaten lijken aan te tonen dat de investeringstoename in hotelvastgoed door beleggers heeft geleid tot een verstoring van het marktevenwicht.

6: Bent u van mening dat er sprake is van een aanbodstimulans van hotelvastgoed door de toegenomen beleggersinteresse en de investeringen? Zo ja, denkt u dat dit verklarend kan zijn geweest voor de verstoring van het marktevenwicht?

Vraag en aanbod hangen samen maar betekent niet dat er marktevenwicht is. Ik denk niet dat het marktevenwicht verstoord is dus hier kan ik niet op antwoorden.

Voor de data-analyse is er voor vaststelling van de huren voor exploitanten gebruik gemaakt van totaalcijfers van de huisvestingskosten binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt. Echter is het aantal huurcontracten in deze periode ook toegenomen. Toch zijn er in de data-analyse positieve verbanden gevonden tussen de huren voor exploitanten en achtereenvolgens de vastgoedinvesteringen, de voorraad en de bedrijfsopbrengsten.

7: In hoeverre zijn volgens u de gemiddelde huren voor exploitanten gestegen dan wel gedaald in de periode 2002-2013? Heeft de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed invloed gehad op de ontwikkeling van de huur voor exploitanten?

De huren voor exploitanten zijn gestegen. Heeft de toegenomen beleggersinteresse in hotelvastgoed invloed gehad op de ontwikkeling van de huur voor exploitanten? Misschien wel. Doordat er meer interesse is vanuit beleggers, als er meer beleggers zijn om te investeren, dan kan je bedenken dat er meer kapitaal beschikbaar komt, kan je met een lager rendement genoeg nemen, dus dat de huren omlaaggaan voor hotelexploitanten. Kan best, of er is meer voor de gebouwen betaald.

De reden waarom huurcontracten langduriger zijn dan overige vastgoedcategorieën is dat: huurcontracten met hotels in Nederland vallen onder het artikel 290 of 92 huurwet bedrijfsruimte in de stad, waaronder hotels ook begrepen zijn. Daar zit na de eerste huurperiode een mogelijkheid voor de huurder en verhuurder, een wettelijke huurherziening. En die pakt ten opzichte van de markthuren bijna altijd slecht uit voor de verhuurder. Dus om dat risico uit te bannen, heb je contracten van 20, 25 tot 75 jaar. Dan kunnen partijen niet die wettelijke huurherziening gebruiken.

Als je op 1 plek geld kan verdienen kan iedereen het, exploitatiegebonden vastgoed. Hoe lager jouw huur hoe meer geld je verdient. Hoe hoger de huur, hoe minder geld je verdient. Het blijft voor de verhuurder aantrekkelijk of hij de huur kan verhogen. De huurder zal het willen uitbannen. De huur heeft vaste basis, en wordt elk jaar geïndexeerd met prijsstijgingen voor inflatie.

Door de data-analyse is aangetoond dat er positief monotonische relaties bestaan tussen de directe investeringstoename in hotelvastgoed, de exploitatieomzet en huisvestingskosten. Dit is opvallend omdat volgens de theorie (vier-kwadrantenmodel) een toenemend investeringsvolume met daaropvolgend een toename van de kamervoorraad, gepaard zou moeten zijn gegaan met een daling van de huurprijzen voor exploitanten.

8: Hoe verklaart u het ongelijke verloop van de aanbodveranderingen en de vraagveranderingen op de gebruikersmarkt, waarbij de huren voor hotelexploitanten toch zijn gestegen?

De verklaring hiervoor is dat de contracten niet synchroon lopen met marktontwikkelingen. Als je een contract voor 20 jaar sluit met huurovereenkomst, zit je nog steeds met dat contract. Dus loopt niet synchroon met elkaar. Als aanbod stijgt, maar vraag stijgt navenant, dan maakt het ook niet uit.

Volgens de resultaten hebben de totale exploitatieomzet en huurprijzen voor exploitanten zich onderling op een positieve manier ten opzichte van elkaar bewogen.

9: Hoe wordt de hotelvastgoedwaarde bepaald en in welke mate zijn de huurprijzen voor exploitanten en exploitatiecijfers van invloed op de vastgoedwaarde?

De huurprijzen zijn de basis, de cashflow van de huur, is de basis van wat er voor de belegging betaald wordt. De waarde kan worden bepaald door de kapitalisatiefactor, of middels een discounted cashflow model. Daarnaast heeft de kapitalisatiefactor zich door de jaren heen niet drastisch gewijzigd binnen Amsterdam, wel wat gewijzigd buiten Amsterdam.

10: Is er volgens u door de jaren sprake van een grotere invloed van externe omgevingsfactoren op de hotelvastgoedwaarde in vergelijking met de invloed van huurprijzen en exploitatiecijfers als waardebepalende factoren? Zo ja, welke externe omgevingsfactoren zijn m.n. van invloed?

Is er iets anders dat de waarde van de huurprijzen door exploitatiecijfers bepaald, nee niet significant.

Tot slot wordt in de data-analyse aangetoond dat de toegenomen huurprijs voor exploitanten is samengegaan met een stijging van de totale kameromzet. Echter is de toegenomen huurprijs eveneens samengegaan met een daling van de omzet per kamer. Het wijst erop dat dit verschil in uitkomsten een gevolg moet zijn geweest van de toename van het aantal hotelkamers.

11: In hoeverre wijst de stijging van de totale kameromzet en de afname van de omzet per beschikbare kamer op een schaalvergroting binnen de Nederlandse hotelmarkt?

Het wijst niet op een schaalvergroting maar op een toenemende transparantie. De toegenomen transparantie en prijsbeleid van hotels maakt dat de situatie er is dat het daarin geresulteerd heeft.

12: Hoe verklaart u dat in de periode 2002-2013, ondanks dat de gemiddelde kameromzet een afnemende trend liet zien, het hotelkameraanbod in Nederland is toegenomen? In hoeverre is deze kamertoe name toe te schrijven aan de toegenomen belangstelling in Nederlands hotelvastgoed onder beleggers? Is er volgens u sprake van een overaanbod/bubbel binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt?

In 2002-2013 is de transparantie in de hotelsector ontzettend is toegenomen, maar vooral voor de consumenten. Die kan boeken via de computer, is in die periode exponentieel gestegen, maar ook transparantie voor de consument, in de zin van welke hotels beschikbaar zijn en niet. Gecombineerd daarbij dat hotels vaak de prijs als enige instrument inzetten om hun hotel gevuld te krijgen. Zit de concurrentie 1 euro hoger, ze deze hem meteen een euro lager. Dat verband heeft geleid zelfs bij dezelfde vraag, tot een lagere kameromzet. Aan de andere kant, lagere kamerprijs heeft weer geleid tot mensen die voor een lagere kamerprijs wel willen overnachten. Dus op reis gaan vanwege de lage kosten die dat reisje met zich meegenomen heeft. Dus uiteindelijk de vraag is toegenomen maar bij een gemiddeld lager prijsniveau.

Er is geen sprake van een overaanbod. Voordat een nieuw hotel ontwikkeld is, gaat er zoveel tijd overheen. Het effect van een bubbel is vaak al geabsorbeerd door de markt, omdat het lange tijd duurt voordat hotelvastgoed op de markt komt. Minder kans op bubbel omdat echte beleggersinteresse die is er eigenlijk alleen in Amsterdam, daarin is de markt dusdanig dat er echt wat moet gebeuren willen hotels er de huur niet meer kunnen betalen.

Op grond van uitkomsten van het data-onderzoek is geconcludeerd dat er positieve relaties bestaan tussen het percentage hotels onder huur- en managementcontracten (door toenemende beleggersinteresse) en ketenbinding.

1: Wat zijn volgens u de redenen achter de toegenomen beleggersinteresse in Nederlands hotelvastgoed?

- Kapitaal in overvloed;
- Lage rente;
- Grote cashflow;
- Fluctueert minder dan kantoren;
- Macro-economische redenen.

2: In hoeverre heeft de verruiming van de investeringsmiddelen, doordat vastgoed in zijn geheel meer in trek is geworden, geleid tot een grotere belangstelling voor hotelvastgoed onder beleggers? Is dit ten koste gegaan van investeringen in aandelen, obligaties en/of overige vastgoedcategorieën?

De grotere belangstelling voor hotelvastgoed onder beleggers is voornamelijk toe te schrijven aan het beschikbaar komen van meer kapitaal. De investeringen in hotelvastgoed gaan in mindere mate ten koste van investeringen in aandelen, obligaties dan wel overige vastgoedcategorieën.

Uit de data-analyse blijkt dat de interessetoename in hotelvastgoed door beleggers enkel heeft geleid tot een investeringstoename in direct hotelvastgoed. Er werd geen verband gevonden tussen de toenemende beleggersinteresse en investeringen in de hotelexploitatie.

3: Denkt u dat de toegenomen interesse in hotelvastgoed onder beleggers ook heeft geleid tot een investeringstoename in de hotelexploitatie of staat die er los van? In hoeverre wordt er geïnvesteerd in hotels bij beleggingen in bestaande hotels?

De hotelonderneming kan gezien worden als het commerciële onderdeel van het vastgoed. Door de contractvormen worden afspraken gemaakt welke partijen deze investeringen in de hotelonderneming op zich nemen. Aan de ene kant doet de eigenaar/belegger bij sale-and-manage-back de investeringen zelf, aan de andere kant neemt de huurder deze kosten op zich bij sale-and-lease-back. Maar het grootste bedrag gaat naar het vastgoed zelf.

4: Is er een relatie tussen de investeringstoename door beleggers en de vraag naar hotelkamers op de gebruikersmarkt? Hoe kan deze gezien worden?

Ligt eraan of de markt erom vraagt. In een groeiende zakelijke markt en bij toenemend toerisme is er plek voor nieuw aanbod. Daarnaast is er ook vervangingsvraag.

Het vier-kwadrantenmodel gaat ervan uit dat de investeringstoename in hotelvastgoed leidt tot een toenemende voorraad en afname van de huren, zodat een nieuw evenwicht wordt bereikt.

5: Denkt u dat er meer hotelvastgoed wordt aangeboden door de toegenomen beleggersinteresse?

Ja, maar om de reden: nieuw aanbod creëert nieuwe vraag. Oftewel de vraag neemt toe met nieuw aanbod.

6: In hoeverre zijn volgens u de huren voor hotelexploitanten gestegen dan wel gedaald in periode 2002-2013? Heeft de toegenomen beleggersinteresse invloed gehad op de ontwikkeling van de huren voor exploitanten?

De huren voor exploitanten zijn gestegen. Ondanks dat de markt competitiever is geworden hebben de stabiele cashflows en rendementen de huren voor exploitanten door de jaren heen doen stijgen.

7: Hoe verklaart u het ongelijke verloop van de aanbodveranderingen en vraagveranderingen op de gebruikersmarkt waarbij de huren voor exploitanten toch zijn gestegen? In hoeverre lopen de contracten synchroon met de vraagontwikkelingen op de gebruikersmarkt?

Onderliggend aan de stijging van huren voor exploitanten is de bereidheid van hotelgasten om een bepaalde kamerprijs te betalen. Deze opbrengst ging voorheen naar de eigenaar van het vastgoed door middel van huur die exploitanten aan de eigenaar betaalden. Echter is door toenemende transparantie voor beleggers duidelijker geworden op welke locatie hotelondernemingen de beste cashflows door de jaren heen genereren. Mede hierdoor is de exploitatie van hotels een steeds betere investering geworden en zie je steeds vaker omzet gerelateerde huren. De huren worden dan vermenigvuldigd met een bepaald percentage van de omzet. Op deze manier lopen de huren meer synchroon met vraagontwikkelingen op de gebruikersmarkt.

8: Hoe wordt de hotelvastgoedwaarde bepaald en in hoeverre zijn de contractvormen hierop van invloed geweest?

De hotelvastgoedwaarde wordt bepaald door enerzijds de cashflow van de huur als basis voor de waarde van de hotelonderneming en anderzijds de vastgoedwaarde.

Omdat hotelvastgoed een exploitatie gebonden vastgoed betreft, geldt de cashflow van de huur als basis wat voor de belegging betaald wordt. Door middel van de Discounted Cash Flow methode wordt eerstgenoemde waarde geïndexeerd. Deze waarde wordt bij vaste huurcontracten berekend door de cashflow van de huren te verdisconteren naar een contante waarde. Bij omzet gerelateerde huren wordt deze huurstream vermenigvuldigd met een bepaalde factor maal het bedrijfsresultaat.

Daarnaast heb je de vastgoedwaarde. Dit is de basiswaarde en kan gezien worden als de waarde van het vastgoed als de hotelonderneming eraf wordt gehaald. Deze vastgoedwaarde kan aangemerkt worden als de vervangingswaarde, de waarde die voor het vastgoed wordt betaald voor bijvoorbeeld transformatie naar een appartementencomplex.

9: Is er volgens u door de jaren heen sprake geweest van een grotere invloed van externe omgevingsfactoren op de hotelvastgoedwaarde?

Ja, zo zijn de vliegtickets goedkoper geworden en is er meer concurrentiestrijd op vergelijkingssites. Daarnaast hebben politieke maatregelen invloed op de hotelvastgoedwaarde.

In de data-analyses is aangetoond dat de toegenomen huurprijs voor exploitanten is samengegaan met een stijging van de totale kameromzet. Echter is de toegenomen huurprijs eveneens samengegaan met een daling van de omzet per beschikbare kamer. Het wijst erop dat dit verschil in uitkomsten een gevolg moet zijn geweest van de toename van het aantal hotelkamers.

10: Wijst de stijging van de totale kameromzet terwijl de RevPAR is afgenomen op een schaalvergroting binnen de Nederlandse hotelvastgoedmarkt of is er sprake van een toenemende transparantie?

Dit verschijnsel lijkt toe te schrijven aan de toegenomen transparantie voor consumenten.

11: Denkt u dat, gezien de RevPAR een afnemende trend laat zien en het aanbod blijft stijgen, er in de toekomst wellicht sprake zal zijn van een overaanbod of denkt u dat het effect van een bubbel geabsorbeerd wordt door de markt?

Aangezien de gemiddelde RevPAR is afgenomen maar de gemiddelde bezettingsgraad stabiel is gebleven, is er mijns inziens geen sprake van aan overaanbod. Daarnaast gaat het macro-economisch erg goed waardoor het effect van een bubbel zullen worden opgevangen door de markt.

Hoe reageert vraag van exploitanten/hotelketens op nieuwbouw, zijn altijd meerdere belanghebbenden waardoor de huurprijzen voor exploitanten de afgelopen 10 jaar zijn gestegen of?

Ik weet niet of je dat zo kunt zeggen. In Nederland is onderscheid tussen de Amsterdamse markt en de rest van Nederland. Als je spreekt over de Amsterdamse situatie en nieuwbouw, als de markt er is en in Amsterdam is hij sterk aanwezig en groeit, en als hij groeit nog steeds sterk. De bezettingsgraad en kamerprijs blijft gehandhaafd, er blijft daarom markt. Er is een vraag naar nieuwe kamers. De hotelmarkt gaat in Amsterdam uit van een voortdurende stijging van toerisme, dat ertoe leidt dat de vraag van exploitanten meegroeit waardoor hotels worden aangekocht voor exploitatie.

In de rest van Nederland is de markt veel volatieler. Zo wordt het ook gezien door hotellerie. Je hebt verschil tussen sale-and-lease-back en sale-and-manage-back. Maar je hebt heel veel kopstukken die uit principe niet huren. Er zijn zelfs kopstukken die hebben gehuurd alleen naderhand hebben verkocht, om vervolgens op een managementvorm verder te gaan. Het maakt ze niet uit hoe de markt is maar ze willen niet huren. Geldt voor Marriott, Hilton en Starwood. Vaak wordt de markt gestuurd. Daar heb je soms niet anders, maar de top 5 internationaal ketens laten anderen huren en bij hun managementcontract afsluiten. Die trekken zich er niks van aan. Soms zijn het ketens die huren, maar ook steeds minder. Deze zijn nog weleens genegen om een huurcontract af te sluiten, maar hooguit in Amsterdam.

Hoe reageert de vraag van hotelgasten op nieuwbouw? Hoe snel is er een bezettingsgraad van 70%, is er sprake van uitdrukking van kleine spelers?

Nieuwbouw in Amsterdam is binnen 2 jaar op 'cruise speed', In grote steden is dat in 3-4 jaar en daarbuiten 5 jaar. Of kleine spelers hierdoor uit de markt worden gedrukt is betrekkelijk, kleine spelers storten zich op een ander segment, soms is het niet het geval omdat het andere producten zijn.

Door de toegenomen transparantie en opkomst van airbnb zijn de consumenten assertiever geworden, dit heeft geleid tot een hogere concurrentiestrijd waardoor RevPAR is afgenomen. Toch blijft nieuw aanbod op de markt komen, wanneer is volgens u de top bereikt? Zijn er macro economische factoren van invloed op het hotelaanbod?

Airbnb is op alle segmenten van invloed geweest. Het is een nieuwe categorie hotelkamers, deels uit vraag maar grotendeels keiharde concurrentie.

In hoeverre is er volgens u sprake van een overaanbod?

Geen, de markt zich daarin relatief zal reguleren. Vroeger was er wel een iemand die het voor de aardigheid deed, soms zijn die er nog maar eenlingen dat zijn er niet zoveel meer. Zelfs die laten zich vaak adviseren van joh dat kan scherper dat kan beter dat moet anders enzovoort. Of chinezen die ze inkopen op dingen zoals strategische inkoop. Chinezen kopen vooral strategisch in, Arabieren zijn grote strategische spelers, maar kopen vooral als 'trophy

asset'. Er zijn een aantal grote investeerders die ook in NH investeren ook in de top. Dan hebben ze een deel in eigendom, zeker in west Europa, maar spelen ze niet echt op de voorgrond. Hier in Europa bemoeien de Arabieren zich niet op de voorgrond. Chinezen hebben hele grote portefeuilles en investeren in Nederlands hotelvastgoed in strategisch belang.