

Een ideaal-model voor vastgoedselectie?

Een verkennend onderzoek ten behoeve van de vastgoedacquisitie voor besloten vastgoedfondsen.



S.H.J. van Vilsteren
Groningen, augustus 2005

Een ideaal-model van vastgoedselectie?

Een verkennend onderzoek ten behoeve van vastgoedacquisitie
voor besloten vastgoedfondsen.

S.H.J. van Vilsteren
Groningen, augustus 2005



Voorwoord

Besloten vastgoedfondsen worden door zowel particuliere als institutionele beleggers in toenemende mate gezien als een interessante vorm van beleggen. Om aan deze toenemende vraag te voldoen moeten bedrijven die dergelijke fondsen in de markt brengen steeds meer panden beoordelen. Hierdoor wordt het proces dat aan de beoordeling van de panden ten grondslag ligt vanzelfsprekend belangrijker. Momenteel vindt de beoordeling nog voor een groot deel op basis van subjectieve inzichten in de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt plaats. De ervaring en het onderbuikgevoel van de acquisiteur speelt hierbij een voorname rol.

De voorliggende scriptie is het resultaat van een verkennend onderzoek naar een meer rationeel en efficiënter beoordelingsproces. Daarbij is geprobeerd te komen tot een conceptueel ideaalmodel voor de waardering en selectie van kantoorpanden ten behoeve van de eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Het is hiermee de bedoeling geweest de complexe, doorgaans subjectieve beoordelingsmethode, inzichtelijk en objectiever te maken.

Deze scriptie is tot stand gekomen in het kader van een afstudeerstage bij vastgoedonderneming Hanzevast. Langs deze weg wil ik al mijn tijdelijke collega's bedanken voor de hulp en de interesse maar vooral voor de leerzame en sfeervolle afstudeerperiode.

Bij deze afronding van de Master Vastgoedkunde ben ik vanuit de Rijksuniversiteit Groningen begeleid door prof. dr. E.F. Nozeman. Ik wil hem bedanken voor zijn kritische blik, opbouwende commentaar en plezierige begeleiding.

Ook de benaderde personen van verschillende organisaties, die stuk voor stuk met hun deskundige oordeel een cruciale rol hebben gespeeld in dit onderzoek, wil ik graag bedanken voor de medewerking.

Tenslotte gaat mijn dank uit naar mijn vriendin, familie en vrienden die op z'n tijd hebben gezorgd voor een verfrissend perspectief, stimulerende prikkel of een welkome afleiding.

Sjoerd van Vilsteren
Groningen, 2005

Samenvatting

Aanleiding, doel en vraagstelling

Vastgoed wordt zeker de laatste jaren steeds meer als een interessante beleggingsvorm beschouwd. Deze ontwikkeling geldt met name ook voor de zogenaamde besloten vastgoedfondsen. Deze fondsen bieden beleggers de mogelijkheid te participeren in relatief kleine specifieke niet-beursgenoteerde beleggingsproposities. De verwachting is dat de positieve trend in het beleggen in dergelijke fondsen zich de komende jaren verder voort zal zetten. Dit omdat de interesse van zowel particuliere als institutionele beleggers in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen waarschijnlijk verder zal toenemen. Ondernemingen die dergelijke fondsen in de markt brengen zullen daarom steeds meer vastgoed krijgen aangeboden en moeten acquireren om aan de groeiende vraag te kunnen voldoen. Het gevolg hiervan is dat er onder meer door het bedrijf Hanzevast steeds meer panden geselecteerd en beoordeeld moeten worden. Het beoordelingsproces gericht op deze selectie wordt daarom vanzelfsprekend steeds belangrijker. Momenteel vindt de beoordeling nog voor een groot deel op basis van subjectieve inzichten in de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt plaats. Daarbij komt dat het proces dat een acquireur voor deze beoordeling doorloopt nooit inzichtelijk is vastgelegd. Naar aanleiding hiervan is in dit onderzoek de volgende hoofdvraag geformuleerd:

Hoe kan het beoordelingssysteem voor de selectie van kantoorpanden ten behoeve plaatsing in besloten vastgoedfondsen inzichtelijk en efficiënter worden vormgegeven? Is het mogelijk deze selectie objectiever plaats te laten vinden en tegelijk de kwaliteit van de beoordeling van de geselecteerde panden als investeringsobjecten tenminste op gelijk niveau te houden?

De doelstelling van het onderzoek is te komen tot een conceptueel ideaalmodel voor de waardering en selectie van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen. Hierbij is het de bedoeling de complexe, doorgaans subjectieve beoordelingsmethode objectiever te maken.

Om deze doelstellingen te halen en daarmee de hoofdvraag van het onderzoek te beantwoorden is gebruik gemaakt van volgende vier onderzoeksvragen:

- *Welke beoordelingscriteria van een pand zijn van belang bij de selectie ten behoeve van plaatsing in een besloten vastgoedfonds?*
- *Welk informatieniveau dienen de criteria te hebben alvorens een onderbouwd besluit kan worden genomen met betrekking tot de investering in een pand?*
- *Hoe kan het besluitvormingssysteem, nadat het een verbeterde invulling heeft gekregen, zodanig vorm worden gegeven dat ook de gebruiksvriendelijkheid, en daarmee de efficiëntie, nog verder wordt verbeterd?*
- *In hoeverre leidt het conceptuele ideaalmodel tot een efficiëntere selectie van kantoorpanden ten behoeve van plaatsing in besloten vastgoedfondsen?*

De antwoorden op deze onderzoeksvragen geven vorm aan een conceptueel model voor de beoordeling van kantoorpanden, welke vervolgens wordt vergeleken met de praktijk. Hiermee is in kaart gebracht hoe het beoordelingsproces van kantoorpanden objectiever plaats kan vinden en efficiënter kan worden vormgegeven.

Om tot redelijk gefundeerde antwoorden op de bovenstaande onderzoeksvragen te komen is eerst een uitvoerige literatuurstudie verricht. Hierbij zijn diverse bronnen geraadpleegd. De literatuurstudie is hoofdzakelijk gericht op het verkrijgen van inzicht in de theoretische achtergronden van de beoordeling en selectie van vastgoed, in het bijzonder in dat van kantoorpanden voor besloten vastgoedfondsen.

De criteria en de invulling

De eerste deelvraag van het onderzoek is erop gericht duidelijkheid te verschaffen in welke criteria van belang zijn om een goed selectieoordeel te kunnen geven over of een pand

geschikt is voor plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Om tot een gefundeerd inzicht te komen in welke criteria dit zijn is bij tien deskundigen op het gebied van de waardering, acquisitie en belegging in kantoorpanden een interview afgenomen. De resultaten van deze interviews hebben geleid tot een zogenaamd intersubjectief oordeel van experts. Hierin komt onder meer de overeenstemming in de gegeven oordelen naar voren over welke criteria belangrijk zijn bij de beoordeling van een kantoorpand. De zogenaamde Real Estate Norm heeft in de interviews een belangrijke basis gevormd.

Hierna is met betrekking tot de tweede onderzoeksvraag onderzocht welk informatieniveau de criteria dienen te hebben om een objectief oordeel te kunnen geven over een pand. Naast de inhoud van de Real Estate Norm is hiervoor wederom de kennis van de experts door middel van gesprekken geraadpleegd.

De resultaten van dit deel van het onderzoek vormen de inhoud van tabellen 4.1 en 4.2 op respectievelijk pagina 30 en 34 van het rapport. Hierin staan in de linker rij, verdeeld over verschillende categorieën, de criteria die het antwoord vormen op de eerste onderzoeksvraag. Per categorie staan de belangrijkste criteria bovenaan en zijn de criteria tussen de haakjes van minder groot belang bij de beoordeling. Wat betreft de fysieke criteria is verder gebleken dat die in de categorie 'omgeving' het zwaarst en die in de categorieën 'werkplek' en 'facilitaire ruimten' het minst zwaar zouden moeten meewegen bij de beoordeling.

In de rechter rij vormt de gewenste objectieve invulling van de betreffende criteria het antwoord op de tweede onderzoeksvraag.

De vormgeving

Ook is tijdens de gesprekken ten behoeve van het antwoord op de tweede onderzoeksvraag aandacht besteed aan de vormgeving van het proces gericht op een efficiëntie van het beoordelingsmodel. Hierbij is met name aandacht besteed aan de vraag of fasering en segmentering het beoordelingsproces mogelijk efficiënter kunnen maken. Gebleken is dat een voorselectie kan voorkomen dat er onnodige tijd wordt gestoken in een pand dat voor een besloten vastgoedfonds oninteressant is. Daarnaast is gebleken dat ook een segmentering van het vervolproces de efficiëntie kan bevorderen. Door op basis van de lengte van het huurcontract bepaalde criteria in meer of mindere mate bij de beoordeling een rol te laten spelen vindt een kwalitatief betere en tevens efficiëntere beoordeling plaats.

In combinatie met de antwoorden op de voorgaande onderzoeksvragen heeft de fasering en segmentering geresulteerd in een conceptueel model voor de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van besloten vastgoedfondsen. Een schematische weergave van het model staat weergegeven in figuur 4.1 op pagina 36 van het rapport.

Vergelijking met de praktijk en aanpassing van het model

Tenslotte is met het doel invulling te geven aan de vierde en laatste onderzoeksvraag de koppeling gemaakt tussen het ingevulde en vormgegeven beoordelingsmodel en de praktijk. Dit is gedaan door van drie aan het bedrijf Hanzevast aangeboden kantoorobjecten het beoordelingsproces en de criteria die hierbij een belangrijke rol hebben gespeeld in kaart te brengen en te vergelijken met het ontwikkelde model. Hiertoe zijn de nodige gegevens uit ter beschikking gestelde dossiers gehaald en is voor aanvullende informatie contact geweest met de betrokken acquisiteurs van het bedrijf. Bij deze koppeling bleek het conceptuele model niet geheel overeen te komen met het beoordelingsproces in de praktijk. Deze verschillen worden gedeeltelijk veroorzaakt doordat de kantorenmarkt minder rechtlijnig blijkt te zijn dan bij het ontwikkelen van het model is verondersteld. Daarnaast lijkt het beoordelingsproces in de praktijk voor een groot deel bepaald te worden door de ervaring van de specifieke acquisiteur. Uit de vergelijking met de praktijk zijn een aantal aanpassingen met betrekking tot de fasering en segmentering van het ontwikkelde model van belang gebleken. Deze aanpassingen resulteren in een beter bruikbaar beoordelingsmodel en de daarbij behorende herziene checklist zoals weergegeven in figuur 5.1 en tabel 5.1 op pagina 48 en 49 in het vijfde hoofdstuk van het rapport.

Het uiteindelijke model en de bijbehorende checklist waarin de antwoorden op de vier onderzoeksvragen zijn verwerkt kunnen gezien worden als een aanzienlijke benadering van het ideaal-model waarnaar in dit onderzoek is gestreefd. In het onderzoek is echter ook

duidelijk geworden dat de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen een vrij complex proces is. Een belangrijk deel van de efficiëntie in dit proces wordt bereikt door de ervaring van de acquireurs. Het belang van deze ervaring en het ad hoc redeneren van de acquireur mogen zeker niet onderschat worden.

Uiteindelijk mag geconcludeerd worden dat de beoogde doelstelling van dit onderzoek met deze constatering voor een belangrijk deel is gerealiseerd.

Inhoudsopgave

Pagina

Voorwoord

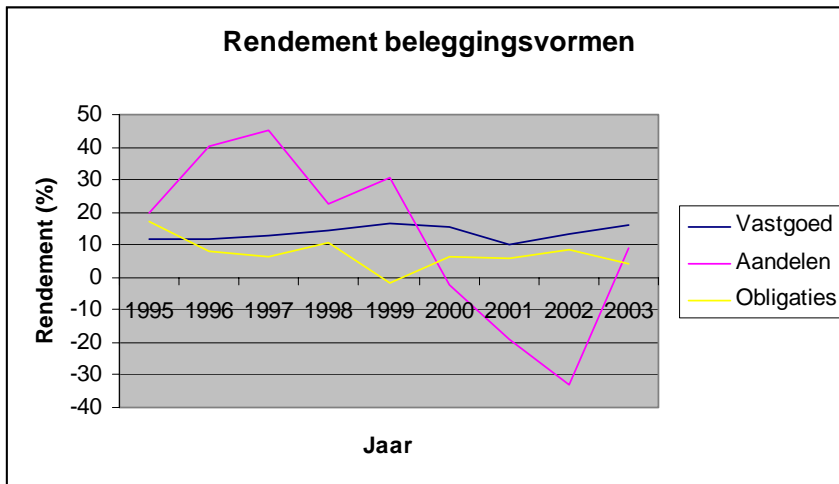
Samenvatting

1.	Onderzoeksvraag en specifieke context	2
1.1	Introductie van de onderzoeksvraag	2
1.2	Hanzevast en MPC Capital	3
1.3	Probleemveld	3
1.4	Doel- en vraagstelling	4
1.5	Relevantie onderzoek	4
1.6	Onderzoeksmethode	5
1.7	Leeswijzer	6
2.	Achtergronden bij het beoordelen van kantoorpanden	7
2.1	Inleiding	7
2.2	De Nederlandse kantorenmarkt	7
2.3	Vastgoedfondsen	13
2.4	Waardering vastgoedobjecten	14
2.5	Huisvestingswaarde	16
2.6	Beleggingswaarde	17
2.7	Hypothetisch beoordelingsmodel	17
3.	De criteria	19
3.1	Inleiding	19
3.2	Aanpak	19
3.3	Resultaten	20
3.4	De criteria	25
4.	Invulling van het model	28
4.1	Inleiding	28
4.2	De voorselectie	28
4.3	Beoordeling bij langdurige huurcontracten	29
4.4	Beoordeling bij kortlopende huurcontracten	33
4.5	Het conceptmodel	36
4.6	Verdere beperking van de subjectieve beoordeling	36
4.7	Aandachtspunten bij toepassing van het model	37
5.	De koppeling naar de praktijk	39
5.1	Inleiding	39
5.2	Kantoor "Gebouw B" te Haarlem	39
5.3	Kantoor Stationsplein Sliedrecht	41
5.4	Kantoor Laan Nieuw Oost Indië te Den Haag	43
5.5	Vergelijking van het ontwikkeld model met de praktijk	45
5.6	Het aangepaste beoordelingsmodel	47
6.	Conclusies	50
6.1	Inleiding	50
6.2	'Een ideaal-model van vastgoedselectie?'	50
6.3	De deelconclusies	51
6.4	Evaluatie onderzoek	56
6.5	Aanbevelingen voor vervolgonderzoek	57
Literatuur		58
Bijlagen		

1. Onderzoeksvraag en specifieke context

1.1 Introductie van de onderzoeksvraag

De particuliere of institutionele belegger kan zijn kapitaal op verschillende manieren investeren in de verwachting een direct of indirect rendement te hebben dat hoger is dan de inflatie. Hij heeft hierbij grofweg de keuze te investeren in obligaties, in aandelen of in vastgoed. De belangrijkste verschillen tussen deze vormen van beleggen hebben afgezien van de aard van het beleggingsobject betrekking op het risico en het rendement van de investering en komen naar voren in grafiek 1.1.



Grafiek 1.1: Ontwikkeling rendement (bron: CBS, 2005)

Obligaties bieden de belegger een laag risico, maar zoals uit de grafiek blijkt ook een betrekkelijk laag rendement in vergelijking met aandelen en vastgoed.

Voor aandelen leek daarentegen gedurende de economische hausse van het eind van het vorige decennium 'the sky the limit'. Toen deze economische golf de afgelopen jaren echter begon af te vlakken en zelfs een neerwaartse lijn begon te vertonen bleek het risico van het beleggen in aandelen ook vrij groot. Investeerders zagen in enkele maanden de waarde van hun investering sterk verminderen.

Investerings in vastgoed blijken veel minder last te hebben van deze economische tegenwind. Dit komt naar voren in onder meer onderzoek door het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS, 2005). Zoals de bovenstaande grafiek 1.1 weergeeft laat het rendement van vastgoed een constant, gunstig niveau zien.

De relatief gunstige verhouding van risico en rendement maakt vastgoed tot een interessant beleggingsobject. Het is mogelijk op verschillende manieren te beleggen in vastgoed. In feite belegt iedereen die een woonhuis koopt in vastgoed en bouwt hiermee vermogen op door de waardestijging van het object en de aflossing op de hypotheekschuld. De eigen woning is een vorm van direct beleggen in vastgoed. Naast dit 'beleggen in stenen' kan de belegger indirect beleggen in beursgenoteerde vastgoedfondsen en besloten fondsen in de vorm van een CV of maatschap. In de theoretische verkenningen voor dit onderzoek, die in het volgende hoofdstuk aan bod komen, zal nader op de verschillende manieren van beleggen in vastgoed worden ingegaan.

In de belangstelling voor het beleggen in vastgoed is een stijgende trend te constateren. Daarbij speelt het beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen een belangrijke rol. Vergeleken met de extreme waardedalingen van aandelen, waaronder ook beursgenoteerde vastgoedfondsen, is het segment niet-beursgenoteerd beleggen in vastgoed in de periode 1998 tot 2003 relatief snel toegenomen ten opzichte van het totale investeringsvolume (74% vs. 55%). Dit is gebleken uit onderzoek van DTZ Zadelhoff (2005) naar de Europese beleggingsmarkt.

Werd in Nederland in 1999 nog zo'n €100 miljoen geïnvesteerd in vastgoed-CV's en maatschappen, in 2004 was dit jaarlijks geïnvesteerde vermogen bijna verdrievoudigd tot circa €290 miljoen (Van Boom, 2005).

Uit de resultaten van een jaarlijks onderzoek van PropertyNL komt naar voren dat deze groei zich niet alleen vertaalt in een toename van het aantal maatschappen of CV's die jaarlijks het licht zien; de gemiddelde vastgoedmaatschap of -CV is ook groter geworden. In 2000 legden beleggers gemiddeld €3,4 miljoen in één maatschap of CV in. Dit gemiddelde ingelegde eigen vermogen was in 2004 ruimschoots verdubbeld tot €7,4 miljoen (Hentenaar, 2004).

De opmars van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen van de afgelopen jaren lijkt de komende jaren door te zetten. Vastgoedonderneming Jones Lang LaSalle (2005) voorziet voor de korte en middellange termijn een aanhoudend grote interesse voor vastgoed dat tot uiting zal komen in nieuwe hoge transactievolumes. Zowel Van Gool (2002) als Van Enk (2004) beschrijven in artikelen in het magazine van PropertyNL dat de interesse van particuliere en institutionele beleggers in besloten niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen naar alle waarschijnlijkheid de komende jaren verder zal toenemen.

Deze trend betekent dat ondernemingen die dergelijke fondsen in de markt brengen steeds meer vastgoed krijgen aangeboden en meer moeten acquireren. Dit houdt bovendien in dat steeds meer panden geselecteerd en beoordeeld dienen te worden.

Dit beoordelings- en selectieproces voor panden ten behoeve van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen staat in dit onderzoek centraal.

1.2 Hanzevast en MPC Capital

Dit onderzoek wordt uitgevoerd in het kader van de Masterstudie Vastgoedkunde bij vastgoedonderneming Hanzevast Holding B.V.. De bovenstaande ontwikkeling wordt ook door dit bedrijf geconstateerd. Het Groningse Hanzevast is de asset manager van de vastgoedmaatschappij MPC Capital, één van de grootste aanbieders van besloten vastgoedfondsen in Nederland. Hanzevast is verantwoordelijk voor de selectie en het beheer van voornamelijk Nederlandse kantoorobjecten voor zowel de Nederlandse als de Duitse MPC Capital vastgoedfondsen. Eén van de belangrijkste BV's die onder de Hanzevast Holding vallen is Hanzevast Beleggingen.

Deze afdeling houdt zich naast de selectie en acquisitie van panden als potentiële beleggingsobjecten, bezig met gerelateerde aspecten zoals de ligging, de huurders, de potenties van het gebouw en de omgeving. Hanzevast Beleggingen verzorgt de analyse van de propositie, inclusief externe taxaties, controle op huurovereenkomsten, bouwtechnische inspecties en inspecties van vervuilingrisico's en veiligheidseisen. Ook het betalingsgedrag van de huurders en toekomstige planontwikkelingen worden hier geïnventariseerd.

1.3 Probleemveld

Eerder in dit hoofdstuk kwam al naar voren dat het jaarlijks geïnvesteerde vermogen in Nederlandse besloten vastgoedfondsen sinds 1999 bijna verdrievoudigd is en dat deze stijgende trend zich ook in de toekomst hoogstwaarschijnlijk zal voortzetten. Dit betekent dat er jaarlijks (onder meer door MPC Capital) een groter aantal fondsen in de markt gezet wordt en ook meer geschikte panden geselecteerd moeten worden.

Omdat iedere onderneming die dergelijke fondsen in de markt brengt het beloofde goede rendement op de belegging wil waarmaken aan zijn participanten is de selectie van de juiste panden van groot belang.

Ten behoeve van deze selectie kunnen panden op diverse manieren aan de hand van een groot aantal verschillende aspecten beoordeeld worden. Deze beoordeling vindt momenteel nog voor een groot deel plaats op basis van subjectieve inzichten in ontwikkelingen op de vastgoedmarkt. Daarnaast is het proces dat een acquireur voor deze beoordeling doorloopt niet inzichtelijk vastgelegd. Het zogenaamde 'onderbuikgevoel' van de potentiële koper speelt nog een belangrijke rol bij de beoordeling en selectie.

De directie van MPC Capital en Hanzevast is van mening dat er in de methode voor de selectie van kantoorpanden een aanzienlijke efficiëntieslag te maken is. De methode dient inzichtelijker, objectiever én gebruiksvriendelijker gemaakt te worden.

Een verbetering van de beoordelingsmethode van kantoorpanden zou ertoe moeten leiden dat aan de jaarlijks toenemende behoefte aan kantoorpanden ten behoeve van het groeiende investeringsvermogen kan worden voldaan.

In de literatuur over de vastgoedwetenschappen wordt uitvoerig gerapporteerd over taxatie- en waarderingsmethoden van vastgoedobjecten en de achtergronden waarop die zijn gebaseerd. Daarbij geven verschillende auteurs opsommingen van aspecten die voor de beoordeling van een kantoorpand van belang zijn of van kenmerken van kantoorpanden die door verschillende soorten gebruikers als belangrijke vestigingsplaatsfactoren worden gezien. De wetenschappelijke aandacht voor de beoordeling van kantoorpanden met het oog op de selectie van panden als beleggingsobjecten is tot op heden echter nog beperkt gebleven. De beoordeling ten behoeve van het plaatsen in een specifiekere vorm van belegging - in besloten vastgoedfondsen - is nog minder onderwerp van wetenschappelijk onderzoek geweest.

1.4 Doel- en vraagstelling

Het hierboven beschreven probleemveld vormt de aanleiding voor het formuleren van de volgende vraagstelling van het onderzoek:

Hoe kan het beoordelingssysteem voor de selectie van kantoorpanden ten behoeve plaatsing in besloten vastgoedfondsen inzichtelijk en efficiënter worden vormgegeven? Is het mogelijk de selectie objectiever plaats te laten vinden en tegelijk de kwaliteit van de beoordeling van de geselecteerde panden als investeringsobjecten tenminste op gelijk niveau te houden?

Het is de doelstelling om in dit onderzoek te komen tot een rationeel conceptueel ideaal-model voor de beoordeling en selectie van kantoorpanden ten behoeve van plaatsing in besloten vastgoedfondsen. Hierbij is het met name de bedoeling de complexe, in de gangbare praktijk doorgaans subjectieve beoordelingswijzen objectiever te maken. Om op een gestructureerde wijze tot een gefundeerd antwoord op deze vraagstelling en tot een conceptueel model te komen is een aantal deelvragen opgesteld:

- *Welke beoordelingscriteria van een pand zijn van belang bij de selectie ten behoeve van plaatsing in een besloten vastgoedfonds?*
- *Welk informatieniveau dienen de criteria te hebben alvorens een onderbouwd besluit kan worden genomen met betrekking tot de investering in een pand?*
- *Hoe kan het besluitvormingssysteem, nadat het een verbeterde invulling heeft gekregen, zodanig vorm worden gegeven dat ook de gebruiksvriendelijkheid (incl. de overdraagbaarheid), en daarmee de efficiëntie, wordt verbeterd?*
- *In hoeverre leidt het zodanig uitgewerkte conceptuele ideaal-model tot een efficiëntere selectie van kantoorpanden ten behoeve van plaatsing in besloten vastgoedfondsen?*

1.5 Relevantie onderzoek

Zoals hierboven staat beschreven is het beoogde eindresultaat van het onderzoek een rationeel en efficiënter model voor de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen. In het gebruik van dit model schuilt vanzelfsprekend de praktische relevantie van het onderzoek. Voortaan kunnen op een efficiëntere en meer objectieve manier kwalitatief goede kantoorpanden worden geselecteerd. Dit levert niet alleen voordeel op voor Hanzevast en MPC Capital, maar ook de investeerders in de fondsen, de huurders van de panden en vergelijkbare vastgoedondernemingen kunnen hiervan meeprofiteren.

Een dergelijk beoordelingsmodel heeft voor een organisatie als Hanzevast nog een tweetal bijkomende voordelen. Deze voordelen hebben te maken met het feit dat met het onderzoek wordt bereikt dat het acquisitieproces gestructureerd in beeld wordt gebracht. Dit is voor een groeiende vastgoedonderneming als Hanzevast intern van belang. Daarbij biedt het in de

communicatie van acquireurs met relaties zoals makelaars en verkopers veel duidelijkheid.

Bovendien zorgt het rationele model er bij het aantrekken van nieuwe acquireurs voor dat hen snel inzichtelijk te maken is hoe bij de acquisitie van panden het beoordelingsproces in elkaar zit. Dit kan de inwerkperiode verkorten en zorgt er bovendien voor dat het makkelijker is het proces kritisch te bekijken, verdere verbeterpunten te constateren en op te nemen in de procedures.

De wetenschappelijke relevantie van het onderzoek is er vooral in gelegen dat het onderzoek een aspect van de vastgoedwetenschappen belicht dat tot op heden nog beperkt onderwerp van onderzoek is geweest. Gezien de verwachting van verschillende deskundigen en vastgoedondernemingen zoals Jones Lang LaSalle dat in de toekomst de aandacht voor besloten vastgoedfondsen verder zal toenemen is meer wetenschappelijke aandacht relevant.

Er is veel literatuur en wetenschappelijke aandacht voor de beoordeling van kantoorpanden met het oog op de waardetaxatie ervan in euro's, bijvoorbeeld ten behoeve van de bepaling van de OZB (zie o.a. Ten Have (1997)).

Door institutionele beleggers (verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen) worden panden hoofdzakelijk op basis van wiskundige modellen aan de hand van zaken als aanvangsrendementen, kasstromen en constante waarden gewaardeerd als beleggingsobject (zie o.a. Geltner & Miller (2001)). Bij deze waardering zijn enkel financiële aspecten van een pand van belang. Net als bij de taxatie worden ook de resultaten van deze waardering in financiële grootheden weergegeven.

De waarde van een kantoorpand ten behoeve van plaatsing in een besloten vastgoedfonds, zoals MPC Capital deze bijvoorbeeld in de markt brengt, is moeilijk in één concreet getal weer te geven. De waardering of beoordeling met dit doel wordt nu veelal bepaald op basis van ervaring en het hierbij verkregen, al eerder genoemde 'onderbuikgevoel' van de acquireur. In deze tot op heden vrij subjectieve waarderingmethode lijkt op basis van een intersubjectief oordeel van experts wel degelijk een slag te maken in de objectiviteit en efficiëntie. De werkwijze om tot deze objectievere methode te komen vormt het onderwerp van de volgende paragraaf.

1.6 Onderzoeksmethode

Het onderzoek is erop gericht een conceptueel ideaal-model te vormen voor de beoordeling en waardering van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen. Gezien de beperkte wetenschappelijke aandacht tot op heden zal een verkennend onderzoek worden gedaan naar het inzichtelijk maken en verbeteren van de methode. Het doen van een verkennend of exploratief onderzoek is voor het beantwoorden van de hoofdvraag waardevol omdat door de beperkte wetenschappelijke kennis slechts vermoedens bestaan over resultaten waar het onderzoek toe zal leiden. Een dergelijk onderzoek zal volgens Baarda en De Goede (2001) duidelijkheid scheppen in de vermoedens door ze te bevestigen of te weerleggen. Indien bij de start van het onderzoek een volledig 'blanco' perspectief zou bestaan over de mogelijke resultaten van het onderzoek zou een beschrijvend onderzoek meer op zijn plaats zijn geweest.

Daartegenover staat dat er over de beoordeling van besloten vastgoedfondsen nog geen uitgewerkte theorieën bestaan, waardoor een toetsend onderzoek ook niet mogelijk is. Een exploratief onderzoek is voor de vraagstelling van dit onderzoek de meest passende methode omdat er veel praktijken zijn die met elkaar kunnen worden vergeleken. Daarnaast is de expertise aanwezig bij deskundigen.

Het feit dat bij aanvang van het onderzoek over de richting van de uitkomst slechts vermoedens bestaan heeft echter ook onzekerheid tot gevolg en maakt het vooraf vaststellen van een concrete werkwijze moeilijk. Er is hierdoor een aanzienlijke kans dat de onderzoeksopzet, zoals die hieronder staat beschreven, tijdens het onderzoek wijzigingen zal ondergaan. (vgl. Baarda & De Goede, 2001)

Het onderzoek kan worden onderverdeeld in een aantal stappen:

(1) Om tot redelijk gefundeerde antwoorden op de onderzoeksvragen te komen zal als eerste stap een literatuurstudie worden verricht. Hierbij worden diverse bronnen geraadpleegd. De literatuurstudie is hoofdzakelijk gericht op het verkrijgen van inzicht in de theoretische achtergronden van de waardering en selectie van vastgoed, en in het bijzonder kantoorpanden, voor besloten vastgoedfondsen. Daarbij wordt tevens het wat,

hoe en waarom van de verschillende bestaande beoordelings- en waarderingsmethoden bestudeerd.

(2) Naast de literatuurstudie wordt als tweede onderzoeksstap een aantal interviews afgenomen. Dit wordt gedaan om een beeld te krijgen van wat verschillende deskundigen op het gebied van waardering, acquisitie en belegging van/in kantoorpanden als belangrijke selectiecriteria beschouwen. De doelstelling hiervan is de individuele oordelen en meningen van de deskundigen te combineren om zo te komen tot een zogenaamd intersubjectief oordeel van de experts. De zogenaamde Real Estate Norm fungeert hierbij als een belangrijke basis. Hiervoor is een vragenlijst ontworpen die zal worden doorgenomen met een vooraf geselecteerd panel van experts. Dit expertpanel bestaat uit zowel een aantal deskundigen binnen de organisaties van Hanzevast en MPC Capital als uit externe experts bij vooraanstaande internationaal opererende vastgoedondernemingen. Een overzicht van de benaderde experts is als bijlage A aan dit rapport toegevoegd.

(3) Nadat een overzicht is verkregen van welke criteria voor de selectie van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen van belang zijn is de derde stap in het onderzoek gezet. Hierbij wordt onderzocht welk informatieniveau de criteria dienen te hebben om een goede selectie te maken. Hiervoor wordt naast de inhoud van de Real Estate Norm wederom de kennis van de experts gebruikt.

(4) Tijdens de gesprekken die gevoerd zijn voor de vorige onderzoeksstap wordt eveneens aandacht besteed aan de eventuele segmentering en fasering van het proces om een verdere efficiëntie van het beoordelingsmodel te bewerkstelligen. In combinatie met de voorgaande onderzoeksstappen zal dit resulteren in een conceptueel ideaal-model voor de beoordeling van kantoorpanden.

(5) Tenslotte zal het ontwikkelde conceptuele model worden vergeleken met de gangbare beoordelingspraktijk. Daartoe zal het ontwikkelde beoordelingsmodel worden afgezet tegen een drietal cases waarbij recent kantoorpanden zijn beoordeeld die zijn aangeboden bij Hanzevast. Deze laatste stap in het onderzoek heeft als functie het ontwikkelde model door eventuele aanpassingen nog te verbeteren.

1.7 Leeswijzer

Ter afsluiting van dit inleidende hoofdstuk zal de opbouw van dit rapport worden toegelicht. In het hierna volgende hoofdstuk 2 worden de resultaten van de literatuurstudie besproken. Hierin komen de theoretische achtergronden van beleggen in besloten vastgoedfondsen en de waardering en selectie van kantoorpanden ten behoeve van deze fondsen aan bod.

Hoofdstuk 3 van dit rapport geeft een beschrijving van hetgeen tijdens de interviews aan de orde is gekomen. Op grond van de uitkomsten van de interviews is een lijst van criteria opgesteld die van belang zijn om een goed selectieoordeel te kunnen geven over de geschiktheid van een pand voor plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Ook enkele opvallende verschillen in de uitkomsten zullen hier aan bod komen.

In hoofdstuk 4 wordt de wenselijke invulling van de criteria beschreven met het oog op een objectieve beoordeling van een pand. Ook zal aan bod komen hoe de criteria in een gesegmenteerd en gefaseerd model zijn vormgegeven tot efficiënte methode voor de selectie en beoordeling van kantoorpanden.

De koppeling van het ontwikkelde beoordelingsmodel met de praktijk en de aanpassingen die op basis van deze vergelijking in het ontwikkelde model nodig blijken, zullen in het vijfde hoofdstuk worden beschreven.

Het rapport zal in de vorm van hoofdstuk 6 concluderend worden afgesloten. Ook komen in dit hoofdstuk de evaluatie van het gevoerde onderzoek en de aanbevelingen voor vervolgonderzoek aan bod.

2. Achtergronden bij het beoordelen van kantoorpanden

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komen de theoretische achtergronden van dit onderzoek aan bod. Allereerst zal worden ingegaan op de markt van commercieel vastgoed en de kenmerken van de kantorenmarkt. Vervolgens zal het begrip vastgoedfonds worden toegelicht waarna de aandacht vooral uitgaat naar de beoordeling van vastgoedobjecten. Verschillende waarderingsmethoden en de criteria die daarbij een rol spelen komen aan de orde. Omdat voor de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een gesloten vastgoedfonds naast de (taxatie)waarde in euro's ook de waarde als huisvestingsobject en als beleggingsobject van belang zijn, zal ook hier in dit hoofdstuk aandacht naar uit gaan. Het hoofdstuk sluit af met een waarderingsmodel dat op basis van de theoretische achtergronden voor dit onderzoek het best bruikbaar lijkt voor de beoordeling van panden. Het kan worden gezien als een hypothetisch vertrekpunt voor het praktijkgerichte vervolg van het onderzoek.

2.2 De Nederlandse kantorenmarkt

2.2.1 *Ontwikkeling van de vastgoedmarkt*

Voor het begrip van de huidige markt van vastgoed, ook wel de onroerend-goedmarkt genoemd, is het praktisch eerst een inzicht te krijgen in de ontwikkelingen die deze markt door de jaren heen heeft doorgemaakt. Weisz (1999) verschaft een overzichtelijk beeld van deze ontwikkelingen door de geschiedenis van de vastgoedmarkt onder te verdelen in een aantal perioden.

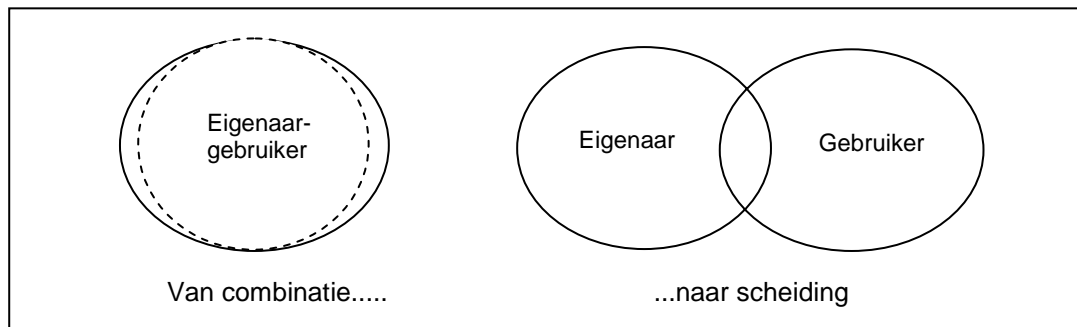
De eerste periode loopt van 1550 tot 1650 en wordt gekenmerkt door een economische bevolkingsgroei in West-Europa. De economische groei ging onder meer gepaard met een stijging van de grondprijzen als gevolg van de toename van het gemiddeld besteedbaar inkomen. Het effect van stijgende grondprijzen werd versterkt door een toenemende vraag als gevolg van de bevolkingsgroei. Dit was een oorzaak van verschillende stedelijke uitbreidingen in Nederland in die periode.

In het daaropvolgende tijdvak van 1650 tot 1750 liep de West-Europese economie, waaronder die van Nederland, sterk terug. Dit had een daling van zowel de bevolkingsgroei als het prijspeil tot gevolg. De prijsdaling gold vanzelfsprekend ook voor onroerende goederen zoals grond en gebouwen. Een uitzondering hierop vormde Amsterdam, dat in die tijd als centrum van de wereldhandel geen prijsdaling in het vastgoed liet zien. Deze ontwikkeling kan worden toegeschreven aan de grotere vraag naar representatieve woningen door het patriciaat, kooplieden, bankiers en renteniers, welke naast deze woningen vaak ook nog in het bezit waren van grote landerijen (Weisz, 1999).

De derde periode van 1750 tot 1850 liet weer een stijgende economische lijn zien. De geldhoeveelheid nam toe waarmee ook het prijspeil van roerende en onroerende goederen steeg. Amsterdam verloor haar positie als wereldhandelscentrum waardoor de vastgoedprijzen in deze stad wederom een tegengestelde, ditmaal negatieve, ontwikkeling lieten zien.

Gedurende de vierde periode van 1850 tot 1914 liet de economie een behoud van de stijgende lijn zien. Het op gang komen van de Nederlandse industrie en de introductie van de stoomlocomotief en het stoomschip verbeterden de transportmogelijkheden en kunnen als belangrijke factoren voor deze gunstige voortzetting worden gezien. Het grootste deel van de bedrijven bleef echter 'aan huis' waardoor het aandeel (multifunctionele) woningen de overhand had in de onroerend-goedmarkt. In deze woningmarkt werd in die tijd overigens ook al voorzichtig belegd, vaak door particulieren in de eigen woonplaats. Tussen 1914 en 1940 liet de economie sterke schommelingen zien. De waarde van het onroerend goed ging hierin mee. Opvallend was de veranderende samenstelling van de Nederlandse vastgoedvoorraad. Er verrees steeds meer specifieke bedrijfsgebouwen zoals fabriekshallen, kantoorpanden en warenhuizen, gebouwd in opdracht van de eigenaargebruiker. Voor het eerst in de geschiedenis belegden ook institutionele beleggers op kleine schaal in onroerend goed. De onroerend goed beleggingsmarkt werd in die tijd echter nog gedomineerd door het particuliere beleggen in (multifunctionele) woningen. De laatste periode, van de Tweede Wereldoorlog tot nu, laat een groei zien in vele opzichten. Zowel de bevolking, de economie, de mobiliteit als de voorraad woningen en

andere gebouwen groeiden in een hoog tempo. Door de verdere ontwikkeling van de industrie- en dienstensector veranderde Nederland van een voornamelijk agrarische samenleving in een gediversificeerde maatschappij. De voorraad onroerend goed veranderde zowel van samenstelling als van omvang. Wat betreft de samenstelling van de markt heeft de toenemende behoefte van bedrijven naar flexibiliteit geleid tot een overgang van koop naar huur. Veel bedrijven investeerden hun schaarse middelen liever in kernactiviteiten dan in huisvesting. Het onroerend goed, en met name het kantoorsegment als gevolg van de groei van de dienstensector, liet een toename van de huurvraag zien. In de vastgoedmarkt ontstond in deze periode een toenemende behoefte aan het scheiden van eigendom en gebruik. Zoals in figuur 2.1 schematisch is weergegeven veranderde de markt van één met overwegend eigenaar-gebruikers naar één met vooral afzonderlijke eigenaren en gebruikers.



Figuur 2.1: Onderscheid eigendom en gebruik (bron: Schütte, 2002).

In de vastgoedmarkt is wat betreft de omvang de afgelopen eeuw een forse schaalvergroting te constateren. Vastgoedprojecten nemen in omvang toe, enerzijds doordat meer objecten in één project worden gebundeld, zoals woonwijken, en anderzijds doordat de panden zelf groter worden, bijvoorbeeld bij kantoren. De toenemende schaalvergroting heeft tot gevolg gehad dat de particuliere beleggers steeds meer plaats moesten maken voor institutionele beleggers die wél over de middelen beschikten voor grote investeringen. Uit de indexcijfers in de onderstaande tabel 2.1 wordt duidelijk dat de ontwikkelingen die de vastgoedmarkt sinds 1950 heeft doorgemaakt niet zijn te vergelijken met de voorgaande perioden.

	1876	1914	1939	1950	1976	1990
bevolking	100	160	230	260	360	390
woningen / 100 inwoners	100	100	120	110	160	190
industriële productie	100	120	260	920	1770	2290
prijsindex gezinsconsumptie	100	100	120	300	1000	1580
lonen	100	160	320	790	5540	8070
bouwkosten	100	110	140	470	2510	3950
waarde onroerend goed	100	100	130	350	2000	2800

Tabel 2.1: Ontwikkeling factoren vastgoedmarkt (bron: Weisz, 1999)

Bedrijfsgebouwen kregen, naast de gebruiksfunctie, als beleggingsobject een tweede - commerciële - functie. Hierdoor ontstaat ook het begrip *commerciële vastgoed*, dat vooral gebruikt wordt voor kantoor- en winkelruimte in de huursector (Kohnstamm, 1994).

2.2.2 Definitie en kenmerken van de vastgoedmarkt

De vastgoedmarkt kan volgens Schütte (2002) worden gedefinieerd als de markt waarin de vraag en het aanbod van commerciële vastgoedobjecten plaatsvindt. Ontwikkelaars, beleggers en gebruikers wikkelen onderling allerlei koop- en huurtransacties af. De markt bestaat uit een diverse verzameling van grond en gebouwen. Al deze gebouwen hebben als functie het huisvesten van kantoorhoudende organisaties, winkelbedrijven en andere bedrijfsmatige gebruikers.

Op basis van de wetenschappelijke literatuur (zie o.a. Kohnstamm (1994), Schütte (2002), Weisz (1999)) kan aan vastgoed en de markt van commercieel onroerend goed een aantal

kenmerken worden toegedeeld. De belangrijkste kenmerken zullen hieronder puntsgewijs worden opgesomd.

- Om te beginnen is onroerend goed, zoals de naam al zegt, *plaatsgebonden*. Hierdoor valt de keuze van een gebouw samen met een locatiekeuze;
- De *lange levensduur* van vastgoedobjecten heeft tot gevolg dat nieuwbouwprojecten niet alleen onderling concurreren, maar ook met een voorraad oude panden die technisch gezien nog in een goede staat verkeren. De levensduur van de grond waarop het gebouw is gelegen kan zelfs als oneindig worden beschouwd;
- Door de *lange ontwikkelingstijd* zijn vraag en aanbod vaak moeilijk in evenwicht te brengen. De zogenaamde 'varkenscyclus' is een berucht fenomeen in de vastgoedbranche. De vraag naar bijvoorbeeld kantoren levert een aanbod op. Tegen de tijd dat dit aanbod daadwerkelijk geproduceerd is kunnen de marktomstandigheden echter veranderd zijn. Hierdoor is vastgoed op de korte termijn relatief prijsinelastisch;
- Vastgoed kent relatief *hoge eenheidsprijzen*: per producteenheid is een forse investering nodig;
- Onder meer als gevolg van de hoge eenheidsprijzen wordt onroerend goed per tijdeenheid *weinig verhandeld*;
- Niet alleen het object zelf is kostbaar, door de extra kosten van makelaar, notaris, overdrachtsbelasting en dergelijke is er doorgaans ook sprake van *hoge transactiekosten*;
- Het is een *heterogeen product*. Door de geografische locatie, de aard van het gebouw, de technische staat en de huurders is ieder gebouw uniek;
- Er is geen sprake van één markt van onroerend goed maar van een *groot aantal deelmarkten* met eigen karakteristieken, die per locatie en per soort onroerend goed kunnen verschillen;
- Als gevolg van het beperkt aantal transacties per deelmarkt, die meestal onderhands één op één worden afgesloten, en het ontbreken van een doorlopende prijsvorming is de markt van onroerend goed relatief *ondoorzichtig*;
- De markt wordt niet alleen bepaald door vraag en aanbod maar ook door het *overheidsbeleid* en ontwikkelingen in de omgeving;
- In de vorm van grond is onroerend goed een van de oorspronkelijke productiemiddelen, naast arbeid en kapitaal. Het is echter naast productiemiddel ook vermogensobject, waarbij het als belegging kan fungeren. Dit laatste aspect komt in dit onderzoek nog uitvoerig aan bod.

De meeste van de hierboven opgesomde kenmerken kunnen per vastgoedobject sterk verschillen. Zo zal bijvoorbeeld de ontwikkelingstijd van een veel verdiepingen tellend hoogwaardig kantoorpand ongetwijfeld langer zijn dan van een hoofdzakelijk uit golfplaten opgebouwde distributieloods.

Een aantal van de kenmerken maakt onroerend goed tot een interessant beleggingsobject. Op het beleggingsaspect van onroerend goed zal later in dit hoofdstuk nader worden ingegaan. Eerst zal echter aandacht worden besteed aan de deelmarkt kantoren als onderwerp van dit onderzoek. Ook zullen de actoren die in deze kantorenmarkt een rol spelen aan bod komen.

2.2.3 De kantorenmarkt als segment van de vastgoedmarkt

Hierboven kwam al aan bod dat een vastgoedobject geen uniform goed is. De vastgoedmarkt kan op verschillende wijzen worden onderscheiden. Dit onderscheid kan gemaakt worden op basis van geografische ligging of naar de aard van het gebruik van het gebouw. Ook binnen de markt voor gebouwen vallen volgens Weisz (1999) deelmarkten te onderscheiden. Zo kunnen gebouwen worden onderscheiden naar nieuw of gebruikt, het soort gebruik of naar het verhandeld product, verhuurbare ruimte of beleggingsobjecten. Het is gebruikelijk een onderverdeling te maken binnen de markt voor gebouwd commercieel onroerend goed. Hierbij wordt doorgaans een onderscheid gemaakt tussen de winkelmarkt, de woningmarkt, de markt voor bedrijfsruimten en de kantorenmarkt. Omdat dit onderzoek zich enkel richt op de kantorenmarkt, worden de winkel- en woningmarkt en de markt voor bedrijfsruimten hier buiten beschouwing gelaten.

Voordat zal worden ingegaan op de kantorenmarkt is het van belang dat duidelijk is wat onder het begrip 'kantoor' wordt verstaan in dit onderzoek. Op basis van een jaarlijkse publicatie van Bak, senior onderzoeker bij CB Richard Ellis, wordt onder een kantoor verstaan:

'een ruimtelijk zelfstandige eenheid die grotendeel in gebruik is of te gebruiken is voor bureaugebonden werkzaamheden of ondersteunende activiteiten'. (Bak, 2004)

Onder dit begrip vallen derhalve niet de kantoren die zich in fabrieken, bedrijfsgebouwen, ziekenhuizen en universiteiten bevinden.

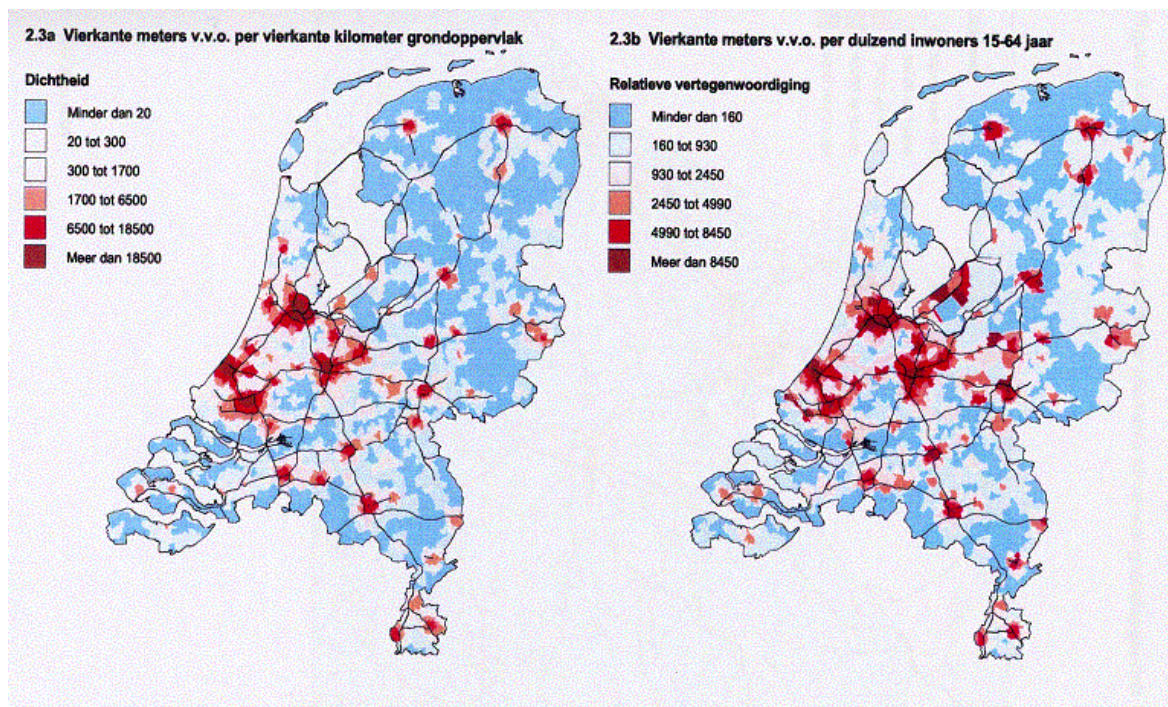
Wat betreft het overheidsbeleid gericht op deze kantoren is aan het eind van de jaren tachtig een overgang in gang gezet van verspreide kantoorhuisvesting in de binnenstad naar de huisvesting op afgebakende kantoorzones in en om de steden. Hierbij was de concentratie van kantoorgebruikers met voorzieningen en infrastructuur van belang. Met name stations werden als aantrekkelijke kantorenlocaties aangewezen.

In de Vijfde Nota Ruimte wordt deze ontwikkeling van de specifieke kantorenlocaties weer teruggedraaid en wordt gestimuleerd de verschillende functies zoveel mogelijk te integreren in de ruimte. Wonen, werken, winkelen en recreëren worden gebundeld om de leefbaarheid van de verschillende gebieden te vergroten en het aantal verkeersbewegingen te beperken (Schütte, 2002). Vanzelfsprekend hebben deze ontwikkelingen invloed op de markt van kantoren.

De kantorenmarkt kan worden onderverdeeld in een verhuurmarkt, waarop ruimte voor huisvesting te huur wordt gevraagd en aangeboden, en een koopmarkt, waarin onroerend goed als investerings- of beleggingsobject wordt gevraagd en aangeboden. Op deze laatste markt komt de daadwerkelijke prijs van het onroerend goed zélf tot stand. Dit onderzoek richt zich wat betreft de kantorenmarkt op het waarderingproces waarin de prijs van onroerend goed als beleggingsobject tot stand komt.

Voor kantoren wordt de prijs uitgedrukt in € per m² verhuurbaar vloeroppervlak (v.v.o.). Volgens cijfers van Vastgoedconsultant CB Richard Ellis bedragen de huidige prijzen voor kantoorruimte in Nederland gemiddeld rond de €150,- per m² v.v.o.. Hierbij dient vermeld te worden dat er sprake is van een beperkte marge naar beneden, maar voor sommige locaties forse afwijkingen naar boven. Zo kent de nationale toplocatie voor kantoren, de Amsterdamse Zuidas, prijzen van meer dan het dubbele per m² v.v.o. (o.b.v. cijfers DTZ Zadelhoff, 2004). Als gevolg van de hoge grondprijzen in de Randstad ontstaan zogenaamde 'uitwijklocaties' die naast een lage grondprijs vaak ook betere parkeerfaciliteiten, bereikbaarheid, uitbreidingsmogelijkheden en de aanwezigheid van geschikt personeel als voordelen hebben.

Volgens Van Boom (2005) beslaat de totale Nederlandse kantorenvoorraad begin 2005 circa 43 miljoen vierkante meter. Gegeven deze hoeveelheid komt dit, op basis van de cijfers van Bak over de gemiddelde kantoor grootte, neer op 13 a 14 duizend kantoorpanden. Ongeveer driekwart van de kantoorbevolking is geconcentreerd in gemeenten met meer dan 50.000 inwoners (Ten Have, 1997). Deze specifieke spreiding komt duidelijk naar voren in figuur 2.2. Wat betreft de voorraad kantoren ligt het zwaartepunt duidelijk in de Randstad.



Figuur 2.2: Verdeling kantoren over Nederland (bron: TNO Inro, 2000)

De voorraad kantoren kenmerkt zich in toenemende mate door strakke functionele vormgeving. Hierbij is beeldkwaliteit een belangrijke rol gaan spelen. Verder worden de kantoren tegenwoordig uitgerust met klimaatinstallaties, uitgebreide ICT-faciliteiten en is de indeling gericht op maximale flexibiliteit. Als gevolg van de toenemende mobiliteit en gebrek aan ruimte is in vergelijking met een tiental jaren geleden het aantal parkeerplaatsen per kantoorgebruiker flink onder druk komen te staan. Wat betreft de gebruikers van kantoren wordt er in toenemende mate gehuurd in plaats van gekocht. De verhouding tussen huur en eigendom is momenteel ongeveer fiftyfifty (Schütte, 2002). Er zijn naast huurders en eigenaren nog een aantal andere actoren aan te wijzen die een rol van betekenis spelen in de kantorenmarkt. Op de actoren wordt in de volgende subparagraaf nader ingegaan.

2.2.4 Actoren in de kantorenmarkt

Kohnstamm (1994) geeft een overzicht van de actoren die actief zijn op de vastgoedmarkt. In principe zijn dezelfde actoren ook betrokken in de kantorenmarkt als deelmarkt van het onroerend goed. De groei-ontwikkeling van de vastgoedmarkt, zoals deze al is beschreven, heeft ook een toename van het aantal actoren tot gevolg gehad. Aan de aanbodzijde van de markt zijn projectontwikkelaars, consultants, beleggers, makelaars, financiers en bouwondernemingen actief. Ook spelen overheden een niet te onderschatten rol in het aanbod. De vraagkant van de markt bestaat vanzelfsprekend uit organisaties die op zoek zijn naar nieuwe kantooruimte, vaak bijgestaan door adviseurs en makelaars. Hieronder volgen de voornaamste actoren in de kantorenmarkt en een beknopte omschrijving van de rol die ieder in deze markt speelt.

Projectontwikkelaars houden zich voornamelijk bezig met de voorbereiding en realisatie van gebouwen, met als doel deze met winst te verkopen. Een ontwikkelaar verwerft interessante bouwlocaties, coördineert de planontwikkeling en het realisatieproces en draagt hierbij een betrekkelijk hoog risico met het doel winst te maken. De activiteiten van een ontwikkelaar kunnen bestaan uit nieuwbouw (eventueel met sloop vooraf) en herontwikkeling (mogelijk met functiewijziging). Een ontwikkelaar kan hierbij besluiten de feitelijke bouw of herontwikkeling door een aannemer te laten uitvoeren.

De *vastgoedconsultant* verricht verschillende adviserende taken voor diverse opdrachtgevers. Deze taken kunnen variëren van het maken van een programma van eisen en verrichten van projectmanagementwerkzaamheden tot het adviseren bij locatiekeuze en het begeleiden van strategisch portefeuillemanagement. Een consultant kan werken in opdracht van een projectontwikkelaar, maar kan ook in dienst zijn bij een adviesbureau.

De rol van de *makelaar* is in de eerste plaats het bemiddelen bij huur- en kooptransacties voor zowel vragers als aanbieders op de vastgoedmarkt. Makelaars fungeren niet alleen als intermediair tussen vrager en aanbieder maar in toenemende mate vaak ook als adviseurs, dit advies kan tijdens alle fasen worden uitgebracht.

De ontwikkeling of aankoop van de meeste vastgoedobjecten wordt gedeeltelijk gefinancierd met een lening van een externe *financier*. Vaak zijn dit algemene banken of gespecialiseerde hypotheekbanken. Er wordt enerzijds van dit vreemde vermogen gebruik gemaakt omdat er onvoldoende eigen vermogen beschikbaar is. Anderzijds willen de ontwikkelaar en belegger door middel van het gebruik van vreemd vermogen het zogenaamde hefboomeffect creëren. Doordat het rendement van een vastgoedinvestering vaak hoger is dan de rente die voor de lening bij de financier wordt betaald stijgt het rendement op het geïnvesteerde eigen vermogen naarmate het aandeel vreemd vermogen in de totale investering toeneemt.

De rol van verschillende *overheden* in de kantorenmarkt mag niet worden onderschat. Zij stellen de ruimtelijke randvoorwaarden vast, onder andere met behulp van bestemmingsplannen. Dit geldt met name voor nieuw te ontwikkelen kantoorpanden. Door het vormen van beleid hebben zowel lagere als hogere overheden betrekkelijk veel invloed op de vastgoedmarkt.

De *aannemer* is verantwoordelijk voor de feitelijke realisatie van een nieuw vastgoedproject. Het is vanuit het oogpunt van de bedrijfscontinuïteit van cruciaal belang voor de aannemer om voldoende bouwopdrachten binnen te halen. De hierboven genoemde projectontwikkelaar is vaak de opdrachtgever van de aannemer. Behalve bij de realisatie van de objecten zelf is de aannemer verder niet bij kantoren als marktobject betrokken.

Een grote verscheidenheid aan *adviseurs* is betrokken bij de kantorenmarkt om de gebruikers en ondernemingen in vastgoed bij te staan tijdens belangrijke beslismomenten of op structurele basis. Het advies dat deze partij geeft varieert van hulp bij vestigingskeuze tot fiscaaljuridische raad.

De rol van *vastgoedbeheerders* is het in stand houden van een gebouw. Vastgoedbeheer is naar omzet en werkgelegenheid gemeten een omvangrijke bedrijfstak. Veel eigenaren hebben hun pand(en) nog zelf in beheer. Bij grote organisaties is de oude huismeesterfunctie uitgegroeid tot professioneel facility management, wat vervolgens weer in toenemende mate wordt uitbesteed aan gespecialiseerde bedrijven. De actorengroep *beleggers* op de kantorenmarkt kan verder worden opgedeeld in een aantal groepen.

Een eerste groep vormen de zogenaamde *institutionele beleggers* zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Deze hebben als doel het behalen van een zo hoog mogelijk rendement op de ingelegde toevertrouwde middelen om zodoende aan de toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Naast obligaties en aandelen beleggen institutionele beleggers doorgaans zo'n 10 a 15 % van hun vermogen in de derde vorm van belegging; vastgoed, waaronder kantoren.

Een andere groep beleggers bestaat uit een aantal specifieke vastgoedfondsen die uitsluitend in vastgoed beleggen. De meeste van deze fondsen zijn beursgenoteerd en de aandelen van deze fondsen zijn grotendeels in handen van de institutionele beleggers die hiermee indirect in vastgoed beleggen. De rest van het investeren in open en besloten vastgoedfondsen wordt door particuliere beleggers gedaan.

Met betrekking tot de aanleiding van het onderzoek zou het samenwerkingsverband tussen Hanzevast en MPC Capital geplaats kunnen worden in de laatste twee genoemde actorengroepen binnen de kantorenmarkt. De hoofdfunctie van Hanzevast is het selecteren en beheren van de panden die bij MPC Capital in zogenaamde vastgoedfondsen zijn geplaats.

Het beleggen in en het functioneren van deze vastgoedfondsen zijn onderwerpen van de volgende paragraaf.

2.3 Vastgoedfondsen

In vastgoed kan op verschillende manieren worden belegd. Naast het direct beleggen in vastgoed, ofwel het daadwerkelijk investeren in stenen door bijvoorbeeld een tweede huis te kopen, kan indirect belegd worden in vastgoedfondsen.

De basis van deze vastgoedfondsen ligt in de hiervoor al besproken periode na de Tweede Wereldoorlog. In subparagraaf 2.2.1 kwam bij de beschrijving van de ontwikkeling van de vastgoedmarkt al naar voren dat in deze periode het beleggen in vastgoed, zoals we dat nu kennen, is ontstaan. Deze periode werd gekarakteriseerd door een schaalvergroting die als gevolg van de economische groei in verschillende opzichten plaatsvond. De verandering in de gebouwenvoorraad die voor de oorlog was ingezet nam grotere proporties aan in de periode erna. Steeds meer en grotere specifieke bedrijfsgebouwen zijn verrezen. Dit had tot gevolg dat de tot dan toe voornamelijk particuliere beleggers grotendeels uit de markt zijn verdrongen door beleggers die wél over de middelen beschikten voor de grote investeringen. Deze groep institutionele beleggers bestond voornamelijk uit verzekeraars en pensioensfondsen die in eerste instantie voornamelijk in woningen belegden. Geleidelijk werd meer in commercieel onroerend goed belegd.

In de loop van de jaren '70 meldden zich ook de onroerend-goedbeleggingsinstellingen (ogb's) als belangrijke partij op de vastgoedmarkt. Ze boden kleine beleggers, zoals particulieren maar ook kleine en middelgrote institutionele beleggers, de mogelijkheid om middels fondsen 'indirect' in onroerend goed te beleggen. Volgens De Kousemeaker (1998) is beleggen in vastgoed echter in vergelijking tot obligaties en aandelen als beleggingsobject momenteel nog steeds minder populair. Dit lijkt de laatste jaren in positieve zin te veranderen, evenals de wetenschappelijke aandacht en beeldvorming van vastgoed als belegging.

In de loop van de jaren is een deel van de ogb's aan de beurs genoteerd (Rodamco, VastNed, Corio etc.). Een andere groep koos ervoor dit niet te doen (o.a. vastgoedmaatschappen). Hierdoor is een onderscheid ontstaan tussen zogenaamde 'open' en 'gesloten fondsen' waarin belegd kan worden (Weisz, 1999). De selectie van vastgoedobjecten voor dergelijke fondsen is onderwerp van dit onderzoek. Daarom zal hierna nader worden ingegaan op deze fondsen.

2.3.1 Open (beursgenoteerde) vastgoedfondsen

Het merendeel van de grote groep aan de beursgenoteerde beleggingsfondsen belegt in aandelen of vastrentende waarden. Aan de beurs van Amsterdam zijn echter ook een aantal zogenaamde vastgoedbeleggingsfondsen genoteerd die enkel beleggen in vastgoedobjecten. De portefeuilles waarin deze objecten zijn opgenomen zijn vaak zeer omvangrijk en de balanstotalen van dergelijke vastgoedbeleggingsfondsen bedragen dan ook niet uitzonderlijk meerdere miljarden euro's (Boissevain, 2002). Een ontwikkeling met betrekking tot deze fondsen is dat in toenemende mate wordt gespecialiseerd binnen een van de sectoren van de vastgoedmarkt. Daarbij wordt in de fondsen steeds meer een internationale context gekozen. De wereldwijde beurswaarde van dergelijke beursgenoteerde vastgoedfondsen kwam eind 2004 overeen met ruim €450 miljard. De totale beurswaarde van Nederlandse vastgoedbeleggers is circa €13 miljard (Van Boom, 2005). Beleggers die in het bezit zijn van aandelen in deze vaak zeer grote fondsen zoals de hiervoor al genoemde Rodamco, VastNed en Corio investeren in de vastgoedmarkt als geheel met een risicoreductie door spreiding van de portefeuille als gevolg. Deze aspecten sluiten aan bij een aantal van de macrotrends die door Nozeman (2001) sinds de jaren negentig in de vastgoedsector zijn geconstateerd.

Om de stemming van de vastgoedfondsen op de beurs weer te geven is naar analogie van de AEX-index de zogenaamde AKX-index ontworpen. Hierin wordt de beursontwikkeling van een groot aantal van de voornaamste onroerend-goedfondsen geïndexeerd.

2.3.2 Besloten vastgoedfondsen

De zogenaamde besloten fondsen vormen het alternatief voor de hierboven besproken beursfondsen en bieden beleggers de mogelijkheid te participeren in relatief kleine specifieke beleggingsproposities. Deze fondsen kennen een prospectusplicht wanneer ze buiten besloten kring worden aangeboden. Dergelijke prospectussen dienen door De

Nederlandse Bank te worden beoordeeld alvorens beleggers mogen worden geworven. De beleggers vormen vervolgens een 'vaste' transparante fiscale groep in de vorm van een maatschap of een commanditaire vennootschap (CV). Dit maakt het toe- en uittreden bij deze fondsen moeilijk.

De portefeuille bestaat doorgaans uit een beperkt aantal, mogelijk nog te ontwikkelen projecten die buiten de landsgrenzen gelegen kunnen zijn (Boissevain, 2002). In totaal is er in Nederland de afgelopen zes jaar circa €3,3 miljard in deze vastgoed-CV's geïnvesteerd (Van Boom, 2005). Een van de grotere aanbieders van dergelijke CV's met voornamelijk kantoren is MPC. Hanzevast beheert en selecteert in opdracht van MPC de objecten die in de fondsen worden opgenomen. Voor deze selectie van vastgoedobjecten is het van belang dat er een juiste waardering plaatsvindt. Op de waardering van onroerend goed en de methoden die hiervoor in de wetenschappelijke literatuur worden genoemd zal in de volgende paragraaf worden ingegaan.

De onderstaande Tabel 2.2 vormt een vergelijkend en samenvattend overzicht van de drie soorten vastgoedbeleggingen.

Directe vastgoedbeleggingen	Open vastgoedfondsen	Besloten vastgoedfondsen (CV's of maatschappen)
- geen spreiding	- grote spreiding	- geen of beperkte spreiding
- hoog risico/rendement profiel	- laag risico / rendementprofiel	- gemiddeld risico/rendement profiel
- lage beheerskosten	- hoge beheerskosten	- gemiddelde beheerskosten
- lage verhandelbaarheid	- relatief grote verhandelbaarheid	- beperkte verhandelbaarheid
- transparante structuur	- intransparante structuur	- transparante structuur
- belegger verwerft eigendom	- beleggers verwerven geen eigendom	- beleggers verwerven eigendom
- veel invloed op het beleid	- geen invloed beleggers	- invloed op beleid
- managementtaken zelf uitvoeren	- fondsbeheerder verricht alle managementtaken	- managementtaken opdragen aan beheerder

Tabel 2.2: overzicht soorten vastgoedbeleggingen (bron: Van Boom, 2005)

2.4 Waardering vastgoedobjecten

Ten Have (1997), deskundige op het gebied van waardering van onroerend goed, stelt in zijn boek *Taxatieleer Onroerende Zaken* dat de waardering van een vastgoedobject afhankelijk is van het doel dat door de opdrachtgever met de waardering heeft. Deze doelen kunnen aanzienlijk verschillen.

Zonder uitputtend te willen zijn, kunnen onder meer de volgende doelen voor vastgoedwaardering worden onderscheiden:

1. Waardebepaling met het oog op aankoop:
 - o Aankoop voor eigen gebruik;
 - o Aankoop voor belegging;
 - o Aankoop voor projectontwikkeling;
2. Waardebepaling met het oog op verkoop:
 - o Onvoorwaardelijke verkoop;
 - o Verkoop met het recht op terugkopen;
3. Waardebepaling met het oog op aanhuren;
4. Waardebepaling met het oog op verhuren;
5. Waardebepaling in verband met het vaststellen van de jaarrekening;
6. Waardebepaling verband houdende met fusiebesprekingen;
7. Waardebepaling in verband met belastingaangifte of bezwaarschrift;
8. Waardebepaling met het oog op de financiering onder hypothecair verband;
9. Waardebepaling om de hoogte van het verzekerde bedrag vast te stellen;
10. Waardebepaling met het oog op het verkrijgen van garanties;
11. Waardebepaling verband houdende met arbitrage;
12. Waardebepaling in verband met onteigening;
13. Waardebepaling in verband met ruilverkaveling;
14. Waardebepaling ingevolge wettelijke bepalingen.

Uit de genoemde opsomming kan worden geconcludeerd dat de redenen van taxeren nogal uiteen kunnen lopen. Vanzelfsprekend zijn er naar aanleiding van de doelen van de waardering ook verschillende waarderingmethoden ontwikkeld en in gebruik. Deze methoden kunnen volgens Ten Have (1997) worden onderverdeeld in vier hoofdgroepen:

1. De comparatieve benadering kenmerkt zich door een object te waarderen aan de hand van vergelijkbare objecten;
2. De kostenbenadering is gebaseerd op de productiekosten, vermeerderd met de prijs voor de grond en eventueel gecorrigeerd met afschrijvingen;
3. De veronderstelling dat een onroerende zaak als het ware een eigen inkomen genereert vormt de basis van de inkomstenbenadering;
4. De wettelijke benadering is ontstaan uit de specifieke kijk die de Nederlandse wetgever op de waarde van onroerende zaken heeft.

Voortbouwend op dit viertal benaderingen onderscheidt Weisz (1999) twee benaderingen voor de waardebeoordeling van onroerend goed, te weten de comparatieve en de inkomstenbenadering. Hierna zullen aan de hand van deze twee benaderingen een aantal van de in de wetenschappelijke literatuur veel beschreven methoden worden besproken, aangevuld met nog twee methoden die voor het onderzoek mogelijk van belang zijn. Voor een meer uitgebreide selectie van methoden kunnen de in deze paragraaf genoemde wetenschappelijke bronnen worden geraadpleegd.

2.4.1 *De comparatieve benadering*

Comparatieve methode

De meest gebruikelijke methode voor het bepalen van de waarde van een vastgoedobject is, evenals op de meeste financiële markten, de comparatieve methode. Hierbij wordt de waarde van een object gebaseerd op basis van een aantal vergelijkbare objecten waarvan de recente transactieprijs bekend is. Door de waarde van de referentieprojecten terug te brengen naar een vaste rekeneenheid (meestal m² of m³) kan de waarde van het te waarderen object worden bepaald. De benodigde hoeveelheid, recentheid en vergelijkbaarheid van de referentieobjecten voor een goede waardering is niet eenvoudig vast te stellen.

Er kleven aan de comparatieve methode als vastgoedwaarderingmethode een aantal voor- en nadelen. De methode is in principe eenvoudig en goed bruikbaar voor courant onroerend goed. Ook kan door de eenvoud van de methode over de waardering van een object relatief gemakkelijk gecommuniceerd worden. De methode leent zich minder goed voor minder courante goederen of schommelende markten. Het gegeven dat de vastgoedmarkt juist gekenmerkt is door het heterogene karakter van haar goederen maakt de comparatieve methode minder geschikt als waarderingmethode voor vastgoedobjecten (Uittenbogaard, 1996).

2.4.2 *De inkomstenbenadering*

BAR- en NAR-methode

De Bruto Aanvangsrendement (BAR) –methode houdt in dat de actuele waarde van een pand wordt bepaald door de lopende bruto aanvangshuur van een object op jaarbasis te kapitaliseren. Dit wordt gedaan door de huur te vermenigvuldigen met een kapitalisatiefactor of door de huur te delen door een rentevoet of yield. Omdat de yield en de kapitalisatiefactor elkaars reciproke zijn, maakt het gebruik van een van beide geen verschil op de uitkomst. De waarde van de yield en de kapitalisatiefactor hebben grote invloed op de waardering van het object en verschillen per markt en categorie onroerend goed, maar kan volgens Weisz (1999) binnen de categorie weer verschillen als gevolg van:

- verschillen in locatie en/of technisch-commerciële kwaliteit van het object;
- de exploitatiekosten en netto huuropbrengst;
- de mate van beheersintensiteit;
- de fiscale situatie en structuur;
- de kwaliteit van de huurders;
- de onderhoudsgevoeligheid;
- de resterende looptijd van het huurcontract;
- het huurniveau ten opzichte van de markthuur.

Het is duidelijk dat het bepalen van de waarde van de yield en van de kapitalisatiefactor de moeilijkste, maar tevens belangrijkste aspecten van deze methode zijn.

Een verbeterde – maar in de praktijk minder gebruikte - versie van de BAR-methode is de Netto Aanvangsrendement (NAR) –methode waarin ook de exploitatiekosten van een gebouw worden meegenomen voor de waardering. In plaats van de bruto aanvangshuur in de waardering te betrekken, zoals in de BAR-methode gebeurt, wordt in de NAR-methode de netto aanvangshuur gebruikt (Weisz, 1999).

DCF-methode

In de Discounted Cashflow (DCF) –methode wordt de actuele waarde van de toekomstige resultaten uit exploitatie meegenomen in de waardering. Voor de DCF-analyse dienen alle inkomsten en uitgaven over de looptijd te worden meegenomen in de waardering. De voorspelling van de inkomsten en uitgaven wordt moeilijker naargelang de looptijd van een object langer wordt. Omdat er aan het einde van de looptijd van een vastgoedobject vaak nog sprake is van een zekere restwaarde dient deze in de berekening te worden meegenomen als inkomstenstroom. Bij gebruik van de DCF-methode wordt inzicht verkregen in de gevoeligheden van het werkelijk rendement van bijvoorbeeld een belegging. Vaak heeft een kleine aanpassing van enkele aannames of uitgangspunten grote gevolgen.

De in deze paragraaf besproken waarderingmethoden hebben een absolute waarde in euro's als resultaat. Bij de waardering van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds spelen de huisvestingswaarde en de beleggingswaarde echter ook een rol. Deze zullen in de volgende paragraaf besproken worden.

2.5 Huisvestingswaarde

Naast de waarde van een kantoorpand in euro's heeft een dergelijk pand de functie een onderneming of organisatie te huisvesten. Vanzelfsprekend zijn voor de huisvestingswaarde van een kantoorpand hoofdzakelijk die fysieke aspecten van belang die de gebruiker van het pand belangrijk vindt. Een gedetailleerde vorm voor het bepalen van de huisvestingswaarde is de zogenaamde Real Estate Norm (kortweg: REN).

Het opstellen van deze REN is een initiatief van projectmanagementkantoor Starke Diekstra en makelaarskantoren DTZ Zadelhoff en Jones Lang Wootton (tegenwoordig Jones Lang LaSalle). Deze internationale onroerend goed adviseurs constateerden dat er behoefte was aan een hulpmiddel om de kwaliteit van kantorenlocaties en –gebouwen te kunnen vergelijken. De eenduidige en ondubbelzinnige norm was nodig om de communicatie tussen gebruikers van kantoren enerzijds en professionele vastgoedpartijen, huisvestings- en bouwspecialisten anderzijds te verbeteren.

In tegenstelling tot de hiervoor besproken methoden, waarin panden hoofdzakelijk werden gewaardeerd aan de hand van financiële aspecten, richt de REN zich enkel op praktische kwaliteitsaspecten. De norm is niet meer dan een gestructureerde lijst van gestandaardiseerde kwaliteitsaspecten. Het resultaat van de REN-norm is, in tegenstelling tot de hiervoor besproken waarderingmethoden, niet een geldbedrag maar een score. De lijst kwaliteitsaspecten bevat echter aspecten die voor de prijsvorming van een pand ook van belang zijn. Een paar voorbeelden uit de lijst zijn de capaciteit van de parkeerplaatsen, het voorzieningenniveau van multimedia en de afstand van het gebouw tot winkels voor de dagelijkse behoeften.

De twee delen van de lijst zijn onderverdeeld in vijf hoofdcategorieën gericht op de kwaliteitswaardering van de omgeving, het perceel, het gebouw in het algemeen, de werkplek en de facilitaire ruimten. Alle aspecten in deze hoofdgroepen kunnen ingevuld worden aan de hand van een vijftal nauw omschreven kwaliteitsniveaus. Aan de aspecten kan door de gebruikers nog een wegingsfactor worden toegekend naar gelang deze specifieke aspecten van een pand of de omgeving van groter of minder groot belang acht voor zijn of haar individuele situatie (Stevens, 1993).

Schütte (2002) en Louw (1996) noemen enkele kritiepunten op de REN; deze concentreren zich voornamelijk op de methodiek. Nadelig voor het resultaat van de norm in één score is dat goede en slechte scores van verschillende kwaliteitsaspecten van een pand elkaar compenseren. Dit kan tot gevolg hebben dat een aantal vergeleken panden alle eindigen op een eindscore van 6,5, en daarmee vallen de verschillen dus weg.

De Real Estate Norm kent een groot aantal criteria waaraan de huisvestingswaarde van een kantoorpand wordt bepaald. Er is echter een aantal factoren dat door veel kantoorhoudende bedrijven als extra belangrijk wordt beschouwd bij de keuze van een specifiek kantoor op een bepaalde locatie.

Naar deze belangrijkste vestigingsplaatsfactoren zijn verschillende wetenschappelijke onderzoeken gedaan. Zo is uit een onderzoek geïnitieerd door DTZ Zadelhoff en Twynstra en Gudde en uitgevoerd door de Stichting voor Economisch Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam naar voren gekomen dat de belangrijkste vestigingsplaatscriteria voor kantoorhoudende organisaties zijn: de parkeergelegenheid, de (multifunctionele) bereikbaarheid en de ligging (SOE, 2002).

2.6 Beleggingswaarde

Naast de functie huisvesting voor één of meer kantoorhoudende organisaties heeft een kantoorpand ook een functie als beleggingsobject. Ook met deze functie dient bij de waardering van een vastgoedobject rekening te worden gehouden.

In hoofdstuk 1 kwam al naar voren dat de doelstelling van een belegging is over een bepaald geïnvesteerd kapitaal een hoger direct of indirect rendement te hebben dan de inflatie. Ofwel, het is de bedoeling dat een bepaalde hoeveelheid kapitaal door de belegging meer in waarde stijgt dan de kosten van de gemiddelde uitgaven stijgen.

De twee belangrijkste aspecten hierbij zijn het rendement van de belegging en het risico dat hier tegenover staat.

Het rendement op commercieel vastgoed kan worden opgedeeld in het directe (huur)rendement op basis van de exploitatie en het indirecte rendement als gevolg van de vermogensgroei of -daling. Het directe rendement komt tot stand op basis van de huurinkomsten minus de instandhoudingskosten van het onroerend goed. Het indirecte rendement bestaat uit valutaschommelingen, verkoopwinst en op- en afwaarderingen als gevolg van periodieke taxaties. Het behaalde rendement, op een commercieel vastgoedobject ofwel de beleggingswaarde is volgens Van Boom (2005) onder andere afhankelijk van de koopprijs, de BAR, de ligging, het huurniveau en het beheer. Het risico kan worden beschreven als de kans dat dit beoogde rendement niet wordt behaald.

Beleggen in onroerend goed kent leegstand, debiteuren, onderhoud, financiering, valuta, huuruitval, politiek en verkoop als risicobepalende factoren (Van Boom, 2005). Valutawisselingen, de politiek en de economische trend zijn moeilijk per afzonderlijk vastgoedobject te bepalen. Andere risicobepalende aspecten van een vastgoedobject zoals de leegstand en de kwaliteit van de huurder kunnen echter goed bij de beleggingswaarde van een specifiek vastgoedobject worden meegenomen.

Voor de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds dienen derhalve naast de (taxatie)waarde in euro's en de aspecten die bepalend zijn voor de huisvestingswaarde ook een aantal beleggingswaardecriteria aandacht te krijgen.

Op basis van alle hierboven aan de hand van de literatuur besproken criteria voor de beoordeling van een kantoorpand zou een hypothetisch waarderingsmodel kunnen worden gevormd. Hierop zal in de volgende paragraaf nader worden ingegaan.

2.7 Hypothetisch beoordelingsmodel

In de hoofdvraag komt naar voren dat het beoogde eindresultaat van het onderzoek een efficiënte objectievere methode voor de beoordeling van kantoorpanden is. Voordat in het vervolg van dit rapport de resultaten van het onderzoek hiernaar worden beschreven, zal als afsluiting van dit hoofdstuk aan de hand van de theorie, aangevuld met informatie die is verkregen tijdens de inleidende gesprekken voor het onderzoek, een beoordelingsmodel worden geformuleerd. Dit model zal een soort van hypothetisch uitgangspunt vormen voor het vervolg van het onderzoek.

In de vierde paragraaf van dit hoofdstuk is aangegeven dat verschillende actoren binnen de vastgoedmarkt uiteenlopende doelen hebben die ten grondslag liggen aan de waardering. Omdat de beoordelingsmethode die het beoogde eindresultaat van dit onderzoek vormt ontwikkeld is ten behoeve van de selectie van panden voor zogenaamde gesloten vastgoedfondsen is de doelstelling van de beoordeling vrij eenvoudig te bepalen. De beoordeling wordt gedaan met het oog op aankoop voor belegging en verhuur. Zoals in de vorige paragrafen al naar voren is gekomen zal bij de beoordeling van een kantoorpand dus

rekening moeten worden gehouden met zowel de huisvestingsfunctie van het pand als de functie als beleggingsobject. Naast de aspecten waar de Real Estate Norm zich op richt zullen ook marktfactoren, waar de REN geen rekening mee houdt, in het model moeten worden opgenomen.

Bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds zullen op basis van de wetenschappelijke literatuur in ieder geval de volgende criteria op een zo objectief mogelijke manier invulling dienen te krijgen:

- de taxatiewaarde;
- de parkeergelegenheid;
- de (multifunctionele) bereikbaarheid;
- de ligging;
- koopprijs;
- de BAR;
- het huurniveau;
- het beheer;
- de leegstand;
- de kwaliteit van de huurder.

De doelstelling van het onderzoek is na te gaan of het proces objectiever en efficiënter te maken is. Dit betekent dat het bij de beoordeling nog altijd mogelijk is dat een doorgaans als onbelangrijk beschouwd aspect zoals de kwaliteit van de facilitaire ruimten een doorslaggevende factor kan zijn voor het niet investeren in een specifiek kantoorpand. Het blijft dus van belang om voor de beoordeling van een vastgoedobject het betreffende kantoorpand te bezichtigen. Het al eerder genoemde menselijke 'onderbuikgevoel' op basis van ervaring zal dus altijd ook een rol blijven spelen. Het zoveel mogelijk beperken van het subjectieve deel in de beoordeling van een pand komt in feite neer op hetzelfde als de doelstelling van het onderzoek.

Als uitgangspunt van het onderzoek is voor een vrij 'plat' hypothetisch waarderingsmodel gekozen. Wellicht zal uit het oordeel van de experts echter naar voren komen dat vanuit het oogpunt van de efficiëntie van het beoordelingsmodel een fasering op zijn plaats is. Het zou bijvoorbeeld goed kunnen dat eerst het spreekwoordelijke kaf van het koren moet worden gescheiden alvorens in de details van een bepaald vastgoedobject te duiken. Tenslotte is het ook goed mogelijk dat tijdens het vervolg van het onderzoek zal blijken dat op de hierboven op basis van de literatuur opgestelde lijst van criteria een aanvulling nodig blijkt te zijn. Deze eventuele aanvulling zal moeten blijken uit het intersubjectieve oordeel van de experts, hetgeen het onderwerp vormt van het volgende hoofdstuk van dit rapport.

3. De criteria

3.1 Inleiding

In dit derde hoofdstuk van het rapport wordt ingegaan op de eerste deelvraag van het onderzoek. De eerste deelvraag is erop gericht duidelijkheid te verschaffen over welke criteria van belang zijn om een goed selectieoordeel te kunnen geven over of een pand geschikt is voor plaatsing in een besloten vastgoedfonds.

Om tot een antwoord op deze deelvraag te komen is bij een aantal deskundigen een interview afgenomen om tot een goed onderbouwde selectie van criteria te komen. De invulling van de definitieve lijst van criteria zal gemaakt worden aan de hand van de mate waarin de reacties van de verschillende deskundigen overeenkomen. Niet alleen de overeenkomsten zijn echter van belang; het is ook interessant te analyseren in hoeverre en waar de antwoorden van elkaar verschillen. Het hoofdstuk zal afsluiten met een overzicht van de criteria voor de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen. Eveneens zal in deze paragraaf terug worden gekoppeld naar de theoretische achtergronden. Naar voren zal komen in welke mate de criteria van het hypothetische waarderingsmodel, dat op basis van de theorie in het vorige hoofdstuk is gevormd, door de antwoorden van de experts worden ondersteund.

3.2 Aanpak

Voor het verkrijgen van een zogenaamd intersubjectief oordeel van experts is een groep van dertien deskundigen op het gebied van de acquisitie en waardering van vastgoedobjecten en vastgoedbelegging benaderd. Deze lijst van deskundigen is opgesteld in overleg met hoogleraar vastgoedontwikkeling prof. dr. E.F. Nozeman en enkele medewerkers van Hanzevast Beleggingen. Hierbij is gestreefd naar een zekere spreiding over de grotere organisaties op het gebied van de waardering en beoordeling van vastgoedobjecten, met name kantoren. Ondanks het feit dat alle dertien deskundigen in beginsel enthousiast hebben gereageerd op het verzoek aan het onderzoek mee te werken zag een drietal van de benaderde personen bij nader inzien helaas toch geen kans hiervoor tijd vrij te maken. Uiteindelijk hebben tien experts aan het onderzoek meegewerkt. Vier van de deskundigen op de lijst zijn werkzaam bij Hanzevast en twee bij MPC Capital. Deze bedrijven zijn in het eerste hoofdstuk van dit rapport reeds geïntroduceerd. De overige vier deskundigen zijn werkzaam bij andere vooraanstaande vastgoedinstellingen, te weten DTZ Zadelhoff, Boer Hartog Hooft, CB Richard Ellis en de Raad voor Onroerende Zaken. Een overzicht van de deskundigen, de organisatie waar ze werkzaam zijn en de functie die ze daar vervullen is als bijlage A aan dit rapport toegevoegd.

De belangrijkste doelstelling van de interviews is te komen tot een intersubjectief oordeel van experts over de criteria op basis waarvan een kantoorpand beoordeeld dient te worden ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Deze criteria dienen uiteindelijk vorm te krijgen in een concept beoordelingsmodel.

Voor het verkrijgen van het intersubjectieve oordeel is ervoor gekozen de experts een selectie te laten maken uit een vooraf samengestelde lijst van criteria waarop een pand zou kunnen worden beoordeeld. De bedoeling van het voorleggen van deze lijst is ervoor te zorgen dat de verschillende experts voor zover mogelijk vanuit hetzelfde uitgangspunt hun bijdrage leveren aan het onderzoek. Besloten is hiervoor de lijst zoals die in de Real Estate Norm wordt gehanteerd te gebruiken. Deze bestaat uit 134 criteria verdeeld over een vijftal hoofdcategorieën. Er is specifiek voor deze lijst gekozen omdat dit een goed doordachte en volledige lijst van fysieke criteria is waaraan een kantoorpand kan worden beoordeeld.

Na enkele inleidende vragen hebben de deskundigen eerst aangegeven welke van vijf hoofdcategorieën volgens hen zwaarder en welke minder zwaar mee zouden moeten wegen bij de beoordeling. Daarna is de deskundigen gevraagd per hoofdcategorie een selectie te maken van de criteria die volgens hen van belang zijn bij de beoordeling. De lijst van de criteria en de resultaten van de selectie die de deskundigen hieruit hebben gemaakt is als bijlage B aan dit rapport toegevoegd.

Bij het bespreken van de Real Estate Norm in het vorige hoofdstuk kwam naar voren dat bij de beoordeling van een kantoorpand conform deze norm, voornamelijk een beoordeling plaatsvindt aan de hand van fysieke aspecten. Tijdens de inleidende gesprekken voor het onderzoek is duidelijk geworden dat voor de beleggingswaarde ook andere - financiële, economische en fiscale aspecten van belang zijn. Om dit aspect te tackelen is in de vragenlijst een aantal vragen opgenomen waarbij de experts de mogelijkheid hebben een toevoeging te doen aan de uit de lijst geselecteerde criteria.

Aangezien het voor de hand ligt dat niet ieder criterium even zwaar meeweegt bij de beoordeling van een kantoorobject is de experts in het interview ook gevraagd op verschillende niveaus een rangschikking te maken naar het gewicht dat eraan wordt gegeven bij de beoordeling.

Gezien het overwegend gesloten karakter van de vragen is ervoor gekozen de vragen digitaal, via e-mail, met behulp van een antwoordformulier af te nemen. Hierbij zijn de doelstellingen van het onderzoek en het uiteindelijke beoordelingsmodel duidelijk benadrukt. Een overzicht van de aan de deskundigen voorgelegde vragen is als bijlage C aan dit rapport toegevoegd.

Om eventuele onduidelijkheden in de antwoorden te verhelderen is op een later tijdstip met enkele experts nog contact geweest.

3.3 Resultaten

De antwoorden die de verschillende deskundigen op het gebied van vastgoedwaardering op de gestelde vragen hebben gegeven vertonen een aantal overeenkomsten en verschillen. De voor de waardering van kantoorpanden ten behoeve van besloten vastgoedfondsen van belang zijnde criteria zijn bepaald op basis van het aantal deskundigen dat de afzonderlijke criteria als belangrijk heeft bestempeld. Hierbij heeft ook de rangschikking die de deskundigen in de geselecteerde lijst hebben gemaakt een rol gespeeld. Bij het bespreken van de afzonderlijke criteria zullen ook de voorkeuren worden besproken die kantoorhoudende bedrijven met betrekking tot het betreffende criterium doorgaans hebben.

3.3.1 Overeenkomsten

Selectie op basis van de Real Estate Norm

In de weging die de deskundigen aan de hoofdcategorieën van de REN-norm geven zijn duidelijke overeenkomsten te constateren. Zo komt helder naar voren dat de 'omgeving' van het gebouw het meest van belang is bij de beoordeling. Deze categorie is niet zozeer gericht op het gebouw zelf, maar op de locatie waar het gebouw gelegen is.

Binnen de 'omgeving' van het gebouw kan om te beginnen de *bereikbaarheid*, in de brede zin van het woord, als relatief belangrijkste criterium worden gezien. Ongeveer de helft van de criteria die de deskundigen bij deze hoofdcategorie selecteren, heeft betrekking op de bereikbaarheid, zowel voor de auto als met verschillende vormen van openbaar vervoer, inclusief het vliegtuig. De bereikbaarheid geldt zowel voor de eigen werknemers als voor klanten en andere gasten van het kantoorhoudende bedrijf.

Daarnaast is binnen deze hoofdcategorie het *aantal bewoners van de betreffende gemeente* belangrijk. Dit is doorgaans overeenkomstig de mate van verstedelijking van de omgeving. Kantoorgebouwen in grotere steden zijn over het algemeen meer gewild dan die in of nabij kleine en middelgrote plaatsen.

Ook het gegeven of een kantoorobject *in een woonwijk, binnenstad of kantorenpark is gelegen* dient volgens de deskundigen bij de beoordeling aan de orde te komen. Met name kantoren die vanuit het oogpunt van ruimtelijke functiemenging gelegen zijn in woonwijken zijn gevoeliger voor leegstand.

Hiernaast wordt door de meeste experts de *aantrekkingskracht* van de omgeving van het kantoorpand voor organisaties om een kantoor te vestigen als belangrijke waardefactor gezien. Dit criterium heeft betrekking op het imago dat de locatie heeft door het schaalniveau waarop de verschillende bedrijven opereren, variërend van plaatselijk tot internationaal.

Tenslotte dient bij de beoordeling ook rekening te worden gehouden met eventuele *invloedsfactoren van een negatief sociaal milieu* in de omgeving van het pand.

Van de overige REN-hoofdcategorieën worden het 'gebouw in het algemeen' en het 'perceel' waarop het is gelegen ook als belangrijk beschouwd, zij het in mindere mate dan

de omgeving van het pand. Evenals de hiervoor besproken hoofdcategorie gaat het ook bij het perceel niet om het object zelf maar om het stuk eigen grond waarop het is gelegen. In de antwoorden wordt om te beginnen de *zichtbaarheid* als een belangrijk criterium geselecteerd. Bij deze zichtbaarheid gaat het erom in hoeverre een perceel met een kantoor erop zelf door veel 'toevallig' passerende mensen waargenomen wordt. Een kantoor op een zichtlocatie is goed voor de naamsbekendheid en het imago van het gehuisveste bedrijf. Een kantoor gelegen op een zichtlocatie nabij een kruispunt van twee autosnelwegen heeft bijvoorbeeld voor veel bedrijven de voorkeur. Ook de bereikbaarheid wordt weer als een belangrijk criterium bestempeld. Hierbij gaat het echter om een beperkter schaalniveau om die van de *terreinontsluiting* ten opzichte van hoofdverkeerswegen. Het heeft de voorkeur dat deze bereikbaarheid zo min mogelijk wordt belemmerd door éénrichtingswegen en omrijden. Daarnaast is het mogelijk om een aantal van de criteria met betrekking tot het perceel te bundelen onder de term *parkeergelegenheid*. De kwaliteit en de kwantiteit van de parkeergelegenheid wordt als een belangrijke beoordelingsbepalende factor gezien ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Bij deze parkeergelegenheid gaat het zowel om het absolute aantal en het soort plekken op en om het perceel als om de verhouding tussen het kantooroppervlak en het aantal plekken, de zogenaamde parkeerfactor. De beschikbaarheid van voldoende parkeerplaatsen voor werknemers en gasten vormt de laatste jaren steeds meer een vestigingsplaatsbepalende factor voor bedrijven. Goede parkeermogelijkheden bevorderen de verhuurbaarheid van een pand en zijn daarmee ook voor de belegger belangrijk. Minder van belang, maar toch niet te negeren bij de beoordeling acht men het *uitzicht* dat het perceel biedt vanaf de werkplek. Logischerwijs heeft het de voorkeur en bevordert het de verhuurbaarheid van een pand, wanneer werknemers een plezierig uitzicht hebben. Ook dient met het oog op de verkoopbaarheid op de langere termijn rekening te worden gehouden met de *verontreinigingstatus* van het perceel. Omdat een perceel met vervuilde grond in de toekomst mogelijk beperkingen of extra kosten voor reiniging met zich meebrengt heeft een 'schoon' perceel de voorkeur. Een derde en laatste criterium van deze hoofdcategorie dat in mindere mate voor de beoordeling van belang is, zijn de *mogelijkheden voor eventuele horizontale uitbreiding* van het kantoor op het eigen perceel. Een perceel met een relatief beperkt percentage bebouwing biedt mogelijkheden voor toekomstige bij- of aanbouw. Hierdoor is een huurder die uit zijn jasje groeit niet meteen gedwongen te verhuizen waardoor het pand komt leeg te staan en huurinkomsten worden misgelopen.

Uit bijlage B blijkt dat onder de hoofdcategorie 'gebouw in het algemeen' een relatief groot aantal, veelal zeer gedetailleerde criteria in de REN zijn opgenomen. In het intersubjectieve oordeel van de experts wordt echter slechts een beperkt aantal als van betekenis beschouwd voor de beoordeling van een kantoorpand.

Om te beginnen worden de mogelijkheden die het pand biedt voor een *horizontale zone-indeling en de afmetingen van deze indeling* als een belangrijke beoordelingsbepalende factor gezien. Het biedt voordelen als een bepaalde kantoorruimte is onder te verdelen in zowel grotere als kleine ruimten voor individueel en groepsgebruik.

Tevens heeft een meerderheid van de experts de *toetreding van daglicht* in het gebouw hoog op het prioriteitenlijstje staan voor de beoordeling.

Daarnaast wordt ook de *herkenbaarheid* door bijna alle deskundigen als zwaarwegend gezien in het beoordelingsproces. Bij deze herkenbaarheid gaat het zowel om het uiterlijk van het kantoor zelf als die van de gebouwtoegang. Beide kunnen worden gezien als imagobepalend visitekaartje van een pand.

Gerelateerd aan de gebouwtoegang worden door de deskundigen ook de *ruimtelijkheid van de entreehal* en in mindere mate de *manier van ontvangst van bezoekers* als belangrijk aangedragen. Voor veel kantoorhoudende bedrijven is de eerste indruk van bezoekers en klanten belangrijk. Een gastvrije toetreding van een ruime entreehal is daarom gewenst. Met de gastvrijheid van de ontvangst van bezoekers wordt de manier bedoeld waarop iemand binnen komt. Dat kan zijn door eerst op een buitenbel te drukken waarna de buitendeur wordt geopend. De buitendeur kan ook altijd open zijn waarna de bezoeker ontvangen wordt bij een permanent bemande receptie. De tweede optie verdient voor veel bedrijven de voorkeur.

Als laatste wordt ook de *verticale zone-indeling*, ofwel de hoogte van de verdiepingen, als beoordelingsbepalende factor gezien. Dit criterium is weliswaar van minder belang maar verdient wel degelijk enige aandacht bij de beoordeling. Een hoge verdieping, ofwel veel ruimte tussen vloer en plafond, geeft een positieve impuls bij de beoordeling.

Uit de antwoorden die de deskundigen bij de vierde hoofdcategorie 'werkplek' geven blijkt dat ze over het algemeen van mening zijn dat dit aspect hoofdzakelijk gericht is op de huurder en niet zozeer van belang is voor de waarde van het pand ten behoeve van een besloten vastgoedfonds. Deze hoofdcategorie dient volgens de deskundigen derhalve minder zwaar mee te wegen bij de beoordeling. Toch zijn er wel een aantal criteria aan te wijzen die volgens de experts meegenomen moeten worden bij de beoordeling van een pand. Die hebben vooral betrekking op het *binnenmilieu* in een kantoor. Hierbij spelen het ervaren thermisch binnenklimaat, de daglichttoetreding en de ventilatie een rol bij de beoordeling. Ook het bedieningsgemak en de regelbaarheid van deze interne klimatologie zijn van belang. Een gebouw met een gebruiksvriendelijke airconditioning en veel daglichttoetreding zal wat betreft deze criteria een betere beoordeling krijgen. Tenslotte hebben de *hoogte van de werkplek* en de *vorm van werkplekafscheiding* volgens de deskundigen in mindere mate ook invloed op de beoordeling van een pand.

De laatste hoofdcategorie heeft betrekking op de 'facilitaire ruimten' in het kantoor. Dit is een bijzonder specifieke categorie maar wordt, gezien het feit dat deze afzonderlijk in de REN-norm wordt benaderd, waarschijnlijk toch als belangrijk gezien voor de huisvestingswaarde van een pand. Voor de beoordeling van een pand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds zou aan de hand van de antwoorden van deskundigen echter slechts één criterium als belangrijk kunnen worden beschouwd. Dit criterium heeft betrekking op de *indeling en uitrusting van de facilitaire ruimten*. Ruime en luxe facilitaire ruimten hebben wat dit criterium betreft logischerwijs de voorkeur. Het feit dat uit het intersubjectieve oordeel van de deskundigen slechts één criterium onder deze hoofdcategorie als enigszins belangrijk wordt aangewezen heeft er wellicht mee te maken dat de hoofdcategorie te specifiek is voor de beoordeling waarop dit onderzoek is gericht. Van de vijf hoofdcategorieën wordt deze als het minst belangrijk bestempeld.

Aanvullende criteria

Naast de selectie die de verschillende deskundigen uit de lijst van criteria van de Real Estate Norm hebben gemaakt is ze ook de mogelijkheid geboden aan deze selectie een eigen aanvulling te doen. In de lijst die hieruit is voortgekomen zijn uiteraard in mindere mate overeenkomsten te constateren. Wel is uit de antwoorden een algemene richting af te leiden. Ook wordt een aantal criteria door meerdere deskundigen aangevoerd als een belangrijke aanvulling op de door hen geselecteerde criteria.

In de eerste plaats is het opvallend dat ondanks de ogenschijnlijk volledige lijst van fysieke criteria die de deskundigen op basis van de REN-norm voorgelegd hebben gekregen toch nog een aantal criteria worden genoemd die eveneens gericht zijn op de fysieke aard van een pand en de omgeving.

Als aanvullend fysiek criterium wordt onder andere de *attractiviteit van de stad* genoemd. Een kantoorpand kan in veel opzichten goed scoren, als het echter bijvoorbeeld gelegen is in Bolsward zal het minder snel in een besloten vastgoedfonds worden opgenomen dan een vergelijkbaar pand dat gelegen is in Amsterdam. Dit heeft enerzijds te maken met het feit dat bij leegstand een pand in Bolsward wellicht minder snel opnieuw verhuurd zal worden en anderzijds met de aantrekkingskracht van het fonds voor participanten.

Ook het *totale vloeroppervlak* van een kantoor en de verhouding tussen het bruto vloeroppervlak en het verhuurbaar vloeroppervlak dienen volgens de deskundigen bij de beoordeling in ogenschouw te worden genomen. Panden met een buitengewoon klein of juist groot bruto vloeroppervlak zijn doorgaans minder courant. Daarbij zou naast de hierboven al genoemde fysieke aspecten ook de *architectuur* van het pand aandacht moeten krijgen. In relatie tot de architectuur zijn ook de gebruikte bouwmaterialen van belang bij de beoordeling. Omdat zowel de architectuur als de *materiaalkeuze* door veel bedrijven als visitekaartje wordt gezien, bepalen deze voor een aanzienlijk deel de uitstraling die een pand heeft. Een pand met een goede uitstraling wordt door zowel huurders als beleggers doorgaans beter beoordeeld.

Een eerste niet-fysiek aspect dat volgens de betrokken deskundigen een rol speelt bij de beoordeling van een pand is het *bouwjaar* van het pand. Omdat de markt van kantoorruimte tegenwoordig door het grote aanbod over het algemeen bepaald wordt door vragers is er sprake van het zogenaamde 'fruitschaal'-effect. Dit effect wordt gekarakteriseerd door moderne panden die gemakkelijk door de markt worden opgenomen en een aantal oudere en minder courante panden die moeilijk te vullen zijn met huurders. Voor de acquireur is het zaak bedachtzaam te zijn op deze 'rotte appels' in de markt.

In lijn met het bouwjaar liggen de *staat van onderhoud* en de *benodigde investeringen om een pand aan de markteisen te laten voldoen*; evenals de verwachte *exploitatiekosten* zijn deze posten van invloed op het te behalen rendement. Exploitatiekosten zijn de kosten die worden gemaakt om een pand verhuurbaar te houden. Hieronder worden de kosten voor onderhoud, beheer, verzekering en onroerende-zaakbelasting geschaard. Voor een pand zijn de toekomstige exploitatiekosten goed te voorspellen. Ook deze criteria dienen volgens de deskundigen bij de beoordeling van een kantoorpand te worden meegenomen.

Een deel van de genoemde criteria heeft betrekking op de huur. Een aantal van deze huurgerelateerde criteria wordt door meerdere deskundigen genoemd en kan derhalve als extra belangrijk worden bestempeld bij de beoordeling van een pand. Hiertoe kan onder meer de *hoogte van contracthuur ten opzichte van de markthuur* op de locatie worden gerekend. De markthuur kan gezien worden als het resultaat van de vraag naar en het aanbod van kantoorruimte op een bepaalde locatie. Deze markthuur kan worden vergeleken met de te betalen huur zoals die in het contract staat vermeld. Ook de *lengte van dit huurcontract* inclusief eventuele opties en breaks is als een belangrijke beoordelingsbepalende factor aangedragen. Een ander, aan de huur gerelateerd aspect dat bij de beoordeling van een aangeboden pand een rol speelt is de *(huur)kapitalisatiefactor*. Dit is de factor waarmee de totale jaarhuurwaarde wordt vermenigvuldigd om tot de onderhandse-verkoopwaarde van het pand te komen en vormt een belangrijk aspect bij de onderhandelingen over een pand. Ook het *verschil tussen de aan de huur gerelateerde verkoopwaarde en de taxatiewaarde* is volgens de deskundige bij de beoordeling van belang.

Op basis van de onderhandse-verkoopwaarde van een pand wordt ook de *makelaarscourtage* bepaald. De hoogte hiervan en de partij die het moet betalen dienen volgens de experts eveneens bij de beoordeling meegenomen te worden. Het *rendement* dat het pand als beleggingsobject oplevert is op zich ook een belangrijk beoordelingscriterium. Dit is vanzelfsprekend omdat dit een weergave is van de relatieve hoogte van de opbrengsten van de belegging, ofwel het doel van de belegging. Voor beleggen geldt de algemene stelregel dat het rendement zo hoog mogelijk moet zijn in combinatie met een zo laag mogelijk risico. Uit de literatuurstudie, waarvan de resultaten in het tweede hoofdstuk van dit rapport zijn beschreven, is naar voren gekomen dat er verschillende rendementen bestaan. Naast het al genoemde Bruto en het Netto Aanvangsrendement (BAR en NAR) kan over een bepaalde periode ook een gemiddeld rendement worden bepaald.

Om dit risico te beperken en het rendement dus te behouden is het van belang bij de beoordeling van een kantoorpand ook het *toekomstperspectief* aan bod te laten komen. Dit is met name gericht op mogelijke negatieve effecten die het toekomstperspectief hierop kan hebben. Zo kan het zijn dat overheidsplannen met betrekking tot de omgeving van een pand de toekomstige aantrekkingskracht van een pand voor huurders negatief beïnvloeden, hetgeen tot leegstand in de toekomst kan leiden.

Om het rendement en het risico dat dit rendement niet gehaald wordt positief te beïnvloeden en daarmee de kans te vergroten een pand te verkopen wordt regelmatig een zogenaamde *huurgarantie* verstrekt. Deze garantie verzekert de koper van een pand voor een bepaalde periode van inkomsten over leegstaande delen van een pand. Naast de leegstand in het kantoorobject zelf is ook de *leegstand in de directe omgeving* ervan belangrijk voor de beoordeling. *Nieuwbouw in de omgeving* wordt als tegenovergesteld signaal van het karakter van de lokale huurmarkt van kantoorruimte gezien.

Aangezien nagenoeg alle panden ten behoeve van besloten vastgoedfondsen geheel of gedeeltelijk verhuurd worden aangekocht zijn ook een aantal huurdergerelateerde beoordelingscriteria belangrijk. De antwoorden van de deskundigen bevestigen dit. Met name de *kwaliteit van de huurder* wordt door verschillende deskundigen als een zeer belangrijk criterium beschouwd bij de beoordeling. Hierbij gaat het vooral om de activiteiten die het kantoorhoudende bedrijf verricht en de kredietwaardigheid van de organisatie. Ook het feit of de *huurder BTW-plichtig* is speelt bij de beoordeling een rol.

Door de benaderde deskundigen wordt ook een aantal *algemene economische factoren* genoemd die een rol spelen bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van plaatsing in een besloten vastgoedfonds. De criteria die hierbij worden aangedragen zijn de rentestand, de inflatie, het ondernemersvertrouwen en de werkgelegenheid. Deze criteria

zeggen niet zozeer iets over de waardering van een pand als specifiek beleggingsobject maar meer over de bril waardoor bij de beoordeling een pand gekeken wordt.

De *eigendomssituatie* van een beleggingsobject speelt eveneens een rol bij de beoordeling. Bij voorkeur investeren beleggers niet in gebouwen op erfpacht en indien dit wel het geval is dan geldt doorgaans een voor een lange periode afgekocht erfpachtcanon van minimaal 30 tot 40 jaar als voorwaarde.

De *periode tussen het sluiten van de deal en de daadwerkelijke overdracht* speelt ook een rol in het proces. Er verstrijken doorgaans een aantal maanden tussen het moment waarop het besluit wordt genomen om een pand in een fonds op te nemen en het moment waarop de daadwerkelijke financiële overdracht plaats vindt. In de tussenliggende periode worden door middel van flyers en het uitgeven van een prospectus participanten aangetrokken en dienen eventuele vraagtekens en onduidelijkheden bij de participanten te worden weggenomen. Voor de verkopende partij van een specifiek pand moet deze periode geen problemen of bezwaren opleveren.

Een opvallend aspect aan de hierboven genoemde, door de deskundigen aangevulde criteria is dat ze voor een groot deel terug te vinden zijn in een tweetal beknopte lijsten van aanvullende aandachtspunten die in de Real Estate Norm genoemd worden. In feite is gedurende het onderzoek dus gebleken dat een deel van de aspecten die in de Real Estate Norm in een soort van secundaire lijsten staan bij de beoordeling van een pand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds van groot belang zijn. De basis van het beoordelingsmodel dat het beoogde resultaat is van dit onderzoek ligt hiermee in nog grotere mate in de Real Estate Norm.

3.3.2 *Verschillen*

Naast de hierboven genoemde overeenkomsten tussen de door de deskundigen gegeven antwoorden zijn er ook duidelijke verschillen in de resultaten waar te nemen. Deze verschillen hebben geen betrekking op kleine afwijkingen tussen de afzonderlijk door de deskundigen geselecteerde criteria maar spelen meer op een hoger schaalniveau.

Een eerste verschil dat opvalt bij het bestuderen van de antwoorden heeft betrekking op het aantal criteria dat de verschillende deskundigen selecteren. Over het algemeen is er wat betreft deze criteria een grote mate van overeenstemming. De antwoorden van een tweetal deskundigen vertonen wat dit aantal betreft echter forse uitschieters, zowel naar boven als naar beneden. Deze uitschieters verdienen enige toelichting.

Een eerste deskundige heeft maar liefst 120 van de 134 criteria uit de Real Estate Norm geselecteerd. Dit is opvallend aangezien nadrukkelijk is aangegeven dat de efficiëntie en de gebruiksvriendelijkheid belangrijke doelstellingen zijn van het in het onderzoek te vormen model. De gedachte hierachter is volgens de betreffende deskundige dat zo goed als geen enkel criterium geheel over het hoofd kan worden gezien.

Anderzijds is het volgens een andere deskundige niet mogelijk ook maar één criterium te selecteren aangezien de relevantie van de criteria volgens deze deskundige per regio en per specifiek pand verschilt. Bij nadere bestudering van het antwoordformulier blijkt echter dat de antwoorden op de vraag waarbij de deskundigen een vrije aanvulling kunnen doen grotendeels overeen komen met die van de andere deskundigen.

Het aantal geselecteerde criteria dat de overige benaderde deskundigen hebben geselecteerd uit de voorgelegde lijst verschilt slechts in beperkte mate. Ruwweg varieert het percentage van criteria dat deze personen hebben geselecteerd rond de 25 a 30 procent.

Een tweede verschil dat in de resultaten van de interviews te constateren is, heeft betrekking op de weging die de deskundigen aan de verschillende hoofdcategorieën toekennen en het aantal criteria dat per hoofdcategorie wordt geselecteerd als zijnde van belang voor de beoordeling van een pand. Uit de geselecteerde criteria van de externe deskundigen komt de weging van de verschillende hoofdcategorieën duidelijk naar voren in het feit dat zo goed als alle criteria die ze selecteren onder de hoofdcategorieën vallen die aldus de deskundigen van groter belang zijn bij de beoordeling. Een verschil hierbij met de benaderde deskundigen van Hanzevast en MPC Capital is dat deze ook bij de hoofdcategorieën die volgens hen minder zwaar wegen bij de beoordeling nog een aantal criteria selecteren.

Een laatste verschil dat bij de bestudering van de antwoorden van de deskundigen naar voren komt heeft weinig betrekking op het onderzoek maar is zeker de vermelding waard. Het heeft te maken met de bekendheid van de deskundigen met de Real Estate Norm. Uit de inleidende vragen van de interviews is gebleken de bekendheid van de Real Estate Norm binnen Hanzevast en MPC Capital beperkt is terwijl alle vier benaderde deskundigen van de overige externe organisaties wel bekend zijn met de Norm. Deze laatste vier deskundigen geven aan dat binnen de organisaties waar zij werkzaam zijn de Real Estate Norm als leidraad wordt gebruikt. De deskundigen werkzaam bij Hanzevast en MPC Capital, die besloten vastgoedfondsen als 'core business' hebben, geven bij bestudering vrij unaniem aan de Norm te gedetailleerd en te veel op de fysieke aspecten van een pand gericht te vinden. Met deze constatering wordt nogmaals het nut van het omvormen van het REN-model tot een beoordelingsmodel voor kantoorpanden ten behoeve van besloten vastgoedfondsen bevestigd.

In principe lijken de in deze paragraaf besproken geconstateerde verschillen in de antwoorden de waarde het intersubjectieve oordeel van de deskundigen en de bruikbaarheid van het vorm te geven beoordelingsmodel niet negatief te beïnvloeden.

3.4 De criteria

In de eerste paragraaf van dit hoofdstuk is al naar voren gekomen dat het doel van dit hoofdstuk is te komen tot een antwoord op de eerste deelvraag van het onderzoek. Deze eerste deelvraag is gericht op het verkrijgen van een lijst van criteria die van belang zijn bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Om tot deze lijst te komen is bij een tiental deskundigen een interview afgenomen waardoor een gefundeerd intersubjectief oordeel is ontstaan over de criteria waaraan een pand beoordeeld zou moeten worden. De lijst van criteria is opgebouwd uit een aantal door de deskundigen op basis van de Real Estate Norm geselecteerde criteria. Deze selectie is aangevuld met een hoeveelheid zelf door de deskundigen aangedragen criteria die volgens hen ook van belang zijn bij de beoordeling van een kantoorpand. Aan de hand van de selecties die de betrokken deskundigen hebben gemaakt uit de criteria van de Real Estate Norm is een lijst opgesteld. Ten behoeve van een goede beoordeling van een kantoorpand dienen deze criteria invulling te krijgen. In dit hoofdstuk is de lijst onderverdeeld naar de verschillende hoofdcategorieën zoals deze ook in de Real Estate Norm worden gebruikt. Bij de beoordeling van een object zal rekening moeten worden gehouden met het feit dat uit het intersubjectieve oordeel van de deskundigen naar voren is gekomen dat de verschillende hoofdcategorieën niet gelijk gewogen moeten worden bij de beoordeling. De 'omgeving' van het kantoorobject zal extra zwaar mee moeten wegen terwijl de 'werkplek' en de 'facilitaire ruimten' juist van minder belang zijn bij de beoordeling van een pand.

Uit de criteria van de Real Estate Norm kan op grond van de antwoorden van de deskundigen de selectie worden gemaakt zoals weergegeven in tabel 3.1. Een criterium dat tussen haakjes staat weergegeven speelt op basis van het aantal deskundigen dat het heeft geselecteerd een minder belangrijke rol bij de beoordeling maar zou niet mogen worden genegeerd.

Omgeving	Perceel
<ul style="list-style-type: none"> - Aantal bewoners in betreffende gemeente - Soort omgeving (woonwijk etc) - Aantrekkingskracht voor organisaties om kantoor te vestigen - Nabijheid afrit autosnelweg - Mate van verkeersdoorstromingsbelemmering - Nabijheid treinstation - Type treinstation - Nabijheid halte (snel)tram / metro - Nabijheid bushalte - Nabijheid int. luchthaven - (Invloedsfactoren negatief sociaal milieu) 	<ul style="list-style-type: none"> - Bereikbaarheid terreinontsluiting t.o.v. hoofdverkeerswegen - Aantal openbare parkeerplekken in nabije omgeving - Soort parkeervoorziening op eigen terrein (kelder, buiten etc.) - Capaciteit (m2 b.v.o. per parkeerplek) - Percentage parkeerplaatsen toegewezen aan huurders - (Uitzicht vanaf werkplekken) - (Gebruik p.p. op eigen terrein (eigen, gemengd, etc.)) - (Horizontale uitbreidingsmogelijkheden op perceel) - (Verontreinigingstatus perceel)
Gebouw algemeen	Werkplek
<ul style="list-style-type: none"> - Horizontale uitbreidingsmogelijkheden - Toetreding daglicht in gebouw - Herkenbaarheid - Ruimtelijkheid entreehal - (Verticale zone-indeling (hoogte verdiepingen)) - (Manier van ontvangst bezoekers) 	<ul style="list-style-type: none"> - Ervaring thermisch binnenklimaat - Daglichttoetreding - (Hoogte werkplek) - (Soort werkplekafscheiding) - (Temperatuur in de zomer) - (Ventilatie) - (Regelbaarheid ventilatie) - (Regelbaarheid koeling)
Facilitaire Ruimten	
<ul style="list-style-type: none"> - (Indeling en uitrusting) 	

Tabel 3.1: Selectie van criteria uit Real Estate Norm

Zoals al besproken is tijdens de inleidende gesprekken voor het onderzoek en uit het literatuuronderzoek ook naar voren is gekomen, zijn naast de fysieke aspecten van een pand en de omgeving waarschijnlijk ook andere aspecten van belang voor de beoordeling van een kantoor. Daarom is de vragenlijst aangevuld met een specifiek hierop gerichte open vraag. De criteria die hieruit naar voren zijn gekomen zijn in de vorige paragraaf al uitvoerig besproken. Tabel 3.2 geeft een overzicht van deze aanvullende criteria. De criteria die tussen haakjes staan zijn door één van de deskundigen genoemd. Hierbij staat dus mindere onmiskenbaar vast dat ze van belang zijn bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds.

Fin./Econ./Fisc. criteria	Fysieke criteria
<ul style="list-style-type: none"> - Kwaliteit van huurder - Markthuurlocatie - Betaalde huur - Karakter lokale markt: vraag & aanbod kantoorruimte - Lengte huurcontract (incl. opties en breaks) - Eigendomssituatie - Bouwjaar - BTW-plichtigheid huurder - Exploitatielasten pand - (Toekomstperspectief pand) - (Taxatie- vs. Aankoopwaarde) - (Hoogte en betaling makelaarscourtage) - (Huurgarantie (+ periode)) - (Benodigde investeringen om pand marktconform te maken) - (Rentestand) - (Inflatie) - (Ondernemersvertrouwen) - (Werkgelegenheid) - (Kapitalisatiefactor) - (Rendement) - (Bezettingsgraad pand) - (Periode tussen deal en overdracht) 	<ul style="list-style-type: none"> - Gebruikte materialen - Architectuur - B.v.o. (: v.v.o.) - Attractiviteit stad als geheel - Staat van onderhoud

Tabel 3.2: Door deskundigen aangevulde criteria

Bestudering van de bovenstaande tabel laat zien dat de door de deskundigen aangereikte criteria voor een groot deel betrekking hebben op de aspecten die in de theoretische achtergronden onder de beleggingswaarde van een vastgoedobject zijn genoemd. Dit

bevestigt het vermoeden dat de beoordeling van een pand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds meer is dan een taxatie, hetgeen bij de theoretische achtergronden ook al aan bod is gekomen. Naast de criteria die overwegend van financiële, economische en fiscale aard zijn, zijn bij deze vraag nog enkele aanvullende fysieke criteria geantwoord. Deze criteria worden als een waardevolle aanvulling gezien op de lijst die uit de Real Estate Norm is geselecteerd.

Naar aanleiding van de gegeven antwoorden kan verder nog een aantal opmerkingen worden gemaakt.

Bij de analyse van het totale aantal criteria kan opgemerkt worden dat de invulling van een criterium verschillende belangen kan dienen. Vanzelfsprekend zijn ze allemaal gericht op de beoordeling van een pand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Hierbij zijn echter de fysieke criteria voornamelijk gericht op het perspectief van de huurder en zeggen daarmee met name iets over de verhuurbaarheid van een pand. Daarentegen zijn met name de financiële, economische en fiscale criteria vooral vanuit het oogpunt van de belegger relevant.

Bij het overzien van de hoofdlijnen van alle hierboven opgesomde criteria kan worden geconcludeerd dat hierin duidelijke overeenkomsten bestaan met het hypothetisch beoordelingsmodel zoals dat als afsluiting van het vorige hoofdstuk op basis van de wetenschappelijke literatuur geschetst is. Alle op basis van de literatuur genoemde criteria komen ook naar voren in het intersubjectieve oordeel van de deskundigen. De lijst die is samengesteld aan de hand van het intersubjectieve oordeel van de deskundige wordt echter aangevuld met een aantal voornamelijk specifiekere en meer gedetailleerde criteria.

Het hoofdstuk kan worden afgesloten met de opmerking dat tijdens het contact met de deskundigen duidelijk is geworden dat wat betreft de criteria in de Real Estate Norm in principe alle criteria van doorslaggevend belang kunnen zijn voor de uiteindelijke beslissing een pand in een besloten vastgoedfonds op te nemen of niet. Zo vormt het aantal toiletten in een pand volgens het intersubjectieve oordeel van de deskundigen geen belangrijke factor voor de waardering. Indien er echter slechts één toilet is voor een groot aantal werkplekken, dan kan dit toch van doorslaggevend belang zijn. In feite geldt dit ook voor veel niet-fysieke kenmerken van een kantoorobject. Eigenlijk kan geen enkel criterium over het hoofd worden gezien; bepaalde criteria wegen echter zwaarder mee bij de waardering. Hiermee zou rekening moeten worden gehouden bij de vorm waarin het beoordelingsmodel gegoten wordt. Een fasering in het beoordelingsproces zou hierbij mogelijk van toegevoegde waarde kunnen zijn. In het volgende hoofdstuk wordt hier nader aandacht aan besteedt. Ook wordt ingegaan op het informatieniveau dat de invulling van de criteria zou moeten hebben. Hiermee zal tot een antwoord worden gekomen op de tweede en derde deelvraag van het onderzoek.

4. Invulling van het model

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het model vormgegeven en in kaart gebracht van het beoordelingsproces van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen. Hierin krijgen de criteria die in het vorige hoofdstuk zijn besproken een plaats. Ook de invulling die de criteria dienen te krijgen komt in dit hoofdstuk aan bod. Het is de doelstelling deze criteria een zo objectief mogelijke invulling te geven. Het zal echter blijken dat dit niet voor alle criteria even gemakkelijk is. Met de invulling van de criteria en de vormgeving van het model worden in dit hoofdstuk de tweede en de derde deelvraag van het onderzoek beantwoord.

Gericht op de efficiëntie en inzichtelijkheid is het beoordelingsproces gesegmenteerd en gefaseerd. De opbouw van het model in de betreffende fasen en segmenten en de verdere inhoudelijke kennis ten behoeve van dit deel van het onderzoek is tot stand gekomen aan de hand van gesprekken met deskundigen bij Hanzvast. De fasen en segmenten vormen tevens de verdere indeling van dit vierde hoofdstuk. Aan het eind van het hoofdstuk zal blijken dat het beoordelingsmodel heeft geresulteerd in een soort van boomstructuur. Afgesloten zal worden met een schematische weergave van het beoordelingsmodel. Hierin krijgen de criteria een plaats die het antwoord zijn op de in het vorige hoofdstuk beantwoorde eerste onderzoeksvraag. Het is niet mogelijk en daarom ook niet de doelstelling een model te vormen dat bij de acquisitie van panden klakkeloos kan worden gevolgd. Het model dat in de loop van dit hoofdstuk vorm krijgt kan beter worden gezien als leidraad voor een rationele en efficiënte beoordeling van kantoorpanden.

4.2 De voorselectie

Om te voorkomen dat een uitvoerig tijdrovend en kostbaar beoordelingsproces wordt gestart voor een kantoorpand dat in een later stadium aan de hand van enkele essentiële aspecten negatief wordt beoordeeld, vindt een voorselectie plaats. In deze eerste fase van het beoordelingsmodel wordt een onmiskenbaar oninteressant kantoorpand als het ware eruit gefilterd. Met het oog op de efficiëntie vindt deze eerste schifting plaats op basis van een beperkt aantal criteria. Gesprekken met deskundigen hebben uitgewezen dat in deze voorselectiefase van de beoordeling achtereenvolgens op twee aspecten gefocust moet worden; de kwaliteit van de huurder en de lengte van het huurcontract. Het belang van deze criteria is in het vorige hoofdstuk al uit het intersubjectieve oordeel van de deskundigen naar voren gekomen.

Het eerste criterium waaraan een aangeboden kantoorpand getoetst dient te worden is de kwaliteit van de huurder. In het vorige hoofdstuk is aan de orde gekomen dat deze kwaliteit hoofdzakelijk gericht is op de financiële huishouding en de bedrijfstak waarin de huurder actief is. De financiële situatie en de aard van de activiteiten van de huurder zeggen veel over de kans dat een huurder failliet gaat. Het faillissement van een huurder is vanwege het vaak langdurig missen van huurinkomsten van zeer negatieve invloed op het rendement van een besloten vastgoedfonds. De door het bedrijf Graydon gebruikte en gepubliceerde kwaliteitsnorm voor ondernemingen is wat betreft dit criterium een goed en veel gebruikt middel om de kwaliteit van de huurder objectief te bepalen. Graydon maakt gebruik van een omvangrijke databank van financiële informatie van een groot aantal bedrijven. Het maakt kwaliteitsrapportages met informatie over de kredietwaardigheid, de vermogenspositie, de bedrijfsverbindingen het betalingsgedrag en andere essentiële gegevens van een bedrijf, ofwel potentiële huurder. Als objectief is vastgesteld dat de kwaliteit van de huurder voldoet, is het van belang de lengte van de huurcontracten onder de loep te nemen. In relatie tot de huurtermijnen dient rekening te worden gehouden met twee begrippen. Dit zijn de zogenaamde 'opties' en de 'break-opties'. Opties kunnen beschouwd worden als de mogelijkheid die bij de huidige huurder ligt voor een contractverlenging. Daarentegen is een break-optie juist een eenmalige tussentijdse mogelijkheid voor de huurder om de in het contract opgenomen huurtermijn te onderbreken. Deze opties en break-opties zijn opgenomen in het huurcontract. In relatie tot de beoordeling van een kantoorpand gaat het in feite om de

huurtermijn waarvan zeker is dat deze niet tussentijds zal worden onderbroken. Het is aan te raden daarom bij de beoordeling van een bepaalde huurtermijn in beginsel geen rekening te houden met de eventuele opties en in het geval van een break-optie op basis van de periode tot deze break-optie te oordelen.

Tijdens de gesprekken met de deskundigen is gebleken dat er wat betreft de huurcontracten grofweg een indeling kan worden gemaakt naar drie soorten huurtermijnen. Huurcontracten kunnen een relatief lange huurtermijn hebben, de huurcontracten kunnen vrij kortlopend zijn en de huurtermijnen in een pand kunnen onder de acceptabele grens liggen.

In beginsel kan een pand als potentieel interessant beleggingsobject worden gezien indien voldaan wordt aan een minimale huurtermijn van ongeveer 5 jaar. Indien de geldende huurcontracten van een kantoorpand niet aan deze minimale termijn voldoen is dit een tweede reden om een pand al tijdens de eerste fase van het beoordelingsproces af laten vallen. Panden met kwalitatief goede huurders en een voldoende lange huurtermijn verdienen daarentegen een verdere voortgang in het beoordelingsproces.

Dergelijke panden kunnen worden onderscheiden op basis van betrekkelijk lang- en relatief kortlopende huurcontracten. Het is zinvol dit onderscheid naar lang- en kortlopende huurcontracten te maken aangezien als gevolg van dit onderscheid in de huurtermijn de weging verschilt van de fysieke kenmerken van een kantoorobject enerzijds en de financieel, economische en fiscale aspecten met betrekking tot een pand anderzijds. De grens tussen lang- en kortlopende huurcontracten zou met betrekking tot het belang van de verschillende soorten criteria bij de beoordeling niet als heel hard moeten worden opgevat. Globaal is hierin echter wel een onderscheid te maken.

Contracten met een huurtermijn van grofweg 5 tot 7 a 8 jaar worden vanuit het acquisitieperspectief van Nederlandse besloten vastgoedfondsen over het algemeen gerekend tot de relatief kortlopende huurcontracten. Daarentegen worden contracten met een looptijd van 7 a 8 tot meer dan 10 jaar tot de langlopende contracten gerekend. In de Nederlandse huurmarkt voor kantoorruimte zijn contracten met een looptijd van meer dan 10 jaar niet heel gebruikelijk. In de volgende paragrafen zal blijken in hoeverre voor kantoorpanden met verschillende huurtermijnen het beoordelingsproces verschilt.

Tenslotte is het met name bij kantoorgebouwen met een bovengemiddeld vloeroppervlak niet ongebruikelijk dat er in een pand meerdere huurders zijn gevestigd. Deze huurders hebben vanzelfsprekend niet allemaal gelijke huurcontracten met dezelfde termijnen. De huurcontracten in een aangeboden pand met de verschillende huurders kunnen variëren doordat de vestigingsmomenten van de huurders verschillen of als gevolg van ongelijke huurtermijnen. Een gebruikelijke manier om toch iets te kunnen zeggen over de verschillende huurcontracten is het bepalen van een (gewogen) gemiddelde huurtermijn. Aan de hand van dit gemiddelde kan vervolgens weer bepaald worden of een pand beoordeeld moet worden aan de hand van de criteria die voor een kortlopend huurcontract van belang zijn of van de criteria die passen bij een contract met een langere huurtermijn. De volgende paragraaf gaat in op de beoordeling van panden met dergelijke langlopende huurcontracten.

4.3 Beoordeling bij langdurige huurcontracten

Tijdens de gesprekken met deskundigen is naar voren gekomen dat kantoorpanden met naar verhouding langlopende huurcontracten een enigszins andere benadering vragen bij de beoordeling ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds dan die met relatief kortlopende contracten. Vanwege de lange huurtermijn van de zittende huurder dienen financiële, economische en fiscale criteria relatief zwaar mee te worden gewogen bij de beoordeling. De fysieke karakteristieken van pand en omgeving zijn bij dergelijke contracten minder van belang. Dit is te verklaren door het feit dat in het geval van een relatief langlopende huurtermijn de inhoudelijke aspecten van het contract voor een langere periode van invloed zijn op de waarde van de belegging. De hoogte van de huur en de groei hiervan zoals dat in het contract is vastgelegd, hebben in het geval van een langlopend contract vanzelfsprekend grote invloed op de belegging. Ook de andere criteria uit de lijst van financiële, economische en fiscale criteria zijn bij contracten met een langere huurtermijn van relatief groot belang. Aangezien de kwaliteit van de huurder bij de voorselectie voldoende is gebleken mag ervan uit worden gegaan dat het risico dat de huurinkomsten wegvallen minimaal is. Zoals bij de bespreking van de theoretische achtergronden van dit onderzoek al naar voren is gekomen redeneren bedrijven bij de waardering met het oog op een locatiekeuze grotendeels op basis van fysieke

karakteristieken van een pand en de omgeving. Als er op relatief lange termijn geen nieuwe huurder gezocht hoeft te worden is het vanzelfsprekend minder belangrijk met de eventuele fysieke eisen van een bepaalde huurder rekening te houden bij de beoordeling.

Het komt er in feite op neer dat bij kantoorpanden met langlopende contracten de beleggingswaarde veel zwaarder dient te worden meegewogen dan de fysieke huisvestingswaarde van het betreffende pand. Daarom dienen in het geval een pand door de voorselectie komt en de contracten met huurders van de kantoorruimte relatief lang zijn, bij de beoordeling van het pand de onderstaande criteria invulling te krijgen. De lijst van criteria zoals die hieronder in tabel 4.1 staat weergegeven is opgebouwd aan de hand van het intersubjectieve oordeel van deskundigen. De betekenis van de afzonderlijke criteria in de lijst in relatie tot aangeboden kantoorobjecten is in het derde hoofdstuk besproken. De volgorde zoals deze staat weergegeven komt overeen met het belang dat op basis van het intersubjectief oordeel van de deskundigen aan de verschillende criteria kan worden toebedeeld in relatie tot de beoordeling van een kantoorpand. De belangrijkste criteria staan het hoogst genoteerd. Deze criteria dienen vanzelfsprekend ook zwaarder mee te wegen bij de beoordeling van een kantoorobject. De criteria die slechts door één van de deskundigen is aangedragen staan tussen haakjes.

Criteria	Invulling
Fin./Econ./Fisc. criteria	
- Markthuur locatie	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Betaalde huur	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Karakter lokale markt: vraag & aanbod	- Relatieve hoeveelheid leegstand en nieuwbouw t.o.v. totale voorraad
- Eigendomssituatie	- Eigendom of erfpacht (bij erfpacht ook periode van belang)
- Bouwjaar	- Jaartal
- BTW-plichtigheid huurder	- BTW-plichtig of niet
- Exploitatielasten pand	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- (Toekomstperspectief pand)	-
- (Taxatie- vs. Aankoopwaarde)	- Absoluut verschil in euro's
- (Hoogte en betaling makelaarscourtage)	- Percentage koopprijs en partij die het betaald
- (Bezettingsgraad pand)	- Relatief oppervlak verhuurd kantoor
- (Huurgarantie (+ periode))	- Absoluut aantal maanden
- (Benodigde investeringen om pand marktconform te maken)	- Totaalbedrag in euro's
- (Rentestand)	- Percentage
- (Inflatie)	- Percentage
- (Ondernemersvertrouwen)	- Door CBS bepaald indexcijfer
- (Werkgelegenheid)	- Relatief aantal werkzame personen
- (Kapitalisatiefactor)	- Aantal keer dat totale jaarhuur koopprijs k.k. past
- (Rendement)	- Percentage
- (Periode tussen deal en overdracht)	- Wel of geen bezwaar voor verkopende partij

Tabel 4.1: Invulling financieel, economische en fiscale criteria

Twee criteria die oorspronkelijk op de lijst stonden hebben op basis van de gesprekken over de vormgeving van het model invulling gegeven aan de eerste fase van het beoordelingsmodel. Deze door de deskundigen als belangrijk bestempelde kwaliteit van de huurder en de lengte van het huurcontract zijn daarom in de vorige paragraaf al aan bod gekomen en zijn daarom niet meer opgenomen in het overzicht. In het overzicht is naast de verschillende criteria ook per criterium de wenselijke invulling beschreven.

Het overzicht maakt duidelijk dat een meerderheid van de criteria op een vrij eenvoudige manier objectief te bepalen is, in combinatie met de informatie uit het voorgaande hoofdstuk. De invulling van enkele criteria vraagt echter nog wat nadere toelichting, hetgeen hieronder op een beknopte wijze zal worden besproken. Ook zal per criterium worden besproken op welke manier het de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds positief of negatief beïnvloedt.

De invulling van de geldende markthuur op de locatie en de verhouding hiervan met betrekking tot de betaalde huur zoals deze in het contract staat is vrij eenvoudig te geven. Informatie over de geldende markthuur op een specifieke locatie is te vinden in diverse onderzoeksrapportages van grote makelaarskantoren zoals Dynamis en DTZ Zadelhoff. Deze gegevens bieden gedegen vergelijkingsmateriaal voor de in het contract vermelde contracthuur. Hiertoe is het vormen van een database met markthuren zoals ze door de

jaren heen in verschillende rapportages staan vermeld aan te raden. Een dergelijke database geeft een vrij objectief en betrouwbaar beeld van de geldende markthuur op een specifieke locatie in een bepaald jaar.

In relatie tot de lengte van de huurcontracten zijn de verschillen tussen de betaalde huur en markthuur in meer of mindere mate wenselijk. Bij relatief kortlopende contracten is het niet wenselijk dat de contracthuur ver boven de markthuur ligt omdat in dat geval bij een nieuw contract de huurinkomsten door gelijkstelling aan de markthuur fors kunnen afnemen. Dit terwijl de koopprijs van een pand aan de hand van de contracthuur is bepaald. Voor langlopende contracten is het daarentegen niet hinderlijk en kan het zelfs als wenselijk worden gezien dat de contracthuur boven de markthuur ligt. Hierdoor zijn de huurinkomsten voor lange tijd hoger dan op basis van de markt zou worden verwacht.

Ook de leegstand en de nieuwbouw ter beschrijving van het karakter van de lokale markt zijn goed objectief te omschrijven. Zowel de leegstand als de nieuwbouw zijn te objectiveren als het percentage ten opzichte van de totale hoeveelheid verhuurd oppervlak op een locatie. Een hoog leegstandspercentage in de omgeving van een aangeboden pand heeft vanzelfsprekend een negatieve doorwerking op de beoordeling. Veel nieuwbouw is daarentegen meestal een signaal dat een gebied bepaalde potenties heeft, hetgeen de beoordeling van de al bestaande bouw positief beïnvloedt. Deze nieuwe kantoorobjecten kunnen echter ook als concurrerende kantoorruimte worden gezien die de verhuurbaarheid van het eigen object door het in het vorige hoofdstuk geïntroduceerde 'fruitschaaleffect' negatief beïnvloeden.

De eigendomssituatie is vervolgens eveneens eenvoudig objectief weer te geven. Het meest wenselijk is een situatie waarbij een kantoorobject volledig eigendom wordt van het besloten vastgoedfonds. Vanwege het verlies van rendement door de betaling van de canon en het niet uitbetaald krijgen van de waardetoeename van de locatie is een pand op erfpacht in principe niet interessant voor een besloten vastgoedfonds. Een kantoor op erfpacht wordt interessanter indien de te betalen canon voor een bepaalde periode is afgekocht. Dit moet echter wel voor minimaal 30 a 40 jaar het geval zijn. Voor het geval van een erfpachtsituatie is dus een vrij harde objectieve grens te bepalen waarbij een kantoorpand interessant wordt als beleggingsobject.

Kantoren met een moderne uitstraling en die met een juist wat meer klassieke uitstraling worden doorgaans door zowel huurders als beleggers bovengemiddeld interessant gevonden. Ook hierbij speelt het eerder genoemde fruitschaaleffect een rol. Met name panden uit de decennia na de Tweede Wereldoorlog worden minder gewaardeerd vanwege hun overwegend grijze uitstraling als gevolg van betonbouw. Hieruit kan worden opgemaakt dat ook het bouwjaar voor de beoordeling van een kantoorpand als belangrijk kan worden beschouwd. Het gaat hierbij niet zozeer om het exacte bouwjaar maar meer om de periode waarin het is gerealiseerd. Ook aan dit criterium kan een objectieve invulling worden gegeven.

Aan de BTW-plichtigheid van de huurder is tevens eenvoudig een objectieve invulling te geven. Huurders die geen belasting hoeven af te dragen, zoals overheden en stichtingen, betalen deze belasting vanzelfsprekend ook niet over de huur die ze voor het gebruik van kantoorruimte moeten betalen. De eigenaar van een pand heeft wel belasting moeten betalen over de koopsom van het object. Om te voorkomen dat de eigenaarverhuurder van een kantoor te veel huurinkomsten mist als gevolg van niet-BTW-plichtige huurders, moeten deze vaak een compensatie betalen. Omdat deze compensatie vaak niet toereikend is heeft een pand met dergelijke huurders vaak niet de voorkeur.

Om te bepalen wat een kantoorpand nu daadwerkelijk jaarlijks voor de beleggers oplevert moeten van de inkomsten uit verhuur en waardetoeename van het object nog enkele kosten worden afgetrokken. De kosten worden samengevoegd in de post 'exploitatiekosten'. Dit zijn de kosten die worden gemaakt om een pand verhuurbaar te houden. Hieronder worden de kosten voor onderhoud, beheer, verzekering en onroerende-zaakbelasting geschaard. Voor een pand zijn de toekomstige exploitatiekosten doorgaans goed te voorspellen. Logischerwijs wordt een pand beter beoordeeld naarmate er na aftrek van de exploitatiekosten zoveel mogelijk inkomsten voor de beleggers overblijven. Het zogenaamde Netto Aanvangersrendement (NAR) dat overblijft dient te voldoen aan de door de beleggers gestelde doelstellingen.

Verderop in deze paragraaf zullen nog enkele kostenposten worden besproken.

Een criterium waaraan minder goed een objectieve invulling is te geven is het toekomstperspectief dat een specifiek pand heeft. Het is moeilijk exact te definiëren wat van invloed is op het toekomstperspectief van een pand. Dit kunnen overheidsplannen zijn die bijvoorbeeld gevolgen hebben voor de bereikbaarheid van een kantoor. Ook kunnen dit bepaalde fysieke aspecten van een pand zijn die gevolgen hebben voor de toekomstige mogelijkheden en voor de courantheid van een pand. Het belangrijkste idee achter de invulling van dit criterium is dat niet alleen een beoordeling plaatsvindt op basis van de huidige situatie maar dat indien mogelijk enkele decennia verder wordt gekeken.

Bij de vergelijking tussen de taxatie- en de aankoopwaarde gaat het erom dat de aankoopwaarde niet te ver boven de taxatiewaarde ligt. Bij de bespreking van de theoretische achtergronden van het onderzoek is al aangegeven dat deze twee waarden kunnen verschillen omdat een taxatie gericht is op de waarde van stenen terwijl de aankoopwaarde bepaald wordt aan de hand van de huurgegevens. Het is vanzelfsprekend niet wenselijk dat de marktwaarde van een pand ver boven de intrinsieke waarde ligt omdat de koper in een dergelijk geval meer betaalt dan de eigenlijke waarde van het object. Het feit dat deze extra waarde gebaseerd is op de kwaliteit van de huurcontracten maakt het tot een onzekere factor, aangezien huurcontracten van tijdelijke aard zijn.

De makelaarscourtage vormt naast de exploitatiekosten doorgaans eveneens een kostenpost voor de koper. Ook dit is een criterium waaraan in de vorm van een absoluut bedrag of een percentage van de koopprijs goed een objectieve invulling gegeven kan worden. Deze invulling is gericht op de hoogte van de courtage en de partij die het moet betalen. In hoofdstuk 3 kwam al naar voren dat het in de Nederlandse kantorenmarkt gebruikelijk is dat de kopende partij over de onderhandse verkoopwaarde van een pand 1 tot 3 procent courtage betaald aan de bemiddelende makelaar. Het komt echter ook regelmatig voor dat de betaling van dit courtage niet door de koper maar geheel of gedeeltelijk door de verkopende partij betaald wordt. Dit laatste heeft vanzelfsprekend een positieve doorwerking op de beoordeling

Omdat de huurinkomsten de enige inkomsten zijn voordat een pand weer verkocht wordt is de bezettingsgraad van een pand zeer belangrijk. De bezettingsgraad is het percentage van het verhuurbaar vloeroppervlak dat is verhuurd en is daarmee een objectief gegeven. Bij de rest van het verhuurbaar vloeroppervlak is sprake van leegstand. Hiervoor ontvangt de eventuele eigenaar dus geen huurinkomsten. Naarmate het percentage leegstand in een kantoorpand groter wordt, zal de beoordeling van het pand dus verslechteren. Deze beoordeling kan positief worden beïnvloed door een huurgarantie af te geven bij de aankoop van een pand. Deze huurgarantie verzekert de koper van het pand voor een bepaalde periode van huurinkomsten over het leegstaande vloeroppervlak en kan daarom als een objectief bedrag worden gezien.

In relatie tot het al eerder besproken bouwjaar staan de benodigde investeringen die nodig zijn om een pand marktconform te maken. Oudere panden vragen doorgaans een grotere investering. Deze investering is vaak noodzakelijke en kan worden gezien als een objectieve kostenpost die de beoordeling van een pand negatief beïnvloedt.

Een viertal criteria heeft vooral te maken met het perspectief vanwaar naar een te koop aangeboden kantoor gekeken wordt en niet zozeer met het object zelf. In de eerste plaats is de rentestand bepalend voor de kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen. Objectief gezien moet het rendement op het totale vermogen van een belegging altijd boven de rentestand liggen die van toepassing is op het vreemd vermogen. Alleen op deze manier heeft het aantrekken van vreemd vermogen een positieve hefboomwerking op het rendement van het eigen vermogen. De inflatie heeft op zijn beurt effect op de contante waarde van de toekomstige kasstromen uit de verhuur van het kantoor. In het geval van een hogere inflatie moet het rendement hoger zijn om de waardevermindering van de kasstromen van de toekomst positief te houden. Ook de werkgelegenheid en het ondernemersvertrouwen zeggen veel over de economische situatie terwijl een pand wordt verkocht. Zowel de rentestand en de inflatie als de werkgelegenheid en het ondernemersvertrouwen zijn objectieve waarden die door verschillende economische instanties regelmatig worden vastgesteld en gepubliceerd.

Naast de hierboven beschreven economische indicatoren zijn ook de kapitalisatiefactor van de huur en het rendement concrete cijfers die aan de door de belegger gestelde voorwaarden moeten voldoen. Zoals reeds is besproken staan het rendement en de kapitalisatiefactor indirect met elkaar in verband. Het rendement is in feite een beetje een vreemd criterium om in deze opsomming te noemen aangezien het in principe de doelstelling van beleggen is. Geen belegging zal worden gedaan als niet aan de vooraf gestelde rendementseis wordt voldaan.

Het laatste criterium dat in de lijst van financieel, economische en fiscale criteria valt heeft betrekking op de periode tussen het sluiten van de verkoopdeal en de daadwerkelijke overdracht. In het vorige hoofdstuk is al uitgelegd dat bij besloten vastgoedfondsen er enkele maanden tot een half jaar verstrijken waarin het eigen vermogen in de vorm van participatie wordt aangetrokken en het fonds vorm krijgt. Deze periode moet voor de verkopende partij geen bezwaar opleveren. Overigens vormt dit doorgaans geen doorslaggevende problemen bij de verkoop van een kantoorpand.

4.4 Beoordeling bij kortlopende huurcontracten

In tegenstelling tot wat het geval is bij de hierboven besproken langlopende huurcontracten dienen bij contracten met korter lopende huurtermijnen de fysieke criteria zwaarder mee te wegen. Naast de hierboven beschreven financiële, economische en fiscale criteria verdienen ook de fysieke karakteristieken van een pand en de omgeving aandacht bij de beoordeling. De verklaring hiervoor is dat er bij de beoordeling van een dergelijk aangeboden kantoorobject rekening mee moet worden gehouden dat de kans aanzienlijk groter is dat binnen afzienbare tijd naar een nieuwe huurder gezocht moet worden. Omdat voor de eventuele toekomstige nieuwe huurder de fysieke aspecten van een kantoor en de omgeving belangrijk zijn bij de locatiekeuze dienen deze aspecten bij de beoordeling van een dergelijk pand in ogenschouw te worden genomen.

Het komt er dus op neer dat de beoordeling van een kantoorpand met relatief korte - maar wel acceptabele - huurtermijnen, wat kritischer moet worden gedaan. Dit betekent dat niet zoals in de vorige paragraaf voornamelijk vanuit het oogpunt van de belegger beoordeeld moet worden maar dat eveneens rekening gehouden wordt met het perspectief van waaruit een potentiële huurder een kantoor bekijkt. Kortere huurcontracten vragen dus een beoordeling vanuit een breder perspectief.

De eerste deelvraag van het onderzoek is ingegaan op de vraag welke criteria bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds van belang zijn. Naar aanleiding hiervan heeft een panel van deskundigen een selectie gemaakt uit de lijst van criteria van de Real Estate Norm. Het grootste deel van de geselecteerde fysieke criteria is dus voortgekomen uit de criteria zoals deze in de Real Estate Norm zijn opgenomen. In de Real Estate Norm wordt aan alle criteria een meetbare invulling gegeven op basis van een vijftal niveaus. Een al eerder genoemd nadeel dat aan deze methode kleeft is dat goede en slechte scores van verschillende kwaliteitsaspecten van een pand elkaar compenseren. Een gevolg van deze beoordelingsmethode kan zijn dat een aantal aangeboden panden allen uitkomen op eenzelfde gemiddelde eindscore, waarbij feitelijk aanwezige verschillen niet meer zichtbaar zijn.

Dit nadeel van de REN is in het tweede hoofdstuk al aan bod gekomen. Voor het beoordelingsmodel zoals dat in dit onderzoek vorm krijgt is belangrijker dat er geen relevante aspecten over het hoofd zijn gezien dan dat het leidt tot één concreet absoluut waardeoordeel over een pand. De invulling aan de hand van de vijf niveaus zoals de REN die aan de criteria geeft is daarom niet wenselijk. Afgezien van de vijf niveaus kunnen grotendeels wel dezelfde eenheden gebruikt worden voor de invulling van de criteria zoals de REN die hanteert. In tabel 4.2 worden de fysieke criteria en de wenselijke objectieve invulling overzichtelijk naast elkaar gezet. De voorkeuren die huurders en beleggers doorgaans hebben wat betreft deze fysieke criteria zijn in de derde paragraaf van het vorige hoofdstuk al aan bod gekomen.

Criteria	Invulling
Omgeving	
- Aantal bewoners in betreffende gemeente	- Absoluut afgerond aantal inwoners
- Soort omgeving	- Industrierrein, woonwijk, periferie, kantorenwijk of binnenstad
- Aantrekkingskracht voor organisaties om kantoor te vestigen	- *1
- Nabijheid afrit autosnelweg	- Concrete afgeronde afstand
- Mate van verkeersdoorstromingsbelemmering	- *2
- Nabijheid treinstation	- Concrete afgeronde afstand
- Type treinstation	- *3
- Nabijheid halte (snel)tram / metro	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid bushalte	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid internationale luchthaven	- Concrete afgeronde afstand
- (invloedsfactoren negatief sociaal niveau)	- *4
Perceel	
- Zichtbaarheid	- Gemiddeld aantal passanten per tijdseenheid
- Bereikbaarheid terreinontsluiting t.o.v. hoofdverkeerswegen	- Concrete afgeronde afstand
- Aantal openbare parkeerplekken in nabije omgeving	- Absoluut aantal parkeerplekken
- Soort parkeervoorziening op eigen terrein	- *5
- Capaciteit parkeerplekken	- m ² b.v.o. per parkeerplek
- Percentage parkeerplaatsen toegewezen aan huurders	- Relatief aantal t.o.v. totaal
- (Uitzicht vanaf werkplekken)	- Afstand naburige bebouwing t.o.v. ramen rondom
- (Gebruik p.p. op eigen terrein)	- *6
- (Horizontale uitbreidingsmogelijkheden op perceel)	- Percentage bebouwd oppervlak op perceel
- (Verontreinigingstatus perceel)	- Conform ABC-leidraad bodembescherming / ministerie VROM
Gebouw algemeen	
- Mogelijkheid horizontale indeling	- Mogelijke indeling volgens gevelstramien in centimeter
- Toetreding daglicht in gebouw	- Relatief vloeroppervlak binnen 6 meter van raam
- Ruimtelijkheid entreehal	- Verhouding vloeroppervlak t.o.v. hoogte
- (Verticale zone-indeling)	- Absolute hoogte verdiepingen
- (Manier van ontvangst bezoekers)	- *7
Werkplek	
- Ervaring thermisch binnenklimaat	- PMV-waarde conform ISSO-publicatie 19
- Daglichttoetreding	- Lichtsterkte op 2 meter van gevel op werkvlak in lux
- (Hoogte werkplek)	- Absolute hoogte tussen vloer en plafond
- (Soort werkplekafscheiding)	- *8
- (Temperatuur in de zomer)	- Temperatuurinterval in °C conform ISSO-publicatie 19
- (Ventilatie)	- Aantal m ³ buitenlucht per uur per persoon
- (Regelbaarheid ventilatie)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Regelbaarheid koeling)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
Facilitaire Ruimten	
- (Indeling en uitrusting)	- *9
Aangevulde fysieke aspecten	
- Gebruikte materialen	- *10
- Architectuur	- *11
- B.v.o. (: v.v.o.)	- m ² (en relatief oppervlak v.v.o. hiervan)
- Attractiviteit stad als geheel	- *12
- Staat van onderhoud	- *13

Tabel 4.2: Invulling fysieke criteria

Bij bestudering van de bovenstaande tabel wordt duidelijk dat de objectieve invulling van een aantal van de criteria minder vanzelfsprekend is. Evenals in de vorige paragraaf verdient de met een sterretje gemarkeerde invulling van deze criteria wat nadere uitleg. Onderstaand staat deze uitleg per criterium opsommend beschreven.

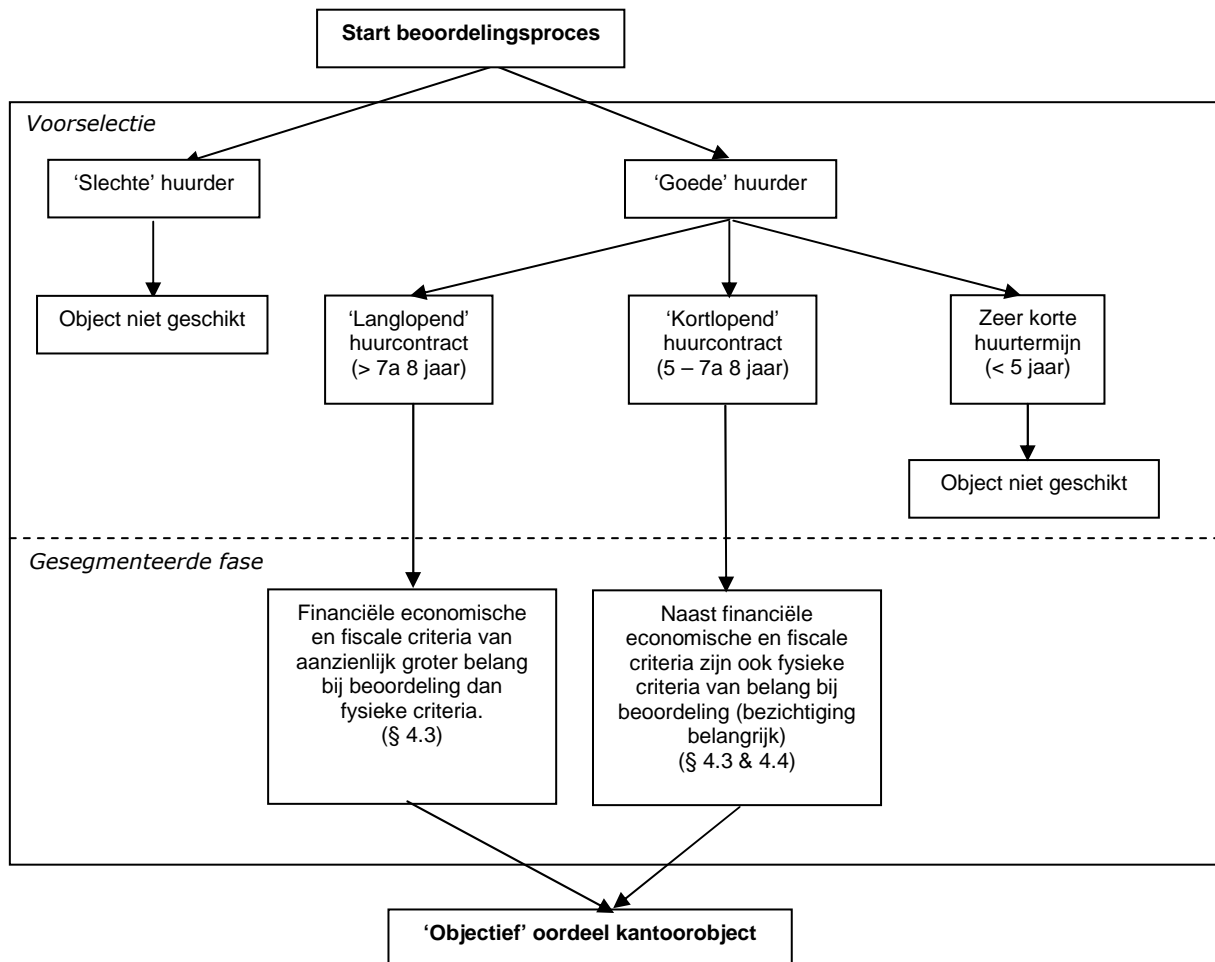
- Ad. *1. De aantrekkingskracht van de omgeving om een kantoor te vestigen heeft betrekking op het imago dat de locatie heeft door het gemiddeld schaalniveau waarop de gevestigde bedrijven opereren. Deze aantrekkingskracht kan variëren van plaatselijk tot internationaal opererende bedrijven. Een kantoor in een omgeving waarin veel internationals zijn gevestigd wordt doorgaans beter beoordeeld.
- Ad. *2. De mate van verkeersdoorstromingsbelemmering is gericht op de regelmaat waarop de bereikbaarheid van een kantoor beperkt wordt files, stoplichten, wegversmallingen, bruggen en spoorwegovergangen. Hiervan kan zo goed als altijd sprake zijn maar het is ook denkbaar dat dit eigenlijk nooit het geval is.

-
- Ad. *3. Bij het type treinstation in de nabijheid van het kantoor gaat het om het soort treinen dat een station aandoet en het aantal verbindingen dat het heeft. Vanzelfsprekend worden stations met veel verbindingen door intercitytreinen in de omgeving van het kantoor positief beoordeeld. Hierbij moet worden opgemerkt dat de directe nabijheid van een treinstation met name door (semi)overheden erg positief wordt gewaardeerd. Voor veel andere bedrijven is een treinstation in de omgeving minder belangrijk als locatiekeuzefactor.
 - Ad. 4*. Invloedsfactoren van een negatief sociaal milieu zijn, hetzij in mindere mate, eveneens van belang voor de beoordeling. Hierbij gaat het voornamelijk om de aanwezigheid van sporen van vandalisme, graffiti, zwerfvuil en randgroepen in de omgeving van een pand. Vanzelfsprekend heeft een sterke aanwezigheid van dergelijke factoren een negatief effect op de beoordeling.
 - Ad. 5*. De parkeervoorziening op het eigen terrein kan van verschillende aard zijn. Deze kan de vorm hebben van een parkeerkelder, half in de grond onder het gebouw zijn, een parkeerdek betreffen of gewoon onoverdekt op het maaiveld liggen. Parkeren op het maaiveld wordt over het algemeen minder gewaardeerd dan een parkeerkelder.
 - Ad. 6*. Het gebruik van de parkeerplaatsen op het eigen terrein heeft betrekking op de exclusiviteit van de parkeergelegenheid. De vraag is van belang of de parkeerplaatsen voor gemengd gebruik zijn, alleen tijdens bepaalde uren voor de werknemers en gasten of enkel gebruik mogen worden door relaties van het kantoor. Dit criterium wordt door de deskundigen niet als heel belangrijk beschouwd binnen de categorie 'perceel'.
 - Ad. 7*. Eveneens van minder belang, maar dan voor de categorie gebouw in het algemeen is de manier waarop de bezoekers worden ontvangen. Met het oog op de gastvrijheid kan de ontvangst variëren van een gesloten gebouw met een deurbel tot een open gebouw met een permanent bemande receptie in de entreehal.
 - Ad. 8*. In relatie tot de privacy op de werkplek kan het soort afscheiding ervan verschillen. Weinig privacy is er indien de werkplekken gecreëerd zijn in een open ruimte. Daarentegen is er juist een hoge mate van privacy indien een werkplekafdeling volledig gesloten is en individueel te regelen. Deze laatste heeft over het algemeen de voorkeur.
 - Ad. 9*. Het laatste en door de deskundigen als minder belangrijk bestempelde criterium waarvan de invulling nadere uitleg vraagt is de indeling en de uitrusting van de facilitaire ruimten. Op een gedetailleerd niveau varieert de invulling van dit criterium van een gezamenlijke voorziening voor dames en heren tot een gescheiden voorziening met eigen voorruimte, wastafel, spiegel en warm en koud water.
 - Ad. 10*. De keuze en de kwaliteit van de gebruikte materialen bij de bouw en inrichting van een kantoorgebouw zijn van invloed op de beoordeling ervan. Bij de invulling van dit criterium gaat het om een algemeen beeld dat de acquireur van de materialen krijgt. Hoogwaardige en stijlvolle materialen krijgen wat dit betreft een hogere waardering dan goedkoop en snel te bouwen materialen. Zo krijgt bijvoorbeeld een marmeren vloer een betere beoordeling dan vloerbedekking en goed onderhouden houten kozijnen een positievere dan exemplaren van kunststof.
 - Ad. 11*. Een tweede door de deskundigen aangevuld criterium dat wat betreft de invulling enige verduidelijking vraagt is de architectuur. Vanzelfsprekend staat de architectuur in nauw verband met het bouwjaar van het kantoor. Toch kunnen ook per tijdspanne bepaalde architecten als hoger aangeschreven worden onderscheiden. Kantoren van deze architectuur verdienen een betere beoordeling dan architectonisch mindere panden.
 - Ad. 12*. Hierboven zijn het aantal inwoners en de aantrekkingskracht van een stad voor bedrijven al besproken als beoordelingscriteria. Sterk hiermee verbonden is de attractiviteit van een stad als geheel. Hierbij gaat het niet zozeer om het aantal inwoners of de aantrekkingskracht voor bedrijven maar meer om het overallplaatje van een stad. Hierbij speelt bijvoorbeeld ook de nationale ligging en het imago van een stad een rol.
 - Ad. 13*. Tenslotte verdient de invulling van de staat van onderhoud eveneens enige nadere uitleg. Ook hierbij is er sprake van een zekere subjectieve invulling. Bij de invulling dient de acquireur rekening te houden met zaken als schilder en stucwerk, vloerbedekking en kozijnen. Deze aspecten kunnen bij bezichtiging een algemeen goed onderhouden beeld van een pand opleveren maar de beoordeling ook negatief beïnvloeden

Na de bovenstaande puntsgewijze toelichting op de gewenste invulling van de fysieke criteria is ook duidelijk hoe het beoordelingsproces voor kantoorpanden met relatief kortlopende huurtermijnen er op basis van de resultaten van het onderzoek uit zou moeten zien. Hiermee heeft in principe het gewenste beoordelingsmodel dat het beoogde eindresultaat van dit onderzoek is vorm gekregen.

4.5 Het conceptmodel

Het in de vorige drie paragrafen beschreven beoordelingsproces van kantoorpanden ten behoeve eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds is overzichtelijk weergegeven in de vorm van het onderstaande stroomschema.



Figuur 4.1: Schematische weergave beoordelingsmodel

4.6 Verdere beperking van de subjectieve beoordeling

Ondanks de vormgeving en de objectieve invulling die het model in dit hoofdstuk heeft gekregen blijft er in de beoordeling een zekere subjectiviteit bestaan. Dit komt voornamelijk doordat de invulling die aan een deel van criteria wordt gegeven, gebeurt op basis van de interpretatie van de betreffende acquisiteur. Het is de bedoeling deze subjectiviteit zoveel mogelijk te beperken.

De subjectieve factor die nog in het model schuil gaat zou gedeeltelijk kunnen worden weggenomen door de objectieve invulling van de criteria in een soort van acquisitiebeleid van een bedrijf vast te leggen. Zo zouden bijvoorbeeld vooraf afspraken kunnen worden gemaakt over het maximale verschil tussen contractuur en markthuur bij een relatief kortlopend contract waarbij een pand met een dergelijk contract nog interessant is als beleggingsobject. Als ander voorbeeld kan met betrekking tot de bereikbaarheid een maximale afstand tot een hoofdweg worden bepaald waarop een kantoorobject nog potentie heeft in een besloten vastgoedfonds te worden opgenomen. Een dergelijke benadering van het beoordelingsproces is echter niet wenselijk aangezien kantoorpanden en locaties een hoge mate van heterogeniteit kenmerken. Daarbij kan de invulling van het ene criterium dat van een andere enigszins compenseren. Zo zou het feit dat een kantoor

dat slecht bereikbaar is, maar wel een zeer goede uitstraling heeft in combinatie met een kwalitatief goede huurder toch interessant kunnen zijn als beleggingsobject. Een dergelijke compensatie is in het model niet op te nemen. Dit bevestigt nogmaals de eerdere uitspraak dat het model als vanzelf tot een goede beoordeling leidt. Enig ad hoc redeneren blijft belangrijk. Een betere methode om de subjectiviteit van de persoonlijke afwegingen van de acquireur te beperken is daarom de beoordeling aan de hand van het model niet door één maar door meerdere personen te laten doen. Dit is een eenvoudige oplossing voor het subjectiviteitprobleem maar is wel degelijk doeltreffend. Daar waar de ene persoon bij twijfel over de materiaalkeuze positief oordeelt zou het goed kunnen dat de tweede in het geval van twijfel negatief oordeelt. De invulling van het model door meerdere personen leidt tot een verdere beperking van de subjectiviteit van de beoordeling terwijl de nodige afweging ad hoc ook aanwezig blijft.

4.7 Aandachtspunten bij toepassing van het model

Ter afsluiting van dit hoofdstuk dienen bij het vormgegeven en ingevulde model nog enkele aandachtspunten genoemd te worden.

In de eerste plaats moet nogmaals benadrukt worden dat het beoordelingsmodel bij de acquisitie van kantoorpanden ten behoeve van besloten vastgoedfondsen niet klakkeloos gevolgd kan worden. Bij het gebruik van het model dient per specifiek geval stil te worden gestaan bij het relatieve belang dat de verschillende criteria bij de beoordeling kunnen of dienen te hebben. Het kan afhankelijk van het individuele kantoorobject wenselijk zijn dat enkele criteria extra zwaar meewegen of juist nauwelijks een rol spelen bij de beoordeling. In nauw verband met het niet klakkeloos kunnen toepassen van het model staat het feit dat niet altijd vast gehouden moet worden aan de gewenste invulling van de criteria. De invulling van een aantal criteria, met name die welke afkomstig zijn van de Real Estate Norm (zoals bij de zichtbaarheid en de ventilatie), kan beter gezien worden als een soort van streefinvulling. De gewenste invulling van deze criteria is van dusdanige aard dat dit voor de beoordeling van de meeste panden niet haalbaar en zeker niet efficiënt is. Deze invulling is objectief en maakt panden goed vergelijkbaar maar schiet mogelijk zijn doel voor een beslissing vanuit het perspectief van het besloten vastgoedfonds enigszins voorbij.

Wat betreft de wenselijke invulling van de criteria dient nogmaals opgemerkt te worden dat het niet de bedoeling is hier vooraf al kritische waarden aan te koppelen, zoals dat in de Real Estate Norm is gedaan. Dit is ten eerste niet de bedoeling omdat, zoals in paragraaf 2.5 al is beschreven, positieve en negatieve scores op vooraf bepaalde waarden kunnen leiden tot enkel gemiddelde eindscores. Een tweede belangrijkere reden waarom niet vooraf kritische waarden aan de criteria zijn gekoppeld wordt veroorzaakt door de heterogeniteit van de kantorenmarkt. Voor bereikbaarheid zou bijvoorbeeld een afstand van meer dan 750 meter van een snelweg vooraf als 'slecht' kunnen worden bekritiseerd. De waardering van deze afstand kan echter voor verschillende kantoren verschillen. Zo is deze afstand voor een pand in een grote stad als Amsterdam minder storend dan bij een pand in een kleinere stad zoals Hengelo. De waardering van de invulling die een criterium heeft gekregen moet vaak in perspectief worden gezien met andere karakteristieken van het aangeboden pand. Daarom is het bij de beoordeling waarop dit onderzoek is gericht onwenselijk om vooraf kritische waarden aan de criteria toe te kennen. De waardering van de invulling die een criterium krijgt is afhankelijk van specifieke kantoorobject. De ervaring van de acquireur speelt een belangrijke rol bij het in het perspectief plaatsen van de invulling van een bepaald criterium. Het is wel belangrijk dat de betrokken acquireur in de beoordeling aangeeft hoe hij of zij de objectieve waarde heeft beoordeeld, positief of negatief.

Tenslotte dient bij de toepassing van het model in het achterhoofd te worden gehouden dat bepaalde financiële, economische en fiscale criteria niet alleen vanuit het individuele kantoorobject invulling moeten krijgen. Bij enkele criteria dient eveneens vanuit het perspectief van het besloten vastgoedfonds als geheel te worden geredeneerd. Een eerste aspect is het effect dat een specifiek pand heeft op de gemiddelde huurperiode van het fonds. Over het algemeen hebben beleggers de voorkeur voor langverhuurde panden. Omdat niet alle kantoorpanden die worden aangeboden aan deze voorkeur voldoen, zijn fondsen vaak opgebouwd uit een aantal panden met een langlopende huurcontract, hetgeen in Nederland doorgaans 10 jaar betekent, en een aantal panden waarvan huurcontracten enkele jaren korter zijn. Voor de waardering van een aangeboden kantoorpand ten behoeve van plaatsing in een besloten vastgoedfonds is het daarom van

belang te bepalen wat de huurcontracten van het pand doen met de gemiddelde huurduur van het fonds.

Naast de gemiddelde huurperiode is ook het fondsrendement een onderwerp dat bij de beoordeling van een pand in het achterhoofd gehouden dient te worden. Omdat vanaf het eerste jaar van het fonds een redelijk rendement gehaald moet worden is het zaak te analyseren wat de invloed van een specifiek pand is op deze doelstelling (voor MPC-fondsen geldt bijvoorbeeld een minimum van 7%). Ook het gemiddeld rendement over alle jaren is van belang bij de beoordeling (bij MPC-fondsen 9,5-10,5% excl. verkoopwinst).

5. De koppeling naar de praktijk

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen de resultaten van de vergelijking van het beoordelingsmodel met de gangbare beoordelingspraktijk bij Hanzevast worden weergegeven; dit ten behoeve van met name de laatste onderzoeksvraag van dit onderzoek. In de beginfase van het onderzoek is het in beginsel de bedoeling geweest het beoordelingsmodel te analyseren aan de hand van de tijdswinst die het opleverde in het acquisitieproces. In een later stadium is echter gebleken dat een dergelijke analyse moeilijk te verantwoorden is aangezien het ontwikkelde model door de aangepaste invulling vooral ook een kwalitatieve verbetering van het beoordelingsproces met zich meebrengt. Het is niet zinvol een dergelijke kwalitatieve en kwantitatieve verbetering te analyseren aan de hand van enkel de kwantitatieve tijdswinst. Het is van belang ook het kwalitatieve proces van het gevormde model te toetsen. Daarom is het model dat het resultaat vormt van dit onderzoek zowel kwantitatief als kwalitatief vergeleken met de praktijk bij Hanzevast.

Daartoe is een vergelijking gemaakt met een drietal praktijkcases van kantoren die recentelijk ten behoeve van eventuele plaatsing in een MPC-vastgoedfonds zijn aangeboden aan de afdeling Beleggingen van Hanzevast. Bij de keuze van de praktijkcases zijn bewust drie verschillende cases genomen.

In het eerste hoofdstuk van dit rapport is al naar voren gekomen dat MPC Capital één van de grootste aanbieders van besloten vastgoedfondsen van Nederland is. MPC richt zich bij deze vastgoedfondsen hoofdzakelijk op kantoorobjecten.

De praktijkinformatie voor de koppeling is verkregen uit door de betreffende afdeling ter beschikking gestelde dossiers en door middel van het voeren van aanvullende gesprekken. Vanwege de vertrouwelijkheid konden bepaalde gedetailleerde gegevens niet in de rapportage worden vermeld.

De volgende drie paragrafen zullen afzonderlijk ingaan op de drie praktijkcases. Hierbij zal eerst ter introductie kort een beschrijving worden gegeven van de betreffende case. Daarna zal nader worden ingegaan op het beoordelingsproces, (eventueel) op de fasen die hierbij zijn doorlopen en op de criteria die ten behoeve van het uiteindelijke eindoordeel een doorslaggevende rol hebben gespeeld. Na de beschrijving van de voorbeelden van de beoordelingsprocessen uit de praktijk komt aan bod in welke mate de drie praktijkvoorbeelden overeenkomen of juist verschillen met het beoordelingsmodel zoals het in dit onderzoek tot stand is gekomen. De bevindingen van deze koppeling tussen het onderzoeksmodel en de gangbare praktijk zullen in de vijfde paragraaf van dit hoofdstuk worden besproken. Het blijkt op basis van de constatering uit de vergelijking met de praktijk van belang enkele aanpassingen te doen aan het tot nu toe in het onderzoek ontwikkelde model. Het aangepaste model komt in de laatste paragraaf aan bod.

5.2 Kantoor "Gebouw B" te Haarlem

5.2.1 *Introducerende beschrijving case*

Het in 2005 aangeboden kantoor "Gebouw B" betreft een nieuw te ontwikkelen vastgoedobject op de locatie Oostpoort in Haarlem. De locatie maakt deel uit van het masterplan Spoorzone aan de rand van de stad. Het plan bestaat uit de bouw van een nieuw stadion voor voetbalclub HFC Haarlem, de ontwikkeling van 10.000 vierkante meter appartementen, circa 900 parkeerplaatsen en 25.000 vierkante meter voor onder meer kantoren, een hotel en grootschalige detailhandel.

In afbeelding 5.1 is zichtbaar dat het gebouw een drietal bouwlagen heeft met een totaal verhuurbaar kantooroppervlak van circa 3.300 vierkante meter. Gezamenlijk met 60 parkeerplaatsen wordt het gehele kantoor voor 10 jaar gehuurd door Arbo Unie BV. Het kantoorgebouw ligt verder in de directe nabijheid van NS station Haarlem Spaarnwoude en vlakbij autoverkeersknooppunt Rottepolderplein.



Afbeelding 5.1: "Gebouw B" te Haarlem (Bron: Hanzevast Beleggingen)

5.2.2 Beoordelingsproces "Gebouw B"

Het acquisitieproces van het betreffende kantoorgebouw valt in feite uiteen in een tweetal delen. Het object is in eerste instantie al in de eerste maanden van 2005 te koop aangeboden aan Hanzevast Beleggingen. De gegevens die in de eerste fase van het proces ter beschikking zijn gesteld door de bemiddelende makelaar bestonden uit een huurovereenkomst, enkele planafbeeldingen van het te ontwikkelen pand en het door de verkoper geëiste Bruto Aanvangsrendement (BAR) vrij op naam. Op basis van de huurder en de lange huurtermijn van 10 jaar was het pand een interessant beleggingsobject. Deze mening werd versterkt door het feit dat het een nieuwbouwobject betrof met een goede moderne uitstraling op een zeer goed bereikbare plek. Wel was er in het huurcontract voor éénderde van het vloeroppervlak een zogenaamde 'break'-optie opgenomen na een periode van 5 jaar. Onder meer vanwege de boete die aan deze break gekoppeld was vormde dit geen cruciaal punt bij de beoordeling. In eerste instantie is de aanbieding van de hand geweest vanwege de lage rendementseis van de verkopende partij. De geëiste BAR vrij op naam was dusdanig laag dat het pand te duur was en daarmee niet interessant ten behoeve van eventuele plaatsing in een nieuw vastgoedfonds van MPC, waarvoor Hanzevast Beleggingen hoofdzakelijk panden acquireert.

Enkele maanden later is de verkopende partij op de in eerste instantie lage rendementseis terug gekomen. Het verhoogde rendement deed het argument om de aanbieding van het pand in eerste instantie af te wijzen wegvallen wat het pand wederom tot een interessant beleggingsobject maakte voor Hanzevast en MPC. Wel is er om extra informatie gevraagd over de specifieke locatie en Haarlem als relatief onbekende stad betreffende de kantorenmarkt. Ook heeft er een bezichtiging plaatsgevonden van de betreffende locatie en zijn er gesprekken geweest tussen de kopende, verkopende en bemiddelende partij. Belangrijke positieve aspecten in de uiteindelijke onderhandelingen over het rendement en de prijsbepaling waren de ligging van het pand, het feit dat het een nieuwbouwobject is en dat het volledig is verhuurd aan een kwalitatief goede huurder. Punten die de beoordeling van het pand en daarmee de uiteindelijke prijsbepaling drukten waren het feit dat het object gelegen was op een ontwikkelingslocatie die zichzelf in loop van de jaren nog moest gaan bewijzen en gelegen was nabij een woonwijk met weinig uitstraling. Ook het gegeven dat de huurder een 'break'-optie had na 5 jaar voor éénderde van het totale vloeroppervlak heeft nog een negatieve invloed gehad op de uiteindelijke prijsbepaling. Los van de hierboven genoemde objectspecifieke aspecten paste het kantoorobject gezien het investeringsvolume samen met een tweetal andere kantoorpanden ook goed in een vastgoedfonds van MPC. Met het oog op de doelstellingen die MPC wat betreft het totale fondsvolume heeft was een kantoorobject met een veel lagere koopsom niet interessant geweest.

Na een periode van onderhandelingen over de uiteindelijke exacte koopprijs is tot de aankoop van het kantoorobject overgegaan. De voorwaarde voor het doorgaan van de uiteindelijke aankoop ligt echter nog in de gedetailleerde onderzoeken die tijdens de due diligence worden uitgevoerd. Mochten er in de rapporten van de due diligence geen zaken naar voren komen die bij de onderhandelingen over de koopprijs hadden moeten worden besproken dan zal de uiteindelijke overdracht plaatsvinden.

De totale tijdsinvestering voor het proces tot de due diligence beperkt zich in totaal tot hooguit enkele dagen. Deze dagen zijn verspreid over een langere periode. Het feit dat de aanbidding in het begin van 2005 in eerste instantie is afgewezen heeft er toe geleid dat deze periode enkele maanden is geworden en dat het totale beoordelingsproces waarschijnlijk wat extra tijd heeft gekost. Het grootste deel van deze tijd wordt besteed aan het analyseren van de ter beschikking gestelde gegevens en de invulling van een aantal essentiële criteria ten behoeve van de uiteindelijke beoordeling en koopprijsbepaling. Eveneens dient bij de bespreking van het acquisitieproces van dit praktijkgeval te worden opgemerkt dat het een betrekkelijk eenvoudig acquisitieobject betreft. Een groter kantoorpand met meerdere huurders dat bovendien geen nieuwbouw betreft maar mogelijk zelfs gerenoveerd gaat worden vergt doorgaans een langer beoordelingsproces.

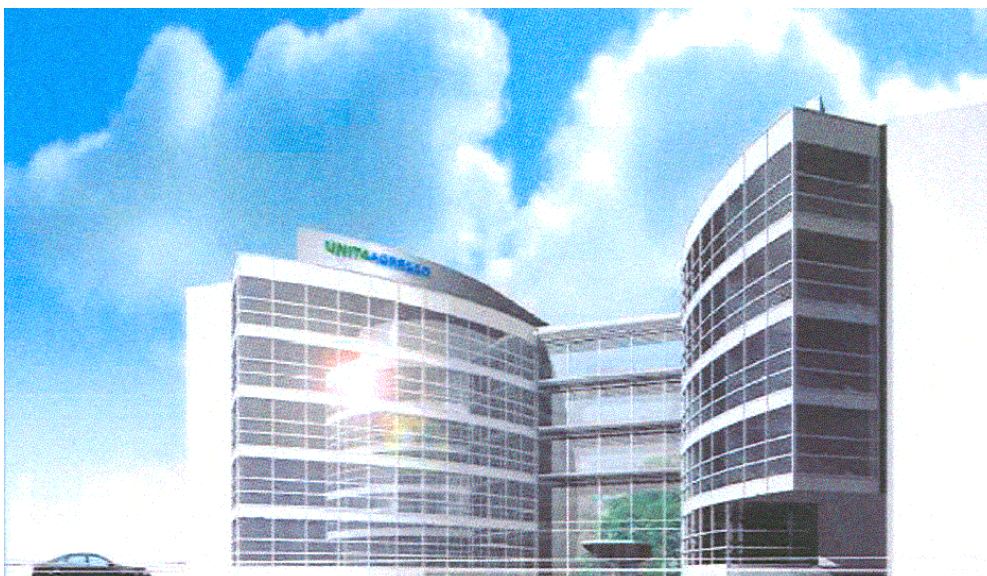
5.2.3 *Resumé*

In beginsel is het te ontwikkelen kantoorobject positief beoordeeld op basis van de goede huurder, de lange huurtermijn, de nieuwbouw met een moderne uitstraling en de goede bereikbaarheid. In dit stadium werden bij het Haarlemse kantoor de break-optie voor een deel van het huuroppervlak en het lage aanvangsrendement als negatieve aspecten gezien. Op dit laatste aspect is in eerste instantie de aanbidding afgeketst. Toen het rendement echter naar boven is bijgesteld werd het kantoor weer interessant. Het object was qua volume ook goed in een fonds te plaatsen. Naar aanleiding van deze constatering is wat extra informatie gevraagd over de lokale kantorenmarkt en heeft een bezichtiging plaats gevonden. Hierna hebben de uiteindelijke prijsonderhandeling plaatsgevonden en is tot een overeenkomst gekomen. De beoordeling heeft volgens de betrokken acquireur in totaal enkele werkdagen tijd in beslag genomen, verspreid over een periode van enkele maanden.

5.3 **Kantoor Stationsplein Sliedrecht**

5.3.1 *Introducerende beschrijving case*

In veel opzichten lijkt het kantoorpand aan het stationsplein in Sliedrecht op het hiervoor besproken in Haarlem gelegen kantoorobject "Gebouw B". Ook het in juni 2005 aangeboden kantoorpand aan het Stationsplein in Sliedrecht betreft een nieuwbouwobject gelegen op een kantorenlocatie in de directe nabijheid van een treinstation en een autosnelweg. Het vijf bouwlagen tellende kantoorgebouw heeft een totaal verhuurbaar vloeroppervlak van circa 5.600 m² en een parkeergelegenheid van 150 plaatsen. Het pand is voor 10 jaar volledig voorverhuurd aan één huurder, softwareonderneming Unit 4 agresso.



Afbeelding 5.2: Kantoor Stationsplein Sliedrecht (Bron: Hanzevast Beleggingen)

5.3.2 *Beoordelingsproces kantoor Sliedrecht*

Ondanks het feit dat het aangeboden kantoor in Sliedrecht veel overeenkomsten vertoont met "Gebouw B" in Haarlem kent het beoordelingsproces van het kantoor ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds een andere afloop.

Toen het pand door de makelaar werd aangeboden kwam een beperkte hoeveelheid gegevens beschikbaar. Op basis van de gegevens over het uiterlijk, de ligging, de bereikbaarheid, de huurder, het verhuurbaar vloeroppervlak, de huurprijs, het rendement en de koopprijs werd het kantoorobject in eerste opzicht in beginsel zeer positief beoordeeld. Vanwege de onbekende huurder is voor het bepalen van de kwaliteit hiervan een rapport aangevraagd bij het in het vorige hoofdstuk al besproken Graydon. Hieruit kwam naar voren dat Unit 4 agresso wat betreft de financiële huishouding tot de groep bovengemiddeld goede huurders kan worden gerekend en dat de kans op wanbetaling of zelfs een faillissement relatief klein is.

Belangrijke positieve aspecten bij de beoordeling van het kantoorobject waren het feit dat het een nieuwbouwobject betrof, de goede bereikbaarheid met zowel eigen als openbaar vervoer en het feit dat het object voor lange tijd verhuurd was aan een kwalitatief goede huurder. Enigszins sceptisch stond de acquireur tegenover het gegeven dat het kantoorobject was gelegen in één van de Drechtsteden. Het imago dat deze steden over het algemeen bij beleggers in kantoorobjecten hebben, laat volgens de acquireurs te wensen over. Ook was het aangeboden pand gelegen naast een kwalitatief minder goed kantoorterreintje. Tenslotte lag de betaalde huur conform het contract vrij fors boven de geschatte markthuurlij in de omgeving. Hierdoor was het risico aanzienlijk dat na afloop van het huurcontract in het geval van een nieuwe huurder een forse daling van de huurinkomsten volgde en dat bij de toekomstige verkoop van het object met een lagere verkoopprijs genoeg moest worden genomen.

Ondanks enkele negatieve aspecten bleef de beoordeling van het kantoorobject positief. Uiteindelijk heeft de termijn waarop het pand zou worden opgeleverd een doorslaggevende rol gespeeld bij de beoordeling ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. De oplevering van het pand stond gepland op mei 2007. Vanwege deze lange termijn was het kantoorpand niet geschikt om in een vastgoedfonds te worden opgenomen. Dit was het gevolg van het feit dat door de lange overbruggingsperiode tot de eerste huurinkomsten het financiële plaatje van het fonds niet goed vorm kon worden gegeven. Zo vroegen banken extra zekerheid bij het ter beschikking stellen van vreemd vermogen en zou extra geld beschikbaar moeten komen voor de uitbetaling van het rendement in de tussentijdse periode.

De totale tijdsinvestering van dit beoordelingsproces ten behoeve van de eventuele plaatsing van het kantoor aan het Stationsplein in Sliedrecht in een MPC-vastgoedfonds is moeilijk in te schatten maar telt volgens de acquireur evenals het geval was bij het pand in Haarlem waarschijnlijk enkele dagen. Deze tijdsinvestering is moeilijk te bepalen omdat

ook in dit acquisitieproces de geïnvesteerde tijd verspreid was over een periode van enkele weken. Daarnaast worden bij Hanzevast geen uren geschreven voor de acquisitie van potentiële beleggingsobjecten. Vanwege het feit dat het beleggingsobject pas bij de plaatsing in het vastgoedfonds ongeschikt bleek was de totale tijdsinvestering vrij groot voor een object dat uiteindelijk niet geplaatst is.

5.3.3 *Resumé*

Bij de aanbidding van de kantoorontwikkeling werd het op basis van het nieuwe moderne uiterlijk, de goede bereikbaarheid, het verhuurbaar oppervlak, het rendement, de koopprijs positief beoordeeld. De wat hoge huurprijs, de ligging nabij een minder goed kantorenterrein en het slechte imago van de Drechtsteden drukten het oordeel. Nadat nadere informatie is opgevraagd over de kwaliteit van de huurder bleek dit een positief aspect te zijn van het aangeboden pand.

Aan de hand van deze bevindingen kreeg het pand een algehele positieve beoordeling en is het ter plaatsing aangeboden in een vastgoedfonds. Bij deze plaatsing werd duidelijk dat de bijna 2 jaar tellende oplevertermijn in relatie tot de financiële huishouding van het fonds de aankoop onmogelijk maakte.

Volgens een betrokken acquireur zijn over een periode van ongeveer 3 weken enkele dagen besteed aan het doorlopen van het beoordelingsproces.

5.4 **Kantoor Laan Nieuw Oost Indië te Den Haag**

5.4.1 *Introducerende beschrijving case*

Van geheel andere aard is het eind 2004 aangeboden kantoorcomplex aan de Laan Nieuw Oost Indië in Den Haag. Het in het centrum van de stad gelegen kantorencomplex bestaat uit drie afzonderlijk verhuurde bouwdelen. Het is in de jaren '70 gebouwd en in 1999 van binnen volledig gerenoveerd. In afbeelding 5.3 is de bouwstijl van enkele decennia geleden duidelijk te herkennen.



Afbeelding 5.3: Kantoorcomplex Den Haag (Bron: Hanzevast Beleggingen)

Twee van de drie bouwdelen van het object bestaan uit zes bouwlagen en een kelder, het derde uit een souterrain en acht bouwlagen. Het gaat hier om een omvangrijker beleggingsobject dan de twee hiervoor besproken cases. Het totale verhuurbare vloeroppervlak is bijna 13.000 m² met 214 bijbehorende parkeerplaatsen. Naast de

omvang en het bouwjaar verschilt het kantoorobject van de vorige cases door het feit dat het meerdere huurders en een kortere huurtermijn heeft. Een laatste punt waarin dit beleggingsobject afwijkt is het feit dat een deel van het pand wordt verhuurd aan partijen die niet BTW-plichtig zijn.

5.4.2 *Beoordelingsproces kantoorcomplex Den Haag*

Zoals gebruikelijk werd het kantorencomplex door de bemiddelende makelaar aangeboden begeleid door een rapport met de nodige informatie over het object. Aan de hand van enkele uit deze informatie gehaalde belangrijke eigenschappen werd de aanbieding beoordeeld. Hierbij zijn met de name de ligging, de parkeergelegenheid, de bereikbaarheid, het uiterlijk, de lengte van de huurcontracten en de huurders van belang.

Op basis van de bovenstaande aspecten werd het object al snel negatief beoordeeld vanwege de relatief kortlopende contracten van vijf en een half jaar. Ook de jaren '70 uitstraling die het pand van de buitenkant heeft zorgde ervoor dat er in eerste instantie niet positief werd gereageerd op de aanbieding van het pand.

Bij verdere bestudering van de ter beschikking gestelde informatie en bij een bezichtiging van het object kwamen echter een aantal bijzonder positieve aspecten bovendien. Het kantoorobject was goed gelegen in het centrum van Den Haag en had voor een dergelijke locatie een groot aantal parkeerplaatsen. Ook de bereikbaarheid met zowel openbaar als eigen vervoer was goed te noemen door de ligging nabij Den Haag Centraal en de autosnelweg A12. Eveneens viel op dat de betaalde contracturen fors lager waren dan de in de directe omgeving van het object geldende markthuur. Ondanks de relatief lage huur was het rendement op de koopprijs hoog te noemen. In combinatie met kwalitatief goede huurders maakte de lage huur de relatief korte huurtermijn tot een positief in plaats van een negatief aspect van de aanbieding. Een stijging van de huurinkomsten is niet ondenkbaar waardoor ook de toekomstige verkoopwaarde van het object waarschijnlijk zal stijgen. Een andere bijzonder positieve eigenschap van de aanbieding vormde het gegeven dat het kantoorcomplex volledig eigendom zou worden terwijl in de directe omgeving voornamelijk sprake is van erfpacht.

Deze zeven positieve aspecten maakten het aangeboden kantoorobject tot een interessant beleggingsobject, terwijl het in het eerste opzicht minder geschikt leek te zijn voor plaatsing in een MPC vastgoedfonds. Hier kwam nog bij dat het pand door de fysieke indeling met verschillende ingangen en liften zeer geschikt was voor verhuur aan meerdere huurders. Ook paste het gezien het vrij omvangrijke beleggingsvolume goed in een fonds. Tenslotte heeft het feit dat het pand een aantal niet belastingplichtige huurders had slechts een zeer beperkte rol gespeeld bij de beoordeling.

Ondanks het feit dat de aanbieding een betrekkelijk omvangrijk en complex kantoorobject betrof heeft het beoordelingsproces niet een grote tijdsinvestering gekost. In enkele dagen verspreid over een periode van ongeveer drie weken is het pand beoordeeld, zijn de onderhandelingen gevoerd en was duidelijk in welk vastgoedfonds het opgenomen zou worden. Laatste voorwaarde was zoals gebruikelijk een uitgebreide due diligence waarin geen bijzonderheden naar voren zouden komen.

5.4.3 *Resumé*

Samenvattend werd de aanbieding in eerste instantie negatief beoordeeld aan de hand van de beschikbaar gestelde informatie. Uit de beoordeling aan de hand van de ligging de parkeergelegenheid, de bereikbaarheid, het uiterlijk, de huurtermijn en de huurders werd geconstateerd dat huurtermijnen kort waren en de uitstraling vanwege de bouw in de jaren '70 slecht. Bij nadere bestudering bleek het object echter vanuit het oogpunt van de ligging in het centrum een uitzonderlijk goede bereikbaarheid en parkeergelegenheid te hebben. Daarnaast waren de contracturen in verhouding tot de markthuur laag en was de eigendomssituatie in tegenstelling tot het grootste deel van de omliggende panden geen erfpacht.

In combinatie met nog enkele positieve aspecten werden hiermee de korte huren en de jaren '70 uitstraling gecompenseerd en is besloten tot de aankoop. Ook dit beleggingsobject paste door zijn koopprijs goed in een vastgoedfonds. Ondanks het complexere karakter van de aanbieding kostte ook de beoordeling van dit kantoorobject enkele dagen.

5.5 Vergelijking van het ontwikkeld model met de praktijk

In de vorige paragrafen is een drietal praktijkgevallen beschreven waarbij de nadruk is gelegd op het proces dat is doorlopen bij de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Hierbij is specifieke aandacht uitgegaan naar het belang dat de verschillende beoordelingscriteria hierbij hebben. Uit deze beschrijving kan opgemaakt worden dat de praktijk niet geheel overeenkomt met het beoordelingsmodel dat tot nu toe in dit onderzoek vorm en invulling heeft gekregen. Aan de hand van de vorm waarin het beoordelingsproces is gegoten, de criteria die hierbij invulling hebben gekregen en de tijd die de beoordeling kost wordt de koppeling gemaakt tussen de praktijk en het conceptuele model. Het hoofdstuk zal resulteren in een aangepast model dat in de praktijk beter bruikbaar is.

5.5.1 Vorm model

Wat betreft de vorming van het model is op basis van gesprekken met deskundigen naar voren gekomen dat in de eerste fase van de beoordeling van een kantoorobject gefocust zou moeten worden op de kwaliteit van de huurder en de lengte van het huurcontract. Vervolgens wordt het object beoordeeld aan de hand van een aantal vrij gedetailleerde fysieke, financiële, economische en fiscale criteria. Het belang dat de fysieke criteria enerzijds en de financiële, economische en fiscale criteria anderzijds hebben bij de beoordeling, is afhankelijk van de lengte van het huurcontract in het aangeboden kantoorobject.

Op basis van de beschreven cases lijkt het beoordelingsproces in de praktijk een eenvoudiger structuur te hebben. Een kantoor wordt in deze structuur integraler beoordeeld aan de hand van een aantal grovere criteria. Hierbij wordt indien dit nodig is aanvullende informatie gevraagd. Dit is een opvallende constatering omdat een deel van de deskundigen die eerder in dit onderzoek hebben aangegeven dat een voorselectie plaats zou moeten vinden, in de praktijk als acquireur deze fasering niet toepassen. Een belangrijke verklaring hiervoor is dat de aanbidding van een pand in de praktijk normaliter vergezeld gaat van de nodige informatie over het aangeboden object. Het is vanzelfsprekend dat de acquireur in de praktijk dan ook direct geneigd is de belangrijkste gegevens voor de beoordeling al uit deze informatie te vissen en achteraf om eventuele aanvullende informatie vraagt. Ook is het goed mogelijk dat de ervaring van een specifieke acquireur het mogelijk maken een aanbidding globaal te overzien en op deze manier een soort voorselectie te maken.

In de praktijkgevallen komt ook niet expliciet naar voren dat bij relatief korte huurcontracten, zoals bij het gebouw in Den Haag, de fysieke eigenschappen van een pand een grotere rol dienen te spelen bij de beoordeling van het pand. Het onderscheid dat het ontwikkelde model maakt in het belang van de verschillende soorten criteria bij verschillende huurtermijnen lijkt bij de beoordeling voordelen op te kunnen leveren. Vooral met het oog op de toekomstige verhuurbaarheid van het pand is het verstandig de fysieke aspecten zoals ze in het nieuwe model zijn opgenomen in het geval van relatief korte huurcontracten zwaarder te laten wegen bij de beoordeling. De moeite van het invullen van deze fysieke criteria kan daarentegen bij langere huurcontracten gedeeltelijk voorkomen worden.

Tenslotte is gebleken dat bij het bedrijf Hanzevast de beoordeling van een aangeboden kantoorpand hoofdzakelijk wordt gedaan door één acquireur. In principe richt één persoon zich op de beoordeling. Bezichtigingen van panden worden altijd door 2 of meer personen gedaan. Daarnaast vindt binnen de verantwoordelijke afdeling regelmatig overleg plaats over de 'ins & outs' van een bepaalde aanbidding. Er kan derhalve geconstateerd worden dat het in de praktijk niet door 2 acquireurs een onafhankelijke beoordeling plaats vindt. Dit is in het ontwikkelde model wel beschreven en is met het oog op de beperking van de subjectiviteit raadzaam.

5.5.2 Criteria

Wat betreft de criteria die bij de acquisitie van belang zijn blijkt de beoordeling van kantoorpanden in de praktijk voor het belangrijkste deel slechts aan de hand van een tiental globale criteria te worden gedaan. Er lijkt sprake te zijn van een vrij eenvoudig beoordelingsproces. Hierbij blijken de lengte van de huurcontracten, de kwaliteit van de

huurders, de ligging, de parkeergelegenheid, de bereikbaarheid, de uitstraling, de fysieke kwaliteit, de relatieve huurhoogte en het te halen rendement het meest belangrijk te zijn. Daarnaast moet als tiende criterium altijd rekening worden gehouden met het beleggingsvolume van een pand in relatie tot het fonds waarin het geplaatst zal worden. Opvallend aan de tien globale criteria is dat ook het rendement (BAR) belangrijk is bij de beoordeling. Dit is in het intersubjectieve oordeel van de experts niet zodanig naar voren gekomen. Het lijkt echter vanzelfsprekend aangezien hierin, zoals in hoofdstuk 2 al is beschreven, de voornaamste reden voor een belegging schuil gaat. Ook de kwaliteit van het kantoorobject met betrekking tot het fonds waarin het eventueel geplaatst gaat worden blijkt uit de praktijkcases van groter belang bij de beoordeling dan in de vorige hoofdstukken is verondersteld. Bovendien kunnen naast de hierboven genoemde criteria, per specifiek pand ook andere criteria van belang zijn bij de beoordeling.

Het beperkte aantal criteria dat in de praktijk van belang blijkt te zijn voor de beoordeling van een kantoorpand staat in schril contrast met het grote aantal criteria waaraan in het ontwikkelde model wordt beoordeeld. Als de gehanteerde globale criteria uit de cases echter naast de veelal gedetailleerde criteria uit het nieuw ontwikkelde model worden gelegd blijkt het grootste deel van de gedetailleerde criteria te kunnen worden geclusterd onder de globalere criteria die in de praktijk van belang blijken te zijn. Zo kan een aanzienlijk deel van met name de fysieke criteria worden teruggebracht tot uiterlijk, ligging, fysieke kwaliteit, bereikbaarheid en parkeergelegenheid. Hierin is dus wel degelijk een overeenkomst te constateren. Er zou voorzichtig geconcludeerd kunnen worden dat een deel van de gedetailleerde criteria die de deskundigen hebben geselecteerd een genuanceerdere invulling geven aan de criteria die in de praktijk belangrijk zijn gebleken. In de praktijk heeft de ervaring van de specifieke acquireur er waarschijnlijk toe geleid dat hij door te kijken naar bijvoorbeeld de parkeergelegenheid onbewust dit criterium toetst aan een aantal achterliggende gedetailleerdere criteria.

Wat betreft de criteria is uit de praktijkcases eveneens gebleken dat voor een aangeboden pand bepaalde positieve en negatieve aspecten van een aanbieding elkaar kunnen compenseren. Zo blijkt bijvoorbeeld in de beschrijving van de case van het kantoorobject in Den Haag dat het feit dat een pand in het centrum een ongebruikelijke zeer goede parkeergelegenheid heeft, het feit dat het pand een jaren '70 bouwstijl en dito uitstraling heeft compenseert. Aan deze mogelijkheid is bij het vormen van het model tijdens het onderzoek niet expliciet aandacht besteed. Deze constatering uit de praktijk kan als belangrijk aandachtspunt worden gezien bij het toepassen van het model zoals dat bij het onderzoek vorm heeft gekregen.

Ook is aan de hand van de praktijkcases duidelijk geworden dat per kantoorobject de criteria die bij de beoordeling van doorslaggevend belang zijn tot op zekere hoogte kunnen verschillen. In het ene geval kan dit de lange huurtermijn zijn, terwijl dit in een ander geval de goede ligging is. Daarbij blijken per specifiek object enkele criteria van belang te kunnen zijn bij de beoordeling, die bij een ander object niet belangrijk blijken te zijn. Bij het pand in Sliedrecht blijkt bijvoorbeeld de opleverdatum van doorslaggevend belang te zijn terwijl dit criterium bij het pand in Haarlem niet aan bod komt. Net als de hiervoor besproken compensatiemogelijkheid is ook dit gegeven in het onderzoek niet nadrukkelijk naar voren gekomen. Het dient echter op basis van de vergelijking met de praktijk wel degelijk als aandachtspunt bij de toepassing van het model te fungeren. Hiermee wordt tevens het belang bevestigd van het gebruik van een groot aantal criteria bij de beoordeling van een kantoorobject.

5.5.3 Beoordelingstijd

Uit de besproken praktijkgevallen is gebleken dat de beoordeling van een kantoorobject ten behoeve van eventuele plaatsing in een besloten vastgoedfonds doorgaans twee tot vier dagen in beslag neemt. Hiermee wordt de totale tijd bedoeld die geïnvesteerd is in de beoordeling van een aangeboden pand tussen het moment dat de aanbieding wordt gedaan en het moment waarop de deal gesloten wordt.

Volgens de betrokkenen is het moeilijk hiervoor een exacte termijn te geven. Dit is het gevolg van verschillende factoren. Zo vindt de beoordeling niet in een aaneengesloten tijdsbestek plaats maar in delen over een langere termijn. Temeer omdat de geïnvesteerde tijd ook niet wordt vastgelegd is moeilijk te bepalen hoe lang de acquireur bezig is

geweest met de beoordeling. Daarbij kan de opgetelde termijn die de beoordeling vraagt fors verschillen als gevolg van de beschikbaarheid van de benodigde gegevens.

Als gevolg van deze variatie in de beoordelingstijd over verschillende aanbiedingen is het moeilijk in het algemeen iets te zeggen over het kwantitatieve voordeel dat het nieuwe model in het algemeen oplevert. Wel kan hierover aan de hand van de drie praktijkcases een verwachting worden uitgesproken.

Uit de praktijk blijkt dat doorgaans de meeste tijd gaat zitten in het verzamelen en analyseren van de juiste informatie voor de uiteindelijke beoordeling. De analyse van de praktijkcases maakt duidelijk dat panden voornamelijk aan de hand van een aantal primaire criteria worden beoordeeld. Daarentegen wordt in het nieuwe model een pand aan de hand van een groter aantal vrij gedetailleerde criteria beoordeeld. Omdat de afzonderlijke invulling van deze criteria naar alle waarschijnlijkheid meer tijd kost ligt het voor de hand dat de beoordeling conform het in het onderzoek ontwikkelde model een grotere tijdsinvestering vergt. Eerder in dit hoofdstuk is echter al geconstateerd dat er in de criteria ook een duidelijke overlapping zit. De criteria in het nieuwe model zijn voor een groot deel in clusters te bundelen tot één van de primaire criteria die in de cases van belang blijken te zijn.

De lijsten met criteria die in het conceptmodel worden genoemd zouden daarom tevens als een checklist kunnen worden gezien, naast een lijst van punten waaraan stuk voor stuk invulling moet worden gegeven alvorens een goede beoordeling kan worden gegeven van een kantoorpand.

5.6 Het aangepaste beoordelingsmodel

Gezien de constatering die zijn gedaan bij de vergelijking van het op basis van het intersubjectieve oordeel van de experts ontwikkelde model met de drie praktijkcases, lijken een aantal aanpassingen van belang. Deze aanpassingen hebben voornamelijk betrekking op de fasering en segmentering van het ontwikkelde model en zijn gericht op het verbeteren van de bruikbaarheid van het model in de praktijk.

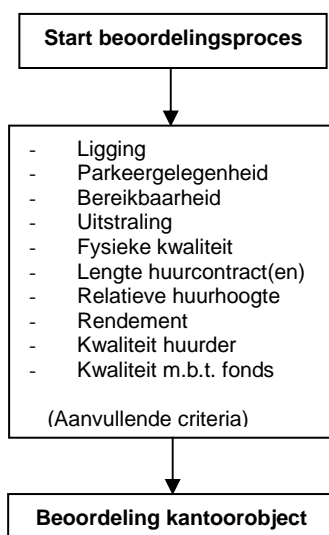
Het blijkt op basis van de praktijk niet nodig bij de beoordeling een voorselectie te doen. Idealiter zou een voorselectie het beoordelingsproces ten goede komen. Gezien het feit dat in de praktijk doorgaans vrij veel informatie met een aanbieding wordt meegeleverd is het echter raadzaam een pand direct te beoordelen op basis van de tien globale criteria die uit de cases naar voren zijn gekomen. Dit wordt bevestigd door de eerdere constatering dat een deel van de deskundigen die 'in theorie' te kennen geven dat een voorselectie goed is, in de praktijk als acquireur deze voorselectie niet toepassen.

Het is aan te raden de voorselectie wel te noemen indien iemand de beoordelingsmethode voor kantoorpanden nieuw wordt aangeleerd. Hierdoor zal deze acquireur zich er in de toekomst van bewust blijven dat de kwaliteit van de huurder en de lengte van de huurtermijn van primair belang zijn bij de eerste beoordeling van een kantoorpand.

Het onderstaande figuur 5.1 geeft een schematisch overzicht van het aangepaste, op het eerste oog vereenvoudigde, beoordelingsmodel. De daarop volgende tabel 5.1 is een weergave van de herziene checklist waarin criteria uit het intersubjectieve oordeel van de experts onderverdeeld zijn op basis van de aangepaste segmentering aan de hand van de tien globale criteria. Hierin zijn de criteria die niet kunnen worden verdeeld in één van de globale criteria, maar afhankelijk van het specifieke object wel van belang kunnen zijn, bij de beoordeling bestempeld als 'aanvullende criteria'.

Net als in de vorige hoofdstukken zijn de criteria die tussen haakjes zijn geschreven van minder groot belang bij de beoordeling. Ook de gewenste invulling van de criteria in deze checklist blijft hetzelfde als in het vorige hoofdstuk is beschreven.

De beoordeling van een kantoorpand conform het aangepaste, in de praktijk meer bruikbare model is er dus op gericht het object te beoordelen aan de hand van tien globale criteria. De gedetailleerde criteria per globaal criterium in de tabel fungeren hierbij als checklist. Ook moet ermee rekening worden gehouden dat, specifiek per object, aanvullende criteria bij de beoordeling van belang kunnen zijn.



Figuur 5.1: Het aangepaste beoordelingsmodel

Aangepaste indeling checklist	Gewenste invulling criteria
Kwaliteit huurder	
- Kwaliteit huurder	- Volgens norm Graydon
Lengte huurcontract(en)	
- Lengte huurcontract	- (Gemiddeld gewogen) aantal jaren
Ligging	
- Aantal bewoners in betreffende gemeente	- Absoluut afgerond aantal inwoners
- Soort omgeving	- Industrierrein, woonwijk, periferie, kantorenwijk of binnenstad
- Aantrekkingskracht voor organisaties om kantoor te vestigen	- Schaalniveau waarop in omgeving gevestigde bedrijven operen
- Zichtbaarheid	- Gemiddeld aantal passanten per tijdseenheid
- Attractiviteit stad als geheel	- Overallbeeld van de stad
Parkeergelegenheid	
- Aantal openbare parkeerplekken in nabije omgeving	- Absoluut aantal parkeerplekken
- Soort parkeervoorziening op eigen terrein	- Parkeerkelder, parkeerdek, onoverdekt op maaiveld etc.
- Capaciteit parkeerplekken	- m ² b.v.o. per parkeerplek
- Percentage parkeerplekken toegewezen aan huurders	- Relatief aantal t.o.v. totaal
- (Gebruik p.p. op eigen terrein)	- Alleen voor medewerkers of ook (tijdelijk) gemengd gebruik
Bereikbaarheid	
- Nabijheid afrit autosnelweg	- Concrete afgeronde afstand
- Mate van verkeers-doorstromingsbelemmering	- Mate en termijn belemmering door stoplichten, bruggen etc.
- Nabijheid treinstation	- Concrete afgeronde afstand
- Type treinstation	- Soort treinen en aantal verbindingen
- Nabijheid halte (snel)tram/metro	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid bushalte	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid int. luchthaven	- Concrete afgeronde afstand
- Bereikbaarheid terreinontsluiting t.o.v. hoofdverkeerswegen	- Concrete afgeronde afstand
Uitstraling	
- Architectuur	- Onopvallend of opvallende architectuur van bekende architect
- Bouwjaar	- Jaartal
Fysieke kwaliteit	
- Mogelijkheden horizontale indeling	- Mogelijke indeling volgens gevelstramien in centimeter
- Toetreding daglicht in gebouw	- Relatief vloeroppervlak binnen 6 meter van raam
- Ruimtelijkheid entreehal	- Verhouding vloeroppervlak t.o.v. hoogte
- Ervaren thermisch binnenklimaat	- PMV-waarde conform ISSO-publicatie 19
- Gebruikte materialen	- Van goedkoop en snel te bouwen tot stijlvol en hoogwaardig
- B.v.o. (: v.v.o.)	- m ² (en relatief oppervlak v.v.o hiervan)
- Staat van onderhoud	- Staat van schilder- en stucwerk, vloerbedekking, kozijnen etc.
- (Horizontale uitbreidingsmogelijkheden op perceel)	- Percentage bebouwd oppervlak op perceel
- (Verticale zone-indeling gebouw)	- Absolute hoogte verdiepingen
- (Manier van ontvangst bezoekers)	- Gesloten gebouw met deurbel, open met ontvangstbalie etc.
- (Hoogte werkplek)	- Absolute hoogte tussen vloer en plafond
- (Soort werkplekafscheiding)	- Geen, tussenschot, volledig gesloten etc.
- (Temperatuur in de zomer)	- Temperatuurinterval in °C conform ISSO-publicatie 19
- (Ventilatie)	- Aantal m ³ buitenlucht per uur per persoon

- (Regelbaarheid ventilatie)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Regelbaarheid koeling)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Indeling en uitrusting facilitair ruimten)	- Variëert van gezamenlijk voor dames en heren tot gescheiden met voorzieningen als een wastafel, warm water etc.
Relatieve huurhoogte	
- Markthuur locatie	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Betaalde huur	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
Rendement	
- Rendement	- Percentage
Kwaliteit m.b.t. fonds	
- Kwaliteit m.b.t. fonds	- Omvang beleggingsvolume in relatie tot fonds
Aanvullende criteria	
- Karakter lokale markt: vraag & aanbod	- Relatieve hoeveelheid leegstand en nieuwbouw t.o.v. totale voorraad
- Eigendomssituatie	- Eigendom of erfpacht (bij erfpacht ook periode van belang)
- BTW-plichtigheid huurder	- BTW-plichtig of niet
- Exploitatielasten pand	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- (Invloedsfactoren negatief sociaal niveau)	- Aanwezigheid sporen vandalisme, zwerfvuil en randgroepen
- (Uitzicht vanaf werkplekken)	- Afstand naburige bebouwing t.o.v. ramen rondom
- (Verontreinigingstatus perceel)	- Conform ABC-leidraad bodembescherming / ministerie VROM
- (Toekomstperspectief pand)	- Invloed toekomstige plannen op beoordeling pand
- (Taxatie- vs. Aankoopwaarde)	- Absoluut verschil in euro's
- (Hoogte en betaling makelaarscourtage)	- Percentage koopprijs en partij die het betaald
- (Bezettingsgraad pand)	- Relatief oppervlak verhuurd kantoor
- (Huurgarantie (+ periode))	- Absoluut aantal maanden
- (Benodigde investeringen om pand marktconform te maken)	- Totaalbedrag in euro's
- (Rentestand)	- Percentage
- (Inflatie)	- Percentage
- (Ondernemersvertrouwen)	- Door CBS bepaald indexcijfer
- (Werkgelegenheid)	- Relatief aantal werkzame personen
- (Kapitalisatiefactor)	- Aantal keer dat totale jaarhuur koopprijs k.k. past
- (Periode tussen deal en overdracht)	- Wel of geen bezwaar voor verkopende partij

Tabel 5.1: Herziene checklist

Bij het gebruik van het aangepaste model dienen enkele aandachtspunten te worden benadrukt:

- Het op basis van de lengte van de huurcontracten maken van een onderscheid in het belang van de fysieke criteria bij de beoordeling, dient ook in het aangepaste model te worden meegenomen. In het vierde hoofdstuk van dit rapport is uitgelegd dat bij panden met langere huurcontracten (langer dan 7 a 8 jaar) minder rekening gehouden hoeft te worden met de toekomstige verhuurbaarheid. Hierdoor hoeven de fysieke aspecten, die met name voor de huurder van belang zijn, slechts beperkt bij de beoordeling te worden meegenomen.
- Wat betreft de fysieke criteria dienen de omgevingsaspecten het zwaarst en de aspecten met betrekking tot de werkplek en de facilitaire ruimten het minst zwaar mee te wegen bij de beoordeling.
- Het verder beperken van de subjectiviteit door twee of meer personen de beoordeling volgens het aangepaste model te laten doorlopen, verdient de aanbeveling.
- Met betrekking tot de beoordeling van een pand kunnen positieve en negatieve criteria elkaar compenseren. Dit punt is in de vorige paragraaf van dit hoofdstuk al aangestipt.
- De criteria die bij de beoordeling van doorslaggevend belang zijn kunnen per specifiek kantoorobject verschillen. Ook dit aandachtspunt is in de vorige paragraaf al genoemd.
- Ad hoc redeneren op basis van ervaring van de betreffende acquireurs blijft belangrijk bij het gebruik van het model. Het beoordelen van een kantoor door het model blindelings in te vullen is onverstandig. Dit komt duidelijk naar voren uit het feit dat bijvoorbeeld bij de praktijkcases het object in Sliedrecht uiteindelijk ongeschikt blijkt vanwege de late opleverdatum. Dit is een criterium dat in de bovenstaande checklist niet staat vermeld maar voor het specifieke object wel van doorslaggevend belang is.

Het aangepaste model dat het eindresultaat vormt van dit hoofdstuk kan gezien worden als nuancering van het eerder ontwikkelde beoordelingsmodel aan de hand van constatering uit koppeling met de praktijk. Het model is hierdoor in de praktijk beter bruikbaar geworden.

6. Conclusies

6.1 Inleiding

Ter afsluiting van dit onderzoek worden in dit laatste hoofdstuk de belangrijkste conclusies besproken. In de volgende paragraaf zal eerst de hoofdvraag van het onderzoek aan bod komen. Het antwoord op deze hoofdvraag zal vervolgens worden uitgewerkt en toegelicht door middel van de bespreking van de conclusies met betrekking tot de verschillende onderzoeksvragen. Daarna volgt aan de hand van een aantal kritische kanttekeningen een evaluatie van het onderzoek. Het hoofdstuk zal afsluiten met een aantal aanbevelingen voor verder onderzoek.

6.2 'Een ideaal-model van vastgoedselectie?'

De vraagstelling van dit onderzoek, zoals in hoofdstuk 1 uiteengezet, is als volgt geformuleerd:

Hoe kan het beoordelingssysteem voor de selectie van kantoorpanden ten behoeve plaatsing in besloten vastgoedfondsen inzichtelijk en efficiënter worden vormgegeven? Is het mogelijk deze selectie objectiever plaats te laten vinden en tegelijk de kwaliteit van de beoordeling van de geselecteerde panden als investeringsobjecten tenminste op gelijk niveau te houden?

Bij het beantwoorden van deze onderzoeksvraag is het de doelstelling geweest te komen tot een conceptueel ideaal-model voor de beoordeling en selectie van kantoorpanden ten behoeve van plaatsing in besloten vastgoedfondsen.

Om dit model invulling te geven is tijdens het onderzoek op basis van een intersubjectief oordeel van een panel van experts inzichtelijk gemaakt welke criteria van belang zijn bij de beoordeling van een kantoorpand. Vervolgens is duidelijk geworden welke invulling deze criteria zouden moeten krijgen met het oog op een objectieve beoordeling van een kantoor. Ook is bepaald hoe het proces idealiter gefaseerd en gesegmenteerd dient te worden gericht op een efficiënte aanpak en hoe de resterende subjectiviteit van de beoordeling verder beperkt kan worden. Aan de hand van deze bevindingen is een inzichtelijk en efficiënt model gevormd waarin de beoordeling van een pand op een rationele wijze plaatsvindt.

De koppeling van het ontwikkelde model aan een aantal praktijkcases heeft duidelijk gemaakt dat er met het model een forse stap is gezet naar een inzichtelijke en objectieve beoordeling. Een aantal aanpassingen bleek echter van belang om het model in de praktijk beter bruikbaar te maken. De aanpassingen hebben uiteindelijk geresulteerd in het model zoals het bij de bespreking van de deelconclusies in figuur 6.2 schematisch is weergegeven met de bijbehorende checklist die in tabel 6.2 is opgenomen.

Uit de vergelijking met de praktijkcases is gebleken dat moeilijk een conclusie te trekken is over de toegenomen efficiëntie van het uiteindelijke beoordelingsmodel.

Tijdens het verkennende onderzoek naar het beoordelingsmodel is duidelijk is geworden welke criteria van belang zijn, hoe deze objectief invulling kunnen krijgen en welk proces in principe doorlopen zou moeten worden. Deze inzichtelijkheid bevordert de communicatie tussen de verschillende partijen die betrokken zijn bij de acquisitie van kantoren voor besloten vastgoedfondsen. Daarnaast creëert het goede mogelijkheden voor de verbetering van het proces en toespitsing ervan op de doelstellingen van de specifieke acquireur.

Tenslotte maakt het rationele proces het eenvoudiger een aankomend acquireur wegwijs te maken met de belangrijke aspecten van het beoordelingsproces. Een vaardigheid die tot op heden doorgaans enkel door ervaring in de praktijk werd geleerd.

Uit de koppeling met de praktijk is echter ook duidelijk geworden dat het ontwikkelde model tot op zekere hoogte slechts een handreiking is en dat ad hoc redeneren en de ervaring van de acquireur ook belangrijk zijn in het doorgaans complexe beoordelingsproces. De kantorenmarkt is heterogeen en het beoordelingsproces kan daarom sterk variëren. Dit maakt het ontwikkelen van een rationeel ideaal-model voor de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van de plaatsing in besloten vastgoedfondsen tot een moeilijke opgave.

Het onderzoek heeft duidelijk gemaakt dat de beoordeling van kantoorpanden ten behoeve van eventuele plaatsing in besloten vastgoedfondsen een vrij complex proces is. Een belangrijk deel van de efficiëntie in dit proces wordt bereikt door ervaring en intuïtie van de acquireurs. Onduidelijk blijft in hoeverre deze efficiëntie is toegenomen. Wel is in dit onderzoek het beoordelingsproces objectief en inzichtelijk gemaakt. Wat betreft een ideaal-model is een aanzienlijke stap in de goede richting gezet. Geconcludeerd mag daarom worden dat de beoogde doelstelling dit onderzoek voor een belangrijk deel is gerealiseerd.

6.3 De deelconclusies

6.3.1 De criteria en de wenselijke invulling ervan

De eerste deelvraag van het onderzoek is erop gericht duidelijkheid te verschaffen welke criteria van belang zijn om tot een goed selectieoordeel te komen gericht op de vraag of een pand interessant en geschikt is voor plaatsing in een besloten vastgoedfonds. Om tot een gefundeerd inzicht te komen welke criteria dit zijn is bij een aantal deskundigen op het gebied van de waardering van kantoorpanden en het beleggen in besloten vastgoedfondsen interviews afgenomen. Aan de hand van deze interviews is een intersubjectief oordeel van de experts gevormd waaruit de onderstaande lijst van fysieke en financieel, economische en fiscale criteria naar voren is gekomen die van belang zijn in het beoordelingsproces. Hierbij staan per categorie de belangrijkste criteria bovenaan en zijn de criteria tussen de haakjes van minder groot belang bij de beoordeling. Verder moet vermeld worden dat wat betreft de fysieke criteria, die in de categorie 'omgeving' het zwaarst en die in de categorieën 'werkplek' en 'facilitaire ruimten' het minst zwaar zouden moeten meewegen bij de beoordeling.

In de rechter rij staat beschreven welke invulling per criterium wenselijk is voor een objectieve beoordeling. Ten behoeve van de inzichtelijkheid dient de invulling zo objectief mogelijk te zijn. Het vooraf geven van een kritische waarde aan de invulling is niet wenselijk vanwege de grote mate van diversiteit in de kantorenmarkt. Hiermee is een antwoord gegeven op de tweede onderzoeksvraag van dit onderzoek. Geconcludeerd kan worden dat deze objectieve invulling niet voor ieder criterium even eenvoudig is en dat er bij de invulling van een aantal criteria nog een enige subjectiviteit een rol blijft spelen. Aan het verder beperken van deze subjectiviteit zal later in deze paragraaf nog aandacht worden besteed.

Fysieke criteria	Invulling
Omgeving	
- Aantal bewoners in betreffende gemeente	- Absoluut afgerond aantal inwoners
- Soort omgeving	- Industrierrein, woonwijk, periferie, kantorenwijk of binnenstad
- Aantrekkingskracht voor organisaties om kantoor te vestigen	- Schaalniveau waarop in omgeving gevestigde bedrijven operen
- Nabijheid afrit autosnelweg	- Concrete afgeronde afstand
- Mate van verkeersdoorstromingsbelemmering	- Mate en termijn belemmering door stoplichten, bruggen etc.
- Nabijheid treinstation	- Concrete afgeronde afstand
- Type treinstation	- Soort treinen en aantal verbindingen
- Nabijheid halte (snel)tram / metro	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid bushalte	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid internationale luchthaven	- Concrete afgeronde afstand
- (invloedsfactoren negatief sociaal niveau)	- Aanwezigheid sporen vandalisme, zwerfvuil en randgroepen
Perceel	
- Zichtbaarheid	- Gemiddeld aantal passanten per tijdseenheid
- Bereikbaarheid terreinontsluiting t.o.v. hoofdverkeerswegen	- Concrete afgeronde afstand
- Aantal openbare parkeerplekken in nabije omgeving	- Absoluut aantal parkeerplekken
- Soort parkeervoorziening op eigen terrein	- Parkeerkelder, parkeerdek, onoverdekt op maaiveld etc.
- Capaciteit parkeerplekken	- m ² b.v.o. per parkeerplek
- Percentage parkeerplaatsen toegewezen aan huurders	- Relatief aantal t.o.v. totaal
- (Uitzicht vanaf werkplekken)	- Afstand naburige bebouwing t.o.v. ramen rondom
- (Gebruik p.p. op eigen terrein)	- Alleen voor medewerkers of ook (tijdelijk) gemengd gebruik
- (Horizontale uitbreidingsmogelijkheden op perceel)	- Percentage bebouwd oppervlak op perceel
- (Verontreinigingstatus perceel)	- Conform ABC-leidraad bodembescherming / ministerie VROM
Gebouw in het algemeen	
- Mogelijkheid horizontale indeling	- Mogelijke indeling volgens gevelstramen in centimeter

- Toetreding daglicht in gebouw	- Relatief vloeroppervlak binnen 6 meter van raam
- Ruimtelijkheid entreehal	- Verhouding vloeroppervlak t.o.v. hoogte
- (Verticale zone-indeling)	- Absolute hoogte verdiepingen
- (Manier van ontvangst bezoekers)	- Gesloten gebouw met deurbel, open met ontvangstbalie etc.
Werkplek	
- Ervaring thermisch binnenklimaat	- PMV-waarde conform ISSO-publicatie 19
- Daglichttoetreding	- Lichtsterkte op 2 meter van gevel op werkvlak in lux
- (Hoogte werkplek)	- Absolute hoogte tussen vloer en plafond
- (Soort werkplekafscheiding)	- Geen, tussenschot, volledig gesloten etc.
- (Temperatuur in de zomer)	- Temperatuurinterval in °C conform ISSO-publicatie 19
- (Ventilatie)	- Aantal m3 buitenlucht per uur per persoon
- (Regelbaarheid ventilatie)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Regelbaarheid koeling)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
Facilitaire Ruimten	
- (Indeling en uitrusting)	- Varieert van gezamenlijk voor dames en heren tot gescheiden met voorzieningen als een wastafel, warm water etc.
Aangevulde fysieke aspecten	
- Gebruikte materialen	- Van goedkoop en snel te bouwen tot stijlvol en hoogwaardig
- Architectuur	- Onopvallend of opvallende architectuur van bekende architect
- B.v.o. (: v.v.o.)	- m2 (en relatief oppervlak v.v.o hiervan)
- Attractiviteit stad als geheel	- Overallbeeld van de stad (imago, ligging, aantal inwoners etc.)
- Staat van onderhoud	- Staat van schilder- en stucwerk, vloerbedekking, kozijnen etc.
Financieel, economische en fiscale criteria	Invulling
- Markthuur locatie	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Betaalde huur	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Karakter lokale markt: vraag & aanbod	- Relatieve hoeveelheid leegstand en nieuwbouw t.o.v. totale voorraad
- Eigendomssituatie	- Eigendom of erfpacht (bij erfpacht ook periode van belang)
- Bouwjaar	- Jaartal
- BTW-plichtigheid huurder	- BTW-plichtig of niet
- Exploitatielasten pand	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- (Toekomstperspectief pand)	- Invloed toekomstige plannen op beoordeling pand
- (Taxatie- vs. Aankoopwaarde)	- Absoluut verschil in euro's
- (Hoogte en betaling makelaarscourtage)	- Percentage koopprijs en partij die het betaald
- (Bezettingsgraad pand)	- Relatief oppervlak verhuurd kantoor
- (Huurgarantie (+ periode))	- Absoluut aantal maanden
- (Benodigde investeringen om pand marktconform te maken)	- Totaalbedrag in euro's
- (Rentestand)	- Percentage
- (Inflatie)	- Percentage
- (Ondernemersvertrouwen)	- Door CBS bepaald indexcijfer
- (Werkgelegenheid)	- Relatief aantal werkzame personen
- (Kapitalisatiefactor)	- Aantal keer dat totale jaarhuur koopprijs k.k. past
- (Rendement)	- Percentage
- (Periode tussen deal en overdracht)	- Wel of geen bezwaar voor verkopende partij

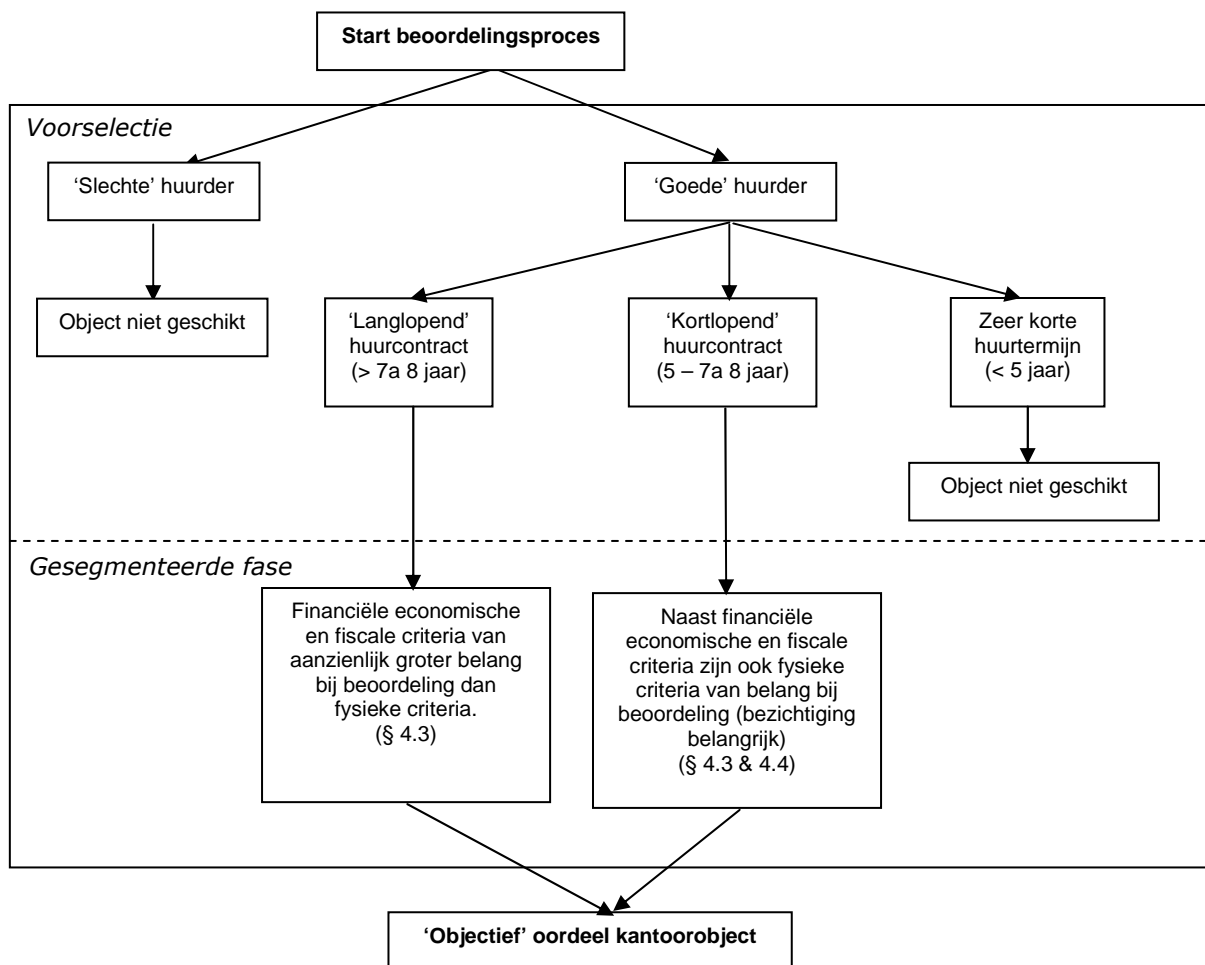
Tabel 6.1: Resultaten van de eerste twee onderzoeksvragen

6.3.2 De vorm en invulling van het model

Geconcludeerd is dat een pand op basis van het intersubjectieve oordeel van de deskundigen aan de hand van een groot aantal criteria beoordeeld zou moeten worden. Als antwoord op de derde deelvraag van het onderzoek heeft het beoordelingsmodel een vorm gekregen waarin een kantoorpand op een efficiënte en rationele manier aan de hand van alle belangrijke criteria kan worden beoordeeld. Aan de hand van gesprekken met deskundigen is geconcludeerd dat er ten behoeve van de efficiëntie eerst een voorselectie plaats dient te vinden op basis van de kwaliteit van de huurder en de lengte van het huurcontract.

Ook is geconcludeerd dat bij relatief kortlopende contracten van circa 5 tot 7 a 8 jaar in het vervolg van het proces de fysieke criteria naar verhouding zwaarder mee zouden moeten wegen dan bij langlopende contracten met een huurtermijn van meer dan 7 a 8 jaar. Dit biedt voordelen omdat door de kortere huurtermijn meer rekening gehouden dient te worden met de toekomstige verhuurbaarheid van een kantoor. Aangezien toekomstige huurders bij de locatiekeuze voornamelijk op basis van fysieke criteria redeneren dienen deze ook bij de beoordeling van een dergelijk kantoorpand zwaarder mee te wegen.

Na de voorselectie zou dus, afhankelijk van de lengte van het huurcontract, de beoordeling aan de hand van een verschillende weging van de criteria plaats moeten vinden. Op basis van deze resultaten heeft het conceptuele beoordelingsmodel uiteindelijk vorm gekregen zoals weergegeven op de volgende pagina.



Figuur 6.1: Schematische weergave beoordelingsmodel

Bij de bespreking van de deelconclusies van de tweede onderzoeksvraag kwam al even naar voren dat een aantal van de criteria in het beoordelingsmodel beperkt objectief in te vullen is. Er blijft dus een zekere mate van subjectiviteit in de beoordeling volgens het hierboven schematisch weergegeven model. In het hoofdstuk waarin de vormgeving van het model aan bod is gekomen is geconcludeerd dat de resterende subjectiviteit het best kan worden beperkt door het beoordelingsmodel door meer dan één persoon te laten doorlopen.

6.3.3 Koppeling van het conceptmodel aan de praktijk

Ten behoeve van de vierde onderzoeksvraag is de koppeling gemaakt tussen het ingevulde en vormgegeven beoordelingsmodel en de praktijk. Dit is gedaan door van een drietal cases het beoordelingsproces en de criteria die bij de acquisitie een rol hebben gespeeld te analyseren en te vergelijken met het ontwikkelende model. Op basis hiervan is een aantal conclusies getrokken en zijn een aantal aanpassingen gedaan aan het tot dan toe ontwikkelde beoordelingsmodel. Deze aanpassingen hebben de bruikbaarheid van het beoordelingsmodel in de praktijk verbeterd.

Wat betreft de vorm van het proces is uit de koppeling duidelijk geworden dat bij de beoordeling in de praktijk doorgaans een ander proces wordt doorlopen dan in het ontwikkelde model wordt voorgeschreven. Daar waar het in het onderzoek ontwikkelde model een voorselectie kent wordt in de praktijk een pand integraal beoordeeld aan de hand van een aantal belangrijke, meer globale criteria. In de praktijk blijkt het beoordelingsproces een vrij eenvoudige structuur te hebben. Dit heeft te maken met het feit dat in de praktijk bij de aanbidding van een pand, afhankelijk van de bemiddelende makelaar, een aanzienlijke hoeveelheid informatie wordt bijgevoegd. Voor de belangrijke criteria waaraan nog geen invulling kan worden gegeven wordt vrijwel direct om

aanvullende informatie gevraagd. Dit maakt het vanzelfsprekend dat al in een beginstadium van het proces naar een groter aantal criteria wordt gekeken. Tevens is gebleken dat een acquireur op basis van zijn ervaring doorgaans al snel een beeld heeft van een pand. Het is aannemelijk dat dit beeld in zekere zin onbewust wordt gecreëerd aan de hand van de criteria die bij de eerste onderzoeksvraag naar voren zijn gekomen. Aan de hand van de vergelijking met de praktijk kan eveneens worden geconcludeerd dat er bij de beoordeling in de cases bij het proces niet bewust rekening wordt gehouden met de huurtermijn. In het ontwikkelde model wordt het belang van de fysieke criteria kleiner naar gelang het moment waarop de huurcontracten aflopen verder in de toekomst ligt. Bij de analyse van het proces in de cases is dit onderscheid niet naar voren gekomen. Wat dit betreft lijkt het ontwikkelde model een nuttige aanvulling te bieden op de reeds gebruikte aanpak.

In eerste instantie lijkt er ook in de criteria die bij de acquisitie van belang zijn een aanzienlijk verschil te bestaan tussen de geanalyseerde cases en de praktijk. Op het eerste oog worden panden in de praktijk slechts aan een beperkt aantal criteria getoetst. Op basis van de cases blijken slechts tien criteria van primair belang te zijn bij de beoordeling van een kantoorpand. Bij nadere bestudering blijkt echter dat clusters van de criteria uit het ontwikkelde model beschouwd kunnen worden als de gedetailleerdere invulling van het beperkte aantal criteria uit de praktijkcases. In het nieuwe model staan met name de fysieke criteria zeer gedetailleerd opgesomd terwijl in de praktijk op basis van algemene overkoepelende termen wordt beoordeeld. Deze constatering heeft waarschijnlijk ook te maken met de ervaring die een acquireur in de loop van de tijd opdoet in het beoordelen van panden. De acquireurs hebben door ervaring de grote hoeveelheid criteria teruggebracht tot een overzichtelijk aantal grovere criteria. Daarom wordt verondersteld dat het nieuwe model gezien kan worden als een gedetailleerde checklist voor de beoordeling van kantoorpanden.

Ten behoeve van het vaststellen van het kwantitatieve voordeel van het ontwikkelde model is het in beginsel de bedoeling geweest deze qua geïnvesteerde tijd te vergelijken met de praktijk. Deze vergelijking bleek echter minder eenvoudig te zijn dan verwacht omdat in de praktijk niet exact is aan te geven welke tijdsinvestering is gedaan ten behoeve van de beoordeling van een specifiek pand. Daarbij blijkt uit gesprekken dat deze termijn als gevolg van de heterogeniteit van de aangeboden objecten erg kan verschillen. Het is daarom moeilijk op basis van de geanalyseerde cases een algemene conclusie te trekken over het kwantitatieve voor- of nadeel dat het ontwikkelde model oplevert. Wel mag worden aangenomen dat wanneer achtereenvolgens alle criteria nauwkeurig invulling krijgen, dit waarschijnlijk tot een grotere tijdsinvestering zal leiden dan wanneer, zoals in de cases, aan de hand van een beperkter aantal criteria een minder gedetailleerdere beoordeling plaats vindt. Hierbij kan echter de ervaring van een specifieke acquireur ook een bepalende factor zijn.

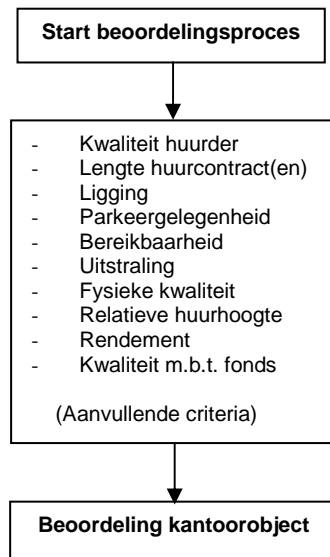
De aanpassingen die op basis van de constatering uit de vergelijking met de praktijk zijn gedaan hebben voornamelijk betrekking op de fasering en segmentering van het ontwikkelde model en bevorderen de bruikbaarheid van het model in de praktijk. De aanpassingen resulteren in de schematische weergave van het beoordelingsmodel op de volgende pagina met de daarbij behorende herziene checklist zoals die in de daaropvolgende tabel 6.2 staat weergegeven.

Bij het gebruik van het model dient opgemerkt te worden dat het onderscheid op basis van de huurtermijn in het belang van de fysieke criteria bij de beoordeling ook in het aangepaste model meegenomen moet worden. Wat betreft de fysieke criteria zouden de omgevingsaspecten van het kantoorpand zwaarder moeten meewegen bij de beoordeling en de aspecten die betrekking hebben op de werkplek en facilitaire ruimten relatief minder zwaar.

Daarnaast geldt ook voor het aangepaste model dat de subjectiviteit verder beperkt kan worden door twee of meer personen de beoordeling volgens het aangepaste model te laten doorlopen.

Eveneens is wat betreft de criteria aan de hand van de koppeling met de praktijk gebleken dat voor een aangeboden pand bepaalde positieve en negatieve aspecten elkaar kunnen compenseren. Tevens is duidelijk geworden dat per kantoorobject de criteria die bij de beoordeling van doorslaggevend belang zijn erg kunnen verschillen. Met betrekking tot de beoordeling van een pand kunnen positieve en negatieve criteria elkaar compenseren. Tenslotte verdient het de opmerking dat ad hoc redeneren op basis van ervaring van de

betreffende acquireurs belangrijk blijft bij het gebruik van het model. Het beoordelen van een kantoor door het model blindelings invullen is onverstandig.



Figuur 6.2: Het aangepaste beoordelingsmodel

Aangepaste indeling checklist	Gewenste invulling criteria
Kwaliteit huurder	
- Kwaliteit huurder	- Volgens norm Graydon
Lengte huurcontract(en)	
- Lengte huurcontract	- (Gemiddeld gewogen) aantal jaren
Ligging	
- Aantal bewoners in betreffende gemeente	- Absoluut afgerond aantal inwoners
- Soort omgeving	- Industrierrein, woonwijk, periferie, kantorenwijk of binnenstad
- Aantrekkingskracht voor organisaties om kantoor te vestigen	- Schaalniveau waarop in omgeving gevestigde bedrijven operen
- Zichtbaarheid	- Gemiddeld aantal passanten per tijdseenheid
- Attractiviteit stad als geheel	- Overallbeeld van de stad
Parkeergelegenheid	
- Aantal openbare parkeerplekken in nabije omgeving	- Absoluut aantal parkeerplekken
- Soort parkeervoorziening op eigen terrein	- Parkeerkelder, parkeerdek, onoverdekt op maaiveld etc.
- Capaciteit parkeerplekken	- m ² b.v.o. per parkeerplek
- Percentage parkeerplekken toegewezen aan huurders	- Relatief aantal t.o.v. totaal
- (Gebruik p.p. op eigen terrein)	- Alleen voor medewerkers of ook (tijdelijk) gemengd gebruik
Bereikbaarheid	
- Nabijheid afrit autosnelweg	- Concrete afgeronde afstand
- Mate van verkeers-doorstromingsbelemmering	- Mate en termijn belemmering door stoplichten, bruggen etc.
- Nabijheid treinstation	- Concrete afgeronde afstand
- Type treinstation	- Soort treinen en aantal verbindingen
- Nabijheid halte (snel)tram/metro	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid bushalte	- Concrete afgeronde afstand
- Nabijheid int. luchthaven	- Concrete afgeronde afstand
- Bereikbaarheid terreinontsluiting t.o.v. hoofdverkeerswegen	- Concrete afgeronde afstand
Uitstraling	
- Architectuur	- Onopvallend of opvallende architectuur van bekende architect
- Bouwjaar	- Jaartal
Fysieke kwaliteit	
- Mogelijkheden horizontale indeling	- Mogelijke indeling volgens gevelstramien in centimeter
- Toetreding daglicht in gebouw	- Relatief vloeroppervlak binnen 6 meter van raam
- Ruimtelijkheid entreehal	- Verhouding vloeroppervlak t.o.v. hoogte
- Ervaren thermisch binnenklimaat	- PMV-waarde conform ISSO-publicatie 19
- Gebruikte materialen	- Van goedkoop en snel te bouwen tot stijlvol en hoogwaardig
- B.v.o. (: v.v.o.)	- m ² (en relatief oppervlak v.v.o hiervan)
- Staat van onderhoud	- Staat van schilder- en stucwerk, vloerbedekking, kozijnen etc.
- (Horizontale uitbreidingsmogelijkheden op perceel)	- Percentage bebouwd oppervlak op perceel
- (Verticale zone-indeling gebouw)	- Absolute hoogte verdiepingen

- (Manier van ontvangst bezoekers)	- Gesloten gebouw met deurbel, open met ontvangstbalie etc.
- (Hoogte werkplek)	- Absolute hoogte tussen vloer en plafond
- (Soort werkplekafscheiding)	- Geen, tussenschot, volledig gesloten etc.
- (Temperatuur in de zomer)	- Temperatuurinterval in °C conform ISSO-publicatie 19
- (Ventilatie)	- Aantal m3 buitenlucht per uur per persoon
- (Regelbaarheid ventilatie)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Regelbaarheid koeling)	- Centraal of volgens bepaalde ruimtelijke indeling
- (Indeling en uitrusting facilitair ruimten)	- Varieert van gezamenlijk voor dames en heren tot gescheiden met voorzieningen als een wastafel, warm water etc.
Relatieve huurhoogte	
- Markthuurlocatie	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- Betaalde huur	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
Rendement	
- Rendement	- Percentage
Kwaliteit m.b.t. fonds	
- Kwaliteit m.b.t. fonds	- Omvang beleggingsvolume in relatie tot fonds
Aanvullende criteria	
- Karakter lokale markt: vraag & aanbod	- Relatieve hoeveelheid leegstand en nieuwbouw t.o.v. totale voorraad
- Eigendomssituatie	- Eigendom of erfpacht (bij erfpacht ook periode van belang)
- BTW-plichtigheid huurder	- BTW-plichtig of niet
- Exploitatielasten pand	- Bedrag in euro's per m2 per jaar
- (Invloedsfactoren negatief sociaal niveau)	- Aanwezigheid sporen vandalisme, zwerfvuil en randgroepen
- (Uitzicht vanaf werkplekken)	- Afstand naburige bebouwing t.o.v. ramen rondom
- (Verontreinigingstatus perceel)	- Conform ABC-leidraad bodembescherming / ministerie VROM
- (Toekomstperspectief pand)	- Invloed toekomstige plannen op beoordeling pand
- (Taxatie- vs. Aankoopwaarde)	- Absoluut verschil in euro's
- (Hoogte en betaling makelaarscourtage)	- Percentage koopprijs en partij die het betaald
- (Bezettingsgraad pand)	- Relatief oppervlak verhuurd kantoor
- (Huurgarantie (+ periode))	- Absoluut aantal maanden
- (Benodigde investeringen om pand marktconform te maken)	- Totaalbedrag in euro's
- (Rentestand)	- Percentage
- (Inflatie)	- Percentage
- (Ondernemersvertrouwen)	- Door CBS bepaald indexcijfer
- (Werkgelegenheid)	- Relatief aantal werkzame personen
- (Kapitalisatiefactor)	- Aantal keer dat totale jaarhuur koopprijs k.k. past
- (Periode tussen deal en overdracht)	- Wel of geen bezwaar voor verkopende partij

Tabel 6.2: Herziene checklist

Het aangepaste model waarin het antwoord op de vierde onderzoeksvraag is verwerkt is vanuit het perspectief van de gebruiker een idealer beoordelingsmodel. Het kan gezien worden als een aanzienlijke benadering van het ideaal-model waarnaar in dit onderzoek is gestreefd.

6.4 Evaluatie onderzoek

Na afronding van het onderzoek is het zinvol in relatie tot een aantal aspecten van het onderzoek en de resultaten enkele kritische kanttekeningen te plaatsen.

Een eerste aspect van het onderzoek dat bij deze evaluatie naar voren dient te komen heeft betrekking op het gebruik van de criteria van de Real Estate Norm als belangrijke basis voor de selectie van criteria door de deskundigen. De Real Estate Norm is voornamelijk gericht op fysieke aspecten van een kantoorpand. Tijdens onderzoek is echter gebleken dat de financiële, economische en fiscale aspecten van een pand ook van groot belang zijn voor de beoordeling van een kantoorpand ten behoeve van besloten vastgoedfondsen. Om te voorkomen dat de eerste onderzoeksvraag zou resulteren in een lijst van enkel fysieke criteria is aan het interview een vraag toegevoegd waarin de deskundigen de mogelijkheid hebben gekregen ook niet-fysieke criteria te noemen. Ondanks deze oplossing zou de selectie van de deskundigen mogelijk ten onrechte enigszins scheef kunnen zijn uitgevallen waarbij in het antwoord op de eerste onderzoeksvraag onterecht veel criteria gericht zijn op de fysieke aspecten van een pand. Daarnaast is uit reacties van de benaderde deskundigen gebleken dat de voorgelegde lijst als vrij lang en gedetailleerd wordt ervaren. Dit heeft de nauwkeurigheid van selectie van de criteria mogelijk negatief beïnvloed.

Een tweede kritische kanttekening die bij het onderzoek kan worden geplaatst vormt de manier waarop de interviews ten behoeve van het vormen van een intersubjectief oordeel bij de deskundigen zijn afgenomen. Een belangrijk deel van het interview was gericht op het maken van een selectie van belangrijke fysieke criteria uit een lijst die is opgebouwd aan de hand van de Real Estate Norm. De betreffende lijst was vrij omvangrijk en de vragen van het interview hadden over het algemeen een gesloten karakter. Daarom is besloten de interviews schriftelijk af te nemen via e-mail. Hierdoor konden de benaderde deskundigen rustig de tijd nemen alle vragen aandachtig te beantwoorden. Deze manier van interviewen heeft echter tot gevolg gehad dat de antwoorden van de deskundigen erg lang op zich hebben laten wachten. Als gevolg hiervan is tijdens het onderzoek vrij veel tijd verloren gegaan. Het was bij nader inzien verstandiger geweest met de deskundigen gesprekken in te plannen voor het afnemen van de interviews.

Een derde punt dat bij de evaluatie aandacht verdient is het beperkte aantal praktijkcases waarmee het ontwikkelde model bij de beantwoording van de vierde onderzoeksvraag is vergeleken. Gezien de tijdsplanning van het onderzoek was het niet mogelijk een koppeling met meer praktijkcases te maken. Het beperkte aantal heeft echter een negatief effect op de betrouwbaarheid van de constatering en aanpassingen die op basis van de vergelijking zijn gedaan.

Een laatste kritiekpunt in deze evaluatie heeft betrekking op de opzet van het onderzoek als geheel. Achteraf blijkt dat het waarschijnlijk beter zou zijn geweest om de beoordeling van kantoorpanden meer vanuit de praktijk te benaderen in plaats van het intersubjectieve oordeel van de deskundigen. Vanuit het praktijkperspectief zou eerst nagegaan moeten worden hoeveel en welke criteria doorgaans door acquireurs worden gehanteerd bij de beoordeling van een kantoorpand. Vervolgens zou moeten worden geanalyseerd in hoeverre deze criteria zich verhouden tot de Real Estate Norm. Hierna kan met behulp van de kennis van deskundigen worden nagegaan in hoeverre de doorgaans gebruikte methode objectiever en efficiënter gemaakt zou kunnen worden. De methode die hieruit naar voren komt zou uiteindelijk getoetst kunnen worden aan de praktijk. Deze benadering van de onderzoeksvraag zou achteraf gezien wellicht tot meer inzicht in de verbeterde efficiëntie van het model hebben geleid. In het verkennende onderzoek zoals het in dit rapport beschreven is blijft wat betreft deze efficiëntieverbetering nog vrij veel onduidelijkheid bestaan.

6.5 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

Zoals gebruikelijk is ter afsluiting van dit onderzoek een aantal aanbevelingen te geven voor vervolgonderzoek:

- In dit onderzoek is een stap gezet in het vormen van een ideaal-model voor de beoordeling van kantoorpanden. Het verder doorontwikkelen, uitdenken en vooral toetsen van het beoordelingsmodel lijkt raadzaam en logische vervolgstap op dit onderzoek.
- Als dit verder doordachte ideaal-model vorm heeft gekregen is het waarschijnlijk ook mogelijk het kwantitatief te toetsen. Dit kan gedaan worden door voor een aantal aanbiedingen het gebruikelijke en het ontwikkelde beoordelingsproces parallel en onafhankelijk van elkaar te doorlopen. De beoordelingstijd en de uiteindelijke beoordeling van de twee processen kunnen hierdoor aan elkaar worden getoetst.
- Tijdens het onderzoek is bij de laatste onderzoeksvraag gebleken dat acquireurs doorgaans een deel van de beoordeling van een pand op basis van ervaring en intuïtie doen. Ondanks het feit dat het in dit onderzoek juist de bedoeling is geweest deze subjectieve beoordeling rationeel te maken is het wel boeiend na te gaan in hoeverre deze intuïtie onder acquireurs kan verschillen en in welke mate de beoordeling van panden hierdoor kan variëren
- Tenslotte is het interessant een vergelijkbaar onderzoek als in het kader van deze afstudeeropdracht is uitgevoerd, toe te passen op andere soorten besloten vastgoedfondsen. Gevarieerd zou kunnen worden in vastgoedfondsen met een ander soort vastgoed, zoals winkels en woningen, maar ook in het soort beleggers waarvoor specifieke fondsen zijn ontwikkeld. Tegenwoordig lijken institutionele beleggers ook steeds meer interesse te krijgen in besloten vastgoedfondsen. De vraag bij dergelijke onderzoeken zou gericht kunnen zijn op de mate waarin een variatie in het soort object of doelgroep van het besloten vastgoedfonds het beoordelingsproces doet veranderen.

Literatuur

- Baarda, D.B. & Goede, M.P.M. de (2001) *Methoden en technieken. Basisboek: handleiding voor het opzetten en uitvoeren van onderzoek*. Stenfert Kroeze, Groningen.
- Bak, R.L. (2004) *Kantoren in cijfers 2004. Statistiek van de Nederlandse kantorenmarkt*. KFN, Utrecht.
- Bie, R.J. van der (2005) *Assurantiejaarboek 2005*. Centraal Bureau voor de Statistiek, Kluwer.
- Boom, G. van & Brink, S. van den (2005) *Beleggen in vastgoed, alles over vastgoedfondsen*. Uitgeverij Verbum, Laren.
- Boissevain, H. (2002) *Bouwen aan rendement*. Het financiële dagblad / Uitgeverij Business Contact, Amsterdam / Antwerpen.
- Dolmans-Budé, I., Schoonhoven, P. & Schütte, A. (2002) *Commercieel vastgoed*. Elsevier bedrijfsinformatie & Berenschot Osborne, Utrecht.
- DTZ Zadelhoff Research (2004) *Cijfers in perspectief. De Nederlandse markt voor commercieel vastgoed 2004*. DTZ Zadelhoff, Groningen.
- DTZ Zadelhoff Research (2005) *Real Value in Europe. European Real Estate Industry Report 2005*. DTZ Research, Londen.
- Geltner, D.M. & Miller, N.G. (2001) *Commercial Real Estate Analysis & Investments*. South-Western College Publishing Co.
- Gool, P. van, Weisz, R.M. & Wetten, P.G.M. van (1999) *Onroerend goed als belegging*. Stenfort Kroese, Culemborg.
- Have, G.M. ten (1997) *Taxatieleer onroerende zaken*. Educatieve Partners Nederland BV, Houten.
- Hentenaar, R. (2004) *Vastgoedmaatschappen: meer, groter, diverser*. In: PropertyNLmagazine (juni 2004).
- Hohnstamm, P.P. & Regterschot, L.J. (1994) *De manager als bouwheer. De rol van de bestuurder bij de realisatie van nieuwe huisvesting*. ten Hagen & Stam, Den Haag.
- Jones Lang LaSalle (2005) *Vastgoedmarktspecial 2005*. Jones Lang LaSalle Research, Den Haag.
- Kousemeaker, F.J.M. de (1998) *Praktijkaspecten van vastgoed. Leidraad voor studie en praktijk*. Samson, Alphen aan de Rijn.
- Louw, E. (1996) *Kantoorgebouw en vestigingsplaats. Een geografisch onderzoek naar de rol van huisvesting bij locatiebeslissingen van kantoorhoudende organisaties*. Delftse Universitaire Pers, Delft.
- NEPROM & PropertyNL (2004) *Nieuw commercieel vastgoed in Nederland 2004*. Snoeck-Ducaju & Zoon NV, Gent (B).

-
- Nozeman, E.F. (2001) *Nieuwe wegen in vastgoed*. Rijksuniversiteit Groningen, Groningen.
 - SEO (2002) Het prijskaartje aan kwaliteitskenmerken van kantoren. Onderzoek naar kwaliteitspreferenties van kantoorgebruikers. Stichting voor Economisch Onderzoek te Amsterdam. Pp. 10-14.
 - Stevens, R.P.M. (1992) *Real Estate Norm. Methode voor advisering en beoordeling van kantoorlokaties en kantoorgebouwen*. Stichting Real Estate Norm Nederland, Nieuwegein.
 - Uittenbogaard, L.B. & Vos, G.A. (1996) *Waardebepaling vastgoed, enkele actuele ontwikkelingen*. Stichting voor beleggings- en vastgoedkunde, Amsterdam.
