

# **Het gedrag van de Nederlandse particuliere en institutionele belegger op de Amsterdamse kantorenmarkt.**



Afstudeerscriptie  
Rijksuniversiteit Groningen  
Faculteit Ruimtelijke Wetenschappen, afstudeerrichting Vastgoedkunde

**Auteur:**

R. W. A. van der Beek  
Studentnummer 1226282

**Begeleiding Rijksuniversiteit Groningen:**

dr. A. Marquard

Amsterdam, mei 2008

De auteur is verantwoordelijk voor de inhoud van het afstudeerverslag; het auteursrecht van het verslag berust bij de auteur.

## Voorwoord

Deze scriptie is het resultaat van een periode van onderzoek naar gedrag van beleggers. Dit onderzoek is uitgevoerd ten behoeve van mijn studie Vastgoedkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen. Na begonnen te zijn met Bedrijfskunde, kan ik nu met een zeer tevreden gevoel terug kijken naar het moment dat ik de beslissing heb gemaakt om deze studie niet af te ronden, maar verder te gaan met Sociale Geografie en Planologie. Vanuit deze studie ben ik de Master Vastgoedkunde gaan volgen waarvan het resultaat is terug te vinden in deze scriptie.

Het voorwoord biedt mij de mogelijkheid om enkele personen te bedanken. Allereerst mijn afstudeer begeleider Arthur Marquard die, ondanks zijn drukke schema, voor mij de tijd nam, aan het denken wist te zetten en waar nodig was aan te sturen. Ook mijn collega's die geduldig waren en waar nodig hulp hebben geboden wil ik graag bedanken. In het bijzonder R. Kohsiek die mij op de juiste momenten heeft weten aan te sporen. Mevrouw M. Laning van DTZ Research ben ik zeer erkentelijk voor haar behulpzaamheid met het verkrijgen van de benodigde data. De participanten van de expert bijeenkomst die mij voor de nodige informatie hebben voorzien wil ik bij deze ook graag bedanken.

Tenslotte Dieuwertje die geduldig heeft aangemoedigd om tot een goed resultaat te komen.

Ralph van der Beek, Mei 2008

## Samenvatting

De specifieke eigenschappen van vastgoed zorgen er voor dat vastgoed een interessant beleggingsproduct vormt. Een directe belegging in vastgoed biedt bescherming tegen inflatie en correleert niet of nauwelijks met aandelen of obligaties. In dit onderzoek zal worden gekeken naar verschil in beleggersgedrag op de Amsterdamse kantorenmarkt tussen de particuliere en institutionele belegger. Vanuit wetenschappelijke literatuur komt naar voren dat er tussen beide beleggers verschil bestaat als het gaat om organisatiestructuur, doelstelling, financiering, risicobeoordeling, en de vastgoedkarakteristieken van de objecten in portefeuille. Vanuit verschillende marktonderzoeken blijkt dat er ook een verschil is tussen beide beleggers met het oog op de portefeuille. Deze verschillen zijn nader te benaderen aan de hand van portefeuille omvang, maar ook aan de hand van portefeuille risico. Portefeuille risico kan worden onderverdeeld in de manier van spreiding, omgang met leegstand en welk aanvangsrendement wordt gehanteerd.

Deze karaktereigenschappen van beide beleggers kunnen doorslaggevend zijn voor bepaalde beslissingen. In het onderzoek zal worden gekeken naar aan- en verkopen over een periode vanaf 2000 tot en met 2007. Hieruit blijkt dat beide beleggers op verschillende momenten meer dan wel minder kopen vergeleken met elkaar. Verschillende factoren hebben invloed op de vastgoedmarkt welke zorgen voor verschillende marktscenario's. Directe factoren zijn veranderingen in de vraag naar kantoorruimte, huurprijsniveau, waarde dan wel prijs van kantoren en de productie van kantoren. Indirecte factoren zijn een verandering van de rente, een verandering van de economische groei en ook globalisering. Op deze scenario's wordt door beide beleggers verschillend gereageerd en deze reacties kunnen worden verklaard door de verschillende karaktereigenschappen. Dit is echter een theoretische benadering. Daarom zal in het onderzoek ook worden gekeken hoe experts denken over verschil in beleggersgedrag. Dit zal worden gedaan aan de hand van een expert meeting waar de voorafgaande bevindingen worden getoetst. Dit wordt gedaan door verschillende stellingen te bediscussiëren die gebaseerd zijn op voorafgaande bevindingen. Uit de expert meeting blijkt dat een particuliere belegger ook eigenschappen kan hebben van een institutionele belegger en een institutionele belegger ook eigenschappen kan hebben van een particuliere belegger. Wat de experts nog meer aangeven is dat gedrag voornamelijk wordt bepaald door de visie dan wel strategie, welke onder invloed zou kunnen zijn van de karaktereigenschappen.

## Inleiding

Beleggen in vastgoed is een proces wat, in verschillende vormen, al eeuwen een bekend fenomeen is. Dit proces wordt ook steeds inzichtelijker. Fraude komt sneller in beeld en de actoren die zich op deze markt bewegen worden steeds professioneler. Door deze professionalisering en toenemende transparantie is het steeds beter mogelijk om de beleggersmarkt te onderzoeken. Steeds meer informatie is ook voorhanden door bijvoorbeeld tijdschriften en kranten als PropertyNL en Vastgoedmarkt maar ook door marktpartijen die onderzoek verrichten naar de vastgoedmarkt en hier rapporten voor uitbrengen en ook symposia voor organiseren. De verschillende rapporten beschrijven verschillende onderwerpen, sommige een trend, sommige een terugkerend onderwerp.

Een voorbeeld van een terugkerend onderzoek is van het voormalige Troostwijk Makelaars O.G. kantoor wat is samen gegaan met Jones Lang LASalle: “Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers 2007” van Troostwijk Makelaars O.G. in samenwerking met ING Real Estate. In dit onderzoek wordt gesproken van een toenemende concurrentie positie van de particuliere belegger ten opzichte van de institutionele belegger. Voor de auteur die werkzaam is voor White Estate Investments B.V., een particuliere belegger, is deze ontwikkeling opvallend. Immers, er wordt geïmpliceerd dat White Estate Investments B.V. een betere concurrentiepositie zal kunnen creëren. Om te kunnen kijken naar een concurrentiepositie is het van belang om eerst duidelijk te hebben hoe beide beleggers acteren op de (vastgoed) beleggersmarkt en of hier en verschil in is. Gekeken kan worden naar hoe wordt gereageerd op bijvoorbeeld marktveranderingen. Met name de Amsterdamse kantorenmarkt is interessant aangezien Amsterdam zich steeds meer ontwikkeld als de vestigingsplaats van Nederland.

Om een beter inzicht te krijgen in verschillen in beleggingsgedrag wordt dit onderzoek geschreven in het kader van de Master Vastgoedkunde aan de hand van een afstudeerscriptie.

## Hoofdstuk 1

Dit hoofdstuk zal worden gebruikt om de opbouw en afbakening van het onderzoek in kaart te brengen. Van belang is inzicht te krijgen in de methodologie aangezien dit de basis vormt van het onderzoek. Gestart zal worden met de probleemstelling.

### 1.2 Probleemstelling.

Wetenschappelijk onderzoek begint met het in kaart brengen van de doelstelling, de vraagstelling, de deelvragen en de afbakening. Samen vormt dit de probleemstelling (De Leeuw, 2000).

#### 1.2.1 Doelstelling.

Het doel van dit onderzoek is inzicht krijgen in verschillen in beleggingsgedrag bij directe beleggingen in vastgoed van de particuliere belegger ten opzichte van de institutionele belegger op de Amsterdamse kantorenmarkt.

#### 1.2.2 Vraagstelling.

De vraagstelling is tweeledig: Welke verschillen in beleggingsgedrag zijn er tussen de particuliere belegger ten opzichte van de institutionele belegger op de Amsterdamse kantorenmarkt? Ten tweede, hoe kunnen deze verschillen worden verklaard?

#### 1.2.3 Deelvragen.

- wat zijn de karakteristieken van vastgoed?
- Wat voor een beleggingskarakteristieken heeft vastgoed?
- Welke verschillen bestaan er tussen particuliere beleggers en institutionele beleggers op de Nederlandse kantoren markt volgens theorie en marktrapporten?
- Kan er aan de hand van verrichte transacties een conclusie worden getrokken met het oog op een verschil in beleggingsgedrag en hoe is dit te verklaren?
- Hoe wordt over verschil in beleggingsgedrag gedacht door actoren uit de praktijk?

### 1.3 Onderzoekskader.

Het onderzoekskader betreft de vormgeving van het onderzoek. Hier wordt uiteengezet hoe het onderzoek gaat verlopen en worden de begrippen uit de probleemstelling gedefinieerd (Baarda, 2000).

De volgende begrippen die gedurende het onderzoek herhaaldelijk worden gebruikt en afkomstig uit de probleemstelling, zijn als volgt gedefinieerd:

*Direct beleggen in OG: hiervan is sprake wanneer een belegger en een meerderheidsbelang heeft in het onroerend goed, al dan niet via dochters, en de directe zeggenschap heeft over het vastgoedmanagement dat al dan niet via dochters wordt uitgevoerd.* (van Gool 2001)

*Beleggen in onroerend goed: Het vastleggen van vermogen in onroerend goed direct dan wel indirect, met het doel uit de exploitatie en verkoop van het onroerend goed een toekomstige stroom geldelijke opbrengsten te realiseren.* (Van Gool 2001).

*Nederlandse professionele particuliere vastgoedbeleggers: Alle Nederlandse vastgoedbeleggers die financieren met een privaat vermogen en minimaal € 1 000 000,- in direct vastgoed in Nederland hebben geïnvesteerd met als doelstelling het zeker stellen van*

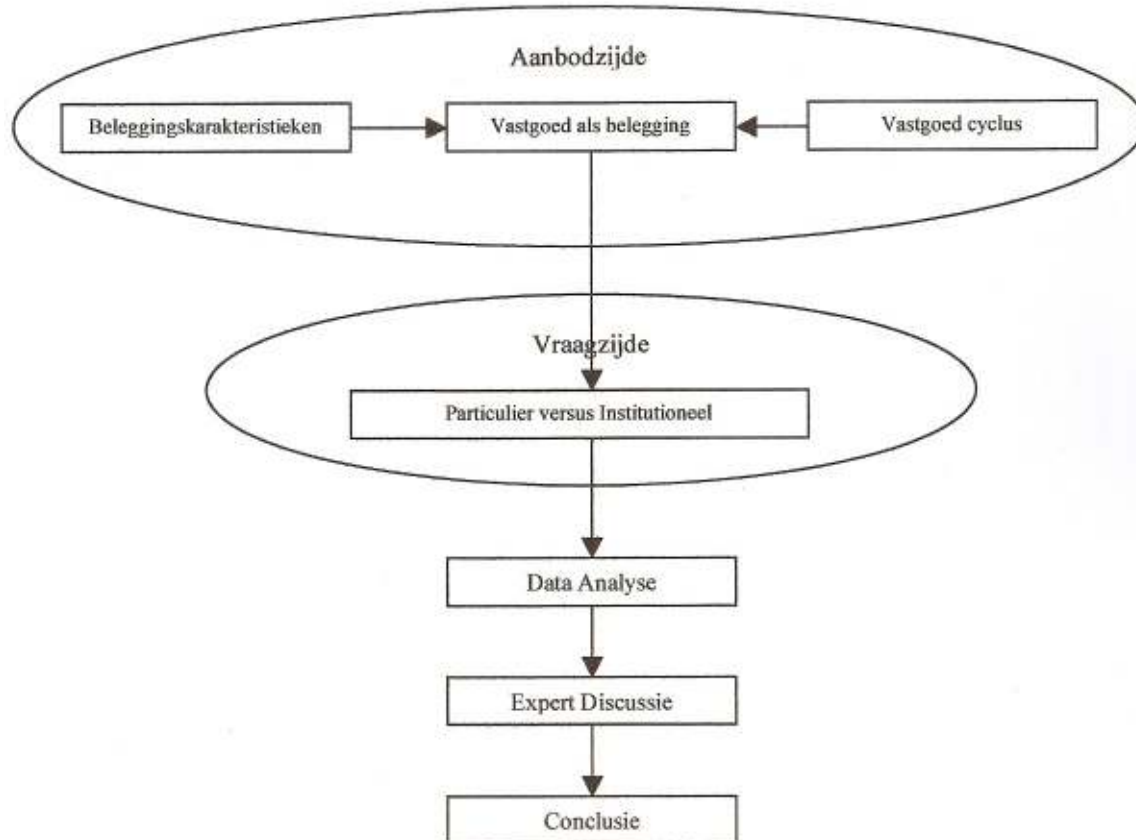
*een toekomstig inkomen, de koopkrachthandhaving van een vermogen, het maximaliseren van de opbrengsten van de belegging of een combinatie hiervan.*

( Vastgoed Beleggings Onderzoek Reeks, 2007 5<sup>e</sup> editie. Troostwijk Makelaars OG in samenwerking met ING RE. Van Gool 2001).

Nederlandse Institutionele vastgoedbeleggers: *Beleggingsinstelling met als doel het beheren van vermogen voor de deelnemers, om in de toekomst uitkeringen te kunnen verrichten.* (van Gool, 2001).

Het onderzoek zal in het tweede hoofdstuk de karakteristieken van vastgoed beschrijven en vastgoed als beleggingsproduct. Er zal vanuit de aanbodkant gekeken worden en vanuit de vraagkant. Tevens zal in dit hoofdstuk relevante wetenschappelijke theorie aan bod komen. In het derde hoofdstuk zal aan de hand van beschikbare literatuur gekeken worden naar verschillen in beleggingsgedrag. De literatuur die zal worden behandeld is afkomstig van marktpartijen in de vorm van markt(onderzoeks)rapporten. In het vierde hoofdstuk zal verzamelde data in kaart worden gebracht. Deze data bestaat uit informatie over verrichtte transacties in de omgeving van groot Amsterdam. Deze data zal in het volgende hoofdstuk worden geanalyseerd en getracht zal worden om een verklaring te vinden voor verschillen dan wel overeenkomsten. In het zesde hoofdstuk zal met het oog op voorafgaande gekeken worden wat de mening is van experts uit de praktijk in de vorm van een discussie aan de hand van stellingen die worden gevormd uit de voorafgaande hoofdstukken. In het zevende en laatste hoofdstuk zal de conclusie worden gepresenteerd.

Onderstaand model geeft weer hoe de opbouw van het onderzoek verloopt:



Figuur 1.1. Bron: eigen bewerking

### **1.3 Onderzoeksmethoden**

Het onderzoek is te typeren als een verkennend onderzoek, ook wel een explorerend onderzoek genoemd. Een explorerend onderzoek bestaat over het algemeen uit het verkennen van ideeën en hypothesen (Baarda, 2000). Voor dit onderzoek betreft het in kaart brengen en omschrijven van verschillende kenmerken, waarbij vervolgens wordt getracht om relaties te omschrijven tussen deze verschillende kenmerken. De hypothesen zullen voortkomen uit wetenschappelijke- en marktliteratuur, modellen en data. Een groot deel van de informatie is afkomstig uit deskresearch maar ook zal een kwalitatieve data analyse worden uitgevoerd. Zoals al is aangegeven in de inleiding zijn er voldoende ervaren partijen die onderzoeken publiceren met onderwerpen uit de onroerend goed markt. Aangezien onderzoek een bepaalde periode nodig heeft om tot stand te komen, is het mogelijk dat bepaalde informatie is verouderd. Echter getracht zal worden om gedurende het onderzoek de meest actuele informatie te gebruiken. Bronnen die zullen worden geraadpleegd zijn onder andere wetenschappelijke literatuur, vakliteratuur, rapporten, onderzoeken en het internet.

De theoretische en wetenschappelijke informatie zal voortkomen aan de hand van bestaande literatuur. Vervolgens worden de marktrapporten beraadslaagt en de data verzameld en geanalyseerd.

De bovengenoemde bevindingen zullen leiden tot een aantal stellingen. Deze stellingen worden voorgelegd aan experts die werkzaam zijn in de beleggingssector van onroerend goed of een relevante ervaring hiermee hebben. Op deze wijze worden markt bevindingen en theorie samen getoetst aan ervaren personen waardoor het mogelijk is om tot een gefundeerde conclusie te komen.

### **1.4 Randvoorwaarden.**

De randvoorwaarden van een onderzoek zijn nodig om het onderzoek af te bakenen en geven derhalve de beperkingen weer waaraan het onderzoek onderhevig is.

Gericht wordt op commercieel vastgoed en toegespitst op de Nederlandse kantorenmarkt. Het onderzoek zal op de volgende punten worden afgebakend:

- Er zal alleen gekeken worden naar de Amsterdamse markt;
- Er zal alleen worden gekeken naar Nederlandse particuliere en institutionele beleggers.
- Het onderzoek is gericht op verschil in investeringsgedrag.
- Het onderzoek is gericht op de commerciële onroerend goed markt toegespitst op kantoren.

### **1.5 Eisen aan het onderzoeksproces.**

Het onderzoeksproces levert resultaten op vanwaar getracht wordt conclusies te trekken. Vanuit een wetenschappelijk oogpunt kunnen de volgende aspecten worden aangehouden voor een onderzoek, te weten (De Leeuw, 2000):

- Herhaalbaarheid;
- Betrouwbaarheid;
- Validiteit;

De herhaalbaarheid voor dit onderzoek wordt gewaarborgd door de opzet van het onderzoek. Er wordt een heldere doelstelling geformuleerd waarbij de methodologie wordt toegelicht en begrippen worden gedefinieerd.

Een onderzoek kan als betrouwbaar worden gezien indien meerdere metingen de zelfde uitslag weergeeft waarbij verder niets veranderd. De uitslag moet niet berusten op toevalligheden (Baarda, 2000). Voor dit onderzoek geldt dat de betrouwbaarheid wordt gehandhaafd door het gebruik van de juiste informatiebronnen. Er worden meerdere bronnen gebruikt vanuit de wetenschappelijke literatuur, maar ook verschillende publicaties die zijn uitgebracht door gerenommeerde professionals uit de markt. Deze publicaties dienen als ondersteuning van het onderzoek en hieruit zullen voornamelijk data worden gehaald die uit het verleden zijn onderzocht. Doordat meerdere soortgelijke publicaties worden geraadpleegd mag men veronderstellen dat de betrouwbaarheid hiervan voldoende is gewaarborgd. De data die zal worden gebruikt is ook aan de hand van gegevens uit het verleden en controleerbaar. De data verschaffer heeft de data gecontroleerd en wordt derhalve als betrouwbaar beschouwd.

Validiteit houdt in dat men datgene meet wat is beoogd. Door het gebruik van duidelijke begripsdefinities en een gestructureerde en geoperationaliseerde probleemstelling is de validiteit voldoende gewaarborgd (De Leeuw, 2000).



## **Hoofdstuk 2 Vastgoed als belegging.**

Onroerend goed is al eeuwen aanwezig in de maatschappij. Huisvesting is voor de mens iets wat altijd meespeelde, zowel voor wonen als werkgelegenheid. Koningen bouwden piramiden en kastelen met verschillende doelen maar wel met een gelijk doel: een onderkomen.

Beleggen in onroerend goed speelt ook al eeuwen een rol van betekenis. De Romeinen kenden al huurwoningen als beleggingspanden. Zo maakte Cicero destijds al een onderscheid tussen huizen waarin men woonde en huizen die geld opbrachten (van Gool, 2007). Beleggen in onroerend goed kwam pas echt op gang onder invloed van de Industriële Revolutie, die leidde een sterk toenemende arbeidsverdeling in en een daarmee samenhangende behoefte aan bedrijfshuisvesting. De sterke opkomst van de zakelijke dienstverlening in de jaren '70 van de vorige eeuw leidde tot een toenemende vraag in kantoorruimte als beleggingsproduct. De vraag naar meer gestandaardiseerde kantoren en multi-tenant gebouwen vergrootte de aantrekkelijkheid van kantorenvastgoed als beleggingssegment (JLL Beleggingsmarktspecial 2006).

Om een beter inzicht te krijgen in de beleggingsmarkt van kantoren is kennis van de kenmerken van vastgoed nodig en van vastgoed als beleggingsobject. In dit hoofdstuk zal hier nader op worden ingegaan. Eerst wordt gekeken naar vastgoed vanuit een aanbodperspectief. Op deze manier wordt een beter inzicht gegeven in het product. De volgende paragraaf zal vanuit de vraagzijde worden behandeld met de nadruk op de beide verschillende beleggers. Hiernaast zal ook de marktwerking worden besproken vanuit wetenschappelijk oogpunt om op deze wijze een beter inzicht te krijgen in de basis van de kantorenmarkt.

### **2.1. De aanbodzijde**

In deze paragraaf zal vastgoed als product aan de orde komen. Door beter inzicht te hebben in vastgoed als product kunnen ook beter verbanden worden getrokken tussen keuzes van de verschillende beleggers. Daarom zullen in deze paragraaf verscheidene eigenschappen van vastgoed en karakteristieken van vastgoed als beleggingsproduct aan bod komen.

#### **2.1.1 Eigenschappen vastgoed.**

Onroerend goed heeft 4 algemene eigenschappen, te weten:

- Primaire functie
- Fixatie aan de plaats
- Kapitaalintensieve karakter
- Lange levensduur

Dit zijn echter niet de enige eigenschappen van onroerend goed, met name als deze vanuit een beleggersperspectief worden bekeken. Aan de hand van Van Gool (2007) kunnen de volgende kenmerken van onroerend goed worden genoemd die van belang zijn om meer inzicht te krijgen in onroerend goed en onroerend goed als een beleggingsproduct:

- Direct onroerend goed is een heterogeen product omdat het als een afzonderlijke eenheid kan worden gezien. Door de vormgeving maar met name de locatie heeft elk object een uniek karakter. Dit kan ook nog een keer beïnvloed worden door bijvoorbeeld staat van onderhoud en inrichting.
- Onroerend goed is slecht splitsbaar. Met name direct onroerend goed. Een appartement splitsen verlangt al de nodige goedkeuringen en vergunningen een kantoor is hier ook nog eens niet voor gebouwd. Indirect beleggen kan in de vorm van aandelen wat wel gemakkelijk splitsbaar is.

- Direct onroerend is onderhevig aan een lange productietijd. Dit geldt zowel voor land als voor de opstallen.
- Door de lange levensduur van grond en gebouwen is een object in staat om voor een lange periode opbrengsten te genereren.
- Er is geen sprake van een directe onroerend goed markt maar van meerdere deelmarkten. Deze deelmarkten hebben ieder hun eigen specifieke karakteristieken die per onroerend goed verschillen.
- Onroerend goed markten worden gekenmerkt door marktimperfecties en onvolledige informatie. De oorzaak hiervan is dat niet altijd alle details van een transactie worden bekend gemaakt en niet ieder object daadwerkelijk op de markt komt maar onderhands verkocht wordt.
- De afstemming tussen prijs en hoeveelheid verloopt ook niet geheel volgens marktwerking. Dit komt door de lange productietijd, de één op één transacties, de heterogeniteit van onroerend goed en de onvolledige informatie.
- De transactiekosten van direct onroerend goed zijn erg hoog. Dit komt niet alleen tot uiting door de overdrachtsbelasting en de notariskosten, maar ook door de hoge informatiekosten zoals bijvoorbeeld een technisch onderzoek van een object.
- Over het algemeen is onroerend goed een lange termijn belegging. De hoge transactie kosten zorgen ervoor dat het vaak nodig is om het onroerend goed langer te behouden om deze kosten goed te kunnen maken. Echter komt het voor dat een object binnen 6 maanden wordt verkocht omdat dan geen overdrachtsbelasting verschuldigd is.
- Onroerend goed kent in verhouding tot andere vermogenstitels zoals aandelen of obligaties hoge eenheidsprijzen.
- Direct onroerend goed is illiquide. De aan- en verkooptransacties kosten erg veel tijd wat weer wordt veroorzaakt door de ondoorzichtigheid van de markt, de hoge transactiekosten en de hoge eenheidsprijzen.
- Onroerend goed is prijs- inelastisch. Onroerend goed reageert vertraagd op veranderingen door onder andere de lange productietijd en doordat gebouwen vanwege de hoge productiekosten niet snel worden gesloopt.

Nu de algemene karakteristieke aan bod zij gekomen wordt in de volgende paragraaf gekeken naar karakteristieken van vastgoed als beleggingsproduct. Hierdoor is dan een compleet beeld gegeven van de karakteristieken die van belang zijn voor dit onderzoek.

### **2.1.2 Beleggingkarakteristieken van vastgoed.**

In deze paragraaf zal dieper worden ingegaan op de beleggingskarakteristieken van onroerend goed. Deze karakteristieken vormen een onderdeel van dit onderzoek omdat deze karakteristieken verschillende beleggingskeuzes kunnen beïnvloeden. Deze karakteristieken zijn uitgewerkt aan de hand van van Gool (2007) en van Boom (2005).

- Beleggen in onroerend goed heeft als karakteristiek dat het mogelijk is om een langdurige directe stabiele stroom van inkomsten te genereren. Gedacht moet worden aan een object dat verhuurd is met een langdurig contract aan een solvabele huurder. Als het contract een duur heeft van 10 jaar en de huurder is bijvoorbeeld de ABN AMRO Bank kan men er vrij zeker van zijn dat men 10 jaar lang een directe en stabiele cash flow heeft. Ook een kortlopend contract garandeert voor de lopende periode een zekere cash flow maar van een mindere omvang. Als men in staat is om een nieuwe huurder te vinden dan wel het bestaande contract te verlengen is er weer een nieuwe cash flow. Hierbij komt wel het risico dat marktomstandigheden zijn veranderd. Dit kan betekenen dat er een hogere huur gevraagd kan worden, maar ook

een lagere. Door de stabiele cash flow is wel een vergelijking mogelijk met obligaties waaraan een langlopende optie op huur en waardegroei is verbonden.

- Voor onroerend goed is het erg lastig om rendementen op de lange termijn te voorspellen of te vergelijken. Dit komt omdat het om een heterogeen product gaat en dus niet ieder product het zelfde is. Maar ook omdat het een jong beleggingsproduct is. Er zijn voor Nederland nog maar weinig tijdsreeksen beschikbaar. De Raad voor Onroerende Zaken (ROZ) heeft in samenwerking met de Investment Property Databank wel een onroerend goed index samengesteld. In Nederland is tevens een professionalisering in gang gezet waardoor er steeds meer inzicht in de rendementen komt (van Boom 2005).
- Onroerend goed correleert sterk met de inflatie (van Gool, 2007). Het rendement van aandelen en obligaties daalt over het algemeen met een stijging van de inflatie terwijl het rendement van onroerend goed juist de neiging heeft om te stijgen als de inflatie stijgt. Wel moet een kanttekening worden geplaatst bij onroerend goed, namelijk dat de stijging van het rendement mede kan worden veroorzaakt door de waarderingmethodiek en een overwaardering als gevolg kan hebben. Huurinkomsten hebben invloed op de waarde van onroerend goed en dus ook op het rendement. Aangezien de huurinkomsten over het algemeen jaarlijks worden verhoogd met een index gelijk aan het consumenten prijs index cijfer is de negatieve invloed van inflatie onderhevig aan een afremmend effect.
- Bij beleggen is er altijd een vorm van risico aanwezig. Ook bij het beleggen in onroerend goed. Zo is er bijvoorbeeld kans op leegstand waardoor er geen inkomsten zijn. Risico in de beleggingsleer wordt gedefinieerd als de bandbreedte rond het toekomstige, verwachte rendement (van Gool 2007). Die bandbreedte wordt uitgedrukt in de standaarddeviatie van het rendement. Onderzoek naar historische rendementen van onroerend goed heeft uitgewezen dat het risico relatief beperkt is geweest. Op de lange termijn ligt het rendement van onroerend goed tussen dat van aandelen en obligaties in. Echter het risico van een belegging in onroerend goed is over het algemeen lager dan dat van aandelen en in sommige gevallen ook nog lager dan bij obligaties (van Gool 2007). Voorafgaande impliceert dat de directe inkomstenstroom en de waardeontwikkeling van onroerend goed stabiel is dan dat van aandelen en obligaties. Dit geeft een vertekend beeld door het effect van smoothing. Smoothing treedt op doordat de afgegeven waarden van taxateurs vertraagd de markt volgen. Taxaties berusten onder andere op transacties uit het verleden en hierdoor kan pas bij genoeg market evidence de al opgetreden markverandering tot uiting komen. Hierdoor geven taxatiewaarden een afgevlakte rendementsreeks weer met een lagere schatting van het risico en dus de standaarddeviatie. Er zijn methoden ontwikkeld die het effect van smoothing corrigeren. Hierdoor komt een prijs tot stand die beter aansluit bij de opdat moment geldende marktomstandigheden. Het blijkt dan dat het risico aanzienlijk groter is (van Gool, 2007). Waar ook rekening mee moet worden gehouden is dat niet alleen het risico hoger uit valt maar ook het rendement zou iets hoger moeten zijn. Op de lange termijn ligt onroerend goed qua risico en rendementeigenschappen dus tussen obligaties en aandelen in.
- Er zijn manieren om risico te reduceren waarvan spreiding er een is. De kern is om zo te spreiden dat de verschillende assets in de portefeuille zo min mogelijk met elkaar correleren waardoor de verschillende verliezen gedekt kunnen worden door de verschillende winsten. In paragraaf 2.3 zal hier dieper op worden ingegaan. Direct onroerend goed heeft een erg lage correlatie met aandelen en obligaties en komt daarom juist in beeld als het gaat om spreiding in de portefeuille (van Gool, 2007).

Deze lage correlatie is onder andere te verklaren doordat de onroerendgoedmarkt vertraagd reageert op de economische ontwikkelingen. Hierbij zijn ook de beperkte verkrijgbare informatie en marktimperfecties van invloed. Ook het aanbod van nieuwbouw op de korte termijn reageert inelastisch op prijsveranderingen. Deze aspecten zorgen ervoor dat het toevoegen van beleggingen in direct onroerend goed aan een portefeuille bijdragen aan risicoreductie door het spreiden van belegd kapitaal in verschillende assets. De portefeuille heeft een hogere diversificatie waardoor er een betere risico rendementsverhouding ontstaat.

Voor de volledigheid wordt nog kort opgesomd wat de voor- en nadelen zijn van een belegging in direct onroerend goed aan de hand van de eigenschappen van onroerend goed als belegging:

Voordelen	Nadelen
Positieve correlatie met inflatie, waardoor bescherming tegen inflatie	Kennis- en managementintensief
Stabiele inkomensstroom	Hoge eenheidsprijzen
Aantrekkelijk rendement op lange termijn	Slecht toegankelijk voor kleine beleggers
Biedt aantrekkelijke mogelijkheden voor spreiding in een portefeuille	Hoge transactiekosten
	Illiquiditeit
	Weinig flexibel
	Moeilijke performance meting

Tabel 2.1. Bron: eigen bewerking.

Nu alle kenmerken en karakteristieken duidelijk aan bod zijn gekomen vanuit een aanbodperspectief kan nu verder worden gekeken naar onroerend goed vanuit een vraagperspectief. Dit zal aan de hand de eerder genoemde vastgoedcyclus gebeuren om vervolgens de actoren (vragers) die van belang zijn te behandelen.

## 2.2 De vastgoedcyclus.

Om beter inzicht te krijgen in beleggingskeuzes in vastgoed is het van belang om ook kennis te hebben van de vastgoedmarkt. Een belangrijk onderdeel van deze markt is de zogeheten vastgoedcyclus. In het volgende zal deze cyclus worden behandeld. Deze cyclus kan van groot belang zijn voor beleggingskeuzes aangezien het de markt omschrijft. Immers, des te beter een belegger de markt doorziet, des te beter zijn (beleggings) keuzes zouden kunnen zijn.

Er zijn golfbewegingen te herkennen in de onroerend goed markt. Ondanks dat deze verschillen van tijd tot tijd en in amplitude en lengte, hebben ze een aantal gelijke eigenschappen die keer op keer te herkennen zijn. De vastgoedcyclus verloopt over het algemeen als volgt:

In het begin van de cyclus zal er een oplopende vraag zijn naar te huren en of te kopen ruimte. Dit komt over het algemeen als gevolg van een toename van de werkgelegenheid en economische bedrijvigheid. Op den duur kan aan het aanbod niet meer voldoen aan deze vraag. Aangezien het al snel enkele jaren duurt vanaf het opstellen van een bouwplan tot het daadwerkelijk realiseren van een object, kan er niet op kort termijn worden ingespeeld op de vraag. Dit betekent dat het aanbod niet voldoet aan de vraag en dit heeft als gevolg dat de huurprijzen en de kooprijzen zullen stijgen.

Als beleggers verwachten dat de huurprijzen verder zullen stijgen is het waarschijnlijk dat de vastgoedprijzen zelfs sneller stijgen dan de huren. Dat betekent dat de aanvangsrendementen zullen dalen. Op den duur zullen prijzen boven de stichtingskosten uitkomen en zullen marktpartijen beginnen met bouwen. De financiering van het te bouwen object is te verkrijgen aangezien de prijzen stijgen waardoor de financier een solide onderpand heeft.

Op een gegeven moment wordt er zoveel bijgebouwd dat het aanbod de vraag overtreft. Er treedt wat leegstand op maar er moeten nog projecten worden afgebouwd. Deze bouw wordt zelden stil gelegd vanwege de reeds hoge gemaakte kosten. Het aanbod wordt dus te groot en leegstand treedt op met een daling van de huurprijzen als gevolg. Beleggers zullen hogere rendementen eisen en de prijzen zullen weer dalen.

Door de dalende markthuren en marktprijzen en stijgende leegstand zullen projectontwikkelaars minder gaan bouwen en sommige wellicht ook in de financiële problemen kunnen komen. Bijkomend gevolg is dat de rente kan stijgen waardoor de beschikbaarheid van krediet afneemt en banken ook hierdoor geconfronteerd worden met verliezen op hun onroerend goed leningen. Hierdoor ontstaat de mogelijkheid dat onroerend goed wordt verkregen dat voorheen diende als onderpand. Banken worden hierdoor kritischer met projectfinanciering en zullen meer en zwaardere eisen stellen. De overheid reageert hier ook op want die zullen niet meer zo snel vergunningen uitgeven door de toenemende leegstand.

Een opleving van de vraag door bijvoorbeeld economische groei zal er voor zorgen dat de cyclus zich weer herhaalt.

De belangrijkste factoren die van invloed zijn op de cyclus zijn:

- Economische schommelingen
- De lange voorbereidings – en bouwtijd van objecten
- Marktimperfecties en emoties

In de volgende paragraaf wordt vastgoed vanuit de vragerzijde benaderd. Wat in dit onderzoek betekent vanuit een beleggersperspectief.

### **2.3 beleggingskarakteristieken van vastgoed vanuit de vraagzijde.**

“In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst” is een welbekende uitspraak. Veel beleggingsinstellingen beloven hoge rendementen, in reclame spotjes wordt een toekomst voorgeschoteld alsof er niets mis kan gaan en het belegde kapitaal snel vermeerderd zal worden. Dit is helaas een utopie want anders zal iedereen met wat kapitaal veel geld verdienen. Men kan wel verschillende afwegingen maken waardoor het risico wordt beperkt en de kans op een relatief hoog rendement zekerder is om te realiseren. Het risico zo veel mogelijk beperken en alsnog een vereist rendement kunnen behalen is wat een belegger voor ogen heeft. Hier wordt in de volgende paragraaf dieper op ingegaan.

#### **2.3.1 Algemeen**

Om te begrijpen hoe men risico kan beperken zal men eerst inzicht moeten hebben in een beleggingsproces. Bij beleggen in onroerend goed kan men de volgende aspecten onderscheiden waarbij men een afweging kan maken en proberen het risico te beperken (Van Gool 2007, van Boom 2005):

- Op strategisch niveau maakt men de keuze tussen direct en indirect beleggen. Vervolgens wordt er een keuze gemaakt wat betreft functie. Gedacht moet worden aan een onderscheidt tussen kantoren, winkels, woningen en bedrijfsruimte. Dan moet er een keuze worden gemaakt in de geografische ligging van het object en de keuze tussen nieuwbouw of bestaande bouw.
- Op tactisch niveau wordt eerst gekeken naar de verschillende objecten die men kan selecteren. Aan de hand daarvan gaat men de markt verkennen en aanvangsrendementen vergelijken. Voorafgaande zorgt ervoor dat men een afweging kan maken wat betreft de prijs voor het object waar de keuze op gevallen is. De verschillende aspecten zijn echter wel onder invloed van persoonlijke sentimenten. Iemand die bijvoorbeeld zijn hele leven in Rotterdam woont zou misschien eerder iets willen kopen in Rotterdam dan in Amsterdam terwijl de markt in Amsterdam

gunstiger is. Daarbij komt ook nog dat het niet altijd zo is dat men vrij kan kiezen wat men wil kopen. Er kunnen ook meerdere gegadigden zijn voor het object waar de keuze op gevallen is. Als een andere belegger bereid is om meer te betalen kan het zo zijn dat het object aan die belegger wordt verkocht.

- Op het operationele niveau maakt men keuzes die verwerving dan wel realisatie en exploitatie en beheer betreffen. Ook kan gedacht worden aan keuzes betreft renovatie.

In het kort samengevat zijn onderstaand de verschillende niveaus en aspecten;

- Strategisch: Asset allocatie
  1. direct/indirect beleggen
  2. functioneel
  3. geografisch
  4. nieuwbouw/ bestaande bouw
- Tactisch: Project selecteren
  1. selectie objecten
  2. marktverkenning
  3. aanvangsrendementen vergelijken
- Operationeel: Property management
  1. verwerving/realisatie
  2. exploitatie/beheer/renovatie
  3. Verkoop/ overdracht

Om risico's te beperken moet de belegger keuzes maken. Deze keuzes kunnen tijdens bovengenoemde cyclus gemaakt worden. Zo kan men bijvoorbeeld aan de hand van volgende aspecten het risico reduceren:

- Onderzoek, waardoor de marktkennis wordt vergroot.
- Samenwerking met een andere partij waardoor het risico wordt gedeeld maar ook kennis. Door samenwerking kan ook meer kapitaal resteren voor andere projecten.
- Verhuur opstarten waardoor er voor het vergaren dan wel realiseren van het object al verhuurd kan worden.
- Imitatie. Succes formules herhalen.
- Door de verschillende stappen van de belegging in fases te ondernemen waardoor men kan uitstappen als het misgaat en daardoor niet de gehele belegging verliest.

Zoals al eerder is aangegeven kan men aan de hand van spreiding risico reduceren in een portefeuille. Toevoegen van verschillende objecten leidt tot verlaging van het portefeuille risico. Des te minder de verschillende objecten met elkaar correleren des te meer de verschillende risico's elkaar kunnen opvangen.

Veel voorkomende keuzes om te spreiden in de cyclus kunnen bijvoorbeeld als volgt zijn (van Gool 2007);

- beleggen in verschillende soorten assets zoals bijvoorbeeld kantoren, winkels en woningen.
- Geografische spreiding door te beleggen in verschillende regio's, maar ook in verschillende markten.
- Spreiding van beleggingen over verschillende objecten.
- Spreiding door verschillende data van afloop van de huurcontracten.
- Spreiding van solvabele huurders uit verschillende bedrijfstakken

In het verlengde hiervan kan men ook rekening houden met:

- Kopen van panden waarvan de locatie bij veel gebruikers door de jaren heen in trek blijven.
- Verwerven van gebouwen die zich lenen voor herverhuur in zowel grotere als kleinere eenheden (indeelbaarheid).
- Het beperken van het aandeel ontwikkelings- en renovatieprojecten in de totale portefeuille.

Als wordt gekeken naar boven genoemde aspecten kan men rekening houden met meerdere aspecten tijdens de keuze van een belegging door spreiding met als doel risicoreductie. Echter risicoreductie door middel van spreiden is het meest effectief op een efficiënte markt. In een efficiënte markt zijn de prijzen een juiste afspiegeling van de rendement-/risicoverhouding van het betreffende object. Ook is het onmogelijk om met betere informatie of een andere strategie op lange termijn beter te presteren dan de markt (Van Gool, 2007). De mate van efficiëntie van een markt kan in drie degradaties worden onderverdeeld:

- Zwak: In de prijzen is alle historische informatie verwerkt.
- Semi- sterk: In de prijzen is alle openbare informatie verwerkt.
- Sterk: In de prijzen is alle informatie verwerkt.

Kijkend naar de eigenschappen van onroerend goed genoemd in de voorafgaande paragrafen afgezet tegen bovengenoemde, kan gesteld worden dat de onroerend goed markt geen efficiënte markt betreft. Juist in een inefficiënte markt en dus bij beleggen in direct onroerend goed, heeft spreiding een hoge prijs uitgedrukt in lage rendementen en hoge risico's (Van Gool 2007).

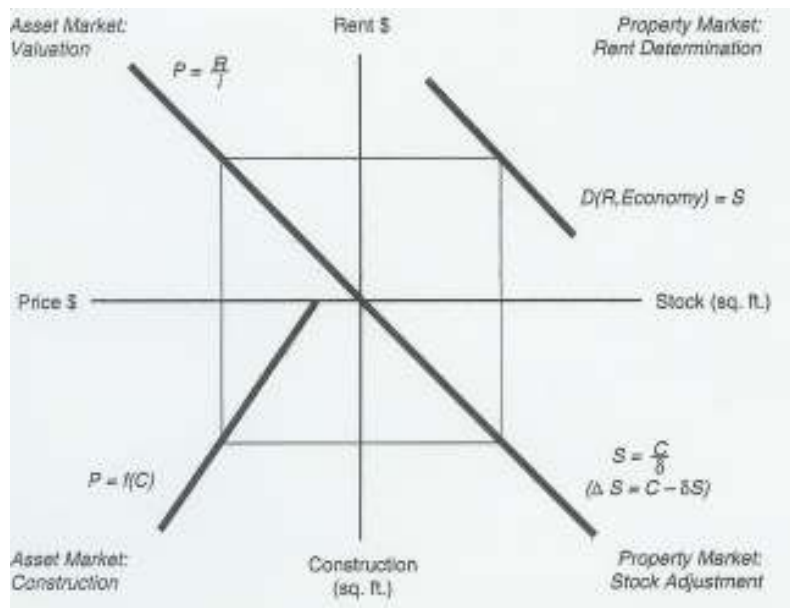
Dit is onder andere te verklaren door te kijken naar geografische spreiding. Informatie verkrijgen betreft een nieuwe markt die de belegger wil toetreden, kost kapitaal. Spreiden is dus wel lonend, maar er kunnen tevens grenzen zijn aangezien het uiteindelijk meer kapitaal zou kunnen kosten dan dat de rendementen opleveren. Doordat de informatie niet voorhanden is, kan het risico ook toenemen. Dit is niet de doelstelling van spreiding. In de volgende paragraaf zal een wetenschappelijke theorie aan bod komen die inzicht geeft in de markt van onroerend goed en factoren die daar invloed op hebben. Deze theorie geeft een verduidelijking van de markt weer en biedt de mogelijkheid aan om te kunnen zien wat een verandering van een specifieke factor voor een invloed kan hebben op de markt. Er is gekozen voor dit model omdat het een wetenschappelijke benadering betreft van de vastgoedcyclus. Het model en de cyclus vormen samen een stevige onderlegger voor het begrijpen van de vastgoedmarkt.

### **2.3.2 Wheaton en Di Pasquale.**

De vastgoedmarkt heeft als basis de behoefte aan huisvesting van verscheidene actoren en betreft een open markt. Dat betekent dat de vastgoedmarkt onder invloed is van een verscheidenheid van factoren waarbij de één meer invloed heeft dan de ander, direct dan wel indirect, intern dan wel extern. Het model van de beide wetenschappers Wheaton en Di Pasquale richt zich op hoe de vastgoedmarkt vanuit verschillende perspectieven reageert op deze factoren.

Het model richt zich zowel op de woningmarkt als de commerciële vastgoedmarkt. Rekening houdend met het doel van dit onderzoek wordt het model alleen behandeld vanuit een commercieel vastgoedmarktperspectief. Van belang voor dit onderzoek, is de invloed van verschillende factoren op de vastgoedmarkt en hoe de particuliere beleggers en institutionele beleggers hierop reageren. In deze paragraaf zal een uitleg worden gegeven van het model aan de hand van "Urban Economics and Real Estate Markets" van Wheaton and Di Pasquale uit 1995. De vastgoedmarkt wordt in het model opgesplitst in de markt van de eigenaar/ belegger en in de markt van gebruiker. Wheaton en Di Pasquale gaan uit van het klassieke

economische model van Keynes. Dit gaat uit van vraag en aanbod, waarbij evenwicht wordt bereikt als deze aan elkaar gelijk zijn. Vanuit de markt van de gebruiker gezien vormt de ontwikkeling van de huurprijs de uiting van de marktverhouding. Bij schaarste zal de huurprijs toenemen en bij een hoog aanbod dan wel overschot zal de huurprijs afnemen. Dit uitgangspunt vormt de basis van het model vanuit het gebruikers perspectief. Vanuit eigenaars- beleggersperspectief wordt gekeken vanuit de prijsontwikkeling. Als de vraag vanuit de eigenaar/ belegger naar vastgoed toeneemt heeft dat effect op de ontwikkelings- en bouwmarkt. Stijgende prijzen geven schaarste aan en dus mogelijkheden op het vergroten van de voorraad. Het huurprijsniveau speelt ook een belangrijke rol in de vraag van eigenaren naar vastgoed. In het model is een direct verband aan te wijzen tussen de parameters prijsontwikkeling en huurprijsniveau. Het basismodel ziet er als volgt uit:



Figuur 2.1. Bron: Di Pasquale 1995

Het model zal worden toegelicht per kwadrant met een volgorde die tegen de klok in gaat.

### Kwadrant I

Dit kwadrant vertegenwoordigt het gebruikersperspectief en betreft het noord- oost kwadrant. Hierbij wordt door de X- as de voorraad kantooruimte weergegeven in vierkante meters en de Y- as geeft de huurprijs weer per vierkante meter. Uitgangspunt is dat de relatie tussen beide parameters wordt weergegeven door de curve binnen het kwadrant. Er kan sprake zijn van een inelastische vraag, wat zal resulteren in een meer horizontale lijn. Bij een elastische vraag zal dit resulteren in een meer verticale lijn. Een overschot aan kantooruimte zal als gevolg hebben een daling van de huurprijs. In de grafiek betekent dit een verschuiving op de curve naar rechts. Een tekort aan kantooruimte heeft een tegenovergesteld effect, een verschuiving naar links op de curve. Een verschuiving van de curve kan ook plaatsvinden. Dit zal onder invloed zijn van structurele economische veranderingen. Gedacht kan worden aan bijvoorbeeld een toename in werkgelegenheid wat kan resulteren in een toename in ruimtegebruik. Een positieve verandering zal een verschuiving naar rechts veroorzaken en een negatieve verandering een verschuiving naar links.

Gestreefd wordt naar evenwicht. Dit betekent dat de vraag naar metrage gelijk is aan de omvang van de voorraad. De vraag wordt gedefinieerd als D, de voorraad als S en R is de correlatie met de economie. Bij evenwicht moet dan de hoogte van de huurprijs zodanig



worden bepaald dat de vraag gelijk is aan de voorraad. In formule vorm wordt dit als volgt weergegeven:

$$D(R \text{ economie}) = S$$

### Kwadrant II

Het volgende kwadrant is het noord- west kwadrant en vertegenwoordigt het eigenaren-beleggersperspectief. Op de Y- as is wederom de huurprijs per eenheid weergegeven en op de X- as de prijs per eenheid. De curve in dit kwadrant geeft de dan geldende cap rate van de vastgoedmarkt weer, de verhouding van het huurniveau en het prijsniveau. Een relatief hoge cap rate heeft als resultaat een meer verticale curve en een relatief lage cap rate heeft als resultaat een meer horizontale curve. Aspecten die de cap rate beïnvloeden zijn de rentevoet, de verwachte huurstijging, de fiscaliteit en het risicoprofiel.

De curve (prijsvorming) komt tot stand door de volgende formule.  $P = R/I$ . Hierbij is P de koopsom, R de huurwaarde, welke afgeleid wordt uit het eerste kwadrant, en I de interest.

### Kwadrant III

Het zuid- west kwadrant vormt het ontwikkelings- bouwperspectief. Op de X- as is de prijs weergegeven per eenheid, uitgedrukt in geld en op de Y- as de omvang van vastgoed in aanbouw op jaarbasis per eenheid, uitgedrukt in metrage. De curve in het kwadrant geeft de vervangingswaarde weer voor onroerend goed waarbij evenwicht wordt bereikt als de prijs van onroerend goed gelijk zou zijn aan de vervangingswaarde. Indien het bouwvolume elastisch is zal de curve meer verticaal lopen en meer horizontaal bij een inelastisch verband. In formule wordt het als volgt omschreven:

$$P = f(C).$$

### Kwadrant IV

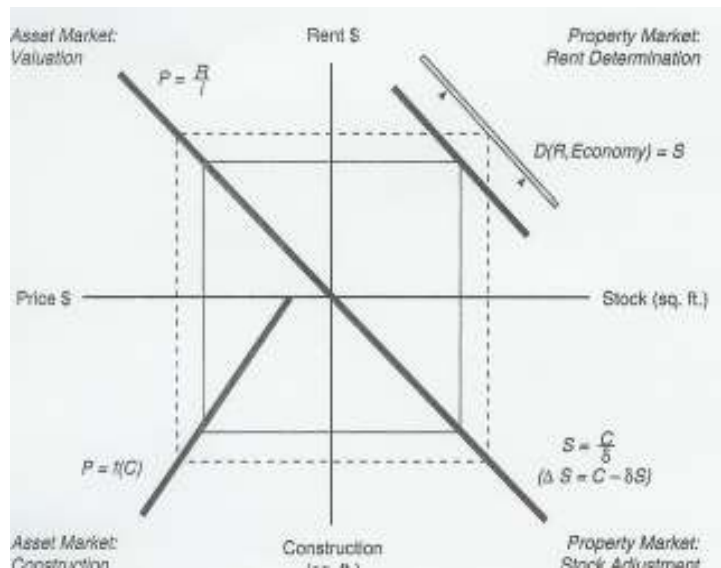
Het zuid- oost kwadrant wordt bekeken vanuit het voorraadperspectief en de curve geeft de voorraad vastgoed van een bepaalde periode weer. Deze voorraad wordt gevormd door de jaarlijkse bouw min de onttrekkingen. Op de X –as is de voorraad weergegeven uitgedrukt in vierkante meters en op de Y- as het vastgoed in aanbouw uitgedrukt in vierkante meters. In formule vorm is er sprake van evenwicht in de volgende situatie:

$S = C / \sigma$ . Hierbij is S de voorraad, C het bouwniveau en  $\sigma$  is de depreciation rate. Er is sprake van een verhoudingsgetal omdat een bepaalde hoeveelheid vierkante meters nieuwbouw in een bepaalde regio een andere stijging betekend van de voorraad dan in een regio met meer/ minder vastgoed uitgedrukt in vierkante meters.

### Werking van het model

In het model komt naar voren dat de verschillende markten binnen de vastgoedmarkt aan elkaar gekoppeld zijn. Bij een bepaalde voorraad ontstaat een bepaald huurniveau, welke weer invloed heeft op de prijs van vastgoed op de beleggersmarkt. Door een *structural demand shift* kan er een verandering optreden zoals bijvoorbeeld een verandering van huurprijsniveau of bijvoorbeeld een verandering in de vraag naar vastgoed door het toetreden op de markt van nieuwe buitenlandse beleggers. Als gevolg hiervan zal de curve zich verschuiven en wordt het effect weergegeven van de verandering en ook de invloed van deze verandering op de overige factoren van het model (zie figuur 2). Wheaton en Di Pasquale onderkennen wel dat in de praktijk de verschillende kwadranten afhankelijk maar ook onafhankelijk van elkaar kunnen bewegen. Wat opvalt is de overeenkomst met de vastgoedcyclus zoals eerder omschreven. Een verandering van de vraag naar kantooruimte heeft effect op de vraag naar vastgoed als beleggingsproduct en dat weer op de bouwproductie enzovoort. De golven van de

vastgoedcyclus zouden gelijk kunnen vallen met het krimpen en uiteen zetten van het vierkwadranten model van Wheaton en Di Pasquale.



Figuur 2.2, Demand shift binnen model Wheaton and di Pasquale. Bron: Di Pasquale 1995.

Vanuit de aanbodzijde is het product en de markt toegelicht. In het volgende zal vanuit de vraagzijde de actoren die van belang zijn voor dit onderzoek worden toegelicht.

## 2.4 actoren

Vanuit de vraagzijde gezien spelen voor dit onderzoek twee actoren een hoofdrol: De particuliere belegger en in de institutionele belegger. Om beter inzicht te krijgen in karaktereigenschappen van beide beleggers wordt in dit hoofdstuk gekeken naar aantoonbare verschillen tussen particuliere en institutionele beleggers. Er wordt gekeken naar hoofdzaken die van belang kunnen zijn voor het gedrag van beleggers. Aan de hand van vier aspecten wordt ingegaan op de specifieke verschillen. Eerst wordt gekeken naar de organisatiestructuur van beide beleggers, waarna wordt gekeken naar de doelstelling van beide beleggers. In het verlengde hiervan wordt gekeken naar bepaalde strategische keuzes in de vorm van risico en als laatste of er een verschil in financiering is.

### 2.4.1 Organisatiestructuur

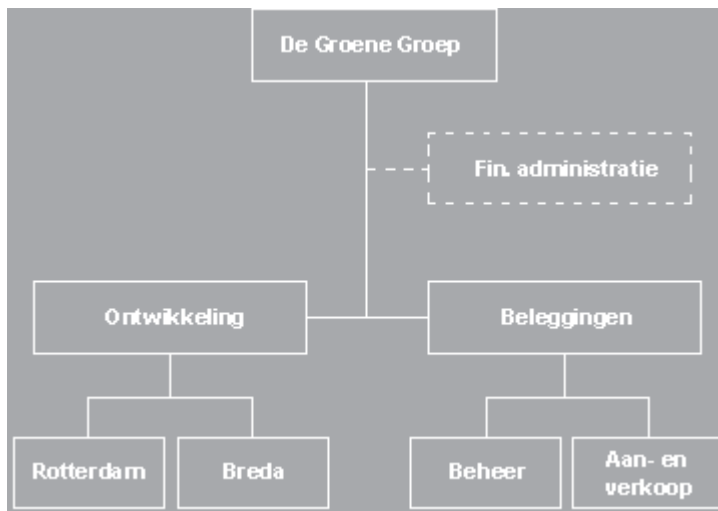
Om aan te geven welke verschillen bestaan tussen beide beleggers wordt eerst nog een keer de definitie gegeven van de twee beleggers:

Nederlandse professionele particuliere vastgoedbeleggers: *Alle Nederlandse vastgoedbeleggers die financieren met een privaat vermogen en minimaal € 1.000.000,- in direct vastgoed in Nederland hebben geïnvesteerd met als doelstelling het zeker stellen van een toekomstig inkomen, de koopkrachthandhaving van een vermogen, het maximaliseren van de opbrengsten van de belegging of een combinatie hiervan.*

(Vastgoed Beleggings Onderzoek Reeks, 2007 5<sup>e</sup> editie. Troostwijk Makelaars OG in samenwerking met ING RE. Van Gool 2007).

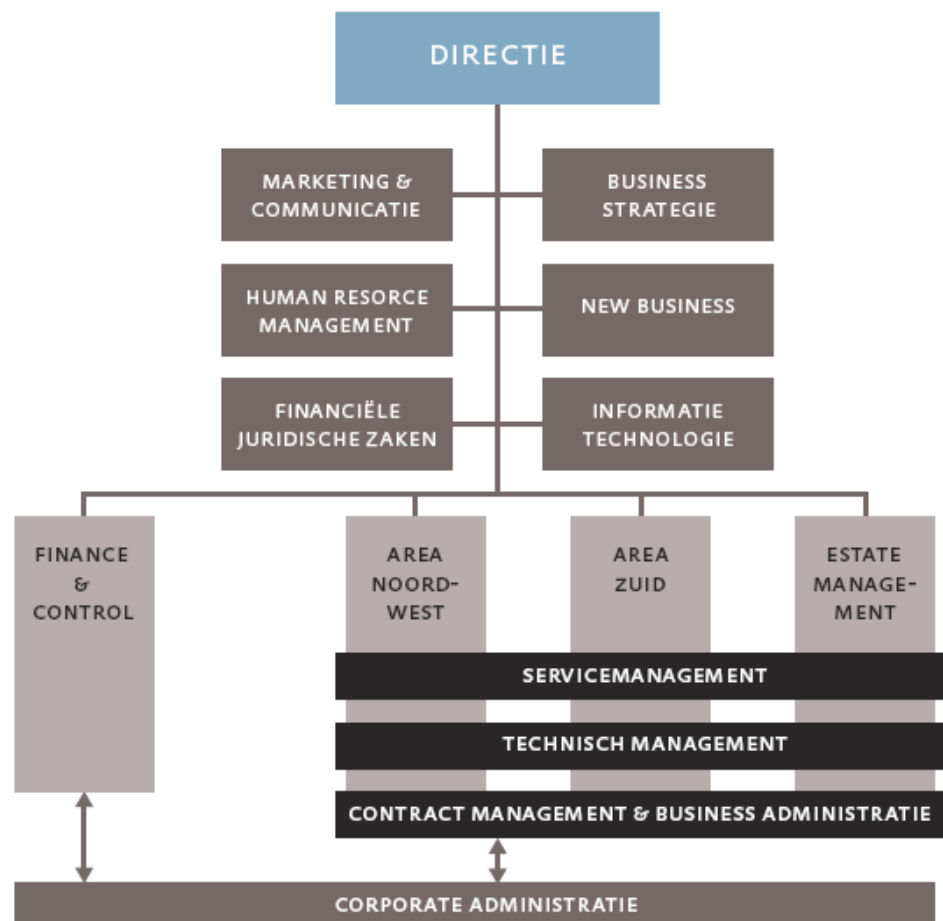
Nederlandse Institutionele vastgoedbeleggers: *Beleggingsinstelling met als doel het beheren van vermogen voor de deelnemers, om in de toekomst uitkeringen te kunnen verrichten.* (van Gool, 2007).

Om beter de organisatiestructuur beter te begrijpen van de beide beleggers wordt hieronder een organogram getoond van respectievelijk een particuliere en een institutionele belegger.



Figuur 2.3, bron: <http://www.degroenegroep.nl/>

#### OPERATIONEEL MODEL KFN.



Figuur 2.4, bron: <http://www.kfn.nl>

Bij het analyseren van de verschillende organisatiestructuren valt op dat het organogram van KFN veel uitgebreider is. Over het algemeen is dit te verklaren doordat institutionele

beleggers meer “in house” hebben en particuliere beleggers meer uitbesteden. Aangezien het in huis halen van bepaald expertise en het onderhouden hiervan kapitaal kost zal een particuliere belegger enerzijds sneller geneigd zijn om bepaald expertise uit te besteden, anderzijds zal het vaker voortkomen dat een institutionele belegger dit in huis heeft. Een volgend verschil is dat bij KFN de directie boven aan het organogram staat en bij de Groene Groep de Groene Groep. Dit zou ook als directie kunnen worden gezien. Het grote verschil zit echter in een onderdeel wat niet duidelijk naar voren komt in het organogram. De directie van de particuliere belegger kan de laatste “schakel” zijn, dit in tegenstelling van de institutionele belegger. Vaak is hier nog een Raad van Commissarissen en/ of een andere Raad bij betrokken die invloed kan hebben op de keuzes die de directie maakt. De verantwoording strekt verder waardoor er een complexere organisatiestructuur ontstaat terwijl bij de particuliere belegger directere lijnen zijn. Hier komt ook nog bij dat bij de institutionele belegger de stakeholders over het algemeen van invloed zijn terwijl deze eigenlijk niet aanwezig zijn bij de particuliere belegger, zoals bijvoorbeeld de pensioendeelnemers of de verzekeren. Deze groep vormt een partij waar de institutionele belegger rekening mee dient te houden aangezien zij zorg dragen voor het kapitaal. Bij een particuliere belegger gaat de verantwoording toch iets minder ver. De directie kan het eind station zijn, tenzij er bijvoorbeeld bij een bepaald project een samenwerkingsverband is aangegaan. Institutionele beleggers hebben vanwege deze stakeholders meer verplichtingen in hun vastgoedbeleggingen aangezien niet wordt gewerkt met eigen geld. Zij zijn gebonden aan een acquisitie en dispositiebeleid en werken met een jaarlijks budget. Particuliere beleggers zijn veel minder gebonden en kunnen daardoor inventiever en vrijer zijn in hun beleggingen maar met name ook impulsiever. Ook heerst er een veel opportunistischer instelling waarbij intuïtie en emotie een grote rol spelen (Troostwijk 2007). De ondernemersaanpak van de particuliere belegger draagt ook bij aan een verschil wat voortkomt uit verschil in organisatie. De ondernemende aanpak van de particulier resulteert in een over het algemeen lager leegstandpercentage in de portefeuille. Particuliere beleggers zien ook veel minder problemen tijdens de aankoop in leegstand, ouderdom of achterstallig onderhoud. Dit in tegenstelling tot institutionele beleggers die zich voornamelijk richten op hoogwaardig vastgoed.

#### **2.4.2 Doelstelling**

Wat in de definitie al naar voren komt, is dat er een verschil in doelstelling bestaat. Bij de particuliere belegger gaat het bijvoorbeeld om een vermogen te maximaliseren met een duidelijk winst oogmerk en bij de institutionele beleggers is het juist de doelstelling om in de toekomst te kunnen voorzien in een uitkering voor derden. Het grote verschil in de doelstelling van beide is dan vrij duidelijk. Maar wat is dan het effect van het verschil in doelstelling? Dat is met name terug te vinden in hoe beide beleggers omgaan met risico.

#### **2.4.3 Risico**

Risico in de beleggingsleer wordt gedefinieerd als de bandbreedte rond het toekomstige, verwachte rendement (van Gool 2007). Die bandbreedte wordt uitgedrukt in de standaarddeviatie van het rendement. Als wij kijken naar de doelstelling van beide beleggers en naar de organisatiestructuur dan is er ook een verschil in het aspect risico. Aangezien een institutionele belegger een zekere uitkering moet kunnen realiseren in de toekomst voor derden is het voor een institutionele belegger van belang om niet al te risicovol te beleggen. Ook met het oog op de organisatiestructuur en de daarbij horende verantwoording die afgelegd moet worden, zal een hoog risico veel meer gemeden worden ten opzichte van een particuliere belegger. Aangezien hij te maken heeft met minder stakeholders en de verantwoording veel minder ver strekt, kan de particuliere belegger meer risico lopen.

In risicospreiding zit ook verschil. Over het algemeen bezit de institutionele belegger over meer kapitaal, wat betekent dat het voor de institutionele belegger eenvoudiger is om het belegd kapitaal meer te spreiden over verschillende assets.

#### 2.4.4 Financiering

Wat betreft financiering is er ook een verschil. Zoals net al is aangegeven heeft de institutionele belegger over het algemeen meer kapitaal ter beschikking. Voor de particuliere belegger is het leverage effect van zijn kapitaal ook meer van belang aangezien er minder kapitaal aanwezig is. De particuliere belegger is daarom meer afhankelijk van de rente. Een hogere rente betekent namelijk een lagere leverage. Voor de institutionele belegger is dit iets minder van belang aangezien bijvoorbeeld de verzekerde of pensioengerechtigde een stabiele vorm van inkomsten geven en de rente, vergeleken met de particulier minder doorslaggevend is. Particuliere beleggers hebben vanuit regelgeving en normen veel meer vrijheid. Een particuliere belegger is bijvoorbeeld niet aan leveragenormen gebonden, waardoor zij meer vreemd vermogen kunnen gebruiken bij vastgoedbeleggingen ten opzichte van institutionele beleggers. Hierdoor zijn zij in staat hogere rendementen op het eigen vermogen te behalen. Dit heeft echter ook als gevolg dat particuliere beleggers meer invloed ondervinden van een stijgende rente zoals al eerder aangegeven. Bovendien zullen bij toenemende leegstand de rendementen van particuliere beleggers op eigen vermogen sterker dalen.

#### 2.5 Conclusie

In dit hoofdstuk is ingegaan op de kenmerken, karakteristieken, theorie, specifieke marktkenmerken en actoren van onroerend goed die van belang zijn voor dit onderzoek. Dit theoretisch raamwerk vormt de basis voor de volgende hoofdstukken waarbij het acteren van beide beleggers zal worden bekeken vanuit de markt. Van belang is de marktwerking aan de hand van het model van Wheaton en Di Pasquale waar in hoofdstuk 5 dieper zal worden ingegaan. Vanuit voorafgaande is het van belang om mee te nemen wat de verschillen zijn tussen beide beleggers vanuit de theorie. Deze verschillen worden meegenomen naar de volgende hoofdstukken en worden hierdoor getoetst dan wel vergeleken met perspectieven uit de markt. In onderstaande tabel zijn de verschillen weergegeven die voortvloeien uit onderhavig hoofdstuk.

In het volgende hoofdstuk zal bekeken worden hoe vanuit de markt wordt gedacht over de Nederlandse kantorenmarkt en de beide verschillende beleggers aan de hand van uitgebrachte marktrapporten.

	Particulier	Institutioneel
Organisatie structuur	Ondernemend, minder ver strekkende verantwoording, opportunistisch, directere lijnen, weinig stakeholders	Minder ondernemend, ver strekkende verantwoording, Complexer, veel stakeholders
Doelstelling	winstoogmerk voor eigen belang	Kunnen voorzien in een uitkering in de toekomst voor derden
Financiering	Eigen vermogen en vreemd vermogen. Rente van grote invloed.	Vermogen van passieve verschaffers Rente van matige invloed
Risicobeoordeling	Bereid tot een relatief hoog risico	Risico mijndend
Vastgoed karakteristieken	Minder negatief tov leegstand, ouderdom en achterstallig onderhoud	Meer negatief tov leegstand, ouderdom en achterstallig onderhoud

Tabel 2.2. Bron: eigen bewerking.

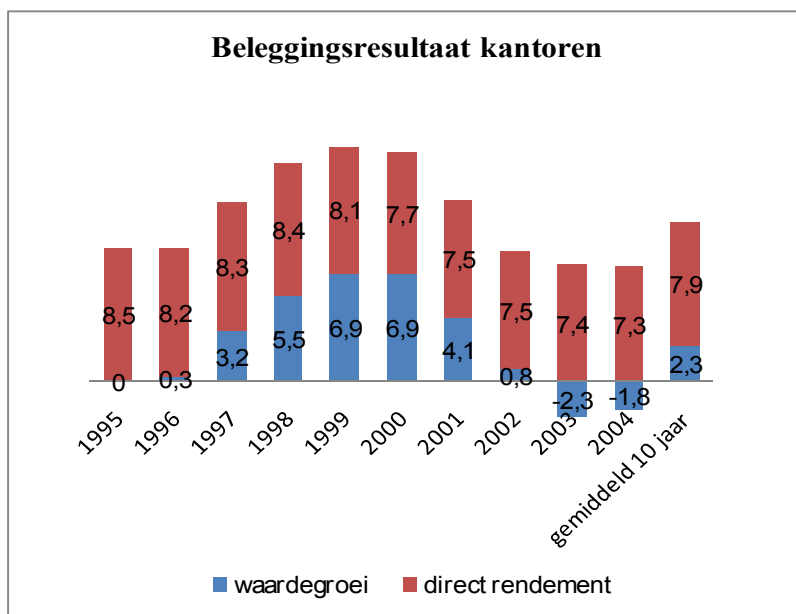
## Hoofdstuk 3

In dit hoofdstuk zal worden gekeken naar de particuliere en institutionele belegger aan de hand van marktrapporten die zijn uitgegeven door onder andere Jones Lang LaSalle, het voormalige Troostwijk en DTZ Zadelhoff. Deze rapporten geven een beeld van de Nederlandse kantorenmarkt en zijn uit de periode 2004- 2007.

De jaren 2004 en 2005 zullen kort worden behandeld in paragraaf 3.1. De jaren 2006 en 2007 zullen in de daaropvolgende paragraaf worden behandeld waarbij dieper op de marktomstandigheden en portefeuillebeleid zal worden ingegaan. In de volgende paragraaf wordt gepresenteerd wat wordt verwacht voor de komende periode aan de hand van de verschillende marktrapporten. Vervolgens zal in paragraaf 3.4 een conclusie worden gegeven.

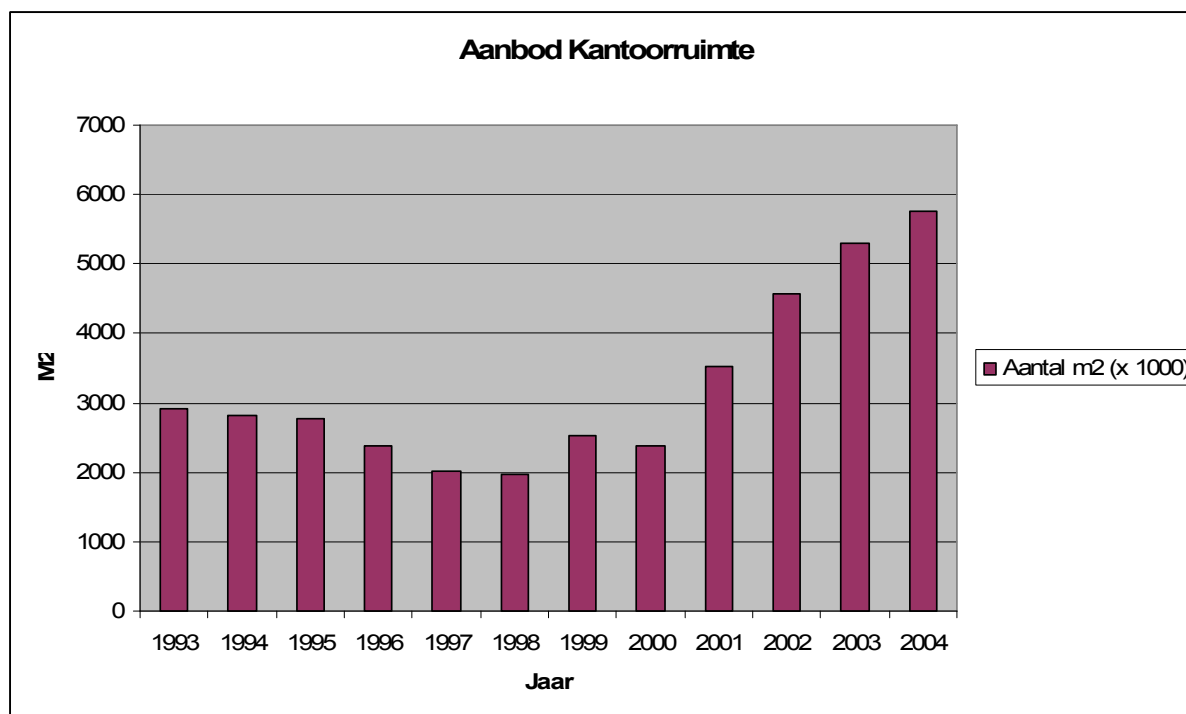
### 3.1. De jaren 2004 en 2005

In onderstaande tabel is het beleggingsresultaat te zien vanaf 1995 tot en met 2004 van kantoren. Het totaal rendement in 2004 lag op 5,4% wat ten opzichte van het voorafgaande jaar een verbetering is waar het totaal rendement op 4,9 % lag. Het directe rendement op de kantoorbeleggingen bleef in 2004 redelijk stabiel met 7,3%. (De vastgoedbeleggingmarkt in Nederland, 2004).



Grafiek 3.1, Beleggingsresultaat van kantoren in de periode 1995-2004. Bron: De Vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland, 2004

De waardeontwikkeling was zowel in 2003 als in 2004 negatief. De oorzaak van deze negatieve waarde ontwikkeling was gedurende deze periode voornamelijk te vinden in de toename van het aanbod van vastgoed. In grafiek 3.2 is te zien dat het aanbod van kantoorruimte, uitgedrukt in vierkante meters, sinds 2000 een stijgende trend volgt. Doordat de laatste jaren de opname ver achterblijft bij het aanbod, is er in toenemende mate sprake van een vervangingsmarkt. Bij een vervangingsmarkt wordt oudere kantoorruimte sneller ingeruild voor nieuw opgeleverde kantoorruimte tegen dezelfde of gunstigere voorwaarden (Van Gool 2007) Als gevolg blijft de opname van nieuwbouw redelijk gelijk terwijl de leegstand in oudere gebouwen toeneemt.



Grafiek 3.2, Aanbod van de kantooruimte in de periode 1993-2004. Bron: De Vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland, 2004

In 2004 is de leegstand van kantoren toegenomen naar gemiddeld 10%, terwijl in 2003 dit percentage nog op gemiddeld 7% lag. In de periode van 2004 zijn nog steeds de belangrijkste redenen om meer te gaan beleggen in direct onroerend goed de blijvende goede vooruitzichten voor vastgoedbeleggingen en de groeiambitie van (voornamelijk particuliere) beleggers. Verwacht wordt dat er minder wordt verkocht door particuliere beleggers, maar wel meer wordt aangekocht. Dit impliceert dat veel beleggers zich verder willen uitbreiden. Er komt wel een verschil naar voren tussen de institutionele en particuliere belegger. Het lijkt erop dat particuliere beleggers minder in de Randstad en meer in de grote stedelijke gebieden in geheel Nederland beleggen. Met name in de grote steden buiten de Randstad wordt een verschuiving van institutioneel eigendom naar particulier eigendom waargenomen (De Vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland, 2004).

Particuliere beleggers staan ook positiever tegenover investeringen in objecten ouder dan 10 jaar. Men is van mening dat dit soort objecten goed op te waarderen dan wel te herontwikkelen zijn. Locatie en bestemmingsmogelijkheden spelen hierbij een belangrijke rol. Opmerkelijk is het feit dat, ondanks de schaarste aan kwalitatief hoogwaardig product, het investeringsvolume in 2005 op peil bleef. Het transactievolume werd hoog gehouden door een aantal portefeuillevakopen van beleggingsproducten in het B-segment, met al dan niet een herontwikkelingspotentieel. Een verklaring hiervoor is voornamelijk dat meerdere beleggers anticyclus zijn gaan beleggen. Vooral opportunistische beleggers zien in deze periode de kansen en investeren in B-producten op de Nederlandse kantorenmarkt. Ondanks dat in 2005 meer kantooruimtebeleggingen beschikbaar kwamen, is er niet minder druk op de rendementen komen te staan. Dit komt voornamelijk door het gebrek aan product uit het A-segment (De Vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland, 2004). Ook hebben de rentestijgingen geen invloed gehad op de scherpte van de rendementen. Het blijkt dat de druk van geld nog steeds één van de belangrijkste factoren is die de aanvangsrendementen bepalen. Er is dan ook een ontwikkeling gaande waarbij institutionele beleggers bereid zijn een lagere rendementseis voor direct vastgoed te accepteren. Pure institutionele beleggers zijn overigens steeds minder zichtbaar op de markt. Er is een trend ingezet waarbij instituten het vastgoed 'outsourcen' bij fondsmanagers. Dit outsourcen is vergelijkbaar met het indirect beleggen in vastgoed door

institutionele beleggers. Vanwege moeizame acquisitiemogelijkheden hebben veel instituten rond deze periode een toevlucht genomen tot indirect vastgoed.

Op de kantoren markt hebben de institutionele beleggers in 2005 slechts een gering aantal transacties tot stand gebracht. De netto aanvangsrendementen liggen op een relatief scherp niveau en het aantal transacties op toplocaties is vooralsnog gering vanwege de sterke concurrentie van andere beleggers.

De acquisitie door kleine particulieren richt zich voor kantoorruimte op lokaal vastgoed buiten het A- segment. De grote particuliere belegger richt zich eveneens voornamelijk op dit type vastgoed, maar kan ook in de gerenommeerde kantorenmarkten posities krijgen.

De hoeveelheid geld die beschikbaar is, maar veelal niet kan worden geïnvesteerd, is omvangrijk. De concurrentie voor vastgoed als beleggingsproduct is dan ook heviger dan ooit. Het resultaat hiervan is dat de aanvangsrendementen sterk onder druk staan. Beleggers zijn bereid diep in de buidel te tasten voor vastgoed dat aansluit op de beleggingsstrategie.

Overigens zijn beleggers steeds vaker geneigd alternatieven te zoeken indien het gewenste product niet voorhanden is.

Binnen het kantoorsegment is zichtbaar dat de institutionele beleggers zich kunnen handhaven op de markt voor A- product. De voorwaarde is echter wel dat dit type belegger minder eisen stelt aan vastgoed als beleggingsobject. Het gevolg hiervan is dat de overige groepen beleggers, waaronder de particuliere belegger, steeds meer moeite zullen krijgen om topkwaliteit kantorenvastgoed aan de portefeuille toe te voegen door de hoge investering. Hierdoor ontstaat de mogelijkheid dat deze groep beleggers minder actief zal worden op de markt van het A- segment. De concurrentie voor minder hoogwaardig en opportunistisch beleggingsvastgoed zal dan ook naar verwachting verder toenemen. Ook dit kan voor beleggers een reden zijn voor aankoopstop.

Voorafgaande is een korte en bondige weergave van de kantorenmarkt in Nederland van 2004 en 2005, met als uitgangspunt de particuliere en institutionele belegger. Het geeft een bondige en heldere weergave van de markt in die periode en presenteert welke trends werden verwacht. Deze uiteenzetting dient als inleiding voor de volgende paragraaf waar uitgebreider wordt stil gestaan bij aspecten die van belang zijn voor dit onderzoek over de periode 2006 en 2007. Hier is voor gekozen omdat het de meest actuele informatie behelst en de voorafgaande periode ook wordt meegenomen.

### **3.2. De jaren 2006 en 2007**

In deze paragraaf zal aan de hand van een aantal aspecten de kantorenbeleggingsmarkt voor Nederlandse institutionele en particuliere beleggers worden toegelicht voor de periode 2006 en 2007. De verschillende aspecten die behandeld zullen worden zijn als volgt:

- Portefeuille omvang
- Portefeuille risico aan de hand van:
  - Spreiding
  - Leegstand
  - Rendement
- Trends en ontwikkelingen

Per aspect zal het verschil tussen de beide beleggers worden weergegeven. Hiernaast zal het aspect trends en ontwikkelingen trachten een blik in de toekomst te werpen. Hierdoor wordt een beeld van het verwachtingspatroon geschetst waardoor er over een langere periode kan worden gekeken naar het gedrag van beide beleggers.



### 3.2.1 Portefeuille omvang

Verschillende beleggers zullen verschillende portefeuilles opbouwen. Hierbij zijn persoonlijke aspecten van invloed zoals emotie maar ook bijvoorbeeld doelstelling van de onderneming. In het volgende zal aan de hand van de verschillende markrapporten worden aangegeven wat de voornaamste verschillen zijn tussen beide beleggers en hun portefeuilles. Hierbinnen zal worden gekeken naar omvang van het aantal objecten en kapitaal.

De vastgoedportefeuilles van de particuliere beleggers bestaan voornamelijk uit direct vastgoed. Dit tegenover de institutionele belegger die ook voor een groot deel van zijn portefeuille in indirect vastgoed heeft belegd (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007).

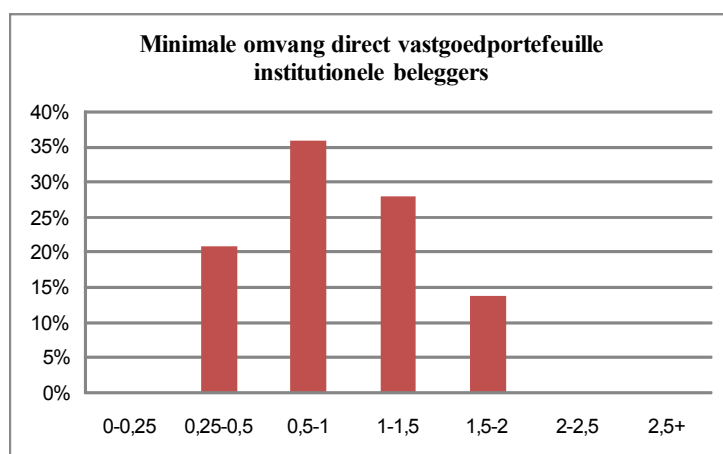
Uit onderzoek blijkt dat de portefeuilles van particuliere beleggers qua aantal objecten erg verschillen (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007). Zoals in onderstaande tabel aangegeven is er al een groot verschil wat betreft het aantal objecten in een portefeuille.

	$\leq 10$	11-20	21-30	$\geq 30$
Kantoren	75%	14%	8%	3%

Tabel 3.1: Percentage beleggers met x aantal objecten in de portefeuille. Bron: Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007.

Als gekeken wordt naar belegd vermogen is er ook een verschil waarneembaar bij de particuliere belegger. In 2007 had 83% van de particuliere beleggers een portefeuille van €100 miljoen of minder en 34% van de portefeuilles hadden een grootte van tussen de €10 miljoen en €20 miljoen euro. Er waren echter ook beleggers met een portefeuille van meer dan een half miljard euro. Duidelijk komt hier naar voren dat er maar een aantal particuliere beleggers zijn met een aanzienlijke omvang wat betreft portefeuille en belegd vermogen. Deze groep is dan ook van grote invloed op het totaal belegde vermogen van de particuliere beleggers. (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007).

In onderstaande grafiek is te zien dat de minimale omvang van portefeuilles van institutionele beleggers uiteenloopt van 250 miljoen naar 2 miljard.



Grafiek 3.3. Bron: Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007.

Zoals af te lezen uit de tabel heeft ruim 35% van de institutionele beleggers tussen de €500 miljoen en €1 miljard belegd. Een kleine 30% heeft tussen de €1 miljard en €1,5 miljard belegd (Jones Lang LaSalle, 2007).

Wat duidelijk naar voren komt is dat er een groot verschil is in de omvang van de portefeuille van de particuliere belegger en de institutionele belegger zowel van aantal objecten als omvang van het belegde kapitaal. In de volgende paragraaf zal worden gekeken hoe door de beide beleggers wordt gekeken naar spreiding, leegstand en rendement.

### 3.2.2 Spreiding

Bij beide beleggers kan er worden geconstateerd dat er geen significante verschillen zijn als het gaat om spreiding in de portefeuille. In onderstaande diagrammen is een verschil weergegeven van de spreiding naar segment van beide beleggers.

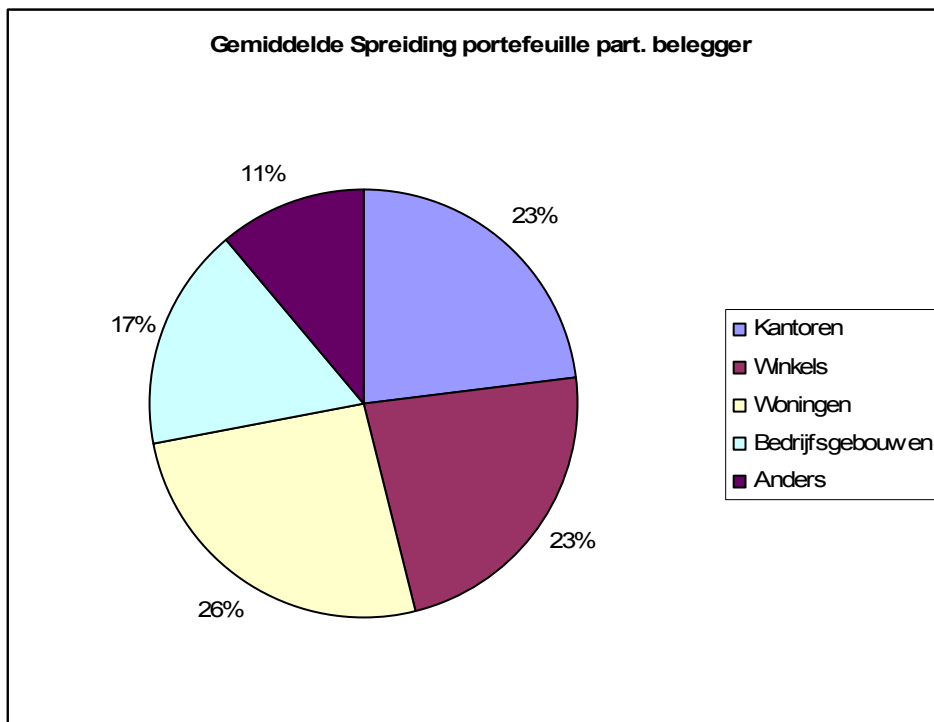


Diagram 3.1. Bron: Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Particuliere Beleggers, 2007

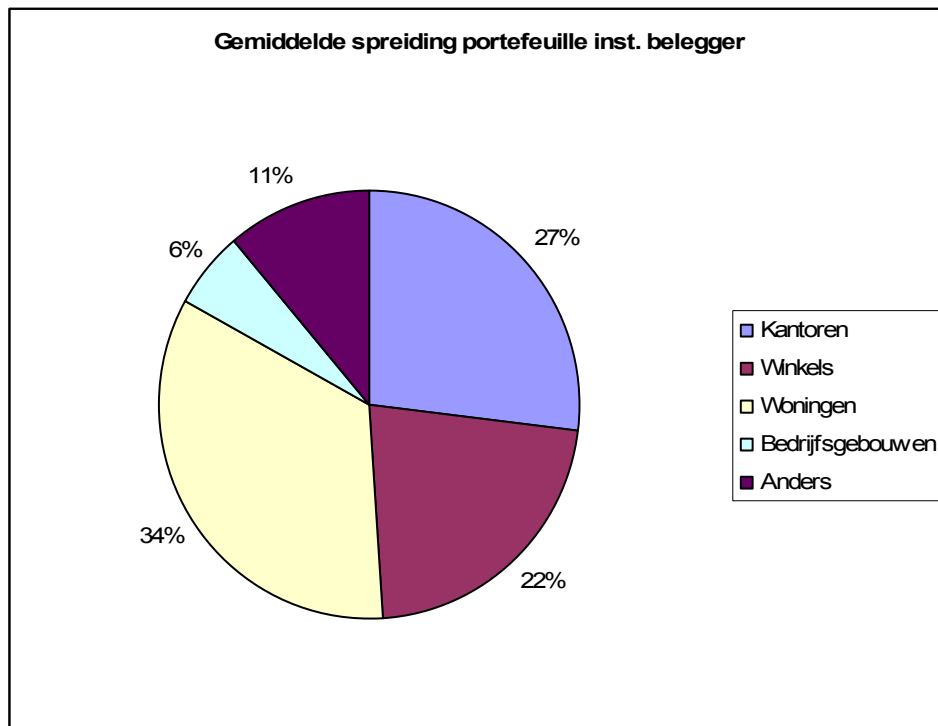


Diagram 3.2. Bron: Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Institutionele Beleggers, 2007.

Beide beleggers hebben woningen als grootste aandeel en vervolgens kantoren en winkels waarbij de institutionele belegger meer neigt naar kantoren dan de particulier. Een duidelijk verschil is het aandeel van het aantal bedrijfsgebouwen.

Als wordt gekeken naar geografische spreiding is er echter een groter verschil waarneembaar. De institutionele beleggers focussen meer op de Randstad waarbij de particuliere belegger zich meer concentreert op steden buiten de Randstad zoals al is gebleken in de voorafgaande jaren. Dit kan een verklaring geven voor het aandeel bedrijfsgebouwen van de particuliere belegger. Bedrijfsgebouwen zijn over het algemeen buiten de stad gesitueerd. Dit is te verklaren door de hoge prijs van grond in de stad en de grote omvang van bedrijfsgebouwen. Niet alleen een geografisch verschil maar ook een object verschil wordt in onderzoek van Jones Lang LaSalle (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Institutionele Beleggers, 2007). Particuliere beleggers hebben een opportunistischere instelling dan institutionele beleggers en zijn daarom sneller bereid om een ouder gebouw te acquireren. In de portefeuille is het hierdoor mogelijk om te spreiden naar ouderdom. De institutionele belegger schat de risico's hoger in van oudere objecten en heeft daarom voornamelijk jonge gebouwen in de portefeuille.

Bovenstaand bij elkaar genomen kan er gesteld worden dat de institutionele belegger meer jonge kantoren op A- locaties heeft in de portefeuille en particulieren meer oude gebouwen, wellicht op een A- locatie maar veelal buiten de Randstad. Aangezien het aandeel kantoren in de portefeuille van beide beleggers redelijk overeenkomt en het onderzoek zich richt op kantoren zal bij de andere objecten niet langer worden stilgestaan.

### 3.2.3 Leegstand

Leegstand van objecten is van grote invloed voor het beleid van vastgoedbeleggers. Dit heeft te maken met het risico- aspect dat aanzienlijk hoog kan zijn. Daarentegen kan het ook kansen met zich mee brengen. Uit onderzoek van Jones Lang LaSalle wordt leegstand gedefinieerd als:

“De leegstaande oppervlakte als percentage van de totale oppervlakte van het vastgoed in exploitatie. Wanneer de leegstand van de particuliere beleggers wordt vergeleken met de leegstand van de institutionele beleggers dan blijkt dat de institutionele belegger maar 0.7% meer leegstand heeft in 2005” (Troostwijk, 2005).

Het verschil is echter in de jaren daarna ietwat toegenomen. Volgens het onderzoek van Troostwijk naar de particuliere belegger uit 2007 is er sprake van een gemiddeld leegstandspercentage van circa 5%, dit tegenover 6,5% van de institutionele belegger, een verschil dus van 1,5%.

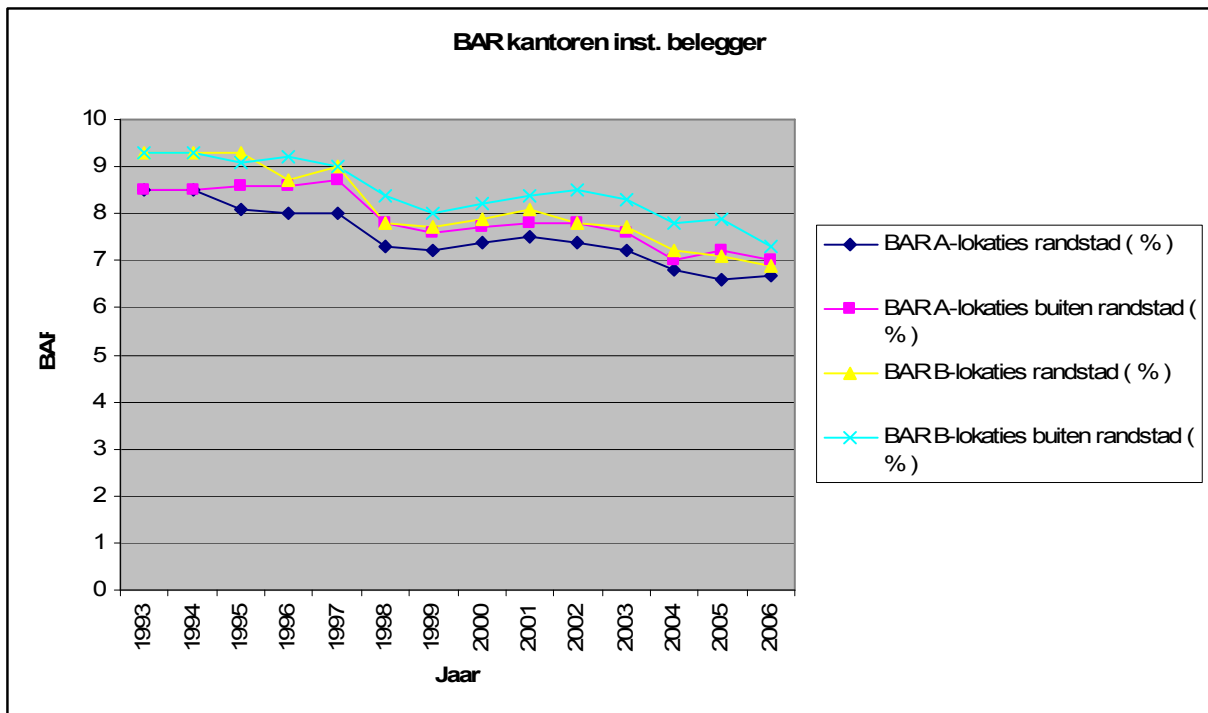
Het verschil is te vinden in hoe de beide beleggers met leegstand omgaan. De institutionele belegger probeert voornamelijk door het verhogen van de incentives en het verkopen van het object de leegstand in de portefeuille te drukken waarbij de particulier meer geneigd is om actiever huurders te gaan zoeken, of het object te gaan herontwikkelen dan wel moderniseren. De institutionele belegger heeft het beheer vaak uitbesteed waarbij in veel gevallen ook het commerciële beheer. Zoals in hoofdstuk 2 al is aangegeven, is over het algemeen het beslissingstraject van de institutionele belegger langzamer dan die van de particuliere belegger. Doordat het commerciële beheer is uitbesteed is het mogelijk dat dit een extra vertraagd effect heeft wat de verhuur niet ten goede komt.

### **3.2.4 Rendement**

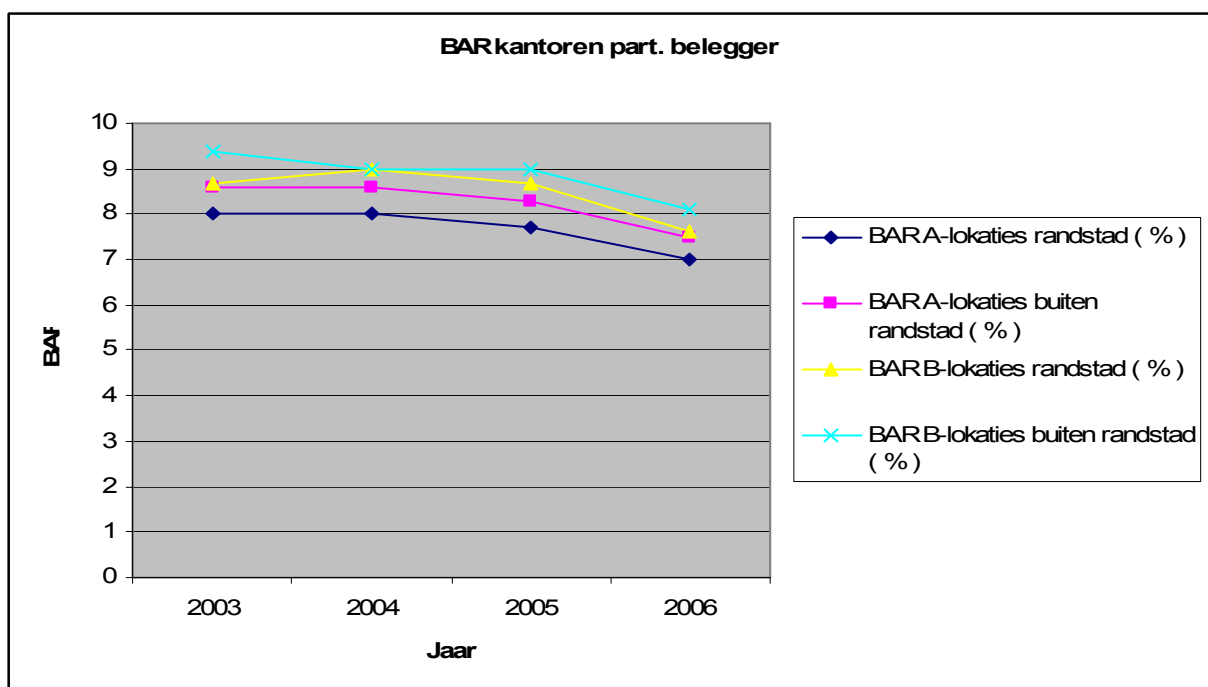
Verschillende beleggers eisen een verschillend rendement. Een maatstaf voor rendement is het bruto aanvansrendement (BAR) wat als volgt gedefinieerd kan worden:

Het geprognoseerd te behalen beleggingsresultaat op een vastgoedinvestering, uitgedrukt als percentage van de geraamde bruto huuropbrengst uit exploitatie ten opzichte van de aangenomen verwervingskosten, exclusief aankoopkosten. (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Institutionele Beleggers, 2007). Hier worden ook risico's in verwerkt waaronder bijvoorbeeld leegstand van een object of locatie en ook ouderdom. Zoals uit voorafgaande is gebleken worden deze factoren door particuliere- en institutionele beleggers verschillend beoordeeld en worden dus ook verschillende aanvansrendementen gehanteerd.

In onderstaande grafiek zijn de verschillende aanvansrendementen weergegeven voor beide beleggers tot en met 2006.



Grafiek 3.4. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)



Grafiek 3.5. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)

Wat af te lezen is uit de tabel is dat particuliere beleggers een hoger aanvangsrendement hanteren dan institutionele beleggers. Dit is te verklaren doordat particulieren risico's anders inschatten en het andere producten kan behelzen zoals is aangeven in hoofdstuk 2.

### 3.3 Trends en ontwikkelingen

Economische groei is van invloed op de Nederlandse (beleggings) kantorenmarkt.

Immers, een groeiende economie zorgt voor meer werkgelegenheid en meer personeel vergt meer (kantoor) ruimte. Dit is erg kort door de bocht maar er is wel degelijk correlatie tussen een groeiende economie en de opname van kantoorruimte (van Gool 2007). Zoals aangegeven in hoofdstuk 2 kan economische groei het model van Wheaton en Di Pasquale beïnvloeden waardoor er een *structural demand shift* ontstaat, een verschuiving van de curve. Dit zou betekenen dat de leegstand zou kunnen dalen en de prijzen van kantoren zouden kunnen stijgen tijdens economische groei. De vooruitzichten waren voor de zomer van 2007 dan ook erg positief. Nederland bevond zich in een opwaartse cyclus. De markt was in 2006 het dal van de cyclus gepasseerd en kende daarmee een opwaarts potentieel. Dit uitte zich in een stijgende opname- en opleveringsniveaus en huurgroei op de kantorenmarkt (Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse Professionele Institutionele Beleggers, 2007). Met de positieve groei van het Bruto Binnenlands Product (BBP) waren de verwachtingen voor de komende jaren ook goed voor de kantorenmarkt. De inflatie zat op een relatief laag niveau en de werkgelegenheidsgroei zou naar verwachting positief blijven. Wel zou de economische groei iets kunnen worden gedempt door een rente stijging. Met name particuliere beleggers profiteerden van de gunstige marktomstandigheden. Er werd gesproken over een “wall of money” waarvan particulieren handig gebruik maakten. Met een hoge leverage werden objecten of portefeuilles gefinancierd. De positieve economische vooruitzichten droegen bij aan een beleid wat meer gericht was op aankopen dan verkopen in 2007 (Verder met vertrouwen, DTZ Zadelhoff 2008). Dit proces zette zich door tot het moment dat de Amerikaanse sub prime markt begon te wankelen door betalingsachterstanden en gedwongen verkopen snel groeiden.

Er was geen sprake meer van een “wall of money” maar een “Credit crunch”. Door securisering van de leningen op de sub prime markt waaide de crisis ook over naar Europa en dus ook naar Nederland. Een aantal grote banken hebben in een korte periode miljarden moeten afschrijven. Zo heeft CityGroup inmiddels een verlies van 9,8 miljard bekend gemaakt, Merrill Lynch circa 9,8 miljard en UBS een bedrag van 14 miljard. De Haagse zakenbank NIBC zou onverwachts overgenomen worden door de bank Kaupthing doordat er miljoenen werden afgeschreven en de bank een interessante (re) overname kandidaat vormde. Al deze gebeurtenissen werden veroorzaakt door de getroffen sub prime markt waarbij nu de vrees is ontstaan dat de Amerikaanse economie in een recessie belandt en dat andere economieën daar ook hinder van ondervinden. De Credit crunch heeft ook zijn gevolgen voor de Nederlandse kantoren beleggingsmarkt. Banken zijn plotseling niet meer bereid om bepaalde objecten dan wel portefeuilles te financieren, ondanks dat de financieringsvoorwaarden al waren overeengekomen. Kopers konden niet meer betalen of haalden de prijs niet waardoor verkopers niet meer de prijs kregen die ze voor ogen hadden. Vooral partijen die portefeuilles zwaar geleveraged hadden waren niet meer in staat om (meer) te kopen.

Voor de institutionele belegger heeft de Credit crunch een minder grote directe impact. Aangezien over het algemeen niet gefinancierd wordt met een zware leverage, kan de institutionele belegger alsnog aan product komen. Echter indirect heeft het wel degelijk effect aangezien de prijzen van onroerend goed kunnen dalen en dit is ten nadele van de belegging. Dus beide beleggers ondervinden een negatief effect hoewel het er op lijkt dat de particuliere belegger het meeste hinder ondervindt.

Ondanks de Credit crunch zijn de economische vooruitzichten voorlopig nog positief. Er is nog steeds sprake van hoogconjunctuur kijkend naar de Nederlandse economie. In het derde kwartaal van 2007 groeide de economie met 4,1%, het hoogste groeicijfer gemeten voor een kwartaal van de afgelopen zeven jaar ((Verder met vertrouwen, DTZ Zadelhoff 2008)). Het Europese gemiddelde zal circa 2,6% zijn terwijl Nederland uit komt op een jaarlijkse groei

van 3%. Voor 2008 wordt een groeicijfer verwacht van circa 2,25%. De werkloosheid is gedaald tot 4,2% terwijl het aantal vacatures blijft groeien in 2008. Kortom de vooruitzichten zijn een stuk positiever dan de Credit crunch doet vermoeden. Er werd aanvankelijk van een recessie gesproken maar de signalen vanuit de markt impliceren dat het niet een recessie betreft maar meer een afremming.

Ondanks de tijdens dit schrijven nog positieve economische vooruitzichten, blijft voor beleggers een belangrijk aspect negatief, te weten, financiering. Zoals al is aangegeven wordt het steeds minder eenvoudig om te financieren. Voor enkele beleggers heeft dit al gevolgen gehad. Een Australische belegger bijvoorbeeld was niet meer in staat zijn portefeuille te herfinancieren en was genoodzaakt om deze te verkopen. Toch zijn de beleggers in Nederland minder pessimistisch dan verwacht. Dit komt omdat de gebruikersmarkt voor kantoorruimte nog steeds positief wordt ingeschat.

Samenvattend kan uit deze analyse worden geconcludeerd dat de komende periode met name de financierbaarheid van belang zal zijn. Als deze dermate ongunstig is en/of blijft, kunnen met name de particuliere beleggers geen nieuwe aankopen doen en zijn sommigen wellicht genoodzaakt objecten te moeten verkopen tegen een hoger aanvangsrendement/ lagere prijs dan men voor ogen had. Dit zal een negatief effect hebben en de aanvangsrendementen zullen stijgen. Verwacht wordt dat dit vooral geldt voor oude gebouwen op B- dan wel C- locaties. De jongere gebouwen en of gebouwen op A- locaties zullen hier minder last van ondervinden (Verder met vertrouwen, DTZ Zadelhoff 2008).

### 3.4 Conclusie

In het voorafgaande is een beeld geschetst van de beide beleggers en de Nederlandse kantorenmarkt. Dit is gedaan aan de hand van gepubliceerde marktrapporten waarbij gekeken is welke verschillen er zijn tussen beide belegger vanuit deze marktrapporten. De bevindingen zijn in onderstaande tabel samengevat:

		Particulier	Institutioneel
Portefeuille omvang		Meerendeel tot € 100 mio, enkelling tot circa € 500 mio	Circa 80% vanaf € 500 mio
Portefeuille risico	Spreiding	Geografisch: stedelijk gebied buiten de randstad Object: meer variatie in ouderdom Soort: voornamelijk woningen, vervolgens kantoren	Geografisch: focus op Randstad Object: voornamelijk jonge objecten Soort: voornamelijk woningen, vervolgens kantoren
	Leegstand	Door ondernemende aanpak over het algemeen minder leegstand, gerealiseerd door verhuur	Meer leegstand tov de particuliere belegger, drukken van de leegstand door meer incentive of verkoop
	Rendement	Hogere BAR tov de institutionele belegger	Lagere BAR tov de particuliere belegger
Trends en ontwikkelingen		Wall of money en Credit crunch sterk van invloed	Wall of money en Credit crunch minder van invloed tov de particuliere belegger

Tabel 3.2. Bron: eigen bewerking.

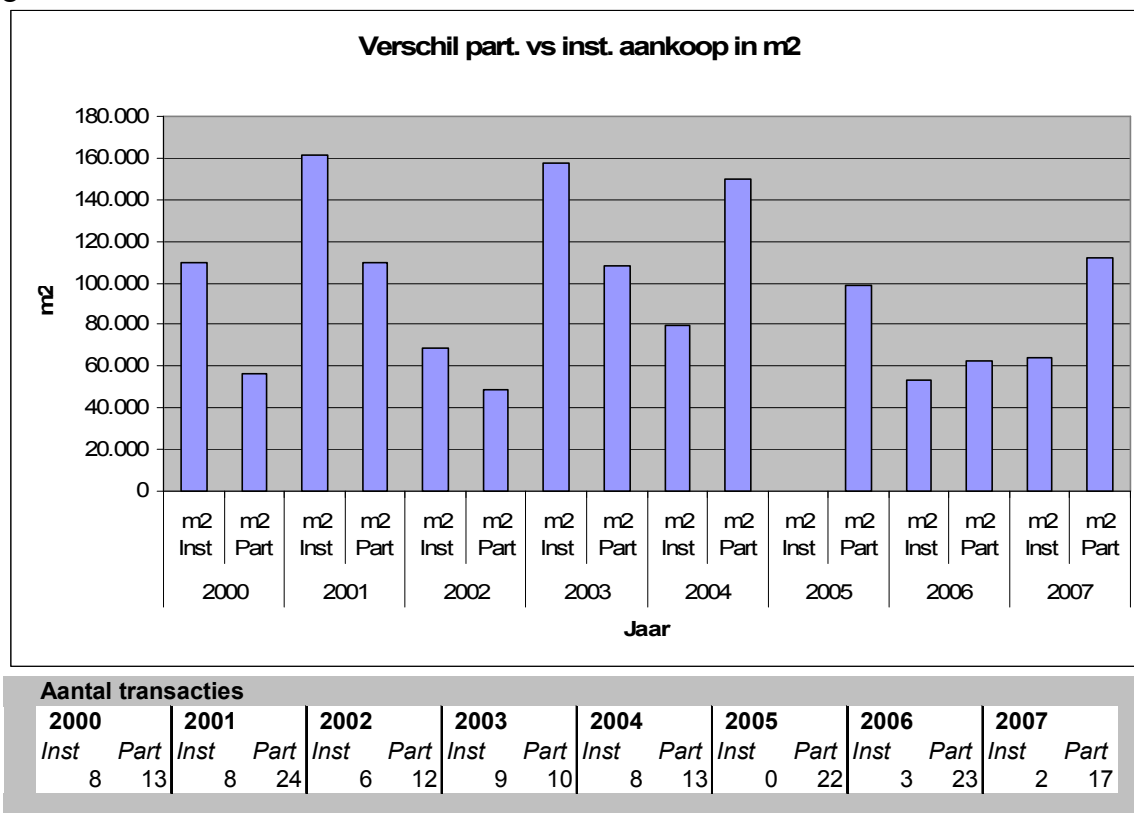
In hoofdstuk 2 is gekeken vanuit wetenschappelijke literatuur en in dit hoofdstuk vanuit marktrapporten. In het volgende hoofdstuk wordt gekeken naar verrichtte transacties. Deze data wordt eerst in kaart gebracht en in hoofdstuk 5 wordt mede met behulp van hoofdstuk 2 en 3 de data geanalyseerd en verklaard.

## Hoofdstuk 4

In dit hoofdstuk zal het investeringsgedrag van de particuliere en institutionele belegger aan hand van verrichtte transacties in (groot) Amsterdam tussen 2000 en 2007 in kaart worden gebracht. De gebruikte data is afkomstig van het grootste makelaarskantoor van Nederland, DTZ Zadelhoff, centrale afdeling Research. DTZ houdt, zover mogelijk, alle transacties bij. Deze data worden opgeslagen voor onderzoeken voor intern, dan wel extern gebruik. Waar rekening mee moet worden gehouden in het volgende, is dat niet iedere verrichtte transactie in de data is verwerkt. De transacties zijn niet altijd even transparant. Dat wil zeggen, niet altijd worden aspecten als koper, verkoper of prijs bekend gemaakt. Met diep graven kan veel worden achterhaald uit bijvoorbeeld het kadaster, maar daar kan als koper ook een onbekende BV vermeld staan waarbij dan ook weer bij de Kamer van Koophandel zal gespit moeten worden om de eigenaar te achterhalen. Desalniettemin worden tegenwoordig bij de meeste transacties alle gegevens bekend gemaakt waardoor de data voldoende betrouwbaar is om een redelijk beeld van de werkelijkheid te weerspiegelen.

### 4.1 Transactie data

In onderstaande grafiek is per jaar aangegeven hoeveel vierkante meters de particuliere en institutionele belegger afzonderlijk van elkaar hebben aangekocht. De tabel onder de grafiek geeft het aantal transacties weer.

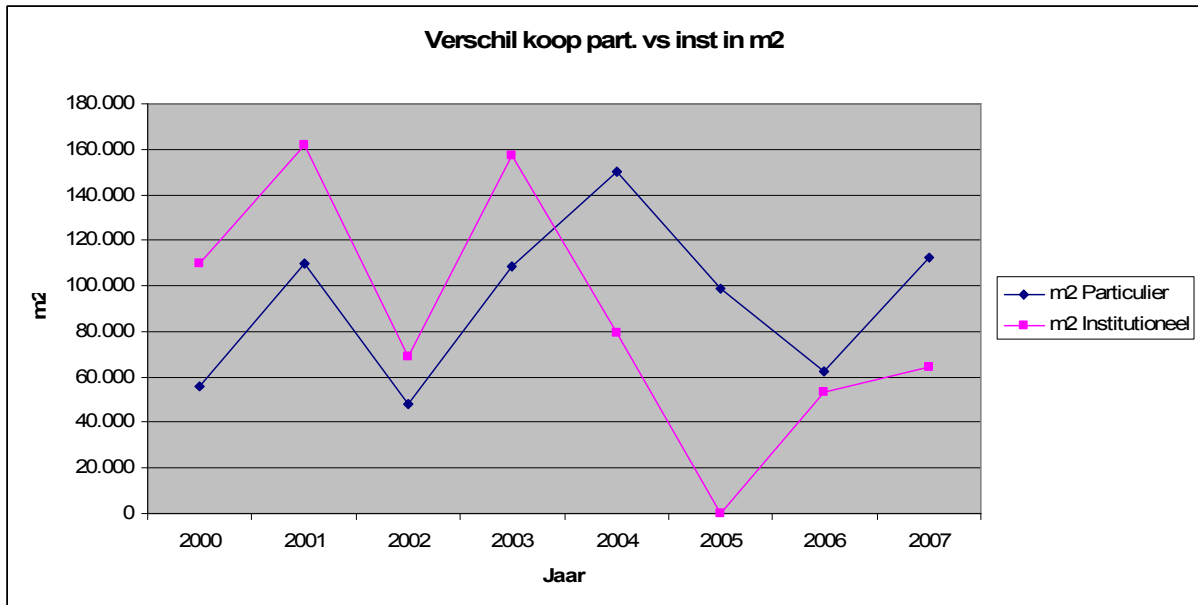


Grafiek 4.1. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research.

Uit zowel de tabel als uit de grafiek komt naar voren dat alleen in de jaren 2004, 2005 en 2006 het totale aangekochte vierkante meters van de particuliere belegger dat van de institutionele belegger overtreft. Wat ook opvalt, is dat het aantal transacties van particuliere beleggers ieder jaar dat van de institutionele belegger overtreft. Dit laatste komt overeen met wat in hoofdstuk 3 naar voren is gekomen. Er zijn meer particuliere beleggers actief en daarom ook meer transacties mogelijk.

In onderstaande grafiek is het verloop van beide beleggers in een lijn weergegeven.

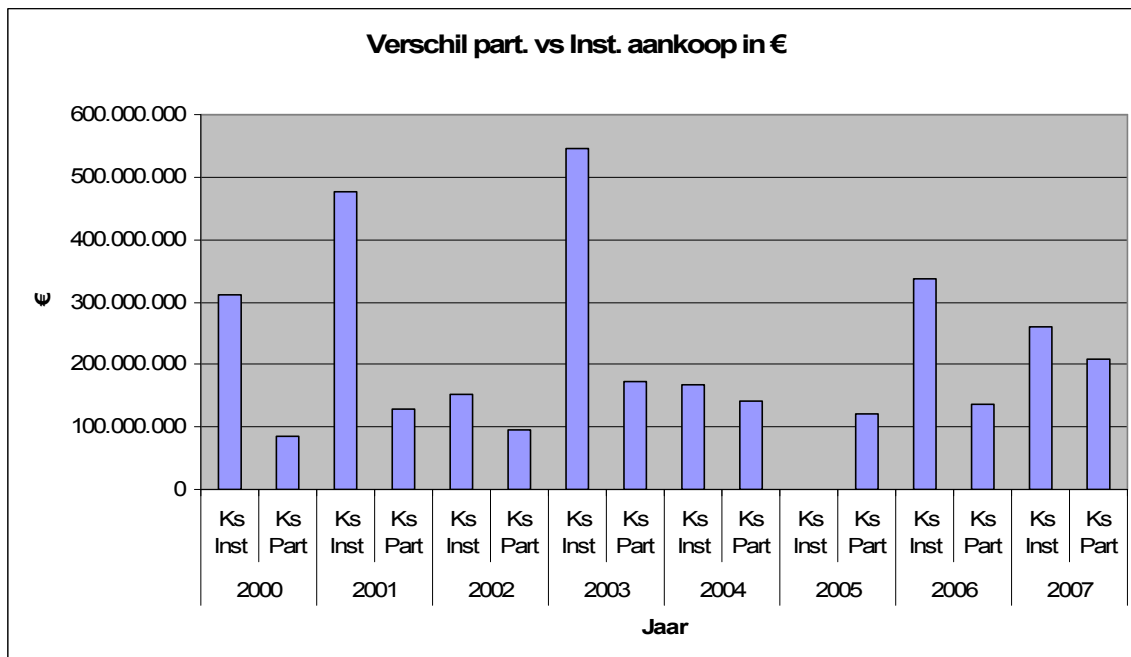




Grafiek 4.2. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

In de lijngrafiek komt wat duidelijker naar voren dat vanaf 2003 de institutionele belegger aanzienlijk minder vierkante meters aankoopt dan de particuliere belegger. De volatiliteit van beide lijnen vertoont wel overeenkomstige pieken en dalen.

In grafiek 4.3 is per jaar aangegeven voor hoeveel is aangekocht, uitgedrukt in aantal euro's, door de particuliere en institutionele belegger afzonderlijk. De tabel onder de grafiek geeft het aantal transacties aan. Wat duidelijk te zien is, is dat de institutionele belegger ieder jaar voor meer kapitaal heeft aangekocht waarbij 2005 een uitzondering vormt. In dit jaar is immers volgens de data geen aankoop gedaan. Wat duidelijk te zien is, is dat door de particuliere belegger in 2007 het meest is aangekocht uitgedrukt in euro's. Daarbij moet wel worden rekening gehouden met een enkele aankoop van €125.000.000, welke wel van erg grote invloed is. Zonder deze transactie was immers 2003 het jaar met het hoogste totaal.

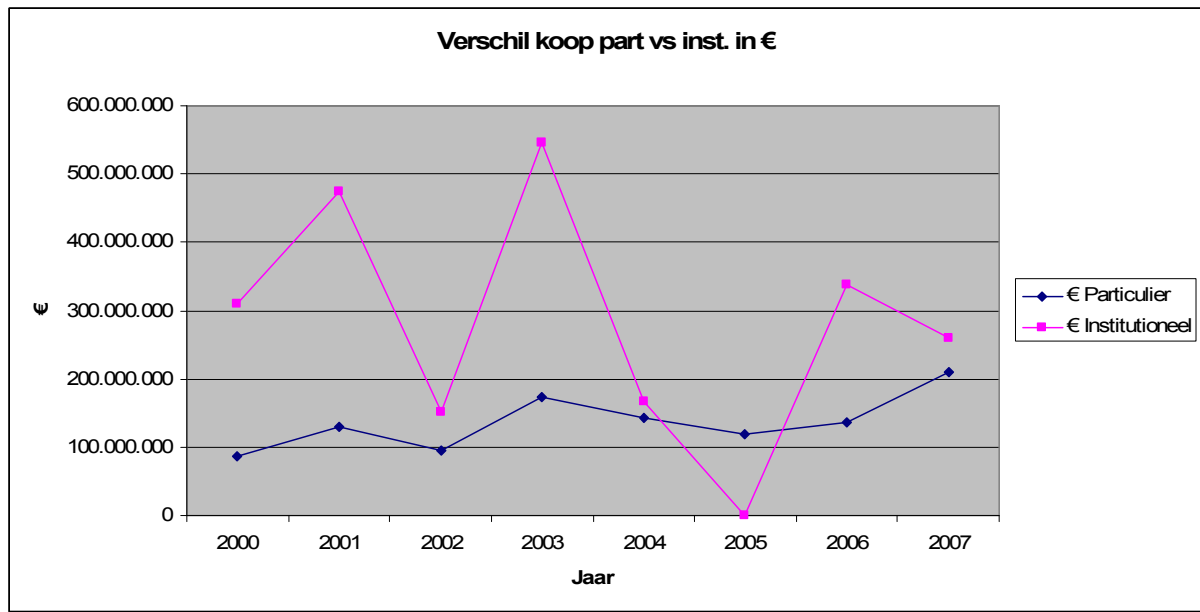


### Aantal transacties

2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part
8	13	8	24	5	12	10	10	8	13	0	22	3	23	2	17

Grafiek 4.3. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

In onderstaande grafiek is wederom een lijngrafiek weergegeven van bovenstaande om het verloop duidelijker in kaart te brengen.

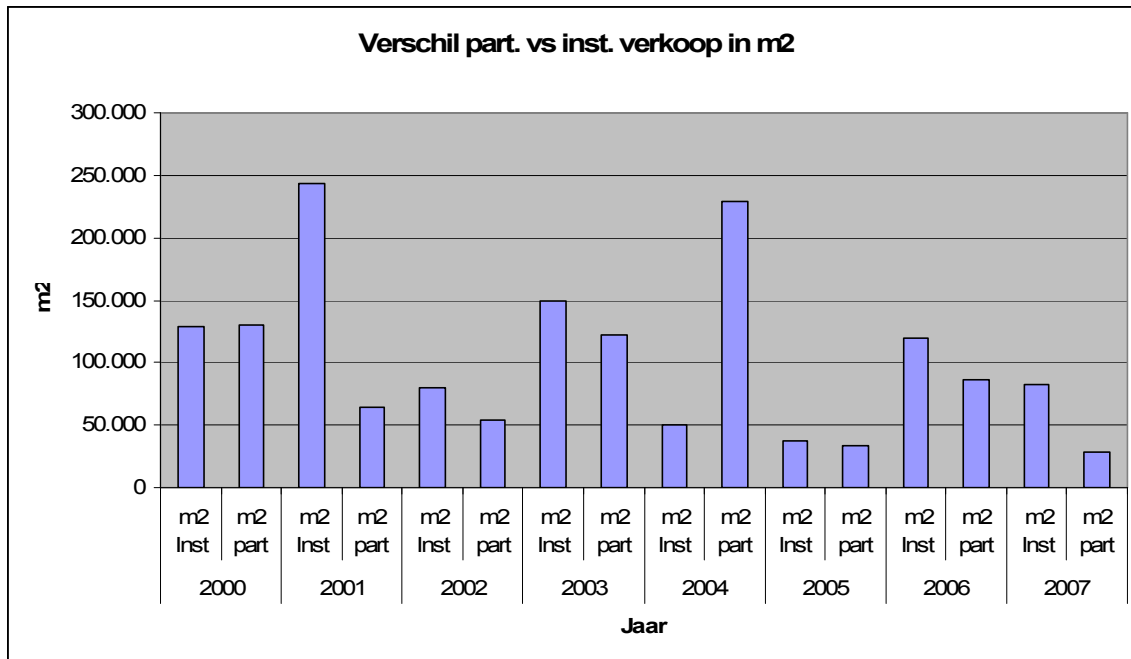


Grafiek 4.4. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

In de lijn grafiek is wat duidelijker te zien dat de particuliere belegger een minder volatiel verloop heeft, waardoor geïmpliceerd kan worden dat de particuliere belegger vrij constant is in uitgaven maar niet in het aantal vierkante meters. Dezelfde prijs voor meer dan wel minder meters betekent dat de particuliere belegger duurder dan wel goedkoper koopt door bepaalde omstandigheden maar wel redelijk dezelfde uitgaven hanteert.

Als wordt gekeken naar investeringsgedrag zal niet alleen moeten worden gekeken naar aankopen maar ook naar verkopen. Immers verkopen kunnen kapitaal verzorgen voor nieuwe aankopen of nieuwe strategieën.

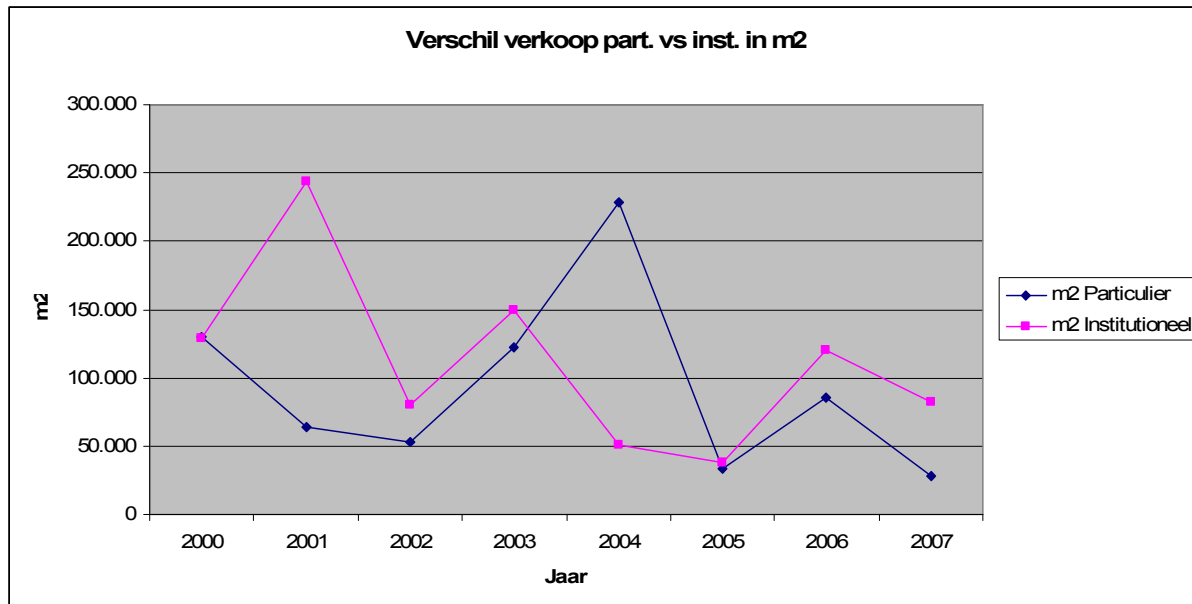
In grafiek 4.5 is het verschil weergegeven tussen de verkooptransacties van beide beleggers per jaar, uitgedrukt in aantal vierkante meters.



Aantal transacties															
2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part	Inst	Part
14	17	15	23	8	10	9	11	7	14	2	17	8	24	5	12

Grafiek 4.5. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

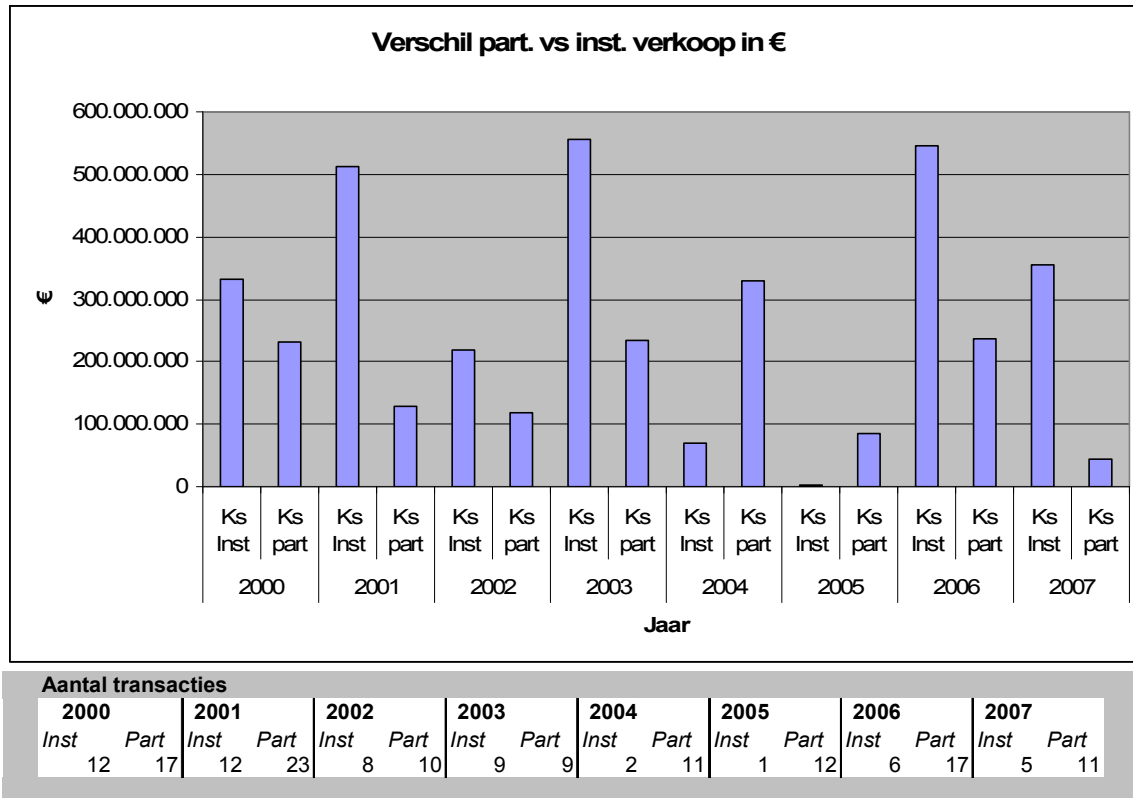
Voor een duidelijker verloop is onderstaand het lijndiagram weergegeven.



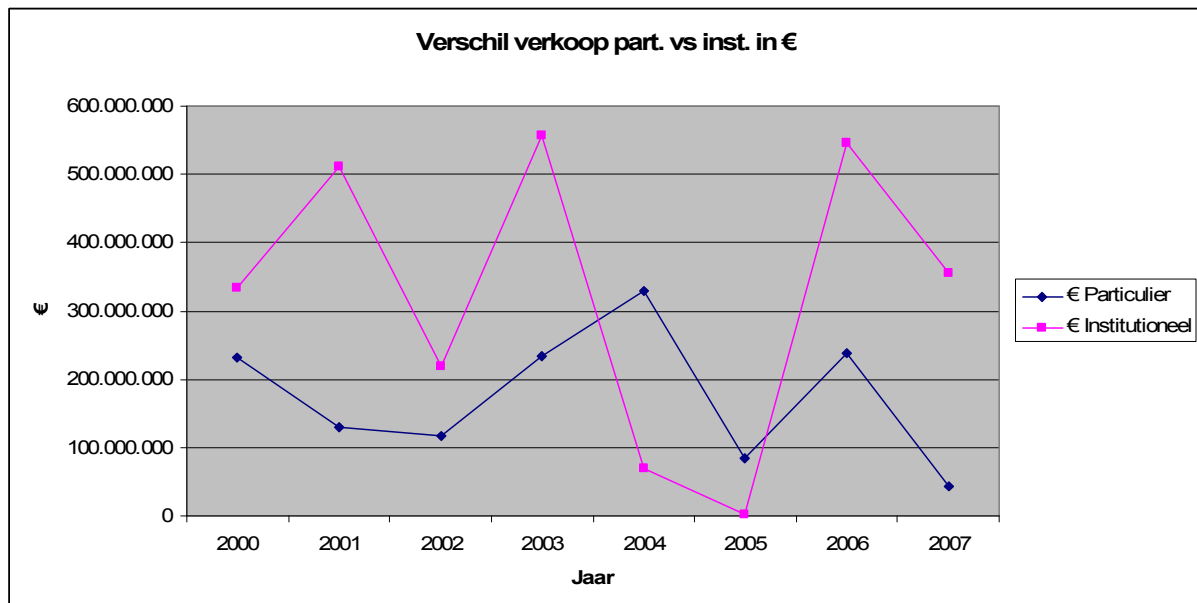
Grafiek 4.6. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

De verschillende getoonde jaren tonen niet een al te groot verschil op 2 na. In 2001 werd door de institutionele belegger aanzienlijk meer verkocht en in 2004 aanzienlijk meer door de particuliere belegger. Dit impliceert dat er factoren zijn waarbij beide beleggers verschillend reageren.

In grafiek 4.7 is het verschil weergegeven tussen de verkooptransacties van beide beleggers per jaar, uitgedrukt in aantal euro's. Wederom zijn de jaren 2001 en 2004 opvallend door het grote verschil tussen beide beleggers waarbij 2001 de institutionele belegger er duidelijk boven uitsteekt en in 2004 juist andersom. Onder de tabel is om het verloop te verduidelijken een lijngrafiek weergegeven.



Grafiek 4.7. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research



Grafiek 4.8. Bron: Eigen bewerking van data DTZ Research

## **4.2. Conclusie**

Kijkend naar verrichtte transacties zijn er zowel verschillen als overeenkomsten waar te nemen tussen beide beleggers. Duidelijk komt naar voren dat qua aankopen in absolute bedragen de particuliere belegger redelijk constant is vergeleken met de institutionele belegger echter met name verandert in aankopen uitgedrukt in vierkante meters door bepaalde omstandigheden. Wat betreft verkopen zijn er ook duidelijk twee jaren waar beide beleggers sterk verschillen van elkaar. Opvallend is dat er zowel overeenkomstige trends te zien zijn in een grafiek als ook verschillende trends. Wat ook wordt aangetoond is dat de particuliere belegger meer transacties verricht per jaar. De oorzaak hiervoor kan gezocht worden in hoofdstuk 2 en 3. Daar wordt immers aangegeven dat er meer particuliere beleggers actief zijn dan institutionele beleggers waardoor ook meer transacties mogelijk zijn. Wat ook naar voren komt is dat de institutionele belegger over het algemeen hogere investeringen doet. In het volgende hoofdstuk zal de data worden geanalyseerd. Getracht wordt een verklaring te geven voor de verschillen die voortvloeien uit de data aan de hand van de voorafgaande hoofdstukken, met een nadruk op marktveranderingen voortvloeiende uit het model van Wheaton en Di Pasquale.

## Hoofdstuk 5

In dit hoofdstuk zal worden gekeken naar aspecten die van invloed kunnen zijn op het aan- en verkoop gedrag van beide beleggers op de Amsterdamse kantorenmarkt en of dit gedrag zorgt voor verschillen. De data uit hoofdstuk 4 zal worden geanalyseerd aan de hand van het model van Wheaton en Di Pasquale om te kijken wat voor invloed verschillende marktveranderingen hebben op beide beleggers en of dit overeenkomt met de data uit hoofdstuk 4 en de voorafgaande hoofdstukken.

Aan de hand van de theorie, markt informatie en de data analyse zal gekeken worden wat de reacties van beide beleggers bij een verandering van:

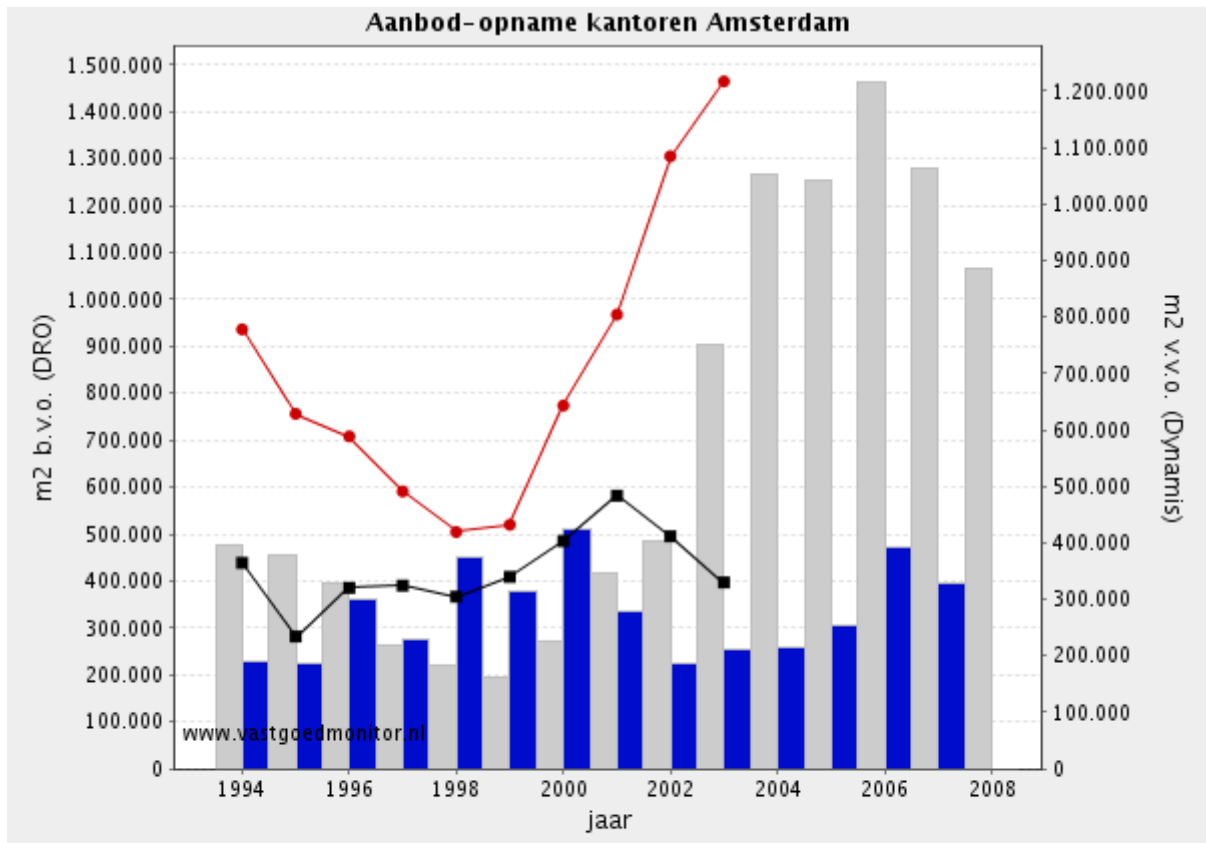
- De vraag naar kantoorruimte.
- Huurprijsniveau.
- Waarde cq prijs van onroerend goed.
- De productie van vastgoed.

Deze aspecten weerspiegelen de vier verschillende kwadranten van het model, maar zullen afzonderlijk van elkaar worden benaderd. Op deze wijze is het mogelijk om aan de hand van de verrichtte transacties en de vier variabelen een uitspraak te doen over het effect van een verandering van de variabelen op de activiteit en gedrag van beide beleggers.

Naast deze endogene factoren zal ook wordt gekeken naar factoren die niet in het model voorkomen maar hier wel invloed op hebben, de exogene factoren.




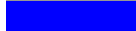
### 5.1 Vraag naar kantoorruimte.

Het noord oost kwadrant van het model van Wheaton en Di Pasquale vertegenwoordigt het gebruikersperspectief. De factor die van invloed is op dit deel van het kwadrant is de vraag naar kantoorruimte vanuit de gebruikers. In grafiek 5.1 is de opname en het aanbod te zien op de Amsterdamse kantorenmarkt te zien. Vanzelfsprekend ligt de nadruk op de opname aangezien dat ook de vraag impliceert.



**AMSTERDAM**  
**SCHOOL OF REAL ESTATE**  
 www.vastgoedmonitor.nl

*notitie: Aanbod (DRO): cijfers per januari; Aanbod (Dynamis): cijfers per 1 januari; Aanbod en opname Amsterdam (Dynamis): > 500 m2 vvo per deelgebied, Centrum, Noord, West, Oost, Zuidoost, Zuid, Buitenveldert*

Aanbod (DRO) ( m2 b.v.o. (DRO) )	
Bruto opname (DRO) ( m2 b.v.o. (DRO))	
Aanbod (Dynamis) ( m2 b.v.o. (DRO) )	
Opname (Dynamis) ( m2 b.v.o. (DRO) )	

Grafiek 5.1. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl).

In de grafiek komt naar voren dat de opname volatiel was tot 2000. Hierna volgt een daling tot 2002, waarna een continue stijging van de opname zich inzet. We beschouwen opname in dit geval als de vraag.

Aangezien nu duidelijk is hoe de vraag vanaf 2000 zich heeft verhouden kan er nu gekeken worden naar de reactie van beide beleggers. De grafieken 4.1 tot en met 4.8 uit hoofdstuk 4 worden gebruikt om de reactie van beide beleggers te vergelijken met de marktverandering.

Vanaf 2000 tot en met 2002 was een daling te constateren van het aantal opgenomen vierkante meters met het jaar 2001 als dieptepunt. Uit de lijngrafieken van hoofdstuk 4 komt naar voren dat de beide beleggers hier negatief op reageren als wordt gekeken naar aankopen. Echter, waarbij de reactie vergeleken in vierkante meters overeenkomsten vertoont, het verschil uitgedrukt in euro's een groot verschil vertoont. De particuliere belegger reageert hier veel minder heftig. Opmerkelijk is dat de verkoop van de institutionele belegger in 2001 nog een stijgende trend vertoont en de particulier al een dalende trend. 2004 lijkt een korte stagnatie van de stijgende trend te laten zien. Ook in dit jaar liggen de beide beleggers ver uit elkaar. Zowel bij aan- en verkoop is een verschil te zien.

Bij een dalende dan wel stijgende opname zullen beide beleggers dus minder kopen en minder verkopen waarbij de institutionele belegger vertraagd reageert.

Dit komt overeen met de bevindingen uit hoofdstuk 2 en 3 waar al werd geïmpliceerd dat de particuliere belegger door zijn ondernemende instelling en aanpak een beter inzicht heeft in de markt en impulsiever dan wel sneller kan reageren. De grafieken impliceren dat de beleggers bij een stijgende en dalende opname het zelfde reageren echter de institutionele belegger reageert eigenlijk met een vertraagd effect wat de verschillen zou kunnen verklaren.

## **5.2 Huurprijs niveau**

Het noord west kwadrant betreft het huurprijsniveau. Als wordt gekeken naar grafiek 5.2 komt naar voren dat de gemiddelde huurprijs per vierkante meter de afgelopen jaren over het algemeen is toegenomen maar er wel een duidelijk verschil is in procentuele groei. Dit is te zien in grafiek 5.3. 2003 vormt de grootse daling van de groei. Qua activiteit van aan- en verkopen is te zien dat tijdens deze periode de particuliere belegger een sterk stijgende trend vertoont ten opzichte van de institutionele belegger. Behalve bij aankoop in absolute bedragen vertonen beide beleggers een daling welke van de institutionele belegger veel steiler is dan die van de particulier wat een heftigere reactie weerspiegelt.

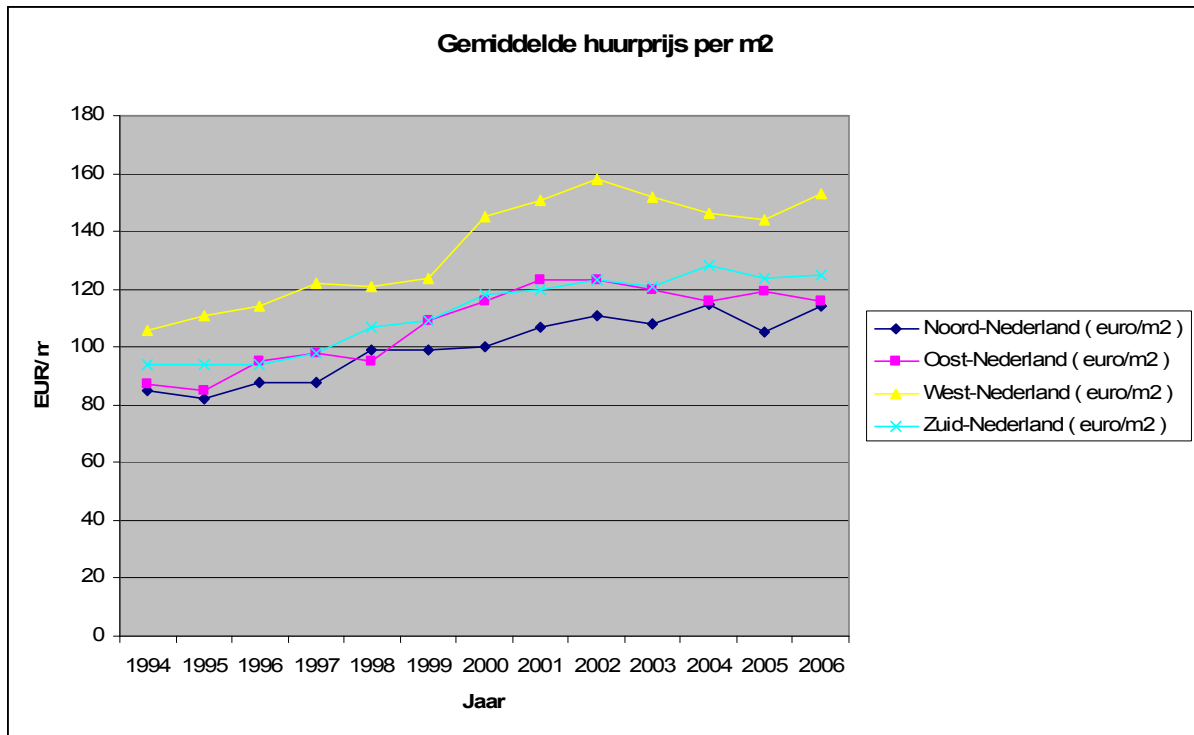
Als vervolgens wordt gekeken naar de laagste gemiddelde vierkante meterprijs in West Nederland vanaf 2000 is deze bereikt in 2005. Uitgerekend dat jaar heeft de institutionele belegger niets aangekocht terwijl qua verkopen is de particulier actiever.

Als wordt gekeken naar verschil in huurprijs blijkt dat de institutionele belegger veel gevoeliger is. Een dalende huurprijs vertaalt zich in een minder actieve institutionele belegger. Dit tegenover de particulier die tijdens de sterkste daling juist actiever wordt qua aankoop in meters en verkoop. Aangezien minder wordt gekocht door de particuliere belegger uitgedrukt in euro's kan er geïmpliceerd worden dat de particuliere belegger tijdens een daling van de huurprijs koopt in een goedkoper segment.

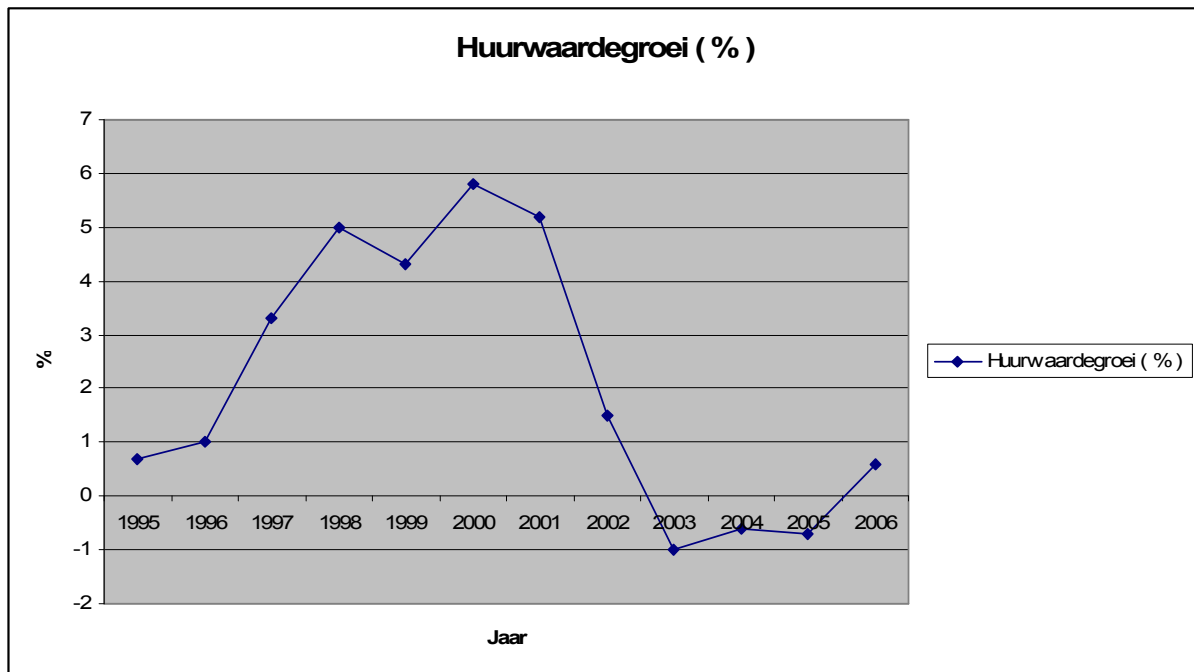
In hoofdstuk 3 is naar voren gekomen dat er in 2005 weinig aanbod was in het A segment.

Juist dit segment is waar de institutionele belegger zich in begeeft. Door de opportunistische instelling van de particuliere belegger kan er gesteld worden dat een daling wordt gezien als *opportunity* waardoor deze actiever gaat kopen.





Grafiek 5.2. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)



Grafiek 5.3. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)

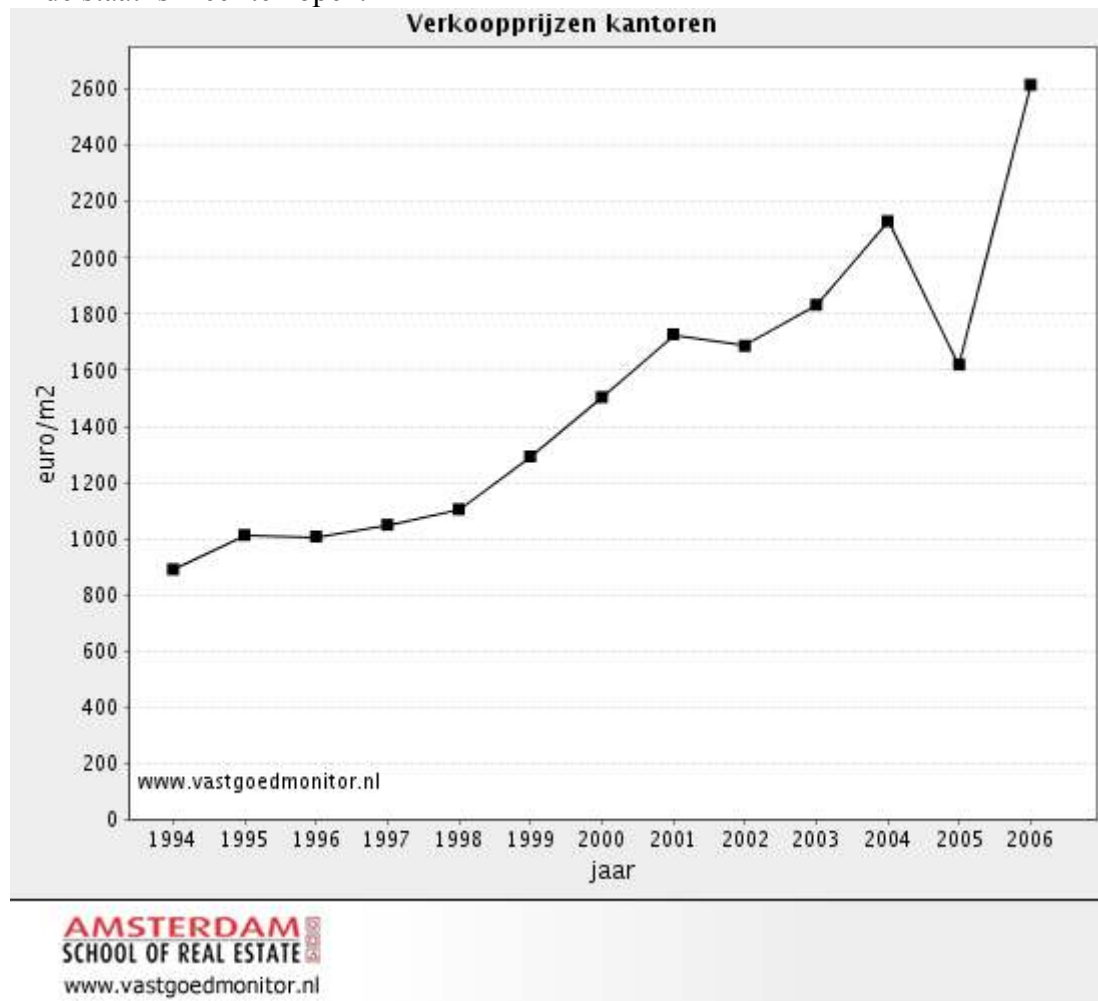
### 5.3. Prijs onroerend goed

In het Zuid West kwadrant wordt gekeken naar de prijs van onroerend goed. Een verandering van de prijs zal invloed moeten hebben op beide beleggers. In onderstaande grafiek is het verloop van de verkoopprijs van kantoren per vierkante meter te zien. Opvallend is de periode 2004-2005 waar de prijs scherp daalt. De aan- en verkopen van beide beleggers reageren bij een daling neerwaarts. Hier kan wel opgemerkt worden dat de particuliere belegger minder zwaar reageert als het gaat om aankopen, maar zwaarder als het gaat om verkopen. Het jaar

2005- 2006 laat een steile stijging zien. Hier reageert de institutionele belegger op door aanzienlijk meer te kopen en te verkopen.

Bij een stijging van de prijs verkoopt de particulier meer en koopt minder terwijl de institutionele belegger juist meer koopt en verkoopt. Bij een daling reageert de particulier als het gaat om verkopen zwaarder maar beide beleggers reageren met een minder actieve houding.

Dit komt weer overeen met de eerder genoemde opportunity houding van de particulier. Stijgende prijzen betekent voor de particulier de winst opstrijken maar niet direct kopen aangezien de opportunity minder wordt. Uit de voorafgaande hoofdstukken is gebleken dat de particulier minder kapitaal heeft. Dit kan ook een reden zijn waarom bij een stijgende prijs minder wordt gekocht aangezien op den duur het kapitaal wellicht niet meer toereikend is. Dit in tegenstelling tot de institutionele belegger die over meer kapitaal beschikt en daardoor ook in de staat is meer te kopen.



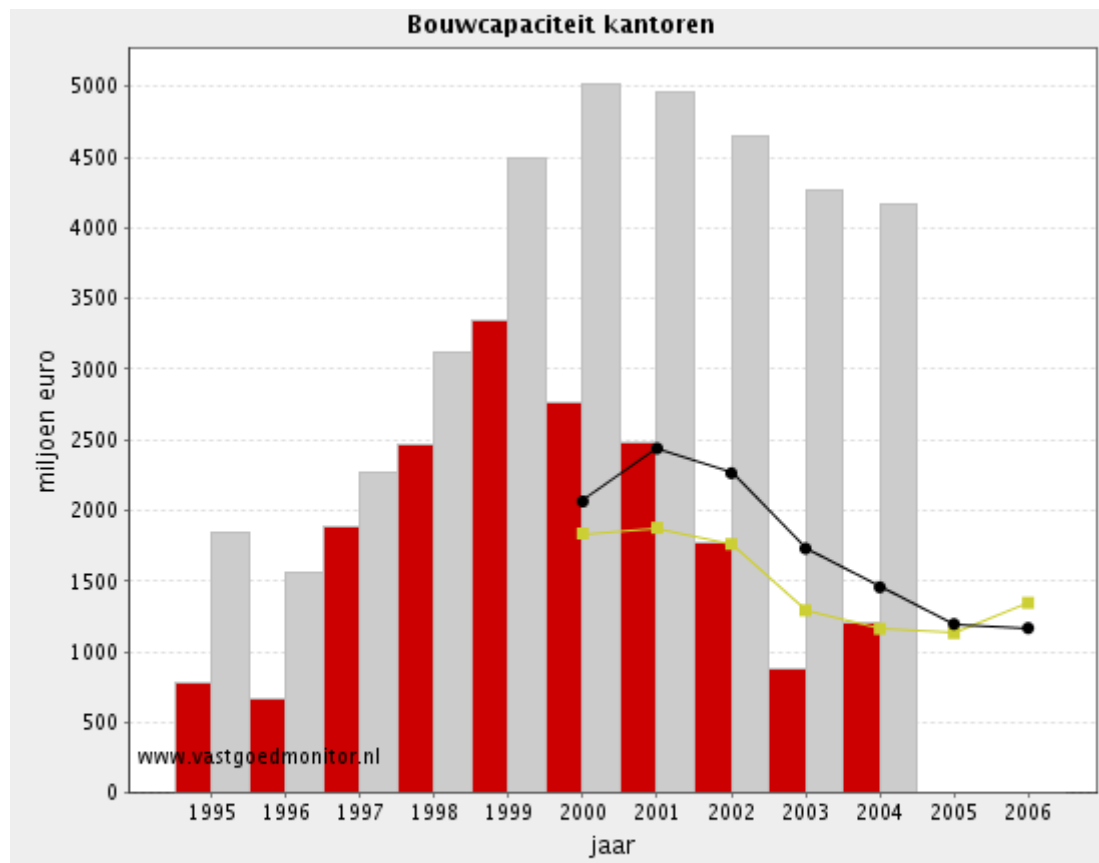
Grafiek 5.4. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)

#### 5.4 Productie kantoren

In onderstaande grafiek is de productie van kantoren af te lezen. Deze vormt sinds 2001 eigenlijk een dalende trend waarbij weinig gezegd kan worden over de reactie aangezien deze erg uit een lopen tijdens een gelijkblijvende trend. In de periode 2000- 2001 is een stijgende trend te zien en in deze periode reageren de beide beleggers verschillend. De institutionele belegger verkoopt juist meer in deze periode en de particulier juist minder. Wat betreft koop, reageren beide beleggers op een positieve manier en is een stijgende trend waar te nemen.

Geïmpliceerd wordt dan ook dat bij een stijgende productie de institutionele belegger actiever wordt met aan- en verkopen en de particulier alleen reageert door actiever te kopen. Een verklaring hiervoor kan zijn dat nieuwbouw over het algemeen duurder is. Een institutionele belegger beschikt over meer kapitaal en is dan ook sneller bereid om te betalen om aan product te kopen. De particuliere belegger kijkt door de prijs en de *opportunity* meer naar bestaande bouw.

Geconcludeerd kan worden dat een daling van de productie weinig direct effect lijkt te hebben op beide beleggers.



**AMSTERDAM**  
**SCHOOL OF REAL ESTATE**  
 www.vastgoedmonitor.nl

*notitie: Gebouwen met een waarde van 45.378 euro en hoger*

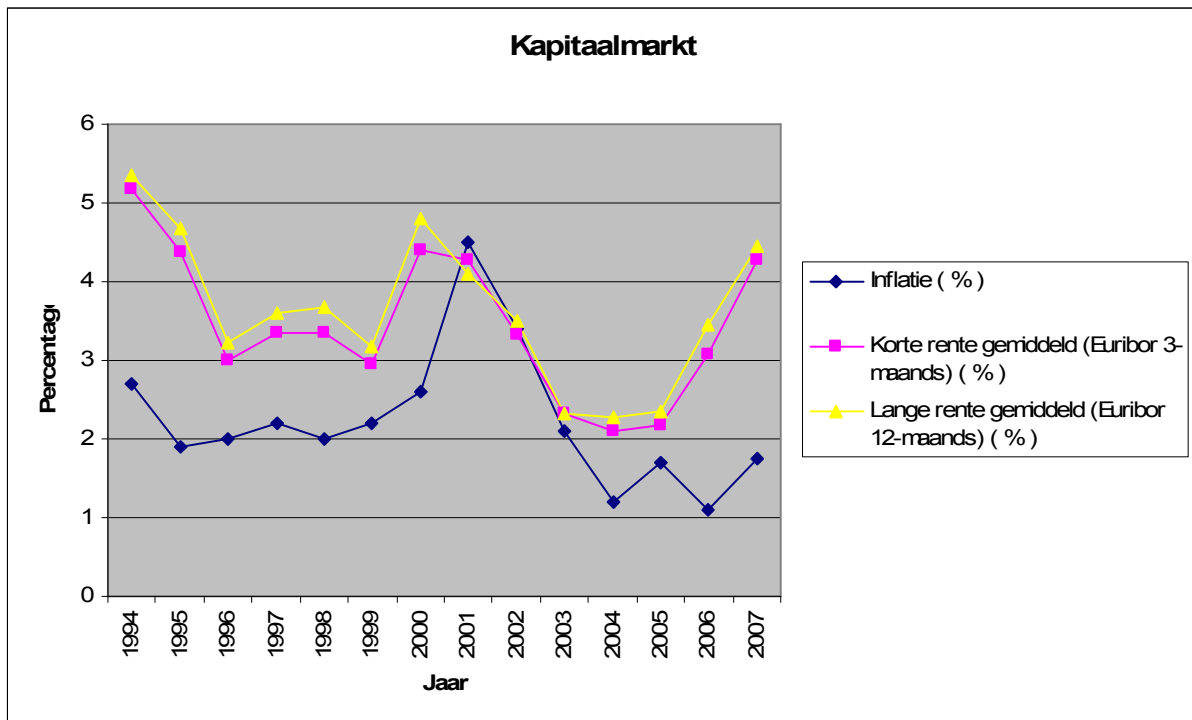
- Netto ontvangen opdrachten ( miljoen euro )
- Onderhanden ontwerpen ( miljoen euro )
- Productie van kantoren ( miljoen euro )
- Nog te produceren kantoren ( miljoen euro )

Grafiek 5.5. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl).

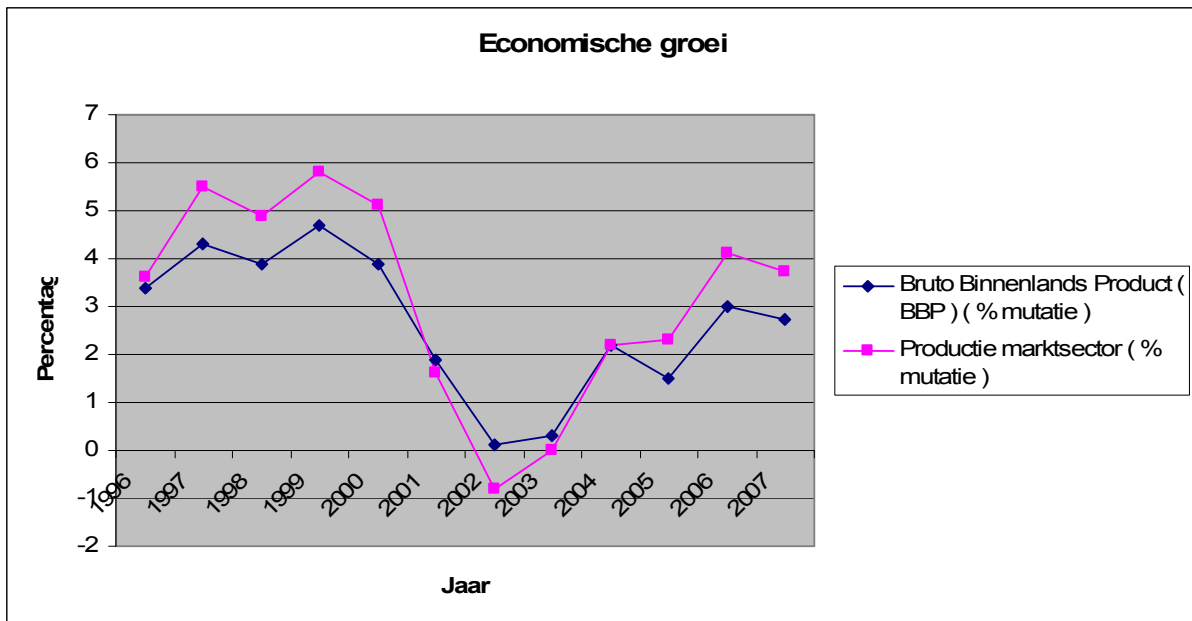
## 5.5. Exogene factoren

In voorafgaande is alleen gekeken naar factoren vanuit het model van Wheaton en Di Pasquale. Echter zijn deze endogene factoren, en dus het model, ook onderhevig aan exogene factoren die zeker een invloed kunnen hebben. Zo heeft bijvoorbeeld de kredietcrisis ook invloed op het gedrag van beleggers. Dit wordt gezien als een exogene kracht die ook invloed heeft op het model. In het volgende worden twee exogene aspecten behandeld die van invloed kunnen zijn op het gedrag van beleggers en het model. De twee aspecten zijn economische groei en rente. Deze twee aspecten hebben invloed op de vastgoedmarkt. Een verandering van deze aspecten kunnen een verschuiving van de curve als gevolg hebben zoals aangegeven in paragraaf 2.3.2.

Zoals in hoofdstuk 1 is duidelijk gemaakt, reageert de vastgoedmarkt vertraagd op marktveranderingen. In het verlengde hiervan is het verloop van de rente op de kapitaalmarkt (grafiek 5.6), de economische groei (grafiek 5.7) en de jaren dat door de particuliere belegger in totaal meer vierkante meters worden gekocht interessant. Eerder is al aangegeven dat de particuliere belegger meer afhankelijk is van de rente dan de institutionele belegger.



Grafiek 5.6. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)



Grafiek 5.7. Bron: [www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl)

In 2000 is de korte en de lange rente gaan dalen, met in 2004 het laagste niveau. Het Bruto Binnenlands Product begint medio 2002 weer te groeien, wat tot de kredietcrisis eigenlijk een stijgende lijn vormt, na een aantal jaren gedaald te zijn. Vervolgens worden in/ na die periode de meeste vierkante meters door particuliere beleggers gekocht. Als er een verband kan worden gevonden tussen deze twee variabelen en het investeringsgedrag van particuliere beleggers, zou de vastgoedcyclus een verklaring kunnen zijn waarom in 2004 het effect pas merkbaar is van beide variabelen.

Door de afhankelijkheid van de rente van de particuliere belegger is dit redelijk te verklaren. Economische groei zou moeten betekenen dat investeringen goed renderen, maar een daling van de groei zou ook kunnen betekenen dat dit de investering negatief beïnvloedt. Aangezien de particuliere belegger meer anticyclisch is gaan beleggen, kan dit een verklaring zijn voor de reactie.

Een andere factor die invloed heeft op de markt en model is de globalisering. Doordat kapitaal vanuit verschillende landen naar andere kan vloeien, (inter)nationale markten steeds toegankelijker worden, bedrijven steeds meer in elkaar verstrengeld raken en dit alles er voor zorgt dat economieën samen smelten, kan een gebeurtenis elders zijn effect hebben op de Nederlandse kantoren markt. Het bewijs hiervoor is de Credit crunch. Er zal verder niet worden stil gestaan bij deze tweede exogene factor aangezien deze buiten het kader valt van dit onderzoek.

## 5.6. Conclusie

De grafieken gepresenteerd in dit hoofdstuk impliceren dat de verschillende variabelen uit het model van Wheaton en Di Pasquale op beide beleggers een verschillend effect kunnen hebben. In onderstaande tabel is kort weergegeven hoe beide beleggers reageren op een verandering van één van de variabelen. De oorzaak van deze reacties is terug te vinden in de tabellen die voortvloeien uit hoofdstuk twee en drie.

Endogeen	Effect/ reactie
$\Delta$ Vraag kantoorruimte	Vergelijkbare reactie echter een vertraagde reactie van de institutionele belegger tov de particuliere belegger
$\Delta$ Huurprijsniveau	Institutionele belegger gevoeliger tov de particuliere belegger. Daling heeft een minder actieve institutionele belegger en een actievere particuliere belegger als gevolg. Bij een stijging van de huurprijs beide beleggers actiever
$\Delta$ Waarde OG	Bij een stijging verkoopt de particuliere belegger meer en koopt minder, de institutionele belegger verkoopt en koopt meer. Bij een daling reageren beide beleggers met een minder actieve houding, echter de particuliere belegger reageert heftiger tov de institutionele belegger
$\Delta$ Productie	Een stijging heeft een actievere institutionele belegger als gevolg, de particulier reageert door een actievere koophouding. Een daling heeft weinig effect.

Exogeen	Effect/ reactie
$\Delta$ Economische groei	Een stijging van de economische groei heeft effect op beide beleggers, echter reageert de particuliere belegger meer anticyclisch tov de institutionele belegger, beide met een vertraging.
$\Delta$ Rente	Een verandering van de rente heeft direct een veel groter effect op de particuliere belegger dan op de institutionele belegger.

Tabel 5.1. Bron: eigen bewerking

In het volgende hoofdstuk zal worden getoetst of de bevindingen van de data analyse worden onderkend door personen uit de praktijk in de vorm van een expert meeting.

## Hoofdstuk 6

De bevindingen uit de voorafgaande hoofdstukken kunnen door verschillende beleggers verschillend geïnterpreteerd worden. De uitkomsten van de data analyse geeft geen beeld dat geheel vrij is van verschillende interpretaties. Daarom is er voor gekozen om een expertmeeting te organiseren waarbij de bevindingen van de voorafgaande hoofdstukken worden voorgelegd om te toetsen of de voorafgaande veronderstellingen herkenbaar zijn. Dit is gedaan aan de hand van een aantal stellingen welke zijn voorgelegd en bediscussieerd. Bij de meeting waren zeven personen aanwezig, waarvan twee particuliere beleggers, twee institutionele beleggers, twee personen met zowel een particuliere als een institutionele achtergrond en een persoon van de research afdeling van een bekend Nederlands makelaarskantoor. De selectie van personen is gebaseerd op de verschillende invalshoeken waar twee personen vanuit beide beleggers kunnen kijken, een persoon geen belegger is, dus geen bias heeft, maar wel met de nodige kennis en de overigen vanuit een particuliere dan wel institutionele bril kijken. Het aantal personen is gekozen om de discussie overzichtelijk te houden en daardoor de verschillende meningen duidelijk aanbod kunnen komen. Er is voor gekozen om alle participanten anoniem te houden omdat niet een ieder met naam in het onderzoek wilde genoemd worden.

In de eerste paragraaf zal worden toegelicht welke stellingen zijn voorgelegd en met welke achtergrond gekozen is voor deze stelling. De tweede paragraaf zal de uitkomsten en reacties behandelen en vervolgens zal de conclusie aan bod komen.

### 6.1 Presentatie en structuur

De presentatie is gedaan aan de hand van een PowerPoint presentatie waarbij eerst een korte toelichting is gegeven van de achtergrond van de auteur ( zie bijlage). Vervolgens is kort het onderzoek toegelicht waarbij de verschillende onderwerpen van ieder hoofdstuk aan bod zijn gekomen. Om geen sturing te geven aan meningen van de participanten is alleen een toelichting gegeven en niet uitgebreid stil gestaan bij conclusies die uit de verschillende hoofdstukken voortvloeien.

Vervolgens zijn de stellingen gepresenteerd welke om de beurt zijn behandeld. Na een stelling bediscussieerd te hebben, is vervolgens een grafiek getoond afkomstig uit de data analyse uit hoofdstuk 4 en een bijbehorende grafiek uit hoofdstuk 5. Deze opzet is gekozen om niet alleen de data , maar ook de mening van de participanten te toetsen en vervolgens hoe standvastig en onderbouwd deze zijn.

In het volgende zal worden toegelicht waarom voor welke stelling is gekozen.

De keuze voor de stellingen zijn gebaseerd op het model van Wheaton en Di Pasquale. In het onderzoek is getracht om beleggersgedrag te verklaren aan de hand van veranderende marktfactoren en vervolgens is dit naast de data gelegd. De expertmeeting heeft als doelstelling om deze uitkomsten te toetsen zodat kan worden gekeken of de marktfactoren zich hier in kunnen herkennen. Er zal dus worden getracht om veranderingen van de afzonderlijke variabelen van het model van Wheaton en Di Pasquale te gebruiken om te toetsen welke reacties de participanten verwachten en welke reden ten grondslag ligt achter deze reactie. Er wordt gekozen om het model wederom tegen de klok in te volgen om te kijken of er een verband wordt gelegd tussen de verschillende variabelen. De eerste stelling is als volgt:

1. *Door de eigenschappen van een institutionele belegger zal deze bij een daling van de vraag naar kantoorruimte door gebruikers hier later op reageren met verkopen ten opzichte van de particuliere belegger.*

In hoofdstuk 2 en 3 zijn eigenschappen van beide beleggers in kaart gebracht. Met deze stelling wordt getracht een uitspraak te ontlokken over hoe de participanten denken over karaktereigenschappen en eventuele verschillen hierin. Dit is gekoppeld aan een verandering van de variabele van het eerste kwadrant van het model van Wheaton en Di Pasquale. Tijdens de discussie kan makkelijk worden overgestapt naar wat er zou gebeuren als de vraag zal stijgen. Er wordt een vergelijking neergezet en er wordt verwacht dat een reactie op een stijging van de vraag van zelf aan bod komt. Mocht dit niet het geval zijn kan de presentator de discussie die kant op begeleiden.

- 2. Bij een daling van de huurprijs zal de particuliere belegger actiever verkopen waarbij de institutionele belegger juist minder actiever wordt met verkopen*

Het tweede kwadrant van het model van Wheaton en Di Pasquale behelst de huurprijs. Met de stelling wordt getracht om te toetsen of de bevinding uit het vorige hoofdstuk overeenkomt met wat de participanten denken. Wederom kan tijdens de discussie een stijging van huurprijs worden getoetst.

- 3. Bij een stijgende prijs van onroerend goed worden beide beleggers actiever met aankopen.*

Het derde kwadrant van het model van Wheaton en Di Pasquale is onderhevig aan de variabele prijs onroerend goed. Net als bij de vorige stelling wordt gepoogd te toetsen of de resultaten van het vorige hoofdstuk overeenkomen met de gedachten van de participanten. Ook hier wordt een daling van de prijs behandeld door het begeleiden van de discussie.

- 4. Een verandering van de bouwproductie is niet van invloed op de aankoop activiteiten van beide beleggers.*

Hier wordt getoetst welk effect een verandering van de bouwproductie kan hebben, welke wordt terug gevonden in het vierde kwadrant van het model van Wheaton en Di Pasquale. Er wordt gesuggereerd dat er een minimaal effect is op beide beleggers uit het vorige hoofdstuk en dat wordt door deze stelling getoetst. Ook hier kan de discussie begeleid worden.

- 5. De rentestand is de belangrijkste factor die van invloed is op de activiteit van de particuliere belegger, wat zich met name uit tijdens de Credit Crunch, de institutionele belegger wordt met name beïnvloed door de prijs van onroerend goed.*

Met de laatste stelling wordt getracht de afhankelijkheid van rente van de particuliere belegger te toetsen. Er is hier voor gekozen omdat uit de voorafgaande hoofdstukken wordt geïmpliceerd dat deze factor zwaar weegt bij deze belegger. Vervolgens is de prijs van onroerend goed gekozen als afhankelijke factor van de institutionele belegger. Hier is voor gekozen omdat de prijs van onroerend goed ook beïnvloedt kan worden door veranderingen in rente stand en op deze manier rente dus ook wordt getoetst qua invloed op de institutionele belegger.

In het volgende zal worden toegelicht wat de verschillende reacties waren van de participanten op de verschillende stellingen.



## 6.2 De experts

### Stelling 1:

De participanten geven aan dat een daling in de vraag naar kantoorruimte niet direct zal leiden tot verkopen. Dit is afhankelijk van het object en de strategie van de belegger. Er is wel een verschil in eigenschappen van beide beleggers die doorslaggevend kan zijn. Een verschil wat wordt aangegeven is dat de institutionele belegger over het algemeen een visie heeft geformuleerd met bijvoorbeeld een looptijd van drie jaar. De particuliere belegger heeft toch vaker een visie die onderhevig is aan de impulsiviteit van de belegger. Hiernaast de kortere lijnen en daardoor kortere beslistijd, maakt het mogelijk dat een particuliere belegger sneller zou kunnen reageren. Aangegeven wordt dat een institutionele belegger ook snel kan beslissen maar naar alle waarschijnlijkheid minder snel. Er wordt aangegeven dat een institutionele belegger vaker in portefeuilles denkt waarbij de particuliere belegger meer per object kijkt. Hierdoor wordt de impulsiviteit van de particuliere belegger versterkt. Ook wordt aangegeven dat er particuliere beleggers zijn die eigenschappen van een institutionele belegger hebben en institutionele beleggers zijn die eigenschappen hebben van een particuliere belegger. Door de verschillende eigenschappen en de visie van de belegger kan er worden gesproken over een heterogene belegger, aangezien ieder zij eigen karakter heeft. De grafieken die vervolgens worden getoond vinden geen herkenning bij de participanten. Kritiek is dat de grafiek welke gevormd is aan de hand van de verrichtte transacties te veel ruimte biedt voor verschillende interpretaties en speculaties omdat de reeks te kort is.

### Stelling 2:

De experts geven aan dat een verandering van de huurprijs alléén niet een directe toename van verkopen dan wel aankopen als gevolg heeft. Wel doorslaggevend is de duur van het contract van de huurder(s) van het object en de trend van de daling dan wel stijging van de huurprijs. Als de daling kort is en de toekomst laat zien dat er weer een stijging wordt verwacht is er geen reden om te verkopen.

De grafieken die vervolgens worden getoond vinden wederom geen herkenning bij de participanten. Kritiek is dat de grafiek welke gevormd is aan de hand van de verrichtte transacties te veel ruimte biedt voor verschillende interpretaties en speculaties omdat de reeks te kort is.

### Stelling 3:

De experts geven aan dat een stijgende prijs niet per definitie een stijging oplevert van de aankopen. Een stijgende prijs kan net zo goed een daling van de aankopen en een stijging van de verkopen opleveren. Doorslaggevend is de strategie van de belegger waarbij een particuliere belegger dezelfde strategie kan hanteren als een institutionele belegger. Het zelfde geldt voor een daling van de prijs.

De grafieken die vervolgens worden getoond vinden geen herkenning bij de participanten. Kritiek is dat de grafiek welke gevormd is aan de hand van de verrichtte transacties te veel ruimte biedt voor verschillende interpretaties en speculaties omdat de reeks te kort is.

### Stelling 4:

Er wordt door de experts aangegeven dat de productie alléén over het algemeen niet van directe invloed is. Wel wordt aangegeven dat een institutionele belegger nieuwbouw, zoals

bijvoorbeeld op de Zuid- As sneller zal aankopen dan de particuliere belegger. Particuliere beleggers zijn meer opportunity gedreven waardoor een gebouw als bijvoorbeeld Vinoly niet interessant is. Ook met name de hoogte van de prijs van soortgelijke objecten zijn nauwelijks haalbaar en interessant voor de particuliere belegger. Een institutionele belegger is ook sneller geneigd om verjonging (meer nieuwbouw, minder bestaande bouw) in de portefeuille door te voeren.

De grafieken die vervolgens worden getoond vinden geen herkenning bij de participanten. Kritiek is dat de grafiek welke gevormd is aan de hand van de verrichtte transacties te veel ruimte biedt voor verschillende interpretaties en speculaties omdat de reeks te kort is.

#### Stelling 5:

Aangegeven wordt dat de rente inderdaad een belangrijke factor is voor de particuliere belegger. Er kan echter niet gesteld worden dat rente de zwaarstwegende factor is. Het is een samenloop van omstandigheden die doorslaggevend is. De institutionele belegger is ook afhankelijk van de rente stand en tevens geldt voor de institutionele belegger dat het een samenloop van omstandigheden betreft die doorslaggevend is. De Credit crunch is met name een verscherping van de krediet faciliteiten wat ook invloed heeft op de prijs van onroerend goed. Aangegeven wordt dat een hogere rente van invloed is, maar wat ook zeker een rol speelt zijn de financieringsvoorwaarden als exit fee's en winstdelingen. Op den duur zal dit invloed hebben op de prijs van onroerend goed, waarbij omvang en soort van het aanbod ook een rol speelt.

De grafieken die vervolgens worden getoond vinden geen herkenning bij de participanten. Kritiek is dat de grafiek die gevormd is aan de hand van de verrichtte transacties te veel ruimte biedt voor verschillende interpretaties en speculaties omdat de reeks te kort is.

### 6.3 Conclusie

Tijdens het einde van de bijeenkomst worden een aantal conclusie voorgelegd en wordt getracht gezamenlijk tot een eindconclusie te komen. De conclusies die zijn voorgelegd zijn als volgt:

- De verschillende variabelen hebben afzonderlijk geen invloed op het gedrag van de beide beleggers.
- Iedere belegger, particulier dan wel institutioneel reageert verschillend.
- Er is een verschil in beleggersgedrag, maar dat uit zich in verschil in soort object ipv hoeveelheid m<sup>2</sup> en/of €.
- De particuliere belegger is het meest afhankelijk van de rente stand/ financierbaarheid, de institutionele belegger is nergens van afhankelijk
- Anders....

Er is voor gekozen om meerdere conclusies weer te geven zodat de verschillende aspecten nog een keer aan bod komen. Hierdoor ontstaat nog een discussie waarbij de participanten kunnen aangeven wat zij als conclusie zien.

Bij iedere stelling kwam al naar voren dat het niet één factor afzonderlijk is die de aan- en verkoop activiteit beïnvloedt van de beide beleggers. Daarom zijn de experts het gedeeltelijk eens met de bovengenoemde conclusies. De conclusie waar de experts het meest met elkaar eens zijn is dat meerdere factoren van invloed zijn, en door verschillende marktomstandigheden verschillende factoren zwaarder kunnen wegen dan in andere omstandigheden, waarbij visie en strategie van de belegger een belangrijke rol speelt. De verschillende karakteristieken van beide beleggers worden grotendeels onderkend en vormen een aanzienlijk aspect van de verschillen in de aan- en verkoop activiteiten van beide

beleggers, waarbij de verschillen wel minder groot zijn dan dat doet vermoeden. Dit komt doordat beleggers, institutioneel dan wel particulier, een mengeling van eigenschappen van beide beleggers kunnen hebben. Wel wordt aangegeven dat een institutionele belegger altijd meer eigenschappen zal hebben van een instituut en de particuliere belegger altijd meer van een particulier.

Ook wordt tijdens de discussie gemeld dat globalisering van invloed is. Doordat veel buitenlands kapitaal de Nederlandse, en dus ook de Amsterdamse, kantorenmarkt kan invloeden heeft dit effect op de beleggersmarkt. Immers, er zijn meer actoren actief op de markt die kapitaal met zich meebrengen waardoor een “wall of money” kan ontstaan. Het effect van globalisering is ook duidelijk geworden tijdens de Credit crunch. Het instorten van de Amerikaanse hypotheekmarkt voor woningen heeft ook zijn effect gehad op de Nederlandse markt. Er is dus sprake van een exogene factor, globalisering, die meerdere factoren met zich meebrengt welke niet direct meetbaar dan wel zichtbaar zijn. . In onderstaande tabel zijn bondig de uitkomsten van de meeting weergegeven.

Endogeen	Effect/ reactie
$\Delta$ Vraag kantoorruimte	Een daling van de vraag leidt over het algemeen naar een actievere houding van verkopen, echter kan de particuliere belegger door organisatie eigenschappen sneller reageren. Doorslaggevend is de visie/ strategie van de belegger welke van de particuliere belegger impulsiever kan zijn en bij de institutionele belegger toch vaak een lange termijn visie/ strategie betreft. De institutionele belegger denkt over het algemeen in portefeuille waarbij de particulier meer per object kijkt. De eigenschappen van een belegger kunnen uiteen lopen waardoor er gesproken kan worden over de heterogene belegger.
$\Delta$ Huurprijsniveau	Een verandering van het huurprijsniveau heeft niet direct invloed op de aan- en verkoop activiteiten van de beide beleggers. Doorslaggevend is de duur van de huurcontracten in de desbetreffende objecten en de vooruitzichten van de trend.
$\Delta$ Waarde OG	Een verandering van de waarde van onroerend goed heeft niet direct invloed op de activiteiten van beide beleggers. Doorslaggevend is de visie/ strategie van de belegger. De institutionele belegger denkt over het algemeen in portefeuille waarbij de particulier meer per object kijkt.
$\Delta$ Productie	De productie is niet van directe invloed hoewel een institutionele belegger meer nieuwbouw koopt dan de particuliere belegger.

Exogeen	Effect/ reactie
$\Delta$ Economische groei	Economische groei is van invloed op de aan- en verkopen van beide beleggers, waarbij strategie en visie doorslaggevend. De particuliere belegger gedraagt zich eerder anticyclisch dan de institutionele belegger.
$\Delta$ Rente	De rente is voor beide beleggers van invloed echter aanzienlijk meer bij de particuliere belegger.

Exogeen II	Effect/ reactie
Globalisering	Van invloed op de markt, zowel positief als negatief. Echter nauwelijks, dan wel niet, direct meetbaar. Behelst meerdere factoren.

Tabel 6.1. Bron: eigen bewerking

## Hoofdstuk 7 Conclusie

In het voorafgaande is vanuit literatuur, data en experts informatie verzameld om aan de vooraf geformuleerde doelstelling te kunnen voldoen en antwoord te kunnen geven op de vraagstelling. Deze luiden respectievelijk als volgt:

- Inzicht krijgen in verschillen in beleggingsgedrag bij directe beleggingen in vastgoed van de particuliere belegger ten opzichte van de institutionele belegger op de Amsterdamse kantorenmarkt.
- Wat voor een verschillen in beleggingsgedrag zijn er tussen de particuliere belegger ten opzichte van de institutionele belegger op de Amsterdamse kantorenmarkt en hoe kunnen deze verschillen worden verklaard?

In het 2<sup>e</sup> hoofdstuk komt naar voren dat er vanuit de wetenschappelijke literatuur een aantal verschillen zijn tussen de beide beleggers met het oog op:

- organisatiestructuur.
- Doelstelling.
- Financiering.
- Risicobeoordeling.
- Vastgoed karakteristieken.

Deze samen vormen de eigenschappen van beide beleggers. De verschillen zijn samengevat in tabel 2.2. Deze eigenschappen kunnen bepalend zijn voor het gedrag. Zo blijkt dat de particuliere belegger over het algemeen in andere objecten is geïnteresseerd dan de institutionele belegger.

In hoofdstuk 3 is gekeken naar marktrapporten en wat voor een verschillen tussen beide beleggers daar uit voortvloeien. Dit is gedaan aan de hand van de volgende aspecten:

- Portefeuille omvang
- Portefeuille risico:
  - Spreiding.
  - Leegstand.
  - Rendement.
- Trends en ontwikkelingen

De uitkomsten zijn weergegeven in tabel 3.2. Ook hier komt naar voren dat er verschillen zijn tussen beide beleggers. De karakteristieken uit hoofdstuk 2 beïnvloeden het gedrag van de belegger waardoor er een verschil ontstaat in bovengenoemde aspecten.

Vervolgens is in hoofdstuk 4 gekeken naar verrichtte transacties in groot Amsterdam waarbij een onderscheid is gemaakt tussen beide beleggers en aan- en verkopen uitgedrukt in m<sup>2</sup> en euro's.

In hoofdstuk 5 is gekeken of er een verklaring kan worden gegeven voor de uitkomsten van de data analyse aan de hand van de voorafgaande hoofdstukken met de nadruk op het model van Wheaton en Di Pasquale. De factoren uit het model zijn de volgende:

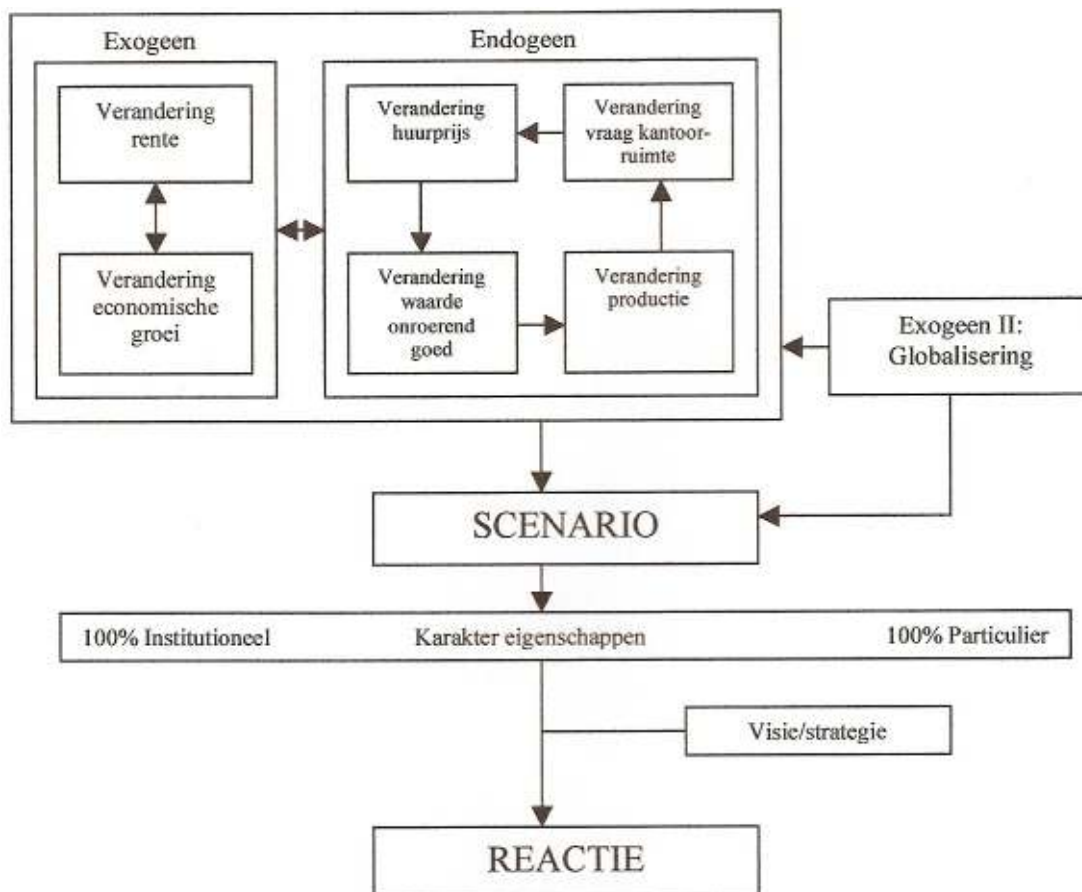
- Vraag naar kantooruimte.
- Huurprijsniveau.
- Waarde onroerend goed.
- Productie

De exogene factoren rente en economische groei zijn ook meegenomen.

Vanuit de analyse komen verschillen naar voren welke zijn weergegeven in tabel 5.1. Deze geven echter ruimte voor verschillende interpretaties. Daarom worden deze in het volgende hoofdstuk voorgelegd aan experts.

In hoofdstuk 6 zijn voorafgaande bevindingen voorgelegd aan experts om te toetsen of de conclusies uit het voorafgaande worden herkend door experts met ervaring vanuit de markt/praktijk. De uitkomsten van deze meeting zijn weergegeven in tabel 6.1., waaruit blijkt dat de data analyse niet met alleen vanuit literatuur te verklaren is.

Het onderzoek begint met een brede opzet waarbij de markt en beleggers in kaart worden gebracht. Vervolgens wordt gekeken hoe de beleggers acteren op de markt. De verschillende uitkomsten hiervoor zijn terug te vinden in onderstaand model. Dit model is eigenlijk een samenvoeging van de tabellen die aan het einde van de hoofdstukken, behalve hoofdstuk 4, te zien zijn.



Figuur 7.1. Bron: eigen bewerking.

Rechtsboven in het model staan de factoren van Wheaton en Di Pasquale. Deze factoren worden gezien als de endogene marktfactoren. Linksboven staan de exogene factoren. De endogene en exogene factoren beïnvloeden elkaar en resulteren in een bepaald markt scenario. Echter zijn de marktfactoren en het scenario beiden onderhevig aan een andere factor, exogeen II. Dit is de globalisering welke invloed kan hebben op de marktfactoren, maar ook op het scenario. Vervolgens wordt het scenario opgevangen door de belegger. De institutionele belegger en de particuliere belegger hebben verschillende karaktereigenschappen maar kunnen ook een aantal gelijke hebben. Helemaal links staat daarom 100% institutioneel en

helemaal rechts 100% . De institutionele beleggers verschillen weer onderling van elkaar net als de particuliere beleggers onderling kunnen verschillen

Om de heterogeniteit van de belegger te benadrukken wordt aangegeven dat visie/ strategie de laatste en doorslaggevende factor is die de reactie bepaald en dus het gedrag van de belegger.

De belangrijkste bevinding van het onderzoek is dat er niet kan worden gesproken over de particuliere belegger, of de institutionele belegger. In theorie kan dit wel, maar niet in de praktijk. In hoofdstuk 2 komen eigenschappen naar voren van beide beleggers en in hoofdstuk 3 worden nog een aantal verschillen aangetoond. Echter is tijdens de expert meeting gebleken dat verschillende marktpartijen eigenschappen hebben van een institutioneel maar particulier zijn, of vice versa. Duidelijk komt ook naar voren tijdens de expert meeting dat de visie of strategie van de belegger doorslaggevend is in de keuzes die de belegger maakt. Dit onderschrijft nogmaals dat institutionele beleggers en particuliere beleggers onderling veel kunnen verschillen. De doelstelling van een institutionele belegger is in hoofdstuk 2 gedefinieerd. Om deze doelstelling te verwezenlijken zijn verschillende strategieën te bedenken, waardoor ook verschillende resultaten worden behaald. Het zelfde geldt uiteraard voor de particuliere belegger. Hierdoor kan er worden gesproken over de heterogene belegger die zich gedraagt in een institutioneel, dan wel particulier kader waarbij de beide kaders voor een gedeelte in elkaar overlopen.

De heterogeniteit van de belegger kan ook een verklaring zijn voor de uitkomsten van de data analyse. De data vertoont een beeld dat verschillend kan worden geïnterpreteerd waarbij het moeilijk is een duidelijke trend aan te tonen tussen beide beleggers. Het gedrag van de belegger is dus afhankelijk van:

- Marktveranderingen, zowel endogeen als exogeen.
- De karaktereigenschappen van een belegger.
- De specifieke strategie of visie die de desbetreffende belegger hanteert, wat doorslaggevend is en waardoor de belegger zich ook onderscheidt van andere beleggers.

Om terug te komen op de vraagstelling kan er gesteld worden dat de verschillen in beleggersgedrag op de Amsterdamse kantorenmarkt zijn terug te vinden in portefeuille opbouw qua soort object, portefeuille omvang en portefeuille risico. Dit wordt bepaald door de verschillende karaktereigenschappen van beide beleggers waarbij visie en strategie doorslaggevend zijn en waardoor er gesproken kan worden over een heterogene belegger die zowel institutionele als particuliere eigenschappen kan hebben.

## **7.2 Aanbevelingen**

Aan het einde van een onderzoek is het mogelijk dat de doelstelling is gerealiseerd en de vraagstelling beantwoord is. Echter is het mogelijk dat nieuwe vragen naar voren komen, of dat er nieuwe inzichten voortvloeien die vervolgonderzoek verlangen. Voor dit onderzoek worden de volgende aanbevelingen gedaan:

De grafieken die voortvloeien uit de data zijn helaas niet vrij van verschillende interpretaties zoals tijdens de expert- meeting al is aangegeven. Aangegeven is door DTZ Zadelhoff, afdeling Research, dat wanneer alle verrichtte transacties in Nederland worden meegenomen nog steeds geen duidelijke conclusies kunnen worden getrokken vrij van interpretaties. Een vervolg onderzoek zou kunnen zijn of er op een andere manier getoetst kan worden, bijvoorbeeld door te kijken naar vastgoed in eigendom over een bepaalde periode.

In dit onderzoek is de Amsterdamse kantorenmarkt onder de loep genomen. Wellicht dat andere steden, andere uitkomsten bieden. Een mogelijkheid voor vervolg onderzoek zou

kunnen zijn dat de steden uit de Randstad met elkaar worden vergeleken om te toetsen of hier weer andere conclusies uit kunnen worden getrokken.

De conclusie dat er sprake is van een heterogene belegger kan nader worden onderzocht.

Wellicht dat de beide beleggers in een sub- verdeling kunnen worden verdeeld waardoor de verschillende aanwezige marktpartijen in kunnen worden onderverdeeld. Hierdoor kan in de toekomst een betere vergelijking worden gemaakt tussen de beide beleggers die actief zijn op de Nederlandse markt.

## Literatuurlijst

Baarde, D.B. Goede, M.P.M. de (2000), *Basisboek, Methoden en Technieken, Praktische handleiding voor het opzetten en uitvoeren van onderzoek*, 2<sup>e</sup> herz. druk, Houten: Stenfert Kroese.

Boom, G. van, Brink, S. van den. (2005), *Beleggen in vastgoed*. Laren: Verbum uitgeverij.

Gool, P. van, Jager, P., Weisz, R.M. (2007), *Onroerend goed als belegging*. Groningen/Houten: Wolters- Noordhoff.

Di Paquale, D., Wheaton, W.C. (1996), *Urban Economics and Real Estate Markets*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

DTZ Zadelhoff (2008), *Verder met vertrouwen*. Amsterdam: DTZ Zadelhoff, afdeling Research.

IVBN (2007), *De vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland 2006*. Voorburg: IVBN (Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland)

Jones Lang LaSalle (2008), *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de grote Nederlandse institutionele beleggers en vastgoedfondsen 2007*, Amsterdam: Jones Lang LaSalle.

Jones Lang LaSalle (2006), *Beleggingsmarktspecial 2006*. Amsterdam: Jones Lang LaSalle Research & Consultancy.

Leeuw, A.C.J. de (2001), *Bedrijfskundige methodologie, Management van onderzoek*, 4<sup>e</sup> druk, Assen: Van Gorcum B.V.

Troostwijk Makelaars O.G. B.V. (2008), *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers 2007*. Amsterdam: Troostwijk Makelaars O.G. B.V., ING Real Estate, Technische Universiteit Eindhoven.

Troostwijk Makelaars O.G. B.V. (2007), *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers 2006*. Amsterdam: Troostwijk Makelaars O.G. B.V., ING Real Estate, Technische Universiteit Eindhoven.

Troostwijk Makelaars O.G. B.V. (2006), *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers 2005*. Amsterdam: Troostwijk Makelaars O.G. B.V., ING Real Estate, Technische Universiteit Eindhoven.

Troostwijk Makelaars O.G. B.V. (2005), *Het vastgoedbeleggingsbeleid van de Nederlandse professionele particuliere beleggers 2004*. Amsterdam: Troostwijk Makelaars O.G. B.V., ING Real Estate, Technische Universiteit Eindhoven.

[www.vastgoedkennis.nl](http://www.vastgoedkennis.nl) (laatst bezocht op 24-4-2008)

[www.kfn.nl](http://www.kfn.nl) (laatst bezocht op 13-12-2007)

[www.degroenegroep.nl](http://www.degroenegroep.nl) (laatst bezocht op 13-12-2007)



[www.ivbn.nl](http://www.ivbn.nl) (laatst bezocht op 19-12-2008)

## **Bijlage**

Presentatie expert meeting: